

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

**KÂR DAĞITIM KARARININ BELİRLEYİCİLERİ: BORSA İSTANBUL  
ŞİRKETLERİ ÜZERİNE DİNAMİK PANEL VERİ ANALİZİ**



**Doktora Tezi**

**Faruk BOSTANCI**

**Ankara-2017**

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

**KÂR DAĞITIM KARARININ BELİRLEYİCİLERİ: BORSA İSTANBUL  
ŞİRKETLERİ ÜZERİNE DİNAMİK PANEL VERİ ANALİZİ**

**Doktora Tezi**

**Faruk BOSTANCI**

**Tez Danışmanı**

**Prof. Dr. Güven SAYILGAN**

**Ankara-2017**

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

**KÂR DAĞITIM KARARININ BELİRLEYİCİLERİ: BORSA İSTANBUL  
ŞİRKETLERİ ÜZERİNE DİNAMİK PANEL VERİ ANALİZİ**

**Doktora Tezi**

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Güven SAYILGAN

Tez Jürisi Üyeleri

**Adı Soyadı**

Prof. Dr. Güven SAYILGAN

Prof. Dr. Hasan ŞAHİN

Prof. Dr. Kadir GÜRDAL

Prof. Dr. Kürşat YALÇINER

Prof. Dr. Ali ALP

**İmzası**



Tez Sınav Tarihi: 16./06/2017

**T.C.**  
**ANKARA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ'NE**

Bu belge ile, bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağımı gösterdiğimi ayrıca beyan ederim. (21.06./2017)

  
Faruk BOSTANCI

# İÇİNDEKİLER

I. GİRİŞ .....	1
II. KÂR PAYI KAVRAMI VE KISA TARİHİ .....	5
2.1 Kâr Payının Tarihi Arka Planı .....	5
2.2 Kâr Kavramı .....	7
2.3 Kâr Payı mı Temettü mü?.....	8
2.4 Kâr Payının Dağıtım Yöntemleri.....	9
2.5 Kâr Dağıtım Politikası mı Kâr Dağıtım Kararı mı? .....	11
2.6 Kurumsal-Hukuksal Bağlam ve Kâr Dağıtımını .....	11
2.7 Kâr Dağıtımında Eğilimler .....	15
III. KÂR DAĞITIMINA İLİŞKİN HİPOTEZLER .....	16
3.1 Modigliani ve Miller Modeli (İlişkisizlik Hipotezi).....	16
3.2 Asimetrik Bilgi ve Kâr Dağıtımını .....	20
3.2.1 Sinyal Hipotezi .....	21
3.2.2 Finansman Hiyerarşisi Hipotezi (Pecking Order Hypothesis) .....	25
3.3 Vekâlet Problemi (Agency Problem) ve Kâr Dağıtımını .....	25
3.4 Vergiler ve Kâr Dağıtımını .....	29
3.4.1 Vergi Etkisi Hipotezi (The Tax Effect Hypothesis).....	30
3.4.2 Müşteri Etkisi Hipotezi (The Clientele Effect Hypothesis) .....	31
3.5 İşlem Maliyetleri ve Kâr Dağıtımını.....	33
3.6 Kâr Dağıtımına İlişkin Diğer Yaklaşımlar .....	35
3.6.1 Lintner Modeli.....	35
3.6.2 Eldeki Kuş Hipotezi (The Bird-in-hand Hypothesis).....	36
3.6.3 Olgunluk Hipotezi (Maturity Hypothesis) .....	37
3.6.4 Besleme Hipotezi (Catering Hypothesis).....	38
IV. KÂR DAĞITIM KARARLARINA İLİŞKİN YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR.....	38
4.1 Gelişmiş Piyasaların Verileri Kullanılarak Yapılmış Çalışmalar .....	39
4.2 Gelişmekte Olan Piyasaların Verileri Kullanılarak Yapılmış Çalışmalar .....	45
4.3 İstanbul Borsası Şirketlerinin Verileri Kullanılarak Yapılmış Çalışmalar .....	50
V. TÜRKİYE'DE KÂR DAĞITIMINA İLİŞKİN MEVZUAT VE UYGULAMALAR.....	55
5.1 Dağıtılabilir Kârın Tespiti .....	55
5.2 Dağıtılan Kârın Vergilendirilmesi .....	62

5.3	Pay Alım-Satım (Değer Artış) Kazançlarının Vergilendirilmesi .....	64
5.4	SPKn.'a Tabi Şirketlerde Kârın Dağıtılması .....	65
5.4.1	Kâr Dağıtım Kararında Yasal Zorunluluklar .....	65
5.4.2	Kâr Dağıtımına Karar Verilmesi .....	70
5.4.3	Kâr Dağıtım Yöntemleri.....	73
5.5	Türk Mevzuatı ile ABD ve AB Mevzuatının Karşılaştırılması.....	74
VI.	BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERDE KÂR DAĞITIM KARARININ BELİRLEYİCİLERİ.....	76
6.1	Şirket Seviyesindeki Faktörler ve Hipotez Geliştirme .....	76
6.1.1	Büyüklik .....	76
6.1.2	Kârlılık .....	77
6.1.3	Likidite .....	78
6.1.4	Olgunluk (Yaş).....	79
6.1.5	Ortaklık Yapısı .....	80
6.1.6	Borçluluk.....	81
6.1.7	PD/DD Oranı.....	83
6.1.8	Önceki Yıl Dağıtılan Kâr .....	84
6.2	Veri Seti ve Örneklem .....	85
6.3	Değişkenler ve Tanımlayıcı İstatistikler.....	85
6.4	Model Oluşturma ve Yöntem .....	90
6.5	Ampirik Sonuçlar .....	92
VII.	SONUÇ .....	104
	KAYNAKÇA .....	112
	ÖZET.....	120
	ABSTRACT .....	123

## I. GİRİŞ

Finans literatüründe, üzerinde çok durulan araştırma konularından biri kâr dağıtımıdır. Şirketler dönem sonunda elde ettikleri kârın ne kadarını pay sahiplerine dağıtmalı ne kadarını şirket bünyesinde tutmalıdır? Pay sahiplerine dağıtılan kârların şirketin değerine olumlu bir etkisi var mıdır? Bu sorular kâr dağıtımına karar verecek olan şirket yöneticileri tarafından yanıtlanması gereken sorularken, kâr dağıtım beklentisi içinde olan yatırımcılar da şirkete özgü hangi parametrelerin kâr dağıtım eğilimini etkilediğini merak ederler.

Şirketlerin temettü kararları bu konuda yapılan ilk çalışma olarak kabul edilen John Lintner'in 1956 yılında yayımladığı, ankete dayalı, "Şirket Gelirlerinin Kâr, Yedek Akçe ve Vergi Arasında Paylaşılması" başlığını taşıyan makalesinden (Lintner, 1956) beri finans alanında 60 yıldır üzerinde en fazla çalışma yapılan konuların başında gelmektedir. Ne var ki Fisher Black tarafından 1976 yılında yayımlanan "Temettü Bilmecesi" başlıklı makalede şirketlerin kâr dağıtım kararları bilmece olarak tanımlanmıştır (Black, 1976). Bu konuda yapılan onca akademik çalışmaya rağmen söz konusu bilmece halen çözülebilmemiş değildir (Al-Malkawi, Rafferty ve Pillai, 2010). Lintner sonrasında, kâr dağıtım kararlarına etki eden faktörlerin belirlenmesi ve kâr dağıtım kararları ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi açıklamaya yönelik birçok teori ve yaklaşım geliştirilmiştir. Miller ve Modigliani (1961) tarafından geliştirilen "İlişkisizlik Hipotezi"nde sermaye piyasalarının mükemmel işlediği, yatırımcıların rasyonel olduğu, şirketlerin yatırım kararlarının değişmediği, vergi ve işlem maliyetlerinin bulunmadığı, piyasadaki tüm aktörlerin her türlü bilgiye sahip olduğu varsayımları altında, kâr dağıtımının şirket değerine ve

şirketin sermaye yapısına etkisinin olmayacağı savunulmaktadır. Diğer bir deyişle şirket değeri ile şirketin kâr dağıtım kararı arasında ilişki yoktur. Ancak, bu teorinin aksine şirketler muhafazakâr bir şekilde kâr dağıtımını sürdürmektedir. Sadece kâr dağıtım kararı alan şirketler açısından değil, bu kararlara piyasa tarafından verilen tepkiler de kâr dağıtımının dikkate alındığını göstermektedir. Vergilerin, işlem maliyetlerinin, bilgi asimetrisinin olduğu gerçek dünyada yatırımcılar, şirket yöneticileri ve diğer piyasa aktörleri için kâr dağıtımının önemli olduğu anlaşılmaktadır. Gerçekten de İlişkisizlik Hipotezi'nde öne sürüldüğü gibi kâr dağıtımının şirket değeri üzerinde bir etkisi olmayacaksa, birçok ülkede nakit temettü dağıtımının sermaye kazancından daha fazla vergilendirildiği de dikkate alındığında, kârın dağıtılması ve bunun piyasa tarafından talep edilmesi bir piyasa yanılığası mıdır? Yoksa bu piyasa davranışını rasyonelleştiren kanıtlar var mıdır? Bütün bu sorular finans yazınının çözmeye çalıştığı Black (1976) tarafından "bilmecce" olarak tanımlanan sorunsalı ifade etmektedir. Brealey ve Myers (2002) temettü bilmecesini finans alanında çözümü bekleyen ilk 10 sorun arasında saymaktadır.

Şirketlerin temettü kararları üzerine yapılan akademik çalışmalar, teorik modelleme çalışmaları, ankete dayalı çalışmalar ve borsalarda işlem gören şirketlerin kamuya açık verileri kullanarak yapılan ampirik çalışmalar şeklinde üç sınıfta toplanabilir. Teorik modelleme çalışmaları genellikle geleneksel finans literatürünün (tam rekabet piyasası gibi) temel varsayımları altında şirketin temettü kararlarının şirket değeri üzerindeki etkisine odaklanmakta ve kurulan matematiksel bir model çerçevesinde, modelin arka planını oluşturan varsayımlar altında, temettü kararlarının etkisine ilişkin ispatlar yapılmaktadır. Ankete dayalı yapılan çalışmalarda, teorik modellerden farklı olarak, neyin olması gerektiğinden çok



gerçekte ne olduğu ile ilgilenilmekte, bunu anlamak için de doğrudan karar vericiler (şirket yöneticileri veya yatırımcılar) ile anket yapılmak suretiyle sonuçlar çıkarılmaktadır. Son olarak ampirik çalışmalarda ise kamuya açık *ex-post* veriler kullanılmak suretiyle genellikle dönemsel etkileri izale edecek uzun bir periyod içinde, temettü kararlarının şirketten şirkete, sektörden sektöre hatta ülkeden ülkeye nasıl farklılaştığının araştırılması yapılmaktadır.

Şirket dönem sonunda kâr elde ettiği zaman bu kârı dağıtmasının şirket değerine etkisi var mıdır? Varsa bu etki olumlu mudur? Ortaklar kârın dağıtılmasını mı tercih etmelidir yoksa şirkette kalmasını mı? Dönem sonu kârının ne kadarı dağıtılmalı ne kadarı şirkette tutulmalıdır? Bu kararlar alınırken şirketin likiditesi, borçları, büyüme potansiyeli, ortaklık yapısı, yaşı, içinde bulunduğu sektör vb. faktörlerin etkisi var mıdır? Bu sorular temettü kararları üzerinde yapılan çalışmalar ile cevaplanmaya çalışılan sorulardan bazılarıdır.

Teorik modeller üzerinden yürütülen tartışmalar bir tarafa, şirket yöneticileri ve yatırımcılara dönük anket çalışmaları ve ampirik gözlemler kâr dağıtımının yatırımcılar tarafından istenildiğini ve bu nedenle kâr dağıtımı ile şirket değeri arasında bir ilişki olduğunu göstermektedir. Öyleyse kâr dağıtımı hangi faktörlerden etkilenmektedir?

Şirketlerin kâr dağıtım performansları yatırımcıların yatırım kararlarını alırken göz önünde bulundurdıkları en önemli faktörlerden biridir. Diğer taraftan şirketler açısından kârın dağıtılıp dağıtılmayacağına, dağıtılacaksa ne oranda dağıtılacağına ilişkin alınacak karar en önemli finansman kararlarından biridir. Finans literatüründe kâr dağıtımına ilişkin çalışmaların görece fazla sayıda olması,

konuya hem şirketler hem de yatırımcılar açısından verilen önemi göstermektedir. Diğer taraftan bu konu üzerinde yapılan çalışmalar ağırlıklı olarak gelişmiş piyasalardaki veri ve gözlemlere dayanmakta, aynı konu üzerinde tekrar tekrar farklı metodolojiler kullanılmak suretiyle daha kesin sonuçlara ulaşma gayreti içinde, yeni çalışmalar yapılmaktadır. Kâr dağıtımına ilişkin gelişmiş ülkeler bağlamında geliştirilen teorik modellerin veya bu ülke verileri kullanılarak yapılan ampirik çalışma sonuçlarının Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere uymama ihtimali, bu ülkelere ilişkin de gelişmekte olan ülkelerdeki sayıda ve nitelikte araştırma yapılması ihtiyacını doğurmaktadır. Bu ihtiyaç ve Türkiye’de bu konuda daha önce yapılan çalışmalardan farklı veri ve metodoloji kullanılarak kâr dağıtım kararlarını etkileyen faktörlerin incelenebileceğinin düşünülmesi bu çalışmanın ana motivasyonunu oluşturmaktadır.

Bu çalışmada, Borsa İstanbul’da payları işlem gören şirketlerin 2009-2015 yıllarındaki verileri kullanılarak, 2010-2016 yılları arasında aldıkları kâr dağıtım kararlarını etkileyen şirket ölçeğindeki faktörler analiz edilmiştir. İlgili literatürde kâr dağıtımını üzerinde etkili olduğu sıklıkla öne sürülen şirketin büyüklüğü, kârlılığı, likiditesi, yaşı, ortaklık yapısı, borçluluk oranı, piyasa değeri /defter değeri oranı ve bir önceki yıl kâr dağıtımını yapılan analizde bağımsız değişkenler olarak yer almıştır. Çalışmada kâr dağıtım kararlarını temsilen pay başına dağıtılan kâr (PBK-*dividend per share*) kullanılmıştır. Kâr dağıtım kararlarında sadece pay başına nakit olarak dağıtılan kârlar dikkate alınmamış, bedelsiz pay şeklinde dağıtılan kârları da içeren iki ayrı regresyon denklemi oluşturulmuştur. Bağımsız değişkenlerin katsayıları dinamik panel veri yöntemlerinden biri olan Arellano ve Bover/Blundell ve Bond İki Aşamalı Sistem Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) ile tahmin edilmiştir.

İki Aşamalı Dinamik Panel Regresyon sonuçlarına göre payları Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin nakit kâr dağıtım kararları üzerinde; bir önceki yıl nakit kâr dağıtım kararı, şirketin özkaynak kârlılığı, şirketin büyüklüğü (piyasa kapitalizasyonu) ve yaşı %1 anlamlılık düzeyinde pozitif etkili olurken; piyasa değeri/defter değeri oranı ile şirketin bir aile tarafından kontrol ediyor olması istatistiki olarak %1 anlamlılık düzeyinde negatif etkili olmaktadır. Nakit kâr dağıtım kararları üzerinde, likidite ve borçluluk oranlarının istatistiki olarak anlamlı bir düzeyde etkisi bulunamamıştır. Nakit olarak dağıtılan kâra bedelsiz pay şeklinde dağıtılan kârın eklenmesi suretiyle hesaplanan pay başına dağıtılan nakit ve bedelsiz kâr üzerinde aynı bağımsız değişkenlerin etkisinin ölçüldüğü ikinci regresyon denkleminin sonuçlarına göre: bir önceki yıl (nakit+bedelsiz) kâr dağıtımı, şirketin özkaynak kârlılığı ve piyasa değeri/defter değeri oranı %1 anlamlılık düzeyinde, şirketin büyüklüğü (piyasa kapitalizasyonu) %5 anlamlılık düzeyinde, likiditesi %10 anlamlılık düzeyinde pozitif etkili olurken; yaşın, aile kontrolünün ve borçluluk oranının istatistiki olarak anlamlı bir etkisi saptanamamıştır.

## **II. KÂR PAYI KAVRAMI VE KISA TARİHİ**

### **2.1 Kâr Payının Tarihi Arka Planı**

Frankfurter ve Wood (1997) kâr dağıtımının tarihini modern anlamda şirketlerin ortaya çıkış tarihi olan 16. yüzyıl başlarına kadar götürmektedir. O tarihlerde İngiltere ve Hollanda'da gemi kaptanlarının çıkacakları ticari seferler için yatırımcılardan para toplamaya başlaması, çok ortaklı şirketlerin nüvesini oluşturur. Sefer sonunda elde edilen kazanç, bu sefere yatırım yapan yatırımcılar arasında paylaştırılmakta, seferin sona ermesiyle birlikte ortaklıklar da sona ermekteydi. Her seferin sonunda elde edilen kârın o sefere yatırım yapan yatırımcılara dağıtılması ve

böylece iş birliğinin sona ermesi kaptanların olası yolsuzluklarının önüne geçmekteydi. Bununla birlikte, seferlerin sonunda elde edilen bütün kazancın dağıtılması ve yeni sefer için yeniden yatırım yapılması maliyetliydi. Seferlerden elde edilen kazançların düzenli hale gelmesi, giderek kaptanlara olan güveni artırmış ve yapılan iş birliğinin sürekli olmasının önünü açmıştır. Böylelikle şirketleşme başlamış ve yatırımcılar belirli bir hisse ile bu şirketlere ortak olmuşlardır. Sözleşmeye dayalı şirketlerin (*chartered company*) oluşması ile birlikte şirketlerin dağıtacağı temettüler elde edecekleri kârlar ile sınırlandırılmaya başlanmıştır.

1613 yılında ilk kez British East India Company nominal değeri olan hisse senedi bastırılmıştır. 17. yüzyılda deniz taşımacılığındaki şirketleşmenin başarısı; bankacılık, madencilik, tekstil gibi başka sektörlerde şirketleşmeyi beraberinde getirmiştir. 1700'lerin başına kadar hızla çoğalan şirket sayısı South Sea Company iflas edene kadar sürmüştür. Bu iflasın ardından 1711 yılında çıkarılan bir yasa (Buble Act) İngiltere'deki şirketleşmenin hızını kesmekle birlikte yeni şirketlerin ortaya çıkmasını durdurmamıştır. Şirketlerin ilk yıllarında yöneticiler yüksek ve düzenli temettü ödemenin önemini kavramışlardır. Bunun bir nedeni o zamanlarda hisse senetlerine rakip yatırım aracı olarak görülen hükümet tahvilleridir. Tahviller yatırımcısına düzenli faiz ödemeyi taahhüt ettiğinden, şirket yöneticileri yatırımcılara ancak düzenli temettü ödediklerinde hisse senetlerinin cazip olacağını anlamışlardır (Frankfurter ve Wood, 1997).

19. yüzyıl başlarından itibaren temettü ödemeleri, şirket dışındakilere şirket hakkında bilgi vermenin aracı olarak görülmeye başlanmıştır. Şirket hakkında düzenli ve yeterli bilgi aktarımının olmadığı o zamanlarda şirket tarafından açıklanan kazançlardan ziyade şirketin dağıttığı temettü önemli bir bilgi olarak görülmeye

başlanmıştır. Bu nedenle temettü oranlarındaki artış piyasada hisse senetlerinin fiyatlarının yükselmesi ile sonuçlanmaktaydı (Al-Malkawi, Rafferty ve Pillai, 2010).

Başlangıçta hisse senetlerine yatırım yapmak tahvillere yatırım yapmaya benzer görülerek düzenli temettü ödemesi beklenmekteyse de zamanla finansal piyasaların gelişmesi ile birlikte hisse senedinin piyasa fiyatlarındaki artışlar onu tahvilden giderek ayıştırmıştır. Temettü dağıtmak yerine şirket kârının yeni ve verimli yatırımlara dönüşmesi ve buna paralel olarak hisse fiyatlarının artması temettüyü hisse senedinin tek getiri unsuru olmaktan çıkarmıştır (Baker, 2009).

## **2.2 Kâr Kavramı**

Kâr, işletmenin belli bir hesap dönemi sonunda elde ettiği faaliyet gelirlerinden, bu gelire ilişkin maliyet ve giderlerin düşülmesi sonucu bulunan tutardır (Büyükmirza, 2011). Bir başka tanıma göre kâr, işletmenin hesap dönemi içinde öz kaynaklarındaki artış veya elde ettiği gelirlerle giderler arasındaki olumlu farktır (Usta, 2005).

Bununla birlikte, kullanılan muhasebe yöntem ve uygulamalarına göre hesaplanacak kâr tutarı farklılık gösterecektir. Örneğin, vergi hukuku açısından kâr ile ticaret hukuku açısından kâr farklı hesaplanır. Kâr tespit edilirken kullanılan değerlendirme yöntemleri ve gider olarak kabul edilen/edilmeyen kalemler bu farkın ana kaynaklarıdır. Ayrılacak karşılıklar, indirim konusu olabilecek giderler, amortisman yöntemleri vb. hususlardaki farklılıklar, vergi hukuku açısından kâr ile ticari kâr arasındaki farkı oluşturur (Karyağdı, 2008).

Ticari kâr ile dağıtılabılır kâr kavramları da birbirinden farklı kavramlardır. Dönem sonunda hesaplanan ticari kârdan vergi ve diğer yasal kesintilerin çıkarılması

ile bulunan net kârdan geçmiş yıl zararları düşülüp, yasa veya esas sözleşme gereği ayrılması gereken yedek akçeler ayrıldıktan sonra kalan kısma geçmiş yıllardan elde edilen kazançlardan oluşan ve özel bir amaç için tutulmayan serbest akçelerin eklenmesi dağıtılabilir kâr matrahını oluşturur (Karacan ve Erişir Karacan, 2016).

### **2.3 Kâr Payı mı Temettü mü?**

Kâr payı genel olarak bir şirketin içinde bulunduğu dönemde veya daha önceki dönemlerde elde ettiği kazançların ortaklarına, ortaklıkları nispetinde dağıtılması olarak tanımlanmaktadır. Kâr payı tanımının üç bileşeni vardır: Birincisi kâr payının kaynağı işletmenin kazançlarıdır. Diğer bir deyişle kâr payının kaynağı kâr olmalıdır. Şirketin sermayesi, kullandığı kredi gibi kâr dışı nakit unsurlar dağıtılacak kârın kaynağı olamaz. İkinci olarak kâr, aynı mal olarak dağıtılamaz. Örneğin otomobil yedek parçaları üreten bir firma ortaklarına kâr olarak direksiyon dağıtamaz. Son olarak, kârın ortaklar arasında ortaklıkları nispetinde, sermayeye katkıları oranında, dağıtılması gerekir.

Ancak, şirketin dağıtılabilir kârından sadece şirketin ortakları pay almaz, ortakların dışında yönetim kurulu üyelerine veya şirketin çalışanlarına da kârdan pay verilebilir.

13.11.2001 tarih ve 24582 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri: IV, No:27 sayılı “Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ”inde temettü, “Ortaklara dağıtılacak kâr payı” olarak tanımlanırken; kâr payı, “ortaklara ve kâra katılan diğer kimselere dağıtılacak kârdan bunlardan her birine düşen pay” olarak tanımlanmıştır. Böylelikle, daha önce sıklıkla

birbirinin yerine kullanılan temettü ve kâr payı kavramları arasında fark yaratılmışsa da, bu fark 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda ve Seri: IV, No:27 sayılı Tebliği yürürlükten kaldıran 23.1.2014 Tarih ve 28891 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan II-19.1 sayılı Kâr Payı Tebliğinde ortadan kaldırılmıştır. Yeni Tebliğ'de temettü tanımına yer verilmezken kâr payı “Genel kurulca belirlenen politika çerçevesinde hesap dönemi itibarıyla net dönem kârı ve kâr dağıtımına konu edilebilecek diğer kaynaklar üzerinden ortaklara ve kâra katılan diğer kişilere genel kurulca dağıtılmasına karar verilen tutarı” şeklinde tanımlanmıştır.

Temettü ve kâr payı kavramlarının kafa karışıklığına neden olacak şekilde farklı kavramlar olarak kullanılmasının doğru olmadığı şeklindeki görüşe (Karacan ve Erişir Karacan, 2016:167) uygun olarak bu çalışmada temettü ve kâr payı kavramları eş anlamlı olarak kullanılmıştır.

#### **2.4 Kâr Payının Dağıtım Yöntemleri**

Temettü veya kâr payı hukuki bir kavram olarak şirketin ortaklarına ortaklıkları nispetinde dağıtılacak nakdi ifade eder. Geleneksel olarak da kâr payının en yaygın ve bilinen yöntemi nakit olarak dağıtımdır. Finans literatüründe de kâr payı (*dividend*) kavramı genel olarak nakit olarak dağıtılan kâr payları için kullanılmaktadır. Ancak, şirket paylarının borsalarda işlem görmesi kâr payının nakit dışında dağıtım yöntemlerini gündeme getirmiştir. Kâr payı olarak pay senedi verilmesi (bedelsiz sermaye artırımını-*stock dividend*) ve şirketlerin kendi paylarını geri almaları dünyada giderek yaygınlaşan alternatif kâr dağıtım yöntemleridir (Brav vd., 2005).

Kârın pay senedi şeklinde ödenmesinde, şirketin dönem sonu dağıtılabılır kârı veya önceki dönemlerde dağıtılmayan ve serbest yedek akçelerinin bir kısmı veya tamamı sermayeye eklenmek suretiyle (iç kaynaklardan sermaye artırılması) mevcut ortaklara artırılan sermaye kadar yeni paylar verilmektedir. Bu şekilde artırılan sermaye ortakların ortaklık oranlarında veya bilançonun toplamında bir değişiklik yapmamaktadır (Karacan ve Erişir Karacan, 2016). Bununla birlikte, yeni payları alan ortaklara aldıkları bu payları borsada satmak suretiyle ihtiyaçları kadar “ev yapımı kâr payı” (“*home made dividend*” Baker, 2009:30) elde etme imkânı verilmektedir.

Şirketlerin kendi paylarını almalarının iki tür etkisinden söz etmek mümkündür: Birincisi, şirketin iktisap ettiği paylara düşen kârlar şirkette kalacağından ihraç edilmiş paylara düşen kâr tutarı artacaktır. İkincisi söz konusu paylar piyasadan alınacağından hem talep tarafındaki artış nedeniyle hem de şirketin kendi paylarının almasının piyasada oluşturacağı güven duygusu nedeniyle pay fiyatının artması beklenir. Fiyatın artması, şirketin ortaklarına değer artışından kaynaklanan kazanç elde etme imkânı sunar. Böylelikle, bedelsiz sermaye artırımında olduğu gibi ortaklar ihtiyaçlarına göre pay satarak nakit elde etmiş olurlar.

Sonuç olarak, literatürde kâr dağıtımının i) nakit olarak ii) bedelsiz sermaye artırımını yoluyla iii) şirketin piyasadan kendi paylarını alması şeklinde olmak üzere 3 şekilde yapılabileceği söylenmektedir. Türkiye’de mevzuat açısından kâr dağıtımı sayılan haller aşağıda “5.4.3 Kâr Dağıtım Yöntemleri” başlığı altında yer almaktadır.



## 2.5 Kâr Dağıtım Politikası mı Kâr Dağıtım Kararı mı?

Kâr dağıtım politikası, kâr dağıtım kararından farklı bir kavramdır. Kâr dağıtım politikası, yatırımcıların gelecekte oluşacak kârların dağıtım usul ve esaslarına ilişkin öngörü yapmalarına imkân verecek, şirketler tarafından yapılan duyurulardır. Bir başka ifade ile kâr dağıtım politikası, henüz şirketin kârı belli değilken gelecekte kâr oluşması halinde bunun asgari ne kadarının ve hangi yöntemlerle ortaklara dağıtılacağına ilişkin bir niyet beyanıdır. Kâr dağıtım kararında ise dönem sonunda oluşan kârın dağıtılıp dağıtılmayacağına, dağıtılacaksa hangi tutarda dağıtılacağına ilişkin somut ve sadece o dönemde geçerli olacak bir karar alınması söz konusudur. Kâr dağıtım politikası bir kere duyurulduktan sonra kolay kolay değiştirilmezken, kâr dağıtım kararı her dönem sonunda mutlaka alınmalıdır. Aralarındaki farka rağmen kâr dağıtımına ilişkin yapılan akademik çalışmalarda bu iki kavramın sıklıkla birbirinin yerine kullanıldığı görülmektedir.

## 2.6 Kurumsal-Hukuksal Bağlam ve Kâr Dağıtımı

Kâr dağıtımına ilişkin düzenlemeler ülkeden ülkeye değişir. Farklı vergi politikaları, yasal düzenlemeler kâr dağıtım kararlarının etkisini de ülkeden ülkeye değiştirecektir. Kâr dağıtımındaki uygulama farklılıklarının ülkelerin kurumsal yapılarındaki farklılıklarından kaynaklandığı söylenebilir. Örneğin ABD ve İngiltere’de şirketlerin kâr dağıtım kararları sadece yöneticiler tarafından alınmaktadır. Söz konusu karar, şirketlerin genel kurullarında ortakların bilgisine sunulurken, genel kurul onayı aranmamaktadır. Türkiye’de ise kârın dağıtılması kararı genel kurulun yetkisindedir. Yönetim kurulu sadece kâr dağıtımına ilişkin öneri sunmaktadır.

Kâr dağıtımının yapılma zamanı da ülkeden ülkeye değişmektedir. ABD ve İngiltere’de kâr dağıtımının yıl içerisinde hangi sıklıkla yapılacağına ilişkin bir sınırlama yoktur. Genel uygulama yılda 4 kere kâr dağıtılması şeklindedir. ABD ve İngiltere’de kâr doğrudan o yılın net kârından dağıtılırken, Türkiye’de dağıtılabilir kârdan dağıtılabilir. Dağıtılabilir kâr ise net dönem karından geçmiş yıl zararlarının ve yasal yedek akçelerin ayrılmasından sonra kalan tutardır (Adaoglu,1999).

Vergi uygulamaları açısından da ülkeler arasında ciddi farklılıklar gözlemlenmektedir. Sermaye kazancı ve temettü, pay senedine yatırım yapanların bekledikleri iki ayrı getiridir. Ancak birçok ülkede sermaye kazancı vergilendirilmezken, temettü ödemeleri vergiye tabi tutulmaktadır. Sermaye kazancının vergilendirilmesi ABD’de 20. yüzyıl başlarında uygulamaya konulmuşken; Kanada’da 1971’de, Japonya’da 1988’de diğer birçok ülkede 1990’lardan sonra yasalaşmıştır (Lease vd., 2000).

La Porta vd. (2000) 33 ülkeden yaklaşık 4.000 şirket üzerinde yaptıkları incelemede, yatırımcı haklarının yeterince korunduğu ülkelerde yatırımcıların şirket yöneticileri üzerinde daha fazla temettü dağıtılması yönünde yasal baskı yapabildiklerini; böylelikle, yöneticilerin haklarını ihlal etmelerinin önüne geçebildiklerini gözlemlemişlerdir. Yatırımcıların iyi korunduğu ülkelerde hızlı büyüyen şirketlerin temettü dağıtma oranları daha düşüktür. Bu bulgu, şirketin büyüme imkânı kalmamışsa yatırımcıların şirkete dönen nakitleri temettü olarak dağıtımını sağlamak için yasal olarak yeterince güçlü olduklarını göstermektedir. Sonuç olarak, yatırımcı korumasının güçlü olduğu ülkelerde temettü dağıtma oranları daha fazla olmaktadır. Genel olarak Anglo Saxon hukuk geleneğini sürdüren ülkelerde yatırımcıların, Kıta Avrupası hukuk geleneğini sürdüren ülkelere göre daha

iyi korunduğu öne sürölmektedir. La Porta vd. (2000) ortak hukuk (*common law*) ölkelerinde mukayeseli olarak daha fazla temettü dağıtılmasını hukuk sisteminin etkinliğinin doğal bir sonucu olarak görmektedir. Yatırımcı haklarının iyi korunduğu ölkelerde pay sahipleri, dağıtılmayan kârların şirket için daha verimli yatırımlara döneceğine ve gelecekte şirketin değerinin artacağına inanırlar. Buna karşılık, medeni hukuk (*civil law*) ölkelerinde yatırımcılar yeterince korunmadıklarına inandıkları için şirketin yatırım fırsatlarından çok, bir an önce ellerine geçecek nakit ile ilgilenir ve daha fazla oranda nakit temettü dağıtılmasını talep ederler. Dolayısıyla, şirketin büyüme olanakları ile ilgili değillerdir. Bu ölkelerde temettü, yatırımcının daha az korunmasının ikamesi olarak görülür.

Sawicki (2009) temettü politikası ve kurumsal yönetim ilişkisi üzerine 5 Asya ölkesi (Malezya, Endonezya, Tayland, Hong Kong ve Singapur) verileri üzerinden yaptığı incelemede, 1997 Asya krizi öncesinde iyi olmayan kurumsal yönetim yapısı nedeniyle, bu ölkelerde şirketlerin itibar kazanmak için daha fazla temettü dağıtma yoluna gittiklerini, bunun da Asya krizinin etkisini büyüten bir faktör olduğunu söylemektedir. Kendilerini koruyacak yeterli silahlara sahip olmadıklarından yatırımcıların kendilerini güvende hissetmelerinin tek yolu daha fazla temettü almaktır. Düşük şeffaflığın ve hızlı büyümenin olduğu ortamlarda şirketler de daha fazla kaynak bulmak için temettüyü bir güven sinyali olarak kullanmaktadırlar.

Diğer yandan, tipik olarak ölkelerin finansal sistemleri banka merkezli veya piyasa merkezli olmak üzere iki sınıfa ayrılır (Allen ve Gale, 2000). Banka merkezli sistemlerde şirketler, genellikle bir ana bankayla çalışır veya bu şirketlerin bankası vardır veya bankaların iştirakleri vardır. Banka merkezli sistemin en büyük avantajı şirketin bu ana banka aracılığı ile kolay finansman sağlaması ve bu ilişkinin finansal

başarısızlık riskini azaltmasıdır. Piyasa merkezli sistemde ise şirketin finansmanında çok sayıda yatırımcı rol oynar. Bu mekanizmada yöneticilerin şirketin bugünü ve geleceği hakkında piyasaya ilgili bilgiyi aktarmaları önemlidir. Banka merkezli sistemde, banka ile şirket arasındaki yakın ilişki nedeniyle temettü üzerinden piyasaya gönderilen sinyal önemsizleşirken, piyasa merkezli sistemde temettü aracılığı ile verilen sinyal önemli hale gelmektedir (Gugler, 2003).

Bilgi asimetrisi ve vekâlet maliyeti modelleri temel olarak şirketlerde sahiplik ile yöneticiliğin ayrıştığı durumlarda geçerli olabilir. Gelişmiş piyasalarda sermaye piyasaları şirketlerin finansman kaynağı olarak öne çıkarken, gelişmekte olan (Türkiye gibi) ülkelerde finansal sistem sermaye piyasalarından çok bankacılık sistemine dayanmaktadır. Bunun sonucu olarak banka, şirket yönetimi ile piyasa arasında ortaya çıkan bilgi asimetrisini azaltıcı bir rol oynar. Bu da temettünün vekâlet maliyetini azaltıcı sinyal etkisinin önemini zayıflatır. Buna ek olarak gelişmiş piyasalardaki şirketlerle kıyaslandığında, gelişmekte olan ülkelerdeki şirketler daha fazla finansal kısıtla karşı karşıyadır ki bu da kâr dağıtım politikalarını etkileyebilir.

Birçok gelişmekte olan ülkede, gelişmiş ülkelerdekine aksine şirketler, yoğunlaşmış ortaklık yapısına sahiptir. Şirketler, genellikle, ailelerin veya devletin kontrolü altındadır (La Porta vd., 1999). Gelişmiş piyasalardaki şirketler için geçerli olan ortaklarla yöneticiler arasındaki menfaat çatışması (*principal-agency conflict*), gelişmekte olan ülkelerde azınlık ortaklarla hâkim ortaklar arasındaki ortak-ortak menfaat çatışması (*principal-principal conflict*) olarak tezahür eder. Dolayısıyla, kâr dağıtım politikası gelişmekte olan şirketler için farklı bir bağlamda ele alınmalıdır (Al-Najjar ve Kılınçarslan, 2016).

Gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelere benzer düzenlemelerin mevcut olduğu, ancak, bu kuralların uygulanmasında sorun olduğu anlaşılmaktadır. Sahiplik yoğunlaşması, yolsuzluk, aşırı bürokrasi, hukuk sisteminin etkinliği, kurumsal yönetim ortamı, çokuluslu kurumlar tarafından belirlenen yolsuzluk dereceleri, pay sahiplerinin hakları, kredi verenlerin hakları gibi unsurlar kuralların uygulanmasını etkileyen faktörler olarak sıralanabilir. Aivazian, Booth ve Cleary (2003) tarafından 8 gelişmekte olan ülkenin (Kore, Ürdün, Malezya, Pakistan, Hindistan, Tayland, Türkiye ve Zimbabve) şirketleri ile ABD'deki şirketlerin 1980-1990 yılları arasındaki kâr dağıtım kararlarının karşılaştırıldığı çalışmada: 1) Gelişmekte olan piyasalarda temettüdeki değişiklikleri tahmin etmenin daha zor olduğu 2) ABD firmalarına oranla gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin bu dönemki kâr paylarının, geçmiş kâr dağıtımlarından daha az etkilendiği 3) Lintner modelinin gelişmekte olan ülkelerde iyi çalışmadığı sonuçlarına ulaşılmıştır. Sonuç olarak, gelişmekte olan piyasalarda kâr dağıtım mekanizmaları ABD şirketlerine oranla şirketin gelecekteki kazançlarına ilişkin sinyal verme ve vekâlet maliyetlerini azaltma bakımından daha az hayatidir.

## **2.7 Kâr Dağıtımında Eğilimler**

Zaman içinde temettü politikalarındaki değişiklikler de ülke bazında temettüye ilişkin düzenlemelerdeki değişikliklerle açıklanabilir. ABD'deki sanayi şirketlerinin kendi paylarını satın almalarındaki artış, 1983 yılında şirketlerin kendi paylarını almalarında bazı kısıtların kaldırılmasına yönelik düzenlemeye bağlanmaktadır (Grullon ve Michaely, 2002).

Fama ve French (2001) tarafından yapılan çalışma ile nakit kâr payı dağıtım oranlarının %66,5 oran ile zirve yaptığı 1978 yılından itibaren giderek azaldığı 1999

yılında %20,8 oranına düştüğü gösterilmiştir. 15 Avrupa ülkesi üzerinde yapılan benzer bir çalışmada; Von Eije ve Megginson (2008), 1989-2003 yılları arasında Avrupalı şirketlerin nakit kâr dağıtım oranlarının %92 den %62 ye düştüğünü göstermişlerdir.

ABD’de 1983 yılında şirketlerin kendi paylarını alması yasal olarak esnetilmesi ile birlikte şirketlerin kendi paylarını almaları uygulaması giderek popüler hale gelmiş, 1980 yılında 6,6 milyar dolar tutarında geri alma gerçekteşmişken 1999 yılında bu tutar 202,8 milyara ulaşmıştır. 1999 yılında 197,8 milyar dolar tutarında nakit temettü dağıtılmış olup, ilk defa 1999 yılında geri alıma ödenen meblağ nakit temettüyü geçmiştir (Grullon ve Michaely, 2002).

Global bir eğilim olarak nakit kâr dağıtımı yerini şirketlerin kendi paylarını geri alması veya bedelsiz sermaye artırımını gibi alternatif kâr dağıtım yöntemlerine bırakmaktadır (Baker, 2009).

### **III. KÂR DAĞITIMINA İLİşKİN HİPOTEZLER**

#### **3.1 Modigliani ve Miller Modeli (İlişkisizlik Hipotezi)**

1961 yılında yazdıkları “Kâr Payı Politikası, Büyüme ve Hisse Senetlerinin Değerlenmesi” başlıklı makalede Merton Miller ve Franco Modigliani, bazı basitleştirici varsayımlar altında bir şirketin kâr dağıtım kararının o şirketin değerini etkilemeyeceğini göstermişlerdir (Miller ve Modigliani, 1961). Miller ve Modigliani (bundan sonra kısaca M&M) makalesinin temel varsayımları şunlardır:

- a) Bilgi, piyasadaki herkese maliyetsiz ve eşit bir şekilde ulaşır.

b) Piyasayı bozan vergi yoktur. Temettü kazancı ile sermaye kazancı aynı oranda vergilendirilir veya vergilendirilmez.

c) İşlem maliyetleri sıfırdır.

d) Vekâlet maliyeti yoktur.

e) Herhangi bir kimse veya firma tek başına piyasada oluşan fiyatı belirleme gücüne sahip değildir.

M&M, bu varsayımlar altında, şirket değerinin yalnızca varlıklarının kazanç yaratma gücü veya yatırımların getirisi tarafından belirleneceğini ve yatırımcıların kâr dağıtımına fazladan bir prim vermeyeceklerini, bir başka ifade ile şirketin kâr dağıtım kararının yatırımcının refahı (piyasada oluşan pay fiyatları) üzerinde etkisi olmayacağını, yani, şirket değeri bakımından bütün kâr dağıtım politikalarının aynı olduğunu göstermişlerdir. Kâr dağıtım ile şirketin değeri arasında bir ilişki olmadığı sonucuna vardığından İlişkisizlik Hipotezi olarak da adlandırılan bu hipotezin gizli önermesi, şirketler temettü dağıtıyor ve piyasa buna olumlu tepki veriyorsa (şirketin kâr dağıtması piyasadaki değerini artırıyorsa) bu ancak modelde kullanılan varsayımların ortadan kalkması ile mümkün olabilir şeklindedir.

Miller ve Modigliani (1961) makalesinden önce birçok ekonomist temettü dağıtımını arttıkça şirketin değerinin artacağını düşünüyordu (Allen ve Michaelry, 2003). Bir şirketin varlık sebebinin kâr payı dağıtmak olduğu ve yüksek kâr payı dağıtan şirketlerin hisselerinin yüksek fiyattan satılması gerektiği konusunda herkes hemfikirdi (Frankfurter ve Wood, 1997). Bu düşüncenin temeli “şirketin bugünkü değeri şirketin gelecekteki beklenen kârlarının bugüne iskonto edilmiş halidir” şeklindeki varsayıma dayanmaktadır. Bu varsayımın aksine M&M, şirketin değerinin

dağıttığı kâr tarafından değil, şirketin yatırımları tarafından belirleneceğini ve şirketin yatırım politikalarında bir değişiklik olmaksızın sadece kârın temettü olarak verilmesi ya da şirket bünyesinde bırakılmasına ilişkin alınacak kararın tek başına şirket değeri üzerinde bir etkisi olmayacağını öne sürmektedir. M&M modelinin bu sonucu finans literatüründe son 50 yıldır temettü üzerine yapılan tartışmaların/çalışmaların temelini oluşturmaktadır (Al-Malkawi, Rafferty ve Pillai, 2010).

İlişkisizlik Hipotezini destekleyen az sayıda ampirik çalışmaya (Black ve Sholes, 1974; Miller, 1986; Bernstein, 1996) karşın, şirketin kâr dağıtım kararlarının hisse fiyatları üzerinde etkili olduğunu gösteren çok sayıda çalışma vardır (Al-Malkawi, Rafferty ve Pillai, 2010). M&M modelindeki varsayımların geçerli olduğu durumda, kâr dağıtım kararlarının şirketin piyasa fiyatı üzerinde etkili olması matematiksel olarak mümkün değildir. Kâr dağıtım kararları şirketin piyasa fiyatı üzerinde etkili oluyorsa bu durum, daha önce de belirtildiği gibi, ancak modeldeki varsayımların ihlali ile açıklanabilir. M&M modelinden sonra geliştirilen modeller veya teoriler gizli ya da açık bir şekilde M&M modelindeki varsayımların kaldırılması veya esnetilmesi suretiyle geliştirilmiştir. Bu konudaki literatür, M&M tarafından geliştirilen çok sağlam bir mantığa dayanan teorik model ile temettü dağıtımını talep eden piyasa uygulaması arasındaki çelişkiyi izale etmeye çalışmaktadır. Bu konudaki teorik çalışmalar, esas itibarıyla, 3 çeşit piyasa aksaklığı ile kâr dağıtımını açıklamaya çalışmaktadır:

**Asimetrik Bilgi:** Şirket yöneticileri şirket hakkında şirket ortaklarından daha fazla bilgiye sahiplerse temettü şirket içinden şirket dışına bilgi vermenin bir aracı olma işlevi görebilir.



**Vergiler:** Temettü, sermaye kazancına oranla daha fazla vergilendiriliyorsa, bu durumda yatırımcı temettü ve sermaye kazancı arasında farksız kalmaz.

**İşlem Maliyetleri:** Temettü dağıtımı, sermaye kazancına oranla daha az maliyetli bir şekilde ortaklara gelir sağlıyorsa, temettü dağıtımı rasyonel olabilir.

İlk grubu oluşturan asimetrik bilgi temelli modeller vekâlet (*agency*) hipotezi, finansman hiyerarşisi (*pecking order*) ve sinyal hipotezleridir. Vekâlet sorununun kâr dağıtımına ilişkin temelleri Easterbrook (1984) ve Jensen (1986) çalışmalarına dayanmaktadır. Easterbrook (1984)'e göre temettü dağıtmak vekâlet maliyetini azaltır. Çünkü kâr dağıtımı şirket yöneticilerini piyasadan nakit bulmaya zorlar bu da piyasa aktörlerinin şirketi yakından gözetim altında tutmaları anlamına gelir. Vekâlet hipotezinin tam zıddı yaklaşımı olan finansman hiyerarşisi hipotezi ise Myers ve Majluf (1984) çalışmalarına dayanmaktadır. Sinyal hipotezi, bilgi asimetrik olduğunda kâr dağıtım kararlarının şirket içinden şirket dışına gönderilen bir sinyal etkisi olduğu temeline dayanır. Bhattacharyya (1979) tarafından geliştirilen sinyal hipotezinde yöneticiler, şirketin yatırımları hakkında şirket dışında kalan pay sahiplerinden daha fazla bilgiye sahiptirler ve bu bilgilerini şirketin kâr dağıtım kararları ile dışarıya duyururlar. Bhattacharyya (1979) sonrasında kâr dağıtım kararlarını şirket içinden şirket dışına bir bilgi sunma aracı olarak gören çalışmalarda (Miller ve Rock, 1985; John ve Williams, 1985), içerideki yöneticilerin şirketin gelecekteki nakit akımları hakkında dışarıdaki yatırımcı veya ortaklardan daha fazla bilgi sahibi oldukları ve bu bilgilerini kâr dağıtım kararlarına yansıttıkları görüşü hâkimdir.

İkinci grup modeller, M&M modelindeki “temettü kazancı ile sermaye kazancı aynı oranda vergilendirilir veya vergilendirilmez” şeklindeki varsayımın kaldırılması ile ortaya çıkar. Gerçekten de genel bir uygulama olarak, temettü kazançları sermaye kazançlarından daha fazla vergilendirilmektedir. Vergilendirmede farklı oranlarla karşılaşan yatırımcıların vergi yüklerini en aza indirecek tercihleri yapacakları tahmin edilebilir. Örneğin, müşteri etkisi (*cliente effect*) hipotezine göre temettünün daha fazla vergilendirilmesi durumunda içinde bulunduğu koşullar itibari ile nakde ihtiyacı olmayan yatırımcıların temettü dağıtılması yerine tercihlerini temettü dağıtmayan şirketlere yönelteceklerini aksi durumda olan yatırımcıların nakit kâr payı dağıtan şirketleri tercih edeceklerini öne sürer. Böylelikle kâr dağıtım kararlarındaki değişikliklere piyasa tarafından verilen tepkiler açıklanmaktadır: şirket, kâr dağıtım kararını değiştirdiğinde vergi yükünü azaltmak isteyen yatırımcılar portföylerini yeniden düzenleyeceklerdir.

### **3.2 Asimetrik Bilgi ve Kâr Dağıtımı**

Kusursuz işleyen sermaye piyasası şartlarından veya varsayımlarından birisi tam veya simetrik bilgidir. Piyasa fiyatını etkileyen herhangi bir bilgi piyasadaki bütün aktörlere eş zamanlı olarak ve eş miktarda ulaştığında tam bilgidir söz edilir. Piyasadaki aktörlerin bir kısmı diğerlerinden daha fazla bilgiye sahip olduğunda asimetrik bilgidir söz edilir. İlişkisizlik modelinin basitleştirici varsayımlarından birisi de piyasada bilgi asimetrisinin olmayışıdır. M&M (1961) modelinde piyasa katılımcılarının eşit düzeyde bilgiye sahip oldukları varsayıldığından ve dolayısıyla şirketin dağıttığı kâr yeni bir bilgi olmayacağından, kâr dağıtımının pay fiyatları üzerinde olumlu veya olumsuz bir etkisi olmayacağı öngörülmüştür. Şirketin içindekiler ile dışındakiler arasında bilgi asimetrisinin var olduğu durumda, M&M

modeli pratikte olanı açıklamakta yetersiz kalacaktır. Söz konusu bilgi farklılığı şirketin gerçek değerinin ne olduğu konusunda piyasanın tam olarak bilgilendirilmemesi anlamına gelmektedir. Her ne kadar bilgi asimetrisinin önüne geçmek için periyodik finansal raporlar, özel durum açıklamaları ve benzeri kamuyu aydınlatma araçları dışardakilerle paylaşılsa da şirketin içindekilerin şirket hakkında daha fazla bilgiye sahip oldukları, bir başka ifade ile şirket içindekiler lehine bir bilgi asimetrisi olduğu kabulü vardır. Bu nedenle, şirket yöneticileri tarafından alınan kararlardan şirketin yeterince paylaşılmayan durumu hakkında sonuç çıkarılmaya çalışılır. Bu durumda temettü, şirketin yöneticilerine şirket hakkında dışarıya bilgi aktarmanın bir aracı olarak kullanılabilir.

Dolayısıyla, kâr dağıtım kararları bu yönüyle dışardakilere şirket hakkında olumlu veya olumsuz sinyal vermektedir. Kâr dağıtımını veya dağıtım oranındaki artış piyasa tarafından olumlu bir sinyal olarak algılanırken, kâr dağıtımının yapılmaması veya daha az yapılması olumsuz bir sinyal olarak görülmektedir. Benzer şekilde şirketin kendi paylarını iktisap etmesi olumlu bir sinyalken, yöneticilerin şirket paylarını satması olumsuz olarak algılanmaktadır.

### **3.2.1 Sinyal Hipotezi**

Temettünün bilgi içeriği başlangıçtan itibaren finans literatüründe bahsedilmişse de modellemesi 1970'lerin sonu ile 1980'lerin başında yapılmıştır. En fazla atıf alan modeller Bhattacharya (1979), John ve Williams (1985), ile Miller ve Rock (1985) tarafından geliştirilmiştir. Genel olarak bu modeller şu varsayımlara dayanır (Al-Malkawi, Rafferty ve Pillai, 2010):

- 1) Şirketin içindeki yöneticilerle dışarıdaki ortaklar arasında bilgi asimetrisi vardır.
- 2) Temettü şirketin bugünkü ve gelecekteki kârlılığına ilişkin özel bilgi ihtiva eder ve bu bilgi içeridekiler tarafından temettü aracılığı ile dışarıdakilerle paylaşılmak istenir.
- 3) Temettü duyurusu piyasa tarafından olumlu algılanır ve bu algı piyasa fiyatlarını yükseltir.

Bu modellerdeki temel fikir temettünün şirketin gelecekte beklenen nakit akışına göre dağıtıldığı, dolayısıyla, dışardakilere beklenen getiriye ilişkin bir sinyal verdiğiidir. Kâr payı dağıtımındaki bir artış gelecekteki getirilerin daha iyi olacağı mesajını taşıırken, kâr dağıtımındaki azalma ters bir mesaj verecektir. Bhattacharya (1979) iki dönemli bir model geliştirmiştir. Modele göre şirket yatırım yaptığı bir projede ilk getiriye  $t+1$  de elde edecektir. Ancak şirket başlangıçta, yani  $t$  zamanında, temettü vaadini açıklar. Bu vaat yatırımcılar nezdinde projenin getirisi hakkında şirket yöneticilerinin (içeridekilerin) verdiği bir mesaj olarak algılanır. Açıklanan temettü oranı ne kadar büyükse şirketin projeden getiri beklentisi o kadar fazladır demektir. Modelde,  $t+1$ 'de daha önce açıklanan temettüyü ödemeye yetecek kadar bir getiri elde edilememesi durumunda şirketin bunu yabancı kaynakları kullanarak karşılayacağı öngörülmüştür. Bu durumda şirket fazladan işlem maliyetlerine katlanacaktır. Bu maliyetler temettü vaadinden elde edilecek gelirin altında kalırsa, söz konusu maliyetlere katlanması beklenir. Benzer şekilde şirket,  $t+1$ 'de yeni bir temettü vaadi açıklar ve  $t+2$ 'deki gelir beklentisi üzerinde piyasaya mesaj vermiş olur. Miller ve Rock (M&R, 1985) da iki dönemli bir model geliştirmiştir. Bhattacharya modelinden farklı olarak M&R modelinde eğer şirket başlangıçta vaat

ettiği temettüyü yatırımı ile karşılayamazsa, yabancı kaynak kullanmak yerine,  $t+1$ 'de yatırımına ayırdığı kaynağı kısmak suretiyle vaadini yerine getirir, ancak, yeni duyuracağı temettü oranı ilkinden daha düşük olacaktır. Her iki modelde de vergi etkisi dikkate alınmamıştır ve temettü ile payların geri alınması birbirinin tam ikamesi olarak görülmektedir. John ve William (J&W, 1985) tarafından geliştirilen model de vergi etkisi dikkate alınmakta, böylelikle temettü dağıtmak yerine pay geri alımının daha az maliyetle aynı mesajı piyasaya vereceği öne sürülmektedir. J&W modelinde yatırımcılar nakit ihtiyaçlarını karşılamak için piyasada payların bir kısmını satmak isterler. Şirket paylarının gerçek değeri şirketi yönetenler tarafından bilinir. Payların piyasa fiyatı değerinin altındaysa ve yatırımcılar bu fiyattan piyasada paylarını satarlarsa ederinin altında satmış olurlar. Bununla birlikte, şirket vergiye tabi de olsa temettü açıklarsa piyasa bunu olumlu algılayacak ve piyasa fiyatı yükselecektir. Bu durumda yatırımcılar nakit ihtiyaçlarını karşılamak için daha az pay satacaklar ve şirket içindeki payları azalmayacaktır. Temettü dağıtımını vergilendirildiği için pay sahipleri için maliyetlidir. Ancak iki tür faydası vardır: ilki temettü ile birlikte piyasa fiyatı artacağından pay sahipleri daha az pay satarak nakit ihtiyaçlarını karşılamakta, ikincisi pay sahipleri şirket sermayesinde sahip oldukları oranı daha az azaltacaktır. Eğer şirketin piyasa fiyatı gerçekten değerinin altında oluşmuşsa bu durumda ikinci etki daha önemli olmaktadır. Böylelikle ellerindeki payı ucuza çıkarmamış olacaklardır. Dolayısıyla John ve William modeline göre şirketler, geri pay alımını sadece temettünün vergi yükünü azaltmak için yapmazlar. John ve Williams (1985) tarafından geliştirilen model 3 sonuca işaret etmektedir: i) gelecekte daha fazla nakit akışı sağlayacağını düşünen şirketler daha fazla oranda kâr dağıtır ii) optimal kâr dağıtım politikası kâr dağıtımındaki dalgalanmayı minimize

eden bir politikadır ve işletmenin nakit akışları daha fazla dalgalansa bile kâr dağıtımını daha az değişkenlik gösterir iii) optimal kâr dağıtımında temettü üzerindeki verginin sermaye kazancına karşı dezavantajlı durumu minimize edilir.

Sinyal hipotezine ilişkin ampirik çalışmalar iki nokta üzerinde durmaktadır: Birincisi, hisse senedi fiyatları temettü açıklaması ile aynı doğrultuda mı hareket etmektedir? İkincisi, temettüdeki değişimler gerçektende şirketin gelecekteki gelirlerini tahmin edebiliyor mu? Bu konuda yapılan ampirik çalışmalarda, genel olarak, piyasa fiyatlarının temettü artış ve azalışları ile aynı yönde hareket ettikleri gözlemlenmektedir. Bununla birlikte temettü azalışlarına piyasanın verdiği tepki daha sert olmaktadır. Ancak bu tepkinin ülkeden ülkeye de değişiklik gösterdiği bilinmektedir. Örneğin, Dewenter ve Warther (1998) tarafından Japon ve ABD şirketlerinin kâr dağıtım politikalarının karşılaştırıldığı çalışmada Japon piyasasında temettünün sinyal etkisinin ABD'deki şirketlere kıyasla belirgin bir şekilde daha az olduğu gösterilmiştir. Söz konusu çalışmada, Dewenter ve Warther, Japon piyasasında bilgi asimetrisinin ABD piyasasına oranla daha az olduğu sonucuna varmışlardır.

Brav vd. (2005) tarafından ABD'deki finansal yöneticiler arasında yapılan anket ortaya çıkarmıştır ki temettü kararları yatırımcılar tarafından şirket hakkında bir sinyal olarak görülürken, şirket yöneticileri temettü kararlarını alırken bir mesaj verme kaygısı gütmemektedirler. Dolayısıyla, Brav vd. tarafından yapılan anket çalışması uygulamada Bhattacharya (1979) ile Miller ve Rock (1985) tarafından geliştirilen sinyal modellerini desteklememektedir.

### 3.2.2 Finansman Hiyerarşisi Hipotezi (Pecking Order Hypothesis)

Finansman hiyerarşisi (*pecking order*) hipotezi, şirketlerin gözlemlenen davranışlarını açıklamak üzere Myers ve Majluf (1984) tarafından geliştirilmiştir (Jensen, Solberg ve Zorn, 1992).

Finansman hiyerarşisi hipotezi esas olarak bilgi asimetrisi varsayımına dayanmaktadır. Buna göre, şirketler sermaye yapılarını oluştururken aldıkları finansman kararlarında belirli bir hiyerarşiyi takip ederler. Kârlı bir şirket yatırımlarını öncelikle iç kaynaklardan finanse eder. İç kaynakların öncelikli kullanımını hem daha az maliyetli olduğundan hem de şirketin finansalları ile ilgili daha az bilgi açıklanması gerektirdiğinden tercih edilir. İç kaynaklar yetersiz kalırsa borçlanma yoluna gidilir, bu da yetersiz kalırsa sermaye artışına gidilir (Myers ve Majluf, 1984). Dolayısıyla, şirketlerin finansman kararları, şirket hakkında dışarıya verilen bir mesaj içermektedir. Kâr dağıtım kararları bağlamında meseleye bakıldığında, şirketin yatırımlarını iç kaynaklarından karşılaması, yani, kârını dağıtmayıp şirket bünyesinde tutması şirketin yatırımlarının kârlılığı açısından olumlu bir mesaj içerecektir.

### 3.3 Vekâlet Problemi (Agency Problem) ve Kâr Dağıtımı

M&M modelinin kusursuz sermaye piyasasında şirketin yöneticileri ile ortakları arasında menfaat çatışmasından söz edilmez. Sahiplik ile yönetimin birbirinden ayrılması, bir başka ifade ile çok sayıda ve dağınık bir yapıdaki ortakların mülkiyet haklarından kaynaklanan yetkilerini şirketi idare etmek üzere profesyonel yöneticilere delege etmesi ile birlikte ortaklar ile yöneticiler arasında bazı konularda menfaat çatışması görülebilir. Vekâlet problemi (*agency problem*), şirketin yöneticileri ile kaynak sağlayanları (ortakları ve kredi verenleri) arasındaki

potansiyel menfaat çatışmasından ortaya çıkmaktadır. Şirketin yöneticileri dışarıda kalan ortaklardan daha fazla bilgiye sahip olacaklarından, yöneticilerin, şirket kaynaklarını kendi menfaatleri doğrultusunda kullanmaları söz konusu olabilir. Bu durumda yöneticilerin eylemlerinin ortaklar tarafından takip edilmesi gerekir. Bu da yeni maliyet demektir.

Vekâlet hipotezi ilk defa Rozeff (1982) tarafından ampirik olarak test edilmiştir. 1974-1980 yılları arasındaki ABD'deki şirketleri verilerini kullanarak oluşturduğu modelde, şirketlerin içerden sahiplik oranı (yöneticilerin şirket sermayesindeki payları), şirket ortaklık yapısının dağılımı gibi unsurları model içine koyarak bunların kâr dağıtım oranlarına etkisini incelemiştir. Vekâlet maliyeti verilerinin anlamlı ve hipotez edildiği işareti taşıdığı sonucuna ulaşılmıştır. Daha sonra Dempsey and Laber (1992) tarafından yapılan benzer çalışmada da Rozeff (1982)'nin bulguları desteklenmiştir.

Kalay (1982) menfaat çatışmasının sadece pay sahipleri ile yöneticiler arasında değil aynı zamanda pay sahipleri ile borç verenler arasında da olacağını söylemektedir. Şirketin ortaklarının borç verenlerden önce nakit akışlarını kâr dağıtımını şeklinde kendilerine aktarma imkânı olduğundan, borç verenler kâr dağıtımına sıcak bakmazlar. Bu nedenle bazı kredi sözleşmelerinde şirketin kâr dağıtımına sınırlamalar getirilmektedir. Borç verenlerin temettü dağıtımına getirdikleri sınırlamalar, borç verenlerle ortaklar arasındaki menfaat çatışmasını azaltmaya dönüktür.

Easterbrook (1984) yaptığı analizde temettünün yönetim ile ortaklığın ayrılmasından kaynaklanan vekâlet maliyetini (*agency cost*) azaltıcı etkisi olabileceği



sonucuna ulaşmıştır. Dışarıdaki ortaklar, yatırımlarını farklı şirketlere yatırmak suretiyle risklerini azaltıcı bir portföy oluşturabilirken, yöneticilerin refah seviyeleri büyük ölçüde çalıştıkları şirkete bağlıdır. Bu nedenle yöneticilerin daha az riskli ve dolayısıyla getirisi daha düşük projelere yönelme ihtimali vardır. Buna karşılık ortaklar daha riskli ve getirisi daha yüksek projeler tercih edebilirler. Getirisi çok fazla olmasa da yeni işler, yöneticiler açısından işin sürekliliği, maaşların yüksekliği gibi sonuçları beraberinde getirir. Bu nedenle kâr dağıtımı, yeni yatırımlara yönlendirilecek şirketin elindeki nakitlerin azalmasına yol açacağından yöneticileri dış kaynak bulmaya zorlayacaktır. Bu da şirket yöneticilerinin şirket dışındaki yatırım bankacıları, muhasebeciler ve avukatlar gibi profesyoneller tarafından daha sık incelenmesi sonucunu doğurur. Dış kaynaklardan finansman sağlanması yöneticilerin iş ve işlemlerinin kredi verenler tarafından incelenmesi anlamına geleceğinden öz kaynaklar yerine yabancı kaynakların kullanılması vekâlet sorunundan kaynaklanan maliyetleri azaltıcı bir etki yapabilir. Sonuç olarak, Easterbrook (1984) kâr dağıtımı arttıkça şirketin yabancı kaynak kullanımı artacağından kâr dağıtımı ile borçlanma oranı arasında pozitif bir ilişki olduğunu öne sürmektedir.

Vekâlet problemi eksenindeki analizler genellikle yöneticilerle ortaklar arasındaki veya ortaklarla borç verenler arasındaki menfaat çatışmasını işaret etse de son zamanlarda kurumsal yatırımcılar veya kontrol gücüne sahip yatırımcılarla diğer yatırımcılar arasındaki bir menfaat çatışmasından da bahsedilmektedir. Ortaklık yapısının konsantre olduğu (ortaklık sermayesindeki payların ağırlıklı olarak bir yerde -kişi, aile, kurum- toplandığı) ülkelerde kontrol gücüne sahip ortaklarla diğer ortaklar arasında görünen menfaat çatışması, yatırımcıların nispeten az korunduğu

medeni hukuk geleneğini sürdüren ülkelerde, son derece önemlidir. La Porta vd. (2000) yatırımcıların daha iyi korunduğu ülkelerde yatırımcı korumasının daha az olduğu ülkelere nispetle ortaklara daha fazla kâr dağıtıldığını göstermişlerdir. Yasal korumanın güçlü olduğu ülkelerde büyüyen şirketlerde kâr dağıtım oranları düşüktür. Etkili bir hukuk sistemi, yatırımcılara kâr dağıtım aracını kullanarak vekâlet maliyetlerini azaltma fırsatını sunmaktadır. Etkin bir hukuk sistemi olmadığında dışardaki ortakların şirket yöneticileri üzerinde, kâr dağıtım kararlarını kullanarak, etkili bir gözetim yapmaları mümkün olmamaktadır.

Jensen (1986) yöneticilerin en fazla kötüye kullanabilecekleri şirket varlığının nakit varlıklar olduğunu öne sürmektedir. Yöneticilerle ortaklar arasındaki menfaat çatışması, şirketin serbest nakitleri (*free cash*) arttıkça daha önemli bir soruna dönüşür. Fazla nakit oluşması durumunda yöneticiler, bu nakdi ortaklara dağıtmak yerine kendi menfaatlerine kullanma (daha lüks ofisler, arabalar, maaşlar gibi) eğiliminde olurlar. Jensen (1986)'in Serbest Nakit Akış Hipotezi (*Free Cash Flow Hypothesis*), temel olarak vekâlet maliyeti hipotezine dayanmaktadır: Yöneticiler kusursuz bir şekilde denetlenemezler, bu da yöneticilerin şirket ortaklarının menfaatleri yerine kendi menfaatlerini tercih etmelerine neden olur.

Yöneticilerin kontrolündeki fazla nakit varlıklar, getirisi iyi hesaplanmamış şirketin zararına neden olabilecek projelere yönlendirilebilir. Kâr dağıtımının yapılması, yöneticilerin negatif getirisi olacak projelere yatırım yapacakları serbest nakitleri azaltacağı için gereklidir. Bir başka ifade ile kâr payı, ortaklar tarafından yöneticilerin gereksiz yere yatırım yapmalarını önlemenin bir aracı olarak kullanılır. Serbest nakitlerin fazlalığı; büyüme fırsatı kalmayan, yeterince olgunlaşmış, sektörlerdeki nakit zengini firmalar için daha ciddi sorundur. Bu nedenle

yöneticilerin bu nakitleri getirisi düşük yatırımlarda değerlendirmek yerine ortaklarına kâr olarak dağıtmaları serbest nakitlerin neden olabileceği menfaat çatışmasını ortadan kaldıracaktır. Şirketin borçluluk oranının artırılması ve böylece periyodik faiz ödemelerinin yapılması da serbest nakitleri yöneticilerin elinden almanın diğer bir yoludur.

Yüksek oranda temettü ödemesinin yöneticilerin aşırı yatırım yapmalarını önlemek suretiyle şirket değerini artırdığını gösteren ve böylece serbest nakit akışı hipotezini destekleyen çok sayıda ampirik çalışma vardır (Lie, 2000).

### **3.4 Vergiler ve Kâr Dağıtımı**

Kâr dağıtımının şirket değeri üzerinde etkisi olmayacağını gösteren M&M modelindeki varsayımlardan birisi de vergilerin olmadığı veya temettü ile değer artış kazancı arasında vergi farkının olmadığı varsayımdır. Ancak, gerçek dünyada vergiler vardır ve vergiler şirketlerin kâr dağıtım politikalarını ve şirket değerlerini etkiler. Genel olarak, kâr payı ile sermaye kazancı birbirinden farklı vergilendirildiğinden ve yatırımcılar vergi sonrası ellerine geçen kazançları dikkate aldıklarından verginin temettü talebi üzerinde etkisi olabilir. Diğer yandan vergi temettü arzını da etkileyebilir şirket yöneticileri, vergi etkisi nedeniyle daha az talep edilmesi halinde temettü dağıtımını kısacak, kazancın daha fazla oranda şirket içinde kalması tercih edeceklerdir.

Sermaye kazancı ile kâr payı ödemeleri farklı vergilendiriliyorsa kâr payı aleyhine bir durumun ortaya çıkması durumunda pay talepleri bundan etkilenir. Black (1976) tarafından temettü bilmececi olarak anılan durumun esas noktası, temettü kazançları daha fazla vergilendirilirken piyasanın neden sermaye kazancı

yerine nakit temettüyü tercih ettiği sorusudur. Bu soruya bir cevap, vergi müşterisi hipotezi (*tax clientele hypothesis*) ile verilmektedir: Yüksek gelir vergisi diliminde olan yatırımcılar daha az nakit temettüyü tercih ederken, düşük dilimde bulunan yatırımcılar nakit temettüyü tercih ederler. Dolayısıyla, nakit temettü ya da sermaye kazancı arasındaki tercihin en önemli nedeni yatırımcıların maruz kalacakları vergi yüküdür.

### **3.4.1 Vergi Etkisi Hipotezi (The Tax Effect Hypothesis)**

Vergi etkisi hipotezi, daha düşük temettü oranlarının öz kaynak maliyetini azalttığını ve şirket paylarının fiyatını artıracaklarını öne sürmektedir. Diğer bir ifade ile düşük temettü oranları şirketin değerini artırmaya katkı sağlamaktadır. Bu yaklaşım, temettünün sermaye kazancına oranla daha fazla vergilendirilmesi durumunda geçerli olabilir. Ayrıca, temettü kazancı anında vergilendirilirken sermaye kazancı ancak hisse senedi satıldığında doğacağından ötelenebilir. Bu vergi etkisini dikkate alan yatırımcılar nakit kâr payı dağıtımını yerine, kazançların şirketin hisse fiyatlarını artırmak üzere şirket içinde bırakılmasını tercih edeceklerinden daha az nakit kâr payı dağıtan şirketleri tercih ederler.

Birçok ülkede temettü kazançlarına uygulanan gelir vergisi oranı, sermaye kazancına uygulanan vergi oranından daha yüksektir. Vergi etkisi hipotezi doğruysa bu durumda daha az nakit temettü dağıtan şirketlerin borsadaki fiyat performanslarının daha iyi olması beklenir. Black ve Scholes (1974) kâr payı dağıtımının şirketin fiyat performansı üzerinde etkisi olmadığını öne sürerken, Kalay ve Michaely (2000) ABD verilerini kullanarak, Poterba ve Summers (1984) İngiltere'deki verileri kullanarak yaptıkları çalışmalarda vergi etkisi hipotezini destekleyici bulgulara ulaşmışlardır. Scholz (1992) geliştirdiği ampirik model

vasıtasıyla vergi etkisini test etmiş ve temettü ve sermaye kazancına farklı vergi oranlarının uygulanmasının yatırımcıların tercihlerini etkilediğini sonucuna ulaşmıştır. Vergi etkisi üzerine yapılan teorik ve ampirik çalışmalar temettü kararları alırken şirket yöneticilerinin vergiyi bir faktör olarak dikkate almakla birlikte aldıkları kararlarda verginin belirleyici unsur olmadığını göstermektedir (Baker, Powell ve Veit, 2002). Kâr dağıtımını kararında belirleyici unsur vergi olsaydı o zaman şirketin dağıtılabılır nakitlerini temettü olarak dağıtmak yerine sürekli kendi paylarını almakta kullanması beklenirdi. Nakit temettü dağıtımında istikrarlı olunmak istenilmesi, vekâlet sorunu ve mevzuat kısıtları gibi diğer faktörler daha etkili gibi görünmektedir. Sonuç olarak, bu konuda yapılan çalışmaların sonuçları birbirleri ile uyumlu değildir.

### **3.4.2 Müşteri Etkisi Hipotezi (The Clientele Effect Hypothesis)**

M&M (1961) bireysel yatırımcıların sermaye kazancı ile temettü arasındaki tercihlerinin işlem maliyetleri veya bu iki kazanç unsurunun farklı oranlarda vergilendirilmesi gibi piyasa aksaklıklarından etkilenebileceğini belirtmişlerdir. M&M piyasa aksaklıklarının yatırımcıları, maliyetlerini azaltacak şekilde temettü ödemesi yapan paylara yöneltebileceğini öne sürmektedir. M&M bu yönelmeyi temettünün müşteri etkisi olarak adlandırmıştır. M&M modeline göre şirketler, kâr dağıtım politikalarını bazı yatırımcılara cazip gelecek şekilde oluştursalar da tam rekabet piyasası içinde her yatırımcı diğeri kadar iyi olacağından neticede şirketin değeri bundan etkilenmez, dolayısıyla kâr dağıtımının şirket değerini etkilememesi/ilişkisizliği hâlâ geçerlidir (Al-Malkawi, Rafferty ve Pillai, 2010).

Müşteri etkisini iki sınıfa ayırmak mümkündür: 1) *Vergi güdümlü müşteri etkisi*: Sermaye kazancı ile temettünün farklı oranlarda vergilendirildiği durumlarda

yatırımcıların vergiden kaçınmak için temettü yerine sermaye kazancını tercih etmesi durumudur. Örneğin düşük vergi dilimindeki yatırımcılara daha fazla ve daha düzenli temettü ödeyen şirketler cazip olabilirken, yüksek vergi dilimindeki yatırımcılar elde edecekleri kâr payları için daha yüksek oranlarda vergi ödeyeceklerinden temettü yerine sermaye kazancını tercih edebilirler. 2) *Maliyet güdümlü müşteri etkisi:* Piyasadaki alım satımdan kaynaklanan işlem maliyetleri özellikle küçük portföye sahip yatırımcılar için temettüyü sermaye kazancına tercih etme nedeni olabilir. Çünkü daha düşük gelir grubundaki yatırımcılar nakit ihtiyaçlarını karşılamak için sık sık pay satmaları gerektiğinde işlem maliyetleri yük olabilir. Bunun karşısında daha varlıklı yatırımcılar için bu maliyet önemli olmayabilir, bu tip yatırımcılar da daha az temettü veren fakat sermaye kazancı sağlayan şirket paylarına yönelebilirler (Al-Malkawi, Rafferty ve Pillai, 2010). Bu maliyetlerin varlığı da kâr dağıtımını ilişkisiz olmaktan çıkarmaktadır.

Yatırımcıların beklentileri farklı oluşuyorsa, büyüme potansiyeli olan sektörlerde faaliyet gösteren şirketler genellikle daha az temettü dağıtacaklarından temettü yerine payların değer kazanmasını tercih eden yatırımcılar bu şirketleri tercih edecektir. Büyüme potansiyelini gerçekleştirmiş ve belirli bir olgunluğa erişmiş şirketler kazançlarını yatırımdan ziyade kâr payı olarak dağıtacağından daha fazla kâr payı almak isteyen yatırımcılara cazip gelecektir.

Jensen (1986), şirket kârının nakit dağıtılması ile yöneticilerin bu kârları yanlış kullanımlarının önüne geçildiğini söylerken, kârın şirkette tutulması ile oluşacak vergi avantajını göz ardı etmiştir. Kârın dağıtılması bir yandan vekâlet sorunundan kaynaklanan maliyetleri azaltırken diğer yandan nakit temettünün dezavantajı nedeniyle vergi maliyeti getirmektedir. Şirketlerin buldukları üçüncü yol

kendi paylarının piyasadan alınmasıdır. Böylelikle şirketin nakit fazlası yöneticilerin elinden alınacak, nakit temettü yerine hisselerin piyasadan alınması ortaklara sermaye kazancı sağlarken fazladan bir vergi yükü de getirmeyecektir. Ayrıca, kârın nakde çevrilmesi yatırımcılara bırakıldığından yatırımcıya daha fazla esneklik sağlanacaktır (Brav vd., 2005).

### 3.5 İşlem Maliyetleri ve Kâr Dağıtımı

M&M (1961) modelinin varsayımlarından birisi de işlem maliyetlerinin sıfır olmasıdır. Bir başka ifade ile pay sahipleri kâr dağıtımını ile sermaye kazancı arasında fark gözetmezler, çünkü ihtiyaç duyduklarında ellerindeki payları maliyetsiz bir şekilde piyasada satmak suretiyle nakit elde edebilirler. Bununla birlikte, piyasada işlemler, M&M modelinde varsayıldığı gibi, maliyetsiz değildir: Pay sahipleri alım satım yaptıkları zaman örtülü veya açık maliyetlerle karşılaşır. İşlem maliyetleri pay alımı veya satımı sırasında katlanılan (alım satım komisyonu vb.) maliyetlerdir. Bazı durumlarda piyasanın yeterince derin/likit olmaması nedeniyle büyük miktarlardaki satışlar fiyatlarda düşme etkisi yapar. Bu da ayrı bir işlem maliyetidir (Papadopoulos ve Charalambidis, 2007).

İşlem maliyetlerinin kâr dağıtımını etkilediği bir diğer alan da şirketin finansman ihtiyaçlarını karşılamak için yeni pay ihraçlarından kaynaklanan maliyetlerdir. Şirketlerin dışardan finansman sağlama maliyetleri yüksekse şirketin kazançlarını içeride bırakma eğilimleri de yüksek olacaktır. Bu durumda temettü dağıtımını ile maliyetler arasında negatif bir ilişki olacaktır. Bununla birlikte, uygulamada şirketler bir yandan kâr dağıtırken diğer yandan hem yeni pay ihracı hem de borçlanma yoluna gitmektedirler. Çünkü kâr dağıtımını etkileyen diğer faktörler daha baskın olmaktadır (Al-Malkawi, Rafferty ve Pillai, 2010).

Myers ve Majluf (1984) bir şirketin nakit temettü dağıtma ya da şirket bünyesinde bırakma kararı alırken pay değerlendirme probleminin örtülü işlem maliyetlerinden biri olduğunu söylemektedir. Özellikle payların değerlerinin altında işlem gördüğü dönemlerde pay satışı yapmak bu maliyetleri artırmaktadır. Payların gerçek değerinin altında veya üzerinde işlem yapmanın getirdiği örtülü maliyetin yanında işlemlerden kaynaklanan komisyon giderleri gibi açıktan maliyetler bulunmaktadır. Dolayısıyla işlem maliyetlerinin veri olduğu durumda, diğer her şey sabitken, bu maliyetlere katlanmak istemeyen pay sahipleri nakit temettü dağıtımını tercih edeceklerdir.

Diğer taraftan, Easternbrook (1984) temettü dağıtımını için şirketin nakit durumunun uygun olmaması durumunda nakit ihtiyacının piyasadan karşılanacağını bunun da temettü dağıtan şirkete fazladan bir maliyet olarak yansıtacağını söylemektedir. Pay sahipleri açısından işlem maliyeti olmasa bile nakit temettü dağıtımını şirkete maliyet getirmektedir. Şirkete gelen bu maliyet şirketin kâr miktarını azaltacağından ve dolayısıyla pay değerini olumsuz etkileyeceğinden işlem maliyetlerinin temettü üzerindeki etkisi net değildir. Bu konuda yapılan ampirik çalışmalarda, işlem maliyetlerinin temettü kararları üzerinde çok az bir etkisi olduğu gösterilmiştir (DeAngelo, DeAngelo ve Skinner, 2008).

İşlem maliyetleri üzerine yapılan çalışmalarda, işlem hacmi yüksek olan payların piyasasında alım ve satımlar daha kolay yapılabildiğinden işlem maliyetinin daha az olacağından hareketle, 'piyasası daha likit olan şirketlerde daha az temettü talebi olması gerekir' akıl yürütmesi yapılarak piyasa likiditesi ile nakit temettü arasında negatif bir ilişki beklenmektedir. Ayrıca, ABD'de son yıllarda şirketlerin



nakit temettü dağıtma eğiliminin azalması da pay piyasalarındaki likiditenin artması ile açıklanmaktadır (Banerjee, Gatchev ve Spindt, 2007).

### **3.6 Kâr Dağıtımına İlişkin Diğer Yaklaşımlar**

#### **3.6.1 Lintner Modeli**

Kâr dağıtımına ilişkin ilk ampirik çalışma Lintner (1956) tarafından yapılmıştır. Lintner, ABD’de şirketlerin finans yöneticilerinin kâr dağıtım kararlarını nasıl aldıklarına ilişkin yaptığı ankete dayandırdığı kâr dağıtım modelini geliştirmiştir. Lintner, o güne kadar kâr dağıtımına ilişkin oluşmuş literatürü tarayarak kâr dağıtımında etkili olan 15 ölçüt belirlemiştir. Bunlardan bazıları; işletme büyüklüğü, makine teçhizat harcamaları, yabancı kaynak kullanma eğilimi, gelir düzenliliği, kontrol gruplarının sermayedeki hâkimiyetidir. Daha sonra 28 firmanın yetkilileri ile yüz yüze mülakat yapmıştır. Bu mülakatlarda kâr dağıtım kararlarının alınmasında kullanılan somut ölçütler anlaşılmaya çalışılmıştır. Mülakatların sonunda şirket yöneticilerinin kâr dağıtım seviyesini değiştirmekte tutucu davrandıkları, işletmenin kâr performansı çok yüksek olsa bile yöneticilerin kâr dağıtım oranlarını artırmakta isteksiz oldukları gözlemlenmiştir. Yöneticiler, yatırımcıların düzenli ve sabit bir getiriye tercih edecekleri konusunda fikir birliği içindedir. Kâr dağıtım oranı ancak, ileride de artırılan bu oranın sürdürülebilir olduğu düşünülürse artırılabilmektedir. Geleceğe ilişkin kâr beklentileri bugünkü kâr dağıtım kararındaki en etkili faktörlerden biridir. Benzer şekilde yöneticiler kâr dağıtımını azaltmakta da son derece isteksizlerdir. Kâr dağıtım oranı, ancak olumsuz koşulların çok kısa vadede olacağı düşünülüyorsa düşürülmektedir.

Lintner’e (1956) göre finansal yöneticiler, kâr dağıtım kararlarını değiştirmek için çok somut verilerden hareket etmek istemektedirler. Bunlardan şirketin yatırım

gereksinimleri de dâhil bütün faktörler içinde en baskın olanı şirketin gelirleridir. Şirketlerin büyük çoğunluğu bir hedef kâr dağıtım oranına sahiptir. Lintner anketinde bu oran yüzde 20 ile 80 arasında değişirken, yüzde 50 en fazla görülen orandır. Yıllar içinde kâr dağıtım oranları çok yavaş bir hızda değişmekte ve bu hedef orana yaklaşmaktadır. Lintner modelinde; temettü ödemeleri, cari dönem kârı, geçmiş temettü ödemeleri, şirketin hedef kâr dağıtım oranı ve mevcut temettü ödemelerin hedef temettü oranına yaklaşma hızının bir fonksiyonudur. Bu modele göre geçmiş temettü ödeme oranları ile mevcut dönem kârı temettü ödeme oranının en önemli belirleyenleridir. Lintner, şirketlerin ancak gelecekteki nakit akışlarında sürdürülebilir bir artış olacağını öngördüklerinde temettü oranlarını artırdıklarını ve temettü oranlarını düşürmekte isteksiz davrandıklarını gözlemlemiştir. Bu duruma “Temettü Tutuculuğu Hipotezi” (*dividend smoothing hypothesis*) denilmektedir (Baker, 2009:22).

### 3.6.2 Eldeki Kuş Hipotezi (The Bird-in-hand Hypothesis)

Gordon (1959), 1951-1954 yılları için dört sektörde (kimya, gıda, demir çelik, makine parçaları) faaliyet gösteren şirketler üzerine yaptığı incelemede, temettü dağıtımının şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerinde olumlu etkisi olduğunu gözlemlemiştir. Şirketler, elde ettikleri kârı dağıtmak yerine şirket içinde bıraktıkça yatırımcıların ileriye dönük getiri beklentileri yükselmektedir. Çünkü geleceğe ilişkin belirsizlik unsuru devreye girmektedir. Benzer şekilde Gordon (1963) çalışması da yüksek kâr payı dağıtımının öz kaynak maliyetini ve getiri beklentisini düşürdüğü sonucuna varmaktadır.

Gordon (1959, 1963) ve Walter (1963) tarafından yapılan çalışmalarının arka planını oluşturduğu eldeki kuş hipotezine (*the bird-in-hand hypothesis*) göre

belirsizliğin ve bilgi asimetrisinin olduğu dünyada yatırımcılar bugünkü kazanç (eldeki kuş) olan temettü ödemelerini gelecekteki kazanç (daldaki iki kuş) olan sermaye kazancına tercih ederler. Bu nedenle, diğer her şey sabitken, daha fazla kâr dağıtılması şirketin piyasa fiyatını, diğer bir ifade ile şirketin değerini artırır. Bugün dağıtılan yüksek kâr payı, geleceğe ilişkin belirsizliği azaltacağından, sermayenin maliyetini azaltır ve böylelikle hissenin değerini artırır. Şimdiki zamandaki yüksek temettü ödemesi gelecekteki nakit akışlarındaki belirsizliği ortadan kaldırır, sermaye maliyetini azaltır böylece şirketin değerini artırır (Al-Malkawi, Rafferty ve Pillai, 2010).

M&M (1961) bu yaklaşımı eleştirirken şirketin riskinin kazançlarını dağıtma yönteminden değil nakit akışlarından kaynaklandığını öne sürmektedir. Bhattacharya (1979) da eldeki kuş hipotezini bir yanılısma olarak tanımlamakta ve bir şirketin nakit akışlarındaki riskin o şirketin temettü ödemelerini etkileyeceğini, ancak temettü ödemelerini artırarak riskin azaltılamayacağını öne sürmektedir. Şirketin nakit akışlarındaki riski onun temettü ödemelerine yansımaktadır. Tek başına temettü ödemelerinin artırılması şirketin riskini azaltamaz. Şirketin riski arttıkça temettü ödemelerinin azalması beklenir. Temettü ödemelerini artırmak şirketin riskini azaltıcı etki yapmaz.

### **3.6.3 Olgunluk Hipotezi (Maturity Hypothesis)**

Grullon, Michaely ve Swaminathan (2002) tarafından geliştirilen olgunluk hipotezi (*maturity hypothesis*) şirketler olgunlaştıkça yatırım/büyüme olanaklarının azaldığını, bunun sonucu olarak da yatırımlarındaki getiri beklentilerinin düşeceğini söylemektedir. Getiri beklentisi azalınca da şirketler, önceki yatırımlarından gelen nakitleri yeni yatırıma dönüştürmek yerine temettü olarak ortakları ile paylaşırlar.

Dolayısıyla, daha fazla oranda kâr dağıtmak olgun şirketlerin bir özelliğidir. Bu hipoteze göre kâr dağıtımını iki bilgiyi vermektedir: İlki, şirketin sistematik riski azalmıştır. İkincisi, şirketin yatırım imkânları daralmıştır, gelecekte getirisi yüksek yatırımları yapamamaktadır. Eğer piyasa temettü haberine olumlu tepki veriyorsa, riskin azalmasını, kârlılığın azalmasına tercih ediyor demektir.

#### **3.6.4 Besleme Hipotezi (Catering Hypothesis)**

Baker ve Wurgler (2004) tarafından geliştirilen besleme (*catering*) hipotezine göre şirketin temettü kararları yatırımcılarından gelen taleplere göre şekillenir. Yatırımcıların temettüye ilişkin tercihleri ise içinde buldukları duruma göre değişir. Örneğin, düşük gelir dilimindeki yatırımcılar temettü dağıtılmasını tercih ederken yüksek gelir dilimindeki yatırımcılar sermaye kazancını tercih edebilirler. Daha genç yatırımcılar gelecekte daha fazla getiri elde edebileceklerini düşündükleri ama bugün için riskli sayılan şirketleri tercih ederken, daha yaşlılar gelecekte çok şirketlerin bugünkü performansını dikkate alma eğilimindedirler. Rasyonel davranan şirket yöneticilerinin ortakların kâr dağıtımına ilişkin taleplerini dikkate alması beklenir. Baker ve Wurgler (2004) yaptıkları araştırmada temettü dağıtan şirketlerin hisselerine talebin arttığı dönemlerde temettü dağıtmayan şirketlerin temettü dağıtma eğilimine girdiklerini, bu şirketlere olan talebin azaldığı dönemlerde temettü dağıtımını ihmal ettiklerini gözlemlemişlerdir.

## **IV. KÂR DAĞITIM KARARLARINA İLİŞKİN YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR**

M&M tam rekabet piyasasında ilişkisizlik hipotezini ortaya attıktan sonra literatürde kâr dağıtımını piyasa aksaklıkları ile açıklamaya çalışan modeller

geliştirilmiştir. Teorik modellemelerin arkasından yapılan ampirik çalışmalar da genellikle bu modellerde öne sürülen hipotezlerin testleri yapılmaktadır. Tipik olarak bu çalışmalarda temettü oranları tahmin edilen regresyon denkleminin sol tarafına bağımlı değişken olarak yazılmakta, sağ tarafına bağımsız değişkenler olarak teorilerde etkili olduğu öne sürülen faktörleri ikame ettiği düşünülen bazı temsili (proxy) parametrelerle sonuç alınmaya çalışılmaktadır. Bu tekniğin bazı açılardan sorunlu olduğu söylenmektedir (Alli, Khan ve Ramirez, 1993). Öncelikle teorilerde etkili olduğu düşünülen parametreleri temsilen kullanılan veriler sorunludur. Çünkü o parametrelerin tam ikamesi olamazlar. İkincisi bağımsız değişkenler arasındaki potansiyel eş doğrusallık sorunu, araştırmacıları daha seçici olmaya zorlamakta bu durum da regresyon denkleminin yetersiz olmasına yol açmaktadır. Ancak, bahsedilen potansiyel sorunlara rağmen teorik modellerin ampirik verilerle test edildiği çok sayıda akademik çalışma yayınlanmıştır. Bu çalışmalar ağırlıklı olarak sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerdeki şirketlerin verileri kullanılarak yapılmış olmakla birlikte, son yıllarda gelişmekte olan piyasalarda bu konuda yapılan çalışmalarda artış gözlemlenmektedir.

#### **4.1 Gelişmiş Piyasaların Verileri Kullanılarak Yapılmış Çalışmalar**

Black ve Sholes (1974) tarafından New York Borsası üzerinde 1936-1966 yıllarını kapsayan ve temettü kazançları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışma İlişkisizlik Hipotezini ampirik olarak desteklemektedir: Araştırmanın sonuçlarına göre temettü ödemelerinin hisse fiyatları üzerindeki etkisi ne söz konusu periyodun tamamında ne de daha kısa alınan dönemlerde belirgin değildir. Bu sonuca göre yüksek veya düşük temettü dağıtımının hisse fiyatları

üzerinde, diğeri bir ifadeyle, şirket değeri üzerinde bir etkisi yoktur. Benzer sonuçlara Miller (1986) ve Bernstein (1996) da yaptıkları çalışmalarda ulaşmışlardır.

Pettit (1977) 914 bireysel yatırımcının portföyünü incelemek suretiyle müşteri etkisini araştırmıştır. Yatırımcının yaşı ile temettü getirisi olan pay tercihi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki varken, yatırımcının gelir düzeyi ile temettü getirisi olan pay tercihi arasında negatif bir ilişki gözlemlenmiştir. Pettit, yaşlı ve düşük gelir grubundaki insanların bugünkü harcamalarını finanse edecek portföy tercihleri yaparken hisse satışı yaparken karşılaşılabilecekleri işlem maliyetlerinden kaçındıklarını söylemektedir. Bu nedenle, düşük gelir grubundaki veya yaşlı yatırımcılar daha fazla temettü ödemesi yapan şirketleri tercih etmektedirler.

Jensen, Solberg ve Zorn (1992); temettü, borçluluk ve yöneticilerin şirket paylarına sahipliği parametrelerinin ilişkileri üzerine yaptıkları incelemede temettünün yöneticilerle ortaklar arasındaki olası menfaat çatışmasını önleyici etkisini gösteren kanıtlar sunmuşlardır. Kâr oranlarındaki farklılıklar, büyüme olanakları ve yatırım fırsatlarının eşitlendiği bir analizde, kâr dağıtım oranlarının borçluluk oranları ile negatif ilişkide olduğu gösterilmiştir. İçerden ortaklığın (şirket yöneticilerinin ortaklık sermayesindeki paylarının yüksek olmasının) temettü üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde ve negatif etkisi olduğu görülmüştür. Dempsey ve Laber (1992) tarafından yapılan çalışmada da kâr dağıtımının yöneticilerin şirketin sermayesindeki payı arttıkça düştüğü, ortaklık yapısı dağıldıkça daha fazla kârın dağıtıldığı sonuçlarına ulaşmışlardır. Bu sonuçlar, vekâlet hipotezini destekler niteliktedir.

Alli, Khan ve Ramirez (1993) kâr dağıtım politikasının unsurları üzerine yaptıkları çalışmada; ortaklık yapısındaki dağılımın kâr dağıtım kararı üzerinde etkili olmadığını, ancak içeriden sahipliğin anlamlı bir şekilde etkili olduğunu ve bu ilişkinin negatif olduğunu göstermişlerdir. Bu çalışma da genel olarak vekâlet hipotezini destekler mahiyettedir.

Agrawal ve Jayaraman (1994) firmaların borçluluk oranları ile kâr dağıtım oranları arasındaki ilişki üzerine yaptıkları çalışmada borç oranı düşük şirketlerin daha fazla oranda kâr dağıttıklarını raporlamışlardır. Aynı çalışmada yöneticilerin şirket içinde sahiplik oranları arttıkça, bir başka ifade ile vekâlet sorunu olmayacak şekilde şirket ortakları yönetimde olduğu zaman kâr dağıtım oranının düştüğünü göstermişlerdir.

Lasfer (1996) Londra Borsası'nda işlem gören şirketler üzerinde yaptığı incelemede daha fazla nakit temettü dağıtan şirketlerin daha düşük gelir grubundaki yatırımcılar tarafından tercih edildiği sonucuna ulaşmıştır.

Benartzi, Michaely ve Thaler (1997) tarafından 1979-1991 yılları arasında ABD borsalarında işlem gören 1.025 şirketi kapsayan çalışmada temettüdeki değişiklikler ile şirketlerin gelecekte beklenen kârlılıkları arasındaki bağlantı incelenmiştir. Çalışma sonucunda temettüdeki değişikliklerin gelecekteki kârlılığa ilişkin herhangi bir bilgi verdiğine ilişkin anlamlı bir kanıtı ulaşılamamıştır.

Dhaliwal, Erickson ve Trezevant (1999) temettü dağıtımını sonrasında kurumsal yatırımcıların davranışlarını incelemiş ve temettü tutarındaki artış ile birlikte kurumsal yatırımcıların şirket sermayesinde daha ağırlıklı yer aldıklarını gözlemlemişlerdir. 1982-1995 yılları arasında 133 temettü dağıtan şirket üzerinde

yaptıkları incelemede bu şirketlerin %80'inde temettü dağıtımını sonrasında kurumsal yatırımcı sayısında bir artış gözlemlenmiştir. Elde edilen sonuçların müşteri etkisinin olduğu yönünde yeterince güçlü bir kanıt sunduğu öne sürülmektedir.

Allen, Bernardo ve Welch (2000) yaptıkları çalışmada; ABD'deki vergiden muaf fonların (emeklilik fonları, üniversitelerin ve sendikaların fonları gibi) portföylerinde, vergi ödeyen fonlara kıyasla daha fazla nakit kâr dağıtan şirketlerin paylarını bulundurduklarını gözlemlemişlerdir. Bazı kurumsal yatırımcıların iç tüzüklerinde kâr dağıtımını yapmayan veya belirli oranların altında yapan şirketlere yatırım yapılması kısıtlanmıştır.

DeAngelo, DeAngelo ve Skinner (2000) şirket yöneticilerinin şirket sermayesindeki payı arttıkça temettü dağıtım miktarının azaldığını, benzer şekilde şirket yöneticilerinin emeklilik planlarının şirket değerine bağlandığı durumlarda temettü dağıtımının azaldığı öne sürmektedirler.

Baker ve Powell (2000) New York Borsası'nda payları işlem gören şirketlerin mali işler yöneticileri ile kâr dağıtımını ve şirket değeri ilişkisi ve kâr dağıtım kararları üzerine anket yapmışlardır. Anket katılımcıların çoğunluğu kâr dağıtımının şirket değerini etkilediği, kâr dağıtım kararlarında istikrarın ve şirket dışına mesaj verme kaygısının en önemli belirleyeni olduğu görüşünü paylaşmışlardır. Katılımcıların %85'i şirketin kâr dağıtım kararlarını ileride karşılaşılabilecekleri olumsuzlukları düşünerek değiştirmemesi gerektiğini, %75'i şirketin istikrarlı bir oranda kâr dağıtması gerektiğini ve bu oranı zamanla yavaş yavaş artırması gerektiği görüşünü paylaşmışlardır. Lintner (1956) çalışmasından yaklaşık 40 yıl sonra yapılan bu araştırmanın sonuçlarına göre, aradan geçen sürede bu konuda geliştirilen onca



akademik tartışmaya rağmen, uygulamada fazla bir şeyin değişmediği anlaşılmaktadır. Bununla birlikte, Brav vd. (2005) ABD’de Lintner modelinin yavaş yavaş terkedildiğini, nakit temettü dağıtımının yerine payların geri alınmasının geldiğini ifade etmektedirler. Payların geri alınmasında ani piyasa değişikliklerine daha hızlı tepki verilirken, nakit temettü dağıtımında olduğu gibi, istikrar da aranmamaktadır.

Fama ve French (2001) alışması olgunluk hipotezini destekler nitelikte sonuçlar içermektedir: Cari dönemde kârlılığı yüksek olup yeterince büyüme fırsatı olmayan şirketlerin kr dağıtma oranları daha yüksektir.

Baker, Powell ve Veit (2002) NASDAQ’ta işlem gören şirketlerin yöneticileri ile yaptıkları anket çalışmasında “yatırımcılar bugünün nakit kâr payı ödemesini gelecekteki fiyat artışına tercih ederler” görüşüne katılıp katılmadıkları sorulduğunda verilen 186 cevabın %55 oranında olumsuz olduğu görülmüştür. Bu sonuç eldeki kuş hipotezini desteklememektedir.

Brav vd. (2005) tarafından yapılan ve temettü ile geri pay alımı kararlarını etkileyen faktörleri ortaya çıkarmak amacıyla 384 finans yöneticisi ile yapılan anket çalışmasının sonuçlarına göre; yatırım kararları alınırken mevcut temettü oranlarının korunmasına dikkat edilmekte, yatırım harcamalarından arta kalan nakitler payların geri alımında kullanılmakta, Lintner (1956) bulgularına uyumlu olarak, gelecekteki kazançların istikrarı kâr dağıtım kararlarını etkilemektedir. Dolayısıyla şirketin mevcut temettü seviyesi veri olarak ele alınmakta ve bu korunmaya çalışılmaktadır. şirketin kazançlarında sürdürülebilir ve istikrarlı bir artış olmadığı sürece temettü miktarları artırılmamaktadır. Bununla birlikte, 50 yıl sonra temettü dağıtımı ile

kazançlar arasındaki bağı zayıfladığı görülmüştür. Şimdiki yöneticilerin temettü dağıtımından daha esnek buldukları payların geri alımından yana oldukları gözlemlenmiştir. Genel olarak vekâlet sorunu, sinyal ve müşteri hipotezleri çok az desteklenmektedir. Vergiler, kâr dağıtım kararlarında, ikinci derecede rol oynamaktadır. Yöneticiler, kâr dağıtımının piyasaya şirketin gerçek değerine ilişkin sinyal verme işlevini kabul etmemektedir. Geri pay alımında, fazla nakitlerin kullanılması nedeniyle, serbest nakit akışları hipotezi kısmen desteklenmektedir. Yöneticilerin kâr dağıtım kararlarını alırken belirli grup yatırımcıyı dikkate almak gibi bir çaba içinde olmadıkları, dolayısıyla müşteri hipotezinin desteklenmediği sonucuna ulaşılmaktadır. Yöneticiler, kâr dağıtımını bireysel yatırımcılar için çekici olduğunu düşünürken, kurumsal yatırımcılar için kâr dağıtımının ya da geri pay almanın eşit görüldüğünü düşünmektedirler.

Thomsen (2005), 1988-1998 dönemi için Avrupa Birliği ve ABD verilerini kullanarak sahiplik yoğunlaşması, kâr dağıtım politikası ve şirket değeri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır: ABD ve İngiltere ile karşılaştırıldığında, Avrupa'daki şirketlerin sahiplik yoğunlaşması düzeyinin daha yüksek olduğu, sahiplik yoğunlaşması ile kâr dağıtım oranları arasında negatif ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır.

DeAngelo, DeAngelo ve Stulz (2006) yaptıkları çalışmada kâr payının yeterli olgunluğa erişmiş firmalar tarafından daha fazla verilme eğiliminde olduğu sonucuna varmışlardır. Yaşam döngüsü içerisinde yeni kurulmuş ve yeni yatırımlara ihtiyaç duyan şirketlerin daha fazla kaynağa ihtiyaç duydukları bu nedenle şirket dışına kaynak aktarmak anlamına gelen kâr dağıtımını tercih etmedikleri, olgunluğa erişmiş firmaların ise çekici yatırım imkânları azaldığından daha fazla kâr dağıtım eğiliminde olduğunu öne sürmüşlerdir.

Denis ve Osobov (2008); ABD, Kanada, İngiltere, Almanya, Fransa ve Japonya verilerini kullanarak 1989-2002 dönemi için yaptıkları çalışmada, bu ülkeler arasında ortak karakteristiklerin olduğunu, büyük şirketlerde kâr dağıtımının kârlılık ve büyüme fırsatları ile pozitif ilişki içinde olduğunu, genel olarak da şirketlerin kâr dağıtım eğilimlerinin azaldığını söylemektedirler.

Griffin (2010) tarafından yapılan 1988-2006 dönemini kapsayan uluslararası araştırma, likidite ve nakit temettü dağıtma oranı arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Michaely ve Roberts (2012) 1993-2002 yılları için İngiltere'deki özel ve kamu şirketlerinin kâr dağıtım kararlarını incelemiştir. Buna göre ortaklık yapısı kâr dağıtımında önemli bir rol oynamaktadır. Özel şirketler daha az değişen oranlarda kâr dağıtımını yaparken, kamu şirketleri daha fazla kâr dağıtma eğiliminde olmaktadır.

#### **4.2 Gelişmekte Olan Piyasaların Verileri Kullanılarak Yapılmış Çalışmalar**

Omet (2004) tarafından 1984-1999 dönemi Amman Borsası'nda işlem gören 44 şirketin verisi kullanılarak yapılan analizde, cari dönemin temettü oranlarının geçmiş yıl kârına daha bağlı ve istikrarlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Amidu ve Abor (2006) Gana'daki şirketlerde kâr dağıtımını etkileyen faktörleri çalışmışlardır. Çalışmanın sonuçları, temettü ile nakit akışları, kârlılık ve kurumlar vergisi arasında pozitif ilişkiye işaret etmektedir. Daha likit durumdaki şirketler daha fazla temettü ödemektedir. Diğer yandan, kâr dağıtımını ile büyüme, piyasa/defter değeri oranı ve risk arasında negatif ilişki gözlemlenmiştir.

Papadopoulos ve Charalambidis (2007) Atina Borsası'nda işlem gören 72 şirketin 1995-2002 yılları arasındaki verilerini kullanarak, kâr dağıtım oranı ile şirket büyüklüğü, sermaye yapısı, finansal kaldıraç oranı, kârlılık, likidite ve nakit akışı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Nakit akışının kâr dağıtım oranını pozitif etkileyen en önemli faktör olduğu, diğer faktörlerin istatistiki olarak anlamlı sayılabilecek bir etkisinin olmadığı sonucuna varmışlardır.

Al-Malwaki (2007) Ürdün Borsasındaki şirketler üzerine yaptığı çalışmada gelişmiş piyasalar için temettü kararlarını etkileyen faktörlerin Ürdün piyasası için geçerliliğini araştırmıştır. Çalışmaya göre kâr dağıtım ile büyüklük, yaş ve kârlılık arasında olumlu ilişki kurulurken, borçluluk ilişkisi olumsuzdur.

Al-Kuwari (2009) Körfez İşbirliği Konseyi ülkeleri (Bahreyn, Kuveyt, Umman, Katar, Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri) borsalarında işlem gören şirketler üzerinde yaptığı çalışmada temettü dağıtımının şirketlerdeki kamu payı, şirket büyüklüğü ve kârlılığı ile pozitif ilişkisi gözlemlenirken, kaldıraç oranı ile negatif ilişkisi ortaya konulmuştur. Çalışmada ayrıca, yatırımcının mukayeseli olarak az korunduğu bu ülkelerde şirketlerin kâr dağıtımını vekâlet sorununu azaltmak ve itibarlarını korumak adına önemsedikleri vurgulanmaktadır.

Musa (2009) Nijerya Borsasında işlem gören 53 şirketin verilerini kullanarak 1993-2002 yıllarını kapsayan çalışmada, 5 metrik değişken (geçmiş temettüleri, cari dönem gelirleri, nakit akışı, yatırımlar ve net varlıklar) ile 3 metrik olmayan değişkenin (büyüme, firma büyüklüğü ve sektör) temettü üzerindeki etkisini incelemiştir. Söz konusu değişkenler kullanılarak oluşturulan model sonuçlarına göre

metrik değişkenler bir bütün olarak temettü kararları üzerinde belirgin etki gösterirken, metrik olmayan değişkenlerin etkisi istatistiki olarak belirgin değildir.

Ahmed ve Javid (2009) 2001-2006 döneminde Karaçi Borsası'nda işlem gören finans sektörü dışındaki 320 şirket üzerinde yaptıkları incelemede; kâr dağıtımının şimdiki ve geçmişteki kazançlardan etkilendiği, cari dönemdeki kazancın etkisinin daha belirgin olduğu, kazançları düzenli olan kârlı şirketlerin daha fazla oranlarda kâr dağıttıkları, ortaklık yapısı daha konsantre olan ve piyasası daha likit olan şirketlerin daha fazla oranda kâr dağıttıkları, yatırım fırsatları ve borçluluk oranlarının temettü üzerinde olumsuz etkili olduğu sonuçlarına ulaşmışlardır.

Al-Shubiri (2011) Amman Borsası'nda işlem gören 60 sanayi şirketinin 2005-2009 döneminde kâr dağıtım kararlarını etkileyen faktörleri incelemiştir. Borçluluk, kurumsal yatırımcıların sermayedeki payı, işletme riski ve varlık yapısı temettü dağıtımını ile negatif ilişki içindeyken; kârlılık, büyüme ve serbest nakitlerin temettü dağıtımını pozitif etkilediği görülmüştür.

Marfo-Yiadom ve Agyei (2011) Gana'daki bankaların kâr dağıtımlarını 1999-2003 yıllarını kapsayan 5 yıllık dönem için incelemiştir. Çalışmanın sonucuna göre borçluluk ve kârlılık istatistiki olarak anlamlı bir şekilde temettü üzerinde olumlu etki yaparken büyümenin ve yaşın Gana'daki bankaların kâr dağıtım oranları üzerinde olumsuz etkisi olduğu gösterilmektedir.

Al-Ajmi ve Hussain (2011) Suudi Arabistan'da işlem gören 54 şirketin 1990-2006 verilerini kullanarak yaptıkları araştırmada, şirketlerin esnek bir kâr dağıtım politikası izlediklerini, kârlılıkları düştüğünde kâr dağıtım oranlarını düşürdüklerini, zarar ettiklerinde hiç kâr dağıtmadıklarını, kâr dağıtım oranlarının esas

belirleyenlerinin geçmiş yıl temettüleri, dönem kârı ve nakit akışları olduğunu göstermişlerdir.

Alam ve Hossain (2012) İngiltere ve Bangladeş'teki şirketleri karşılaştırdıkları çalışmalarında, Londra Borsasında işlem gören şirketlerde temettü üzerinde borçluluk, kârlılık ve piyasa değeri faktörlerinin olumlu etkisi görülürken, likidite ve büyümenin olumsuz etkisi olduğu görülmektedir. Bangladeş'teki şirketler için ise likidite, borçluluk, kârlılık ve piyasa değerinin etkisi olumsuz iken, büyüme temettü oranını olumlu etkilemektedir.

Rehman ve Takumi (2012) Pakistan Karaçi Borsasında işlem gören şirketlerin kâr dağıtım oranlarını etkileyen faktörleri ortaya çıkarmak üzere yaptıkları incelemede; kârlılık, borç/öz kaynak oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranı faktörlerinin kâr dağıtımını üzerinde pozitif etkili olduğunu bulmuşlardır.

Patra, Poshakwale ve Yong (2012) Atina Borsasında işlem gören finansal kuruluşlar dışındaki 63 şirketin 1993-2007 yılları arasındaki verileri kullanılarak kâr dağıtım oranlarını etkileyen faktörler üzerinde çalışmışlardır. Söz konusu çalışmada büyüklük (aktifin doğal logaritması), kârlılık (öz kaynak getiri oranı), yatırım fırsatları (piyasa değeri/defter değeri), kaldıraç oranı (toplam borçlar/öz kaynak), likidite (şirketin yılsonundaki cari oranı), işletme riski (gelirlerindeki yıldan yıla değişim) bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre kâr dağıtım oranı; büyüklük, kârlılık ve likidite ile pozitif ilişkili iken, yatırım fırsatları, kaldıraç ve işletme riski ile negatif ilişkilidir. Temettü ile her bir bağımsız değişkenin korelasyon katsayısı anlamlıdır ve teorik beklentilerle ampirik sonuçlar uyumludur:

Daha büyük, kârlı ve likit şirketler daha fazla oranda temettü dağıtırken; daha riskli, borçlu ve yatırım fırsatları olan şirketler daha düşük oranda temettü dağıtmaktadır.

Sinaei ve Habibi (2012) Tahran Borsası'nda işlem gören şirketler üzerine yaptıkları, 1999-2008 dönemini kapsayan, incelemede kâr dağıtım oranları ile piyasa değeri/defter değeri oranı ve yatırım harcamaları parametrelerinin ters orantılı olduğunu, kaldıraç ile doğru orantılı olduğunu gözlemlemişlerdir.

Nnadi, Wogboroma ve Kabel (2013) Afrika'da 29 borsada işlem gören 50 şirketin 1998-2009 dönemi verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada: Kârlı ve uzun geçmişi olan şirketlerin daha fazla kâr dağıtma eğiliminde olduklarını, ortaklık yapısındaki dağınıklık ile kâr dağıtım ilişkisinin belirgin olmadığını, finansal kaldıraç ile kâr dağıtımının negatif ilişkili olduğunu, içerden sahip olanların oranı arttıkça bu durumun kâr dağıtımını üzerinde negatif etkisi olduğunu raporlamışlardır. Kamu kontrolü veya varlığı temettü üzerinde olumlu etkilidir, kamu şirketleri daha fazla ve düzenli temettü ödemektedir.

Maladjian ve El-Khoury (2014) tarafından Beyrut Borsası'nda işlem gören bankaların verilerini kullanarak yapılan çalışmada, 7 değişkenin kâr dağıtımına etkisi incelenmiştir. Bu değişkenler: kârlılık, likidite, kaldıraç, firma büyüklüğü, büyüme, işletme riski ve önceki yıl temettü oranıdır. 2005-2011 yılları için yapılan incelemede kârlılığın negatif, işletme büyüklüğünün pozitif, likiditenin pozitif işaretli ama etkisinin istatistiki olarak anlamlı olmadığı; büyümenin negatif, finansal kaldıraç oranının (beklenin aksine) işareti pozitif ama etkisinin istatistiki olarak anlamlı olmadığı, fiyat kazanç oranının pozitif işaretli fakat istatistiki olarak anlamlı olmadığı, geçmiş yıl kâr dağıtımının pozitif ilişkili olduğu sonucuna varılmıştır.

Vo ve Nguyen (2014) tarafından Vietnam Borsasında (*Ho Chi Minh Stock Exchange-HOSE*) işlem gören 81 şirketin (finansal kurumlar örneklem dışında tutulmuştur) 2007-2012 verileri kullanılarak yapılan analizde büyüme (satışlardaki artış), şirket büyüklüğü (toplam varlıklar), duran varlıklar (tangibility), borçluluk (toplam borçların toplam aktife oranı), yönetici sahipliği (yönetim kurulu üyelerinin sahip olduğu paylar/toplam paylar), serbest nakitler, likidite (dönen varlıklar/kısa vadeli borçlar), kârlılık (vergi öncesi gelirler/toplam varlıklar) değişkenlerinin kâr dağıtımını üzerindeki etkisi ölçülmüştür. Yönetici sahipliği borçluluk üzerinde negatif etkili iken kâr dağıtımını üzerinde pozitif etkilidir. Borçluluk ile temettü arasındaki ilişki negatiftir.

Kumar ve Waheed (2015) Birleşik Arap Emirliklerindeki 120 şirketin 2011-2013 yılları arasındaki 3 yıllık verilerini kullanarak yaptıkları araştırmada büyüme ve likiditenin örneklemdeki şirketlerin kâr dağıtım kararlarını etkileyen en önemli faktörler olduğu ve sonuçların, artık kâr ile finansman hiyerarşisi hipotezlerini desteklediği sonucuna ulaşmışlardır.

Kajola, Desu ve Agbanike (2015) tarafından yapılan, Nijerya Borsasında işlem gören, finans sektörü dışındaki, 25 şirketin 1997-2011 yılları arasındaki verilerini kapsayan araştırma sonucuna göre kârlılık, firma büyüklüğü ve borçluluk kâr dağıtım politikasını etkileyen temel faktörler olarak bulunmuştur.

#### **4.3 İstanbul Borsası Şirketlerinin Verileri Kullanılarak Yapılmış Çalışmalar**

Adaoğlu (1999), 1982-1994 döneminde Sermaye Piyasası Kanuna tabi şirketler için uygulanan en az %50 oranında nakit temettü dağıtma zorunluluğunun, 1995 yılından itibaren kaldırılmasının kâr dağıtım kararları üzerindeki etkisini



incelemiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, kâr dağıtımının zorunlu olduğu dönemde ortalama kâr dağıtım oranı %50 civarında seyrederken, zorunluluğun kaldırılması ile birlikte nakit kâr dağıtım oranında ciddi düşüş gözlemlenmiştir. Temettü oranlarındaki azalma özellikle finans kuruluşlarında daha belirgindir. Dağıtımın zorunlu olduğu dönemlerde, yüksek enflasyon nedeniyle, şirketlerin kârı yüksek çıkarken enflasyondan arındırma yapılmadığından zorunlu kâr dağıtımının şirketlerin sermaye kaybına neden olduğu, şirketlerin buna karşı kâr dağıtımından sonra bedelli sermaye artırımını ile kâr dağıtımını nedeniyle kaybedilen sermayeyi yerine koymak şeklinde bir strateji geliştirdikleri ifade edilmektedir.

Adaoğlu'na (2000) göre gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin kâr dağıtım uygulamaları gelişmiş ülkelerdeki emsallerinden bir hayli farklıdır. İstanbul Borsası'nda işlem gören şirketlerin kâr dağıtım uygulamaları gelişmiş ülkelerde gözlemlenin aksine istikrarlı değildir ve kâr dağıtımını etkileyen en önemli faktör o dönemde elde edilen kârdır. 1986-1998 yıllarını kapsayan çalışma, 1995 yılındaki zorunlu kâr dağıtımının kaldırılmasına ilişkin mevzuat değişikliği nedeniyle 1985-1994 dönemi ile 1995-1997 dönemi olmak üzere iki ayrı döneme ayrılmıştır. Bu dönemlerde 5 yıl kâr dağıtmayan şirketler analiz dışında tutulmuştur. 1986 yılında Borsa'nın faaliyete geçmesinden önce sermaye piyasasında likiditenin neredeyse olmadığı ve ortakların tek gelir kaynağının ortak oldukları şirketlerden alacakları temettü geliri olduğu ifade edilmektedir. Zorunlu kâr dağıtım uygulamasının bir sonucu şirketlerin o dönemde kâr dağıtımını ile birlikte bedelli sermaye artırımına yolu ile kâr dağıtımını nedeniyle şirketten çıkan kaynağın sermaye artırımını yapılmak suretiyle yerine konulması olmuştur. Çalışmanın sonuçlarına göre, şirketlerin dönem sonu kârlarındaki değişiklikler temettü kararlarını doğrudan etkilemektedir. Ayrıca,

gelişmiş ülkelerdeki emsallerinden farklı olarak belirli bir hedef temettü oranı olmadığından şirketlerin temettü oranlarının oynak olduğu gözlemlenmiştir.

Yılmaz (2003) tarafından 1986-2001 dönemi verilerini kullanarak farklı sektörlerdeki şirketlerin kâr dağıtım kararlarına ilişkin yapılan çalışmada, 1995 yılında zorunlu kâr dağıtımının kaldırılması ile birlikte şirketlerin kâr dağıtım oranlarının düştüğü, özellikle finans sektöründeki kâr dağıtımının sert bir şekilde düştüğü ve diğer sektör ortalamalarının altında kaldığı sonucuna varılmıştır.

Adaoğlu (2008) tarafından yapılan 1986-2007 yıllarını kapsayan çalışmada, finansal kurumlar ile enerji dağıtım şirketleri, bu şirketlerin yatırım ve kâr dağıtım kararları diğer şirketlerden farklı mevzuat hükümlerine tabi olduğundan, kapsam dışı tutmuştur. Finansal kuruluşlar bankalar, sigorta, faktoring ve leasing şirketleri, holding ve yatırım şirketleri, aracı kurumlar, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, yatırım ortaklıklarıdır. Enerji dağıtım şirketleri elektrik ve doğal gaz dağıtım şirketleridir. Çalışmaya göre söz konusu dönemde kâr dağıtımını yapan şirket sayısında azalma olmakla birlikte, dağıtılan toplam kâr payı tutarında artış vardır. Ayrıca, sanayi şirketlerinde büyüklükle kâr dağıtım oranı arasındaki ilişkinin pozitif olduğunu gösterilmiştir.

Yıldız, Gökbulut ve Korkmaz (2014) tarafından yapılan çalışmada 2003-2010 dönemi için Borsa İstanbul'da işlem gören 118 sanayi şirketinin temettü kararlarını etkileyen faktörler incelenmiştir. Çalışmada, panel veri analizi kullanılarak kârlılık, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü, finansal kaldıraç, halka açıklık oranı, vergi, yatırım, likidite, yönetim bağımsızlığı, serbest nakit akışı ve faaliyet riskleri gibi değişkenlerin şirketlerin nakit temettü dağıtım kararları üzerindeki etkisi analiz

edilmiştir. Çalışmada, şirketlerin nakit temettü ödeme kararları üzerinde; vergi, kârlılık, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü, kaldıraç ve likidite değişkenlerinin etkili olduğu, bu değişkenlerden sadece finansal kaldıraç oranı ile nakit kâr dağıtımı arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Daha önce yapılan benzer çalışmalarda elde edilen sonuçlarla uyumlu olarak, Borsa'daki sanayi şirketlerinin istikrarlı nakit akışlarının etkisiyle yüksek oranda temettü dağıtma eğiliminde oldukları öne sürülmektedir. Bununla birlikte, halka açıklık oranı, yatırım fırsatları, ortaklık yapısı, nakit akışlarının yükümlülükleri karşılama gücü ve faaliyet riski değişkenlerinin sanayi şirketlerinin kâr dağıtım kararları üzerinde etkileri olmadığı görülmüştür.

Aygün ve Akçay (2015) tarafından yapılan 2009-2012 yıllarını kapsayan çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören, finans sektörü hariç, farklı sektörlerden 230 firma verisi kullanılmıştır. Firmaya özgü faktörlerin (büyüklük ve borçlanma) kâr dağıtımı üzerindeki etkisinin incelendiği çalışmada, toplam varlıklar şirket büyüklüğünün temsilinde kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda; kâr dağıtımı ile şirketin büyüklüğü arasındaki ilişkinin işareti beklenildiği gibi pozitif çıkmış olsa da bu ilişki istatistiki olarak anlamlı değildir, borçlanma oranı ile kâr dağıtım oranı arasındaki ilişki beklenildiği gibi negatiftir ve bu ilişki istatistiki olarak anlamlıdır.

Demirgüneş (2015) 2002-2012 döneminde Borsa İstanbul'da işlem gören 17 çimento üreticisi şirket verisi kullanılarak, mukayeseli olarak daha düzenli temettü ödemesi yapan bu şirketlerin kâr dağıtım kararlarını etkileyen faktörler incelenmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, temettü ile büyüme arasında negatif ilişki gözlemlenirken; piyasa/defter değeri oranı ve şirket riski arasında pozitif ilişki gözlemlenmiştir.

Kuzucu (2015) tarafından 2006-2013 döneminde Borsa İstanbul'da işlem gören 142 şirketin kâr dağıtım kararlarını etkileyen firma seviyesindeki unsurlar incelenmiştir. Finansal kaldıraç, likidite, büyüklük, büyüme oranı, yaş, kârlılık, ortaklık yapısı ve F/K oranı bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır. Kâr dağıtım oranı üzerinde finansal kaldıraç, büyüme oranı, kârlılık, aile kontrolünün negatif etkili, büyüklük, yaş ve F/K oranının pozitif etkili olduğu gözlemlenmiştir. Daha fazla borçlu, büyüme oranına sahip ve kazançlı şirketler daha fazla oranda kârı şirkette tutmaktadır. Türk firmalarının kâr dağıtım davranışlarını en iyi Grullon, Michaely ve Swaminathan (2002) tarafından öne sürülen olgunluk hipotezi açıklamaktadır.

Ersoy ve Çetenak (2015) tarafından 2004-2009 dönemin verileri kullanılarak Borsa İstanbul'da işlem gören 116 sanayi şirketinde, sahiplik yoğunlaşmasının temettü dağıtım kararlarına etkisi araştırılmıştır. Çalışma sonucunda; kârlılık, borçlanma düzeyi, yatırım harcamaları ve piyasa değerinin kâr dağıtım kararları üzerindeki etkisinin istatistiki olarak anlamlı olduğu, kârlılık ve sahiplik yoğunlaşması arttıkça şirketlerin daha fazla temettü dağıttıkları; borçlanma düzeyi, yatırım harcamaları ve piyasa değeri/defter değeri değişkenleri ile kâr dağıtım arasında negatif ilişki olduğu sonuçlarına varılmıştır. Kâr dağıtım üzerinde şirketlerin borçlanma düzeyleri ise etkili değildir. Orta düzeyde sahiplik yoğunlaşmasına sahip şirketler, yüksek düzeyde sahiplik yoğunlaşması olan şirketlerden daha yüksek oranlarda kâr payı dağıtmaktadır. Kâr dağıtan firmalardan oluşan örneklem, büyüme hızına göre iki gruba ayrıldığında, düşük hızda büyüyen şirketlerde sadece kârlılık ve piyasa değerinin temettü dağıtım kararları üzerinde etkili olduğu, sahiplik yoğunlaşmasının etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Hızlı

büyüyen şirketlerde ise sahiplik yoğunlaşması, kârlılık, piyasa değeri ve yatırım harcamaları alınan temettü kararlarında etkilidir.

Al-Najjar ve Kılınçarslan (2016) tarafından 2003-2012 döneminde Borsa İstanbul'da işlem gören 264 şirket üzerinde ortaklık yapısının kâr dağıtım kararları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Finansal sektör (banka ve sigorta şirketleri, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları) dağıtım şirketleri (gaz, elektrik, su) diğer şirketlerden farklı regülasyona tabi olmaları nedeniyle farklı yatırım ve kâr dağıtım politikaları izleyecekleri düşünüldüğünden örnekleme dışında tutulmuştur. Çalışmanın sonuçlarına göre, yabancı ortaklık veya kamu payı olan şirketlerin kâr dağıtım yapma eğilimleri düşüktür. Ailenin ağırlıklı olduğu şirketlerde kâr dağıtımını düşük olurken, kâr dağıtılıp dağıtılmamasına ilişkin etkisi anlamlı değildir.

## **V. TÜRKİYE'DE KÂR DAĞITIMINA İLİŞKİN MEVZUAT VE UYGULAMALAR**

### **5.1 Dağıtılabilir Kârın Tespiti**

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK) m. 508/2'ne göre şirketlerin kârı yıllık bilançoya göre belirlenir. Yıllık bilanço ise kanunlar veya şirketlerin esas sözleşmeleri tarafından belirlenen bir takvim yılı süreyi içeren, ancak, mutlaka takvim yılına tekabül etmesi gerekmeyen hesap dönemi sonunda hazırlanan bilançodur. Hesap dönemi genellikle 1 Ocak'ta başlayıp 31 Aralık'ta sona erse de faaliyet gösterilen sektörün özelliklerine göre farklı bir hesap dönemi de belirlenebilir. TTK m. 509/2'ne göre kâr payı, ancak net dönem kârından ve serbest yedek akçelerden dağıtılabilir.

Türkiye’de payları borsada işlem gören şirketler hesap dönemi sonunda iki farklı kâr tutarı açıklarlar: Birincisi, TTK ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) düzenlemeleri çerçevesinde Türkiye Muhasebe Standartları ve Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TMS/TFRS)’na uygun olarak hazırlanan finansal tablolarda yer alan kâr rakamı, ikincisi yasal defter ve kayıtlardan çıkarılan vergi mevzuatı dikkate alınarak hesaplanan kâr tutarıdır.

Şirketler, hesap dönemi sonunda, finansal tabloların kamuya açıklanmasından sonra, “Sermaye Piyasası Kurulu Kâr Payı Rehberi”ndeki esaslara uygun olarak, aşağıda bir örneği verilen, “Kâr Payı Dağıtım Tablosu”nu ayrıca hazırlamak ve bu tabloyu en geç olağan genel kurul gündeminin ilan edildiği tarihte kamuya açıklamak zorundadırlar (SPK II-19.1 Kâr Payı Tebliği m. 8/1). Kâr payı dağıtım tablosunda, yukarıda bahsedilen iki tür kâr rakamı nedeniyle, “SPK’ya Göre” ve “Yasal Kayıtlara Göre” başlığını taşıyan iki sütun bulunmaktadır.

Tablonun “3. Dönem Kârı” kalemine, SPK’ya göre bireysel finansal tablo hazırlayan ortaklıkların vergi öncesi dönem kârı tutarı, konsolide finansal tablo hazırlayan ortaklıkların ise vergi öncesi konsolide dönem kârı tutarı yazılır. Ayrıca, yasal kayıtlara göre hazırlanan finansal tablolarda yer alan vergi öncesi dönem kârları da “Yasal Kayıtlara (YK) Göre” alanına yazılır.

Tablonun “4. Vergiler (-)” kalemine, SPK’ya göre olan kısımda, SPK’ya göre hazırlanan kâr zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosuna yansıtılan sürdürülen faaliyetlerin ve durdurulan faaliyetlerin vergi gelir/giderlerinin toplam tutarı; yasal kayıtlara göre olan kısımda ise yasal kayıtlardaki “vergiler” tutarı yazılır.

**B) KÂR PAYI DAĞITIM TABLOSU**

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

Tablonun “5. Net Dönem Kârı” kalemine, SPK’ya göre olan kısımda, SPK’ya göre dönem kârından SPK’ya göre vergilerin düşülmesi suretiyle bulunan tutar, yasal kayıtlara göre olan kısımda, yasal kayıtlara göre dönem kârından yasal kayıtlara göre vergilerin düşülmesi suretiyle bulunan tutar yazılır. Ancak, konsolide finansal tablo hazırlayanlar için bu alana ana ortaklığa ait konsolide net dönem kârı yazılır.

Tablonun “6. Geçmiş Yıllar Zararları” kalemine, yasal kayıtlara göre olan kısımda, yasal kayıtlara göre geçmiş yıllar zararları yazılır. SPK’ya göre olan kısımda ise ortaklıkların geçmiş yıllar zararlarının; geçmiş yıllar kârları, paylara ilişkin primler dâhil genel kanuni yedek akçe, sermaye hariç öz kaynak kalemlerinin enflasyon muhasebesine göre düzeltilmesinden kaynaklanan tutarların toplamını aşan kısmı yazılır.

Tablonun “7. Genel Kanuni Yedek Akçe” kalemine, yasal kayıtlarda yer alan net dönem kârından varsa yasal kayıtlara göre geçmiş yıllar zararlarının düşülmesi suretiyle bulunan tutarın %5’i yazılır, ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin 1/5’ini buluncaya kadar genel kanuni yedek akçe ayrılması zorunludur (TTK m. 519/1).

Tablonun “8. Net Dağıtılabilir Dönem Kârı” kısmına, net dönem kârından varsa geçmiş yıllar zararlarının ve genel kanuni yedek akçenin düşülmesi suretiyle ulaşılır.

Tablonun “9. Yıl İçinde Yapılan Bağışlar” kısmına, yıl içinde ortaklık tarafından yapılan bağışların toplam tutarı yazılır.

Tablonun “10. Birinci Kâr Payının Hesaplanacağı Bağışlar Eklenmiş Net Dağıtılabilir Dönem Kârı” kısmına, yıl içinde bağış yapıldı ise, bağış tutarı net dağıtılabilir dönem kârına eklenmesi suretiyle bulunan tutar yazılır.

Tablonun “11. Ortaklara Birinci Kâr Payı” kısmına, bağışlar eklenmiş net dağıtılabilir dönem kârı üzerinden kâr dağıtım politikasında belirlenen oran dikkate alınarak imtiyazsız pay sahiplerine dağıtılacak birinci kâr payı hesaplanır. Bu tutar, yasal kayıtlara göre net dağıtılabilir dönem kârı tutarı ile karşılaştırılmalıdır. Dağıtılması öngörülen kâr payı tutarının tamamı, ancak yasal kayıtlarda (Vergi Usul



Kanunu'na göre tutulan kayıtlarda) mevcut net dağıtılabilir kârdan veya diğer kaynaklardan karşılanabildiği sürece dağıtılabilecektir. Bir başka deyişle, dağıtılacak kâr payı tutarında üst sınır, yasal kayıtlarda yer alan ilgili kâr dağıtım kaynaklarının dağıtılabilir tutarıdır. Ancak genel kurul tarafından, yasal kayıtlarda yer alan net dağıtılabilir dönem karından daha fazla kâr payı dağıtılmasına karar verilmesi halinde; olağanüstü yedek akçeler, geçmiş yıl kârları gibi yasal kayıtlarda yer alan ve kâr dağıtımına konu edilebilecek diğer kaynakların da kâr dağıtımında kullanılmasına karar verilmesi gerekir. Burada, dağıtımına karar verilecek tutarın, ortaklıkların yasal kayıtlarında bulunan geçmiş yıl zararlarının düşülmesinden sonra kalan dönem kârı ve kâr dağıtımına konu edilebilecek diğer kaynakların toplam tutarı ile karşılanabilir olması gerekir. Hesaplamalar sonucunda bulunan birinci kâr payı tutarının ne kadarının nakit ne kadarının ise pay olarak dağıtılacağı yine bu bölümde belirtilecektir.

Tablonun “12. İmtiyazlı Pay Sahiplerine Dağıtılan Kâr Payı” kısmına, şirketin esas sözleşmesinde varsa imtiyazlı pay sahiplerine dağıtılması öngörülen/karar verilen tutar yazılır.

Tablonun “13. Yönetim Kurulu Üyeleri, Çalışanlar ve Pay Sahibi Dışındaki Kişilere Kâr Payı” kısmına, şirketin esas sözleşmesinde varsa yönetim kurulu üyeleri, çalışanlar ve pay sahibi dışındaki kişilere dağıtılması öngörülen/karar verilen tutar yazılır.

Tablonun “14. İntifa Senedi Sahiplerine Dağıtılan Kâr Payı” kısmına, şirketin kurucu ve adi intifa senedi bulunması durumunda, esas sözleşme uyarınca bu paylara dağıtılması öngörülen/kararlaştırılan tutar yazılır.

Tablonun “15. Ortaklara İkinci Kâr Payı” kısmına, şirketin esas sözleşmesine ya da genel kurul kararına göre ortaklara dağıtılması öngörülen/karar verilen ikinci kâr payı tutarı yazılır.

Tablonun “16. Genel Kanuni Yedek Akçe” kısmına, pay sahipleriyle kâra iştirak eden diğer kimselere dağıtılacak tüm kâr payı tutarlarının toplamından ortaklığın ödenmiş/çıkarılmış sermayesinin yüzde beşi düşüldükten sonra bulunan tutarın onda biri, genel kanuni yedek akçe olarak hesaplanıp ayrılır (TTK’nın 519 uncu maddesinin ikinci fıkrasının (c) bendi). Öte yandan, net dağıtılabilir dönem kârının tamamının dağıtılmasına karar verilmesi durumunda; sadece bu durumla sınırlı olmak üzere, bu maddede belirtilen genel kanuni yedek akçe, net dağıtılabilir dönem kârından ödenmiş/çıkarılmış sermayenin yüzde beşi düşüldükten sonra bulunan tutarın (1/11)’i oranında ayrılır. Kâr payının sermayeye ilave edilmek suretiyle pay olarak dağıtılması (bedelsiz sermaye artırımı) durumunda, bu maddede belirtilen genel kanuni yedek akçenin ayrılmasına gerek yoktur.

Tablonun “Tablonun 17. Statü Yedekleri” kısmına, şirketin esas sözleşmesi uyarınca varsa ayrılması öngörülen yedek akçe tutarı yazılır.

Tablonun “18. Özel Yedekler” kısmına, ayrılması öngörülen diğer yedek tutarları yazılır.

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

Tablonun “20. Dağıtılması Öngörülen Diğer Kaynaklar” kısmına dönem kârı dışında, geçmiş yıl kârı, olağanüstü yedekler ile TTK ve esas sözleşme uyarınca dağıtılabilir diğer yedeklerden dağıtılması öngörülen/kararlaştırılan tutarlar yazılır.

Dağıtılacak kâr payı, net dönem kârından ve serbest yedek akçelerden (genel kanuni yedek akçelerin ödenmiş/çıkarılmış sermayenin yarısını aşan kısmı ile TTK ve esas sözleşme gereği ayrılanlar dışında genel kurulca ayrılmasına karar verilen yedek akçeler) dağıtılabilecektir. Bu kapsamda, bu alana dönem kârı dışında, önceki dönemlerde elde edilmiş kârlardan dağıtılmayan kısımlar, kâr dağıtımına istikrar kazandırma amacıyla ayrılan yedek akçeler, belli bir amaca tahsis edilmemiş yedek akçeler ile ihtiyari yedek akçelerden dağıtılması mümkün olan kısımlardan dağıtılması öngörülen/kararlaştırılan tutarlar yazılır.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun "Saklı Tutulan Hükümler ve İstisnalar" başlığını taşıyan 136'ncı maddesinin 5'inci fıkrasında "...5411 sayılı Kanuna tabi bankalar ile sigorta şirketleri kuruluş, gözetim, muhasebe ve bağımsız denetim standartları konuları ile payları halka arz yoluyla satılan bankaların dağıtacakları temettü ve yeniden değerlendirme artış fonunun özkaynaklarının kullanımına ilişkin esaslar özel mevzuatına tabidir." denilmektedir. Benzer hükümler 6362 sayılı Kanun ile yürürlükten kaldırılan 2499 sayılı eski Sermaye Piyasası Kanunu'nun 50'inci maddesinde de yer almaktadır. Dolayısıyla, yukarıda anlatılan genel uygulamanın dışında, payları borsada işlem görse de bankalar, kâr dağıtımında Bankacılık Kanunu veya kendi kuruluş kanunları ve bu kanunlara dayanılarak yapılan ikincil düzenlemelerde yer alan kurallara tabi olacaklardır. Benzer şekilde, sigorta şirketleri de 5684 sayılı Sigortacılık Kanunu ve bu Kanuna dayanılarak Hazine Müsteşarlığı tarafından çıkarılan ikincil düzenlemelere tabidir.

Banka ve sigorta şirketlerinde kâr dağıtımını etkileyen farklılıklar finansal tabloların hazırlanması ve sunumu, ayrılması zorunlu tutulan yedek akçeler

(kurumda bırakılması ve tasarrufu zorunlu yasal fonlar), finansal sıkıntı durumunda, idari tedbir olarak, bunların kâr dağıtımının kısıtlanabilmesi olarak sayılabilir.

## 5.2 Dağıtılan Kârın Vergilendirilmesi

Dağıtılan kâr, kâr payını alan gerçek kişiler açısından Gelir Vergisi Kanunu (GVK) m. 75'e göre menkul sermaye iradidir ve bu Kanuna göre vergilendirilir. Bununla birlikte, kârın sermayeye ilave edilmesi kâr dağıtımını olarak kabul edilmez ve vergilendirilmez.

GVK m. 94'de yer alan kesinti oranlarına ilişkin 03/02/2009 tarihli Resmî Gazete'de yayınlanan 2009/14592 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı uyarınca gerçek kişilere yapılan kâr payı dağıtımında, pay dağıtımını yapan şirket %15 oranında gelir vergisi kesintisi yapmak zorundadır. Aynı orandaki kesinti gelir ve kurumlar vergisi mükellefi olmayan kişiler, kurumlar vergisinden muaf olan kurumlar, dar mükellef olan kurumlar için de uygulanmaktadır.

GVK m. 86/1/c'ye göre vergiye tâbi gelir toplamının 103'üncü maddede yazılı tarifenin ikinci gelir diliminde yer alan tutarı (2016 yılı için bu tutar 30.000 TL'dir) aşmaması koşuluyla, Türkiye'de tevkifata tâbi tutulmuş olan menkul sermaye iratları ve gayrimenkul sermaye iratları için yıllık beyanname verilmez, diğer gelirler için beyanname verilmesi halinde bu gelirler beyannameye dâhil edilmez. Ancak kişinin geliri beyanname sınırını aşıyorsa, elde edilen kâr payı dâhil beyanname verilmesi zorunludur. Bu durumda, GVK m. 22/2 uyarınca "Tam mükellef kurumlardan elde edilen... kâr paylarının yarısı gelir vergisinden müstesnadır. İstisna edilen tutar üzerinden 94'üncü madde uyarınca tevkifat yapılır ve tevkif edilen

verginin tamamı, kâr payının yıllık beyanname ile beyan edilmesi durumunda yıllık beyanname üzerinden hesaplanan vergiden mahsup edilir.”

Tam mükellef bir kuruma yapılan kâr payı ödemesi o kurum açısından menkul sermaye iradı olmayıp, ticari kazanç (iştirak kazancı) olarak vergilendirilir. Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK) m. 5/1’de kurumlar vergisinin istisnaları sayılmaktadır. Buna göre kurumların:

- a) Tam mükellefiyete tabi başka bir kurumun sermayesine katılımlarından elde ettikleri kazançları,
- b) Tam mükellefiyete tabi başka bir kurumun kârına katılma imkânı veren kurucu senetleri ile diğer intifa senetlerinden elde ettikleri kâr payları,
- c) Tam mükellefiyete tabi girişim sermayesi yatırım fonu katılma payları ile girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden elde ettikleri kâr payları, (Diğer fon ve yatırım ortaklıklarının katılma payları ve hisse senetlerinden elde edilen kâr payları bu istisnadan yararlanamaz)  
...
- d) Anonim şirketlerin kuruluşlarında veya sermayelerini artırdıkları sırada çıkardıkları payların bedelinin itibarî değeri aşan kısmı,
- e) Türkiye’de kurulu;
  - 1) Menkul kıymetler yatırım fonları veya ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları,
  - 2) Portföyü Türkiye’de kurulu borsalarda işlem gören altın ve kıymetli madenlere dayalı yatırım fonları veya ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları,
  - 3) Girişim sermayesi yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları,

- 4) Gayrimenkul yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları,
  - 5) Emeklilik yatırım fonlarının kazançları,
  - 6) Konut finansmanı fonları ile varlık finansmanı fonlarının kazançları,
- kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur.

Özetlenecek olursa, tam mükellef (kanuni adresi veya iş merkezi Türkiye’de bulunan) kurumların elde ettikleri kâr payları stopaja tabi değildir. Ayrıca, tam mükellef kurumlardan elde edilen kâr payları kurumlar vergisinden de istisnadır (KVK m. 5/1/a). Tam mükellef gerçek (Türkiye’de ikamet eden) kişilerin, dar mükellef gerçek (Türkiye’de ikamet etmeyen) kişilerin ve dar mükellef (kanuni adresi veya iş merkezi Türkiye’de olmayan) kurumların elde ettikleri kâr payları üzerinden kâr dağıtımını yapan kurum tarafından %15 oranında stopaj yapılır (girişim sermayesi yatırım fon ve ortaklıkları %0). Dar mükellef kişi ve kurumlar için stopaj nihai vergidir başka bir beyan verilmez. Ancak, tam mükellef gerçek kişilerin kâr payı gelirlerinin (stopaj öncesi) yarısı, diğer gelirleri ile birlikte, o yıl için belirlenmiş olan beyanname sınırını (2016 yılı için 30.000 TL) aşıyorsa, kâr payı gelirinin yarısı beyan edilir. Daha önce yapılan stopajın tamamı düşüldükten sonra kalan kısım vergilendirilir.

### **5.3 Pay Alım-Satım (Değer Artış) Kazançlarının Vergilendirilmesi**

Pay alım-satım işlemlerinde alış bedeli ile satış bedeli arasındaki olumlu fark gelir vergisinin matrahını oluşturur. Söz konusu işlemler sırasında ödenen komisyonlar ile banka ve sigorta muameleleri vergisi matrahın tespitinde indirim kalemi olarak dikkate alınır. Ancak, bunların dışındaki giderler indirim konusu yapılmaz (GVK Geçici Madde 67).

Tam ve dar mükellef gerçek kişi ve kurumlar tarafından İstanbul Borsası'nda işlem gören (menkul kıymetler yatırım ortaklıkları payları hariç) payların alım satımından elde edilen kazançlar için uygulanacak kesinti oranı 27/4/2012 tarihli ve 2012/3141 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı %0 olarak tespit edilmiştir. Ayrıca, tam mükellef kurumlara ait olup, Borsa İstanbul'da işlem gören ve bir yıldan fazla süreyle elde tutulan payların elden çıkarılması sonucu elde edilen gelirler vergiye tabi olmayacağı gibi bu gelirler için Gelir Vergisi Kanunu'nun Mükerrer 80'inci maddesi de uygulanmayacağından değer artış kazancı olarak yıllık gelir vergisi beyannamesi verilmesi de söz konusu değildir.

Özetlenecek olursa, Borsa İstanbul'da işlem gören (menkul kıymet yatırım ortaklıklarının payları hariç) payların alım-satımından elde edilen kazançlar bütün mükellefler için %0 stopaja tabidir. Tam mükellef kurum haricindekiler için stopaj nihai vergidir ve başka bir beyan verilmez. Tam mükellef kurumların elde ettikleri alım satım kazançları kurumlar vergisine tabi olur (%20).

## **5.4 SPKn.'a Tabi Şirketlerde Kârın Dağıtılması**

### **5.4.1 Kâr Dağıtım Kararında Yasal Zorunluluklar**

#### **5.4.1.1 Eski SPKn. Dönemi**

1981-2013 yılları arasında yürürlükte olan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (Eski SPKn.) m. 15'e göre halka açık ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunlu tutulmuştur. Ayrıca, bu oranın, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından belirlenecek ve tebliğlerle ilan edilecek miktardan aşağı olamayacağı da belirtilmiştir.

SPK, söz konusu Kanun maddesine dayanarak 1982-1994 döneminde asgari temettü oranını %50 olarak belirlemiştir. Bir başka ifadeyle, Kanunun yürürlüğe girmesinden 1995 yılına kadar geçen sürede SPKn.'a tabi şirketlerin dönem sonu dağıtılabilir kârlarının en az yarısını nakit temettü olarak dağıtmaları zorunluydu. 1995 yılından itibaren bu zorunluluk kaldırılmıştır (Adaoğlu, 1999).

1992 yılında 2499 sayılı Kanunda değişiklik yapan 3794 sayılı Kanun ile birlikte payları Borsa'da işlem gören şirketlere, kârlarını bedelsiz pay şeklinde dağıtma imkânı da getirilmiştir. Böylelikle payları Borsa'da işlem gören şirketler, kârlarını nakit olarak dağıtmak, bedelsiz sermaye artırımını yoluyla dağıtmak veya kısmen nakit dağıtmak kısmen bedelsiz sermaye artırımını yapmak seçeneklerini elde etmişlerdir. Payları işlem gören şirketler için nakit temettü dağıtımını zorunluluğunun kaldırılması bedelsiz sermaye artırımını imkânına bağlanmaktadır (Adaoğlu, 2008). Bu şirketler için kâr dağıtma zorunluğunun kaldırılması 2003 yılına kadar devam etmiş, 2003 yılından geçerli olmak üzere payları İstanbul Borsası'nda işlem gören şirketlere %20 oranında nakit temettü veya bedelsiz sermaye olarak dağıtma zorunluluğu getirilmiştir. 2499 sayılı Kanun'un yürürlükte kaldığı yıllarda her yıl SPK tarafından yeniden belirlenen söz konusu oran 2004-2005 yılları için %30, 2006-2007-2008 yılları için %20 olarak belirlenmiş (Al-Najjar, Basil ve Kılınçarslan, 2016), 2009 yılı faaliyetlerinden elde edilen kârların dağıtım kararının alındığı 2010 yılından itibaren zorunluluk kaldırılmıştır.<sup>1</sup>

Aşağıdaki tabloda İstanbul Borsası'nda işlem gören şirketler için yıllar itibarıyla uygulanan zorunlu temettü oranları özet olarak gösterilmiştir:

---

<sup>1</sup> 2010/4 sayılı SPK Haftalık Bülteninde yayınlanan SPK'nın 27.01.2010 tarih ve 02/51 sayılı kararı (www.spk.gov.tr).



**Tablo 1 Yıllar İtibarıyla Zorunlu Temettü Uygulaması**

<i>Mali Yıl</i>	<i>Dağıtım Yöntemi</i>	<i>Zorunlu birinci temettü oranı</i>
1985-1993	Nakit	% 50
1994	Nakit/Bedelsiz	% 50
1995-2002	Nakit/Bedelsiz	% 0
2003	Nakit/Bedelsiz	% 20
2004-2005	Nakit/Bedelsiz	% 30
2006-2008	Nakit/Bedelsiz	% 20
2009-2012	Nakit/Bedelsiz	% 0
2013- devamı	Nakit/Bedelsiz	YOK

#### **5.4.1.2 Yeni SPKn. Dönemi**

2013 yılında yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (Yeni SPKn.) m. 19/1’de “Halka açık ortaklıklar, kârlarını genel kurulları tarafından belirlenecek kâr dağıtım politikaları çerçevesinde ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak dağıtırlar. Kurul, halka açık ortaklıkların kâr dağıtım politikalarına ilişkin olarak, benzer nitelikteki ortaklıklar bazında farklı esaslar belirleyebilir.” denilmek suretiyle, kâr dağıtım oranlarının şirketlerin esas sözleşmelerinde bulunma veya SPK tarafından belirlenmesi zorunluluğu kaldırılmış, kâr dağıtım kararı tamamen şirketlerin genel kurullarına bırakılmıştır.

Aynı Tebliğ’in 5’inci maddesine göre “Kâr payı, dağıtımına karar verilen genel kurul toplantısında karara bağlanmak şartıyla eşit veya farklı tutarlı taksitlerle ödenebilir.”, 6’ncı maddesine göre “Ortaklıklar tarafından bağış yapılabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması şarttır. Yapılacak bağışın sınırı, esas sözleşmede belirtilmeyen durumlarda genel kurulca belirlenir. Kurul, bağış tutarına üst sınır getirmeye yetkilidir. Ortaklıkların ilgili hesap dönemi içinde yapmış olduğu bağışlar dağıtılabılır kâr matrahına eklenir.”, 9’uncu maddesine göre “Payları borsada işlem gören ortaklıklar, ara dönem finansal tablolarında yer alan kârları üzerinden nakden

kâr payı avansı dağıtabilir. Belirli bir ara döneme ilişkin kâr payı avansı taksitle dağıtılamaz.”, 10’uncu maddesine göre “Dağıtılacak kâr payı avansı, ara dönem finansal tablolara göre oluşan net dönem kârından TTK’ya ve esas sözleşmeye göre ayrılması gereken yedek akçeler ile geçmiş yıllar zararları düşüldükten sonra kalan kısmın yarısını geçemez. Bir hesap döneminde verilecek toplam kâr payı avansı tutarı; a) Bir önceki yıla ait net dönem kârının yarısından, b) İlgili ara dönem finansal tablolarında yer alan net dönem kârı hariç kâr dağıtımına konu edilebilecek diğer kaynaklardan düşük olanı aşamaz.”

Eski SPKn. m.15’de “Yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere kardan pay dağıtılabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması şarttır. Yasa hükmü ile ayrılması gereken yedek akçeler ve esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen birinci temettü ayrılmadıkça başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve yönetim kurulu üyeleri, memur, müstahdem ve işçilere kârdan pay dağıtılmasına karar verilemeyeceği gibi, belirlenen birinci temettü ödenmedikçe bu kişilere kârdan pay dağıtılamaz.” Yeni SPKn. m. 19/2’de “Kanunen ayrılması gereken yedek akçeler ve esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen kâr payı ayrılmadıkça başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine ve ortaklık çalışanlarına kârdan pay dağıtılmasına karar verilemeyeceği gibi, belirlenen kâr payı ödenmedikçe bu kişilere kârdan pay dağıtılamaz.” denilmektedir. Dolayısıyla, her iki yasada da pay sahipleri dışındaki diğer kişilere kârdan pay verilmesine izin verilmekle birlikte, öncelikli olarak pay sahiplerine kârın dağıtılması beklenmektedir.

Eski SPKn. m. 15’e göre “Temettü *hesap dönemi sonu itibariyle mevcut payların tümüne*, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit olarak

dağıtılır.” iken Yeni SPKn. m. 19/3’e göre “Halka açık ortaklıklarda kâr payı, *dağıtım tarihi itibarıyla mevcut payların tümüne*, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit olarak dağıtılır.” Böylelikle, Yeni SPKn. ile kâr dağıtımının dağıtım tarihi itibarıyla mevcut payların tümüne yapılması ile birlikte, Eski SPKn. döneminde kâr dağıtımını hesap dönemi sonu itibarıyla mevcut paylara verilmesinden kaynaklanan eski pay/yeni pay ayırımı kaldırılmıştır.

Payları borsada işlem gören şirketler için var olan yukarıdaki kurallardan daha önce “5.1 Dağıtılabilir Kârın Tespiti” bölümünde açıklandığı üzere bankalar ve sigorta şirketleri istisna tutulmuşlardır. Banka ve sigorta şirketlerinde, bunları düzenleyen otoritelerin, kâr dağıtımını uygun görmeme veya kısıtlama hakkı vardır (Karacan ve Erişir Karacan, 2016). Genel uygulamanın dışında tutulan bir başka grup da kuruluş ve faaliyete geçme izni SPK tarafından verilen ve SPK’nın gözetim ve denetimine tabi olan yatırım ortaklıklarıdır. Yeni SPKn. m. 48’e göre “Yatırım ortaklıklarının... kâr dağıtımına ve paylarını geri almalarına... ilişkin usul ve esaslar ile tabi olacakları diğer yükümlülükler Kurulca belirlenir.” Kanunun bu maddesine dayanılarak çıkarılan SPK’nın III-48.5 “Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” nin 39’uncu maddesine göre “Sabit sermayeli ortaklıkların net dağıtılabilir kârlarının en az %20’sinin birinci kâr payı olarak nakden dağıtılması zorunludur. Sabit sermayeli ortaklıkların kâr payı dağıtımlarında halka açık anonim ortaklıklar için Kurulca belirlenen esaslara uyulur.” Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında pay sahiplerine kâr dağıtımını mümkün olmakla birlikte, bu ortaklıklarda TTK’nın kâr dağıtımına ve yedek akçe ayrılmasına ilişkin hükümleri uygulanmaz (Yeni SPKn. m. 51/1). Ayrıca, SPK’nın III-48.1 sayılı “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” nin 45’inci maddesinde gayrimenkul

yatırım ortaklıklarına nakit kâr dağıtım zorunluluğu getirebileceği ve buna ilişkin usul ve esasları belirleyebileceği ifade edilmektedir.

#### **5.4.2 Kâr Dağıtımına Karar Verilmesi**

TTK'nın anonim şirketlerdeki genel kurul organının görev ve yetkilerinin sayıldığı 408'inci maddesinde genel kurulun “Finansal tablolara, yönetim kurulunun yıllık raporuna, yıllık kâr üzerinde tasarrufa, kâr payları ile kazanç paylarının belirlenmesine, yedek akçenin sermayeye veya dağıtılacak kâra katılması dâhil, kullanılmasına dair kararların alınması” yetkisi “devredilemez” bir yetki olarak tanımlanmıştır. Buna göre, kâr dağıtımına mutlaka genel kurul tarafından karar verilmelidir. Genel kurul bu yetkisini esas sözleşme ile olsa bile yönetim kuruluna veya başka bir kişi ya da organa devredemez.

Bununla birlikte, genel kurulun bu yetkisi sınırsız bir yetki değildir. Anonim şirketler için genel olarak TTK'da, halka açık şirketler için SPKn.'da ve bu Kanunlara dayanılarak çıkarılan alt düzenlemelerde kâr dağıtımına ilişkin sınırlamalar vardır. Bu Kanunlar dışında şirketlerin kuruluş kanunları veya tabi oldukları (Bankacılık Kanunu gibi) diğer kanunların getirdiği kâr dağıtımına ilişkin kısıtlamalar da genel kurulu bağlayıcı niteliktedir.

Yasal kuralların dışında genel kurul kararlarının şirketin esas sözleşmesinde belirtilen kâr dağıtımına ilişkin hükümlere uygun olması zorunludur. SPKn. m.19/2'de “Kanunen ayrılması gereken yedek akçeler ve *esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen kâr payı ayrılmadıkça* başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine ve ortaklık çalışanlarına kârdan pay dağıtılmasına karar verilemeyeceği gibi, belirlenen

kâr payı ödenmedikçe bu kişilere kârdan pay dağıtılamaz.” denilmektedir. Esas sözleşmede kâr dağıtımına ilişkin asgari bir oran belirlenmiş olabilir. Genel kurul tarafından alınacak karar bu oranın altında olamaz. Esas sözleşme Kanun tarafından belirlenen yedek akçelerin dışında yedek akçe ayrılmasını emrediyor olabilir. Genel kurul esas sözleşmede belirtilen yedek akçeler ayrılmadan kâr dağıtımına karar veremez.

Genel kurul tarafından kâr dağıtım kararı alınırken dikkate alınması gereken bir başka unsur da şirketin “kâr dağıtım politikası”dır. SPKn. m. 19/1’de “Halka açık ortaklıklar, kârlarını genel kurulları tarafından belirlenecek kâr dağıtım politikaları çerçevesinde ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak dağıtırlar. Kurul, halka açık ortaklıkların kâr dağıtım politikalarına ilişkin olarak, benzer nitelikteki ortaklıklar bazında farklı esaslar belirleyebilir.” denilmektedir. SPK’nın II-19.1 Kâr Payı Tebliği m.4’de kâr dağıtım politikalarında yer verilmesi gereken asgari hususlar şu şekilde sıralanmıştır:

“a) Kâr payı dağıtılıp dağılmayacağı, dağıtılacak ise ortaklar ve kâra katılan diğer kişiler için belirlenen kâr payı dağıtım oranı.

b) Kâr payının ödenme şekli.

c) Kâr payı dağıtım işlemlerine en geç dağıtım kararı verilen genel kurul toplantısının yapıldığı hesap dönemi sonu itibarıyla başlanması şartıyla, kâr payının ödenme zamanı.

ç) Kâr payı avansı dağıtılıp dağılmayacağı, dağıtılacak ise buna ilişkin esaslar.”

Kâr dağıtım politikasının şirketlerin genel kurulları tarafından kabul edilmesi ve Kamuyu Aydınlatma Platformu ile birlikte web sitelerinde yayınlanması zorunludur. İlan edilen kâr dağıtım politikası şirketin mevcut ve potansiyel ortaklarına taahhüt niteliği taşımaktadır. SPK II-19.1 Kâr Payı Tebliği m.5/3’de “TTK’ya göre ayrılması gereken yedek akçeler ile esas sözleşmede veya kâr dağıtım politikasında pay sahipleri için belirlenen kâr payı ayrılmadıkça; başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine, ortaklık çalışanlarına ve pay sahibi dışındaki kişilere kârdan pay dağıtılmasına karar verilemeyeceği gibi, pay sahipleri için belirlenen kâr payı nakden ödenmedikçe bu kişilere kârdan pay dağıtılamaz.” denilmek suretiyle kâr dağıtım politikasında dağıtılacağı ilan edilen kâr payı oranı dağıtılmadan kârın yedek akçe olarak ayrılması veya pay sahipleri dışındakilere dağıtılması yasaklanmıştır.

Yukarıda yer verilen sınırlamalar çerçevesinde, kâr dağıtımına ilişkin nihai kararın şirketin genel kurulu tarafından alınması gerekse de şirketin yönetim kurulu genel kurul toplantısından önce kâr dağıtımına ilişkin önerisini hazırlamak ve bunu genel kurul toplantısının ilan edildiği tarihte kamuya açıklamak zorundadır (SPK II-19.1 Kâr Payı Tebliği m. 8/1). TTK m. 437/1’de de “Finansal tablolar, konsolide finansal tablolar, yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu, denetleme raporları ve *yönetim kurulunun kâr dağıtım önerisi*, genel kurulun toplantısından en az on beş gün önce, şirketin merkez ve şubelerinde, pay sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulur.” hükmü yer almaktadır. Teorik olarak yönetim kurulları tarafından hazırlanıp genel kurulun onayına sunulan kâr dağıtım önerisi genel kurul tarafından kabul edilmeyebilir veya değiştirilebilirse de uygulamada yönetim kurulları

tarafından gündeme konulan kâr dağıtım önerilerinin bir değişikliğe uğramadan olduğu gibi kabul edildiği görülmektedir.

### 5.4.3 Kâr Dağıtım Yöntemleri

Türkiye’de kârın nakit dışında başka bir yöntemle dağıtılmasına ilişkin ilk düzenleme 1995 yılında SPK’nın Seri: IV, No: 10 Tebliği ile yapılmıştır (Karacan ve Erişir Karacan, 2016). Tebliğ ile payları Borsa’da işlem gören şirketlere, 1994 mali yılı için hesaplanan kârlardan başlamak üzere, birinci temettüyü nakit veya bedelsiz pay senedi biçiminde dağıtabilme imkânı getirilmiştir. Ancak halka açık olsalar bile payları borsada işlem görmeyen şirketlerin kâr payını nakden dağıtma zorunluluğu devam etmiştir.

Borsa’da işlem gören/görmeyen şirketler arasındaki ayırım Yeni SPKn.’na dayanılarak çıkarılan Tebliğlerde de korunmuştur. SPK II-19.1 Kâr Payı Tebliği m. 7/2’ye göre payları Borsa’da işlem görmeyen şirketler kâr payını nakit olarak dağıtmak zorundadır. Payları Borsa’da işlem gören şirketler ise kâr dağıtım politikaları çerçevesinde genel kurulları tarafından alınacak karara bağlı olarak kârlarının tamamını nakit veya bedelsiz sermaye olarak veya kısmen nakit kısmen bedelsiz sermaye olarak dağıtabilecekleri gibi kârın tamamını ortaklık bünyesinde de bırakabilirler.

Finans literatüründe şirketlerin kendi paylarını iktisap etmeleri kâr dağıtımının başka bir yolu olarak görülse de Türk mevzuatında şirketlerin kendi paylarını almaları, kâr dağıtımını olarak değerlendirilmemektedir.

## 5.5 Türk Mevzuatı ile ABD ve AB Mevzuatının Karşılaştırılması

Kâr dağıtımı konusunda ülkeler arasında farklı mevzuat hükümleri ve uygulamalar görülmektedir. La Porta vd. (2000) finans hukuku bakımından ülkeleri ortak hukuk (*common law*) ve medeni hukuk (*civil law*) olmak üzere iki kategoride ele almaktadır. İlk kategoride ABD ve İngiltere'nin başı çektiği Anglo-Saxon hukuk geleneğinden gelen ülkeler bulunurken, ikinci kategoride Roma Hukuk geleneğine bağlı Fransa ve İtalya gibi Kıta Avrupası ülkeleri yer almaktadır. Bu sınıflandırmada Türkiye, medeni hukuk ülkeleri arasında sayılmaktadır.

Farklı hukuk geleneğine sahip olan ülkelerin kâr dağıtımına ilişkin düzenlemeleri de farklı olmaktadır. İlk farklılık kâr dağıtımına şirketin hangi organının karar vereceğinde ortaya çıkmaktadır. Genellikle Kıta Avrupası ülkelerinde bu organ, Türkiye'de olduğu gibi, şirketin genel kurulu iken ABD ve İngiltere'de kâr dağıtımına yönetim kurulu tarafından karar verilebilir. ABD'de şirketlerin kâr dağıtım kararlarına ilişkin düzenlemeler federal düzenleme alanında değil eyaletlerin şirketler hukuku tarafından düzenlenmekte ise de kâr dağıtımında iki yasanın etkili olduğu ifade edilmektedir (Karacan ve Erişir Karacan, 2016). Bunlar, American Bar Association tarafından hazırlanan Model Bussiness Corporation Act (MBCA) ile Delaware Eyaleti'nin şirketler kanunu olan Delaware General Corporation Law (DGCL)'dir. Her iki düzenlemede de kâr dağıtımına karar verme yetkisi, şirketin esas sözleşmesinde aksine bir hüküm yoksa şirketin yönetim kuruluna aittir. Ancak bu yetki sınırsız bir yetki değildir. Her iki yasada da şirketin sermaye kaybını önleyecek ve varlığını riske atmayacak şekilde kâr dağıtılmasını teminat altına alan kısıtlar yer almaktadır. AB'de şirketler hukuku direktifinde (2012/30/EU) kâr dağıtımında yetkili organa ilişkin belirleme yapılmamış, konu üye



lkelerin kendi mevzuatına bırakılmıştır. İngiltere’de şirket esas sözleşmesini merkeze alan bir anlayış vardır. Esas sözleşme ile yetkilendirilmişse kâr dağıtım kararını yönetim kurulu alabilir. Almanya’da kr dağıtımına ilişkin kararı sadece şirketin genel kurul organı alabilmektedir (Karacan ve Erişir Karacan, 2016).

Kâr dağıtımına ilişkin diğer bir farklılaşma da kr dağıtımının zorunlu tutulup tutulmamasında ortaya çıkmaktadır. La Porta vd. (2000) yatırımcıların hukuk sistemi tarafından mukayeseli olarak az korunduğu medeni hukuk lkelerinde zorunlu kâr dağıtımı uygulamasının yatırımcı haklarını korumak için başvurulan yöntemlerden birisi olduğunu söylemektedir. ABD ve İngiltere’de kr dağıtımını zorunlu kılan bir düzenleme bulunmamaktadır. şirketler kâr dağıtım oranını belirlemede serbesttirler. AB düzenlemelerinde de kâr dağıtımı zorunluluğuna ilişkin bir düzenleme bulunmamakla birlikte AB içinde ye lkeler –Yunanistan’da olduğu gibi- i düzenlemeleri ile kâr dağıtım zorunluluğu getirebilmektedir (Karacan ve Erişir Karacan, 2016). Yukarıda belirtildiği üzere, Türkiye’de 2499 sayılı Eski SPKn.’nun yürürlükte olduğu 1980-2012 dönemi içinde bazı yıllarda kâr dağıtımı zorunlu kılınmıştır.

Kr dağıtımının yapılma zamanı da ülkeden ülkeye değişmektedir. ABD ve İngiltere’de kr dağıtımının yıl içerisinde hangi sıklıkla yapılacağına ilişkin bir sınırlama yoktur. ABD ve İngiltere’de temettü genellikle üç ayda bir dağıtılırken, birçok Avrupa lkesinde Türkiye’de olduğu gibi temettü yıllık bilanço esas alınarak dağıtılmaktadır (Adaoğlu, 1999). 2001 yılında yürürlüğe giren ‘‘Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ’’i ile SPKn. tabi şirketlerde temettü avansı verme imkânı, daha sonra yapılan düzenlemelerde kâr payının taksitle ödeme

imkânı getirildiyse de yaygın olarak Borsa İstanbul'daki şirketler yılda bir defa nakit temettü vermeye devam etmektedir.

## **VI. BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERDE KÂR DAĞITIM KARARININ BELİRLEYİCİLERİ**

### **6.1 Şirket Seviyesindeki Faktörler ve Hipotez Geliştirme**

Kâr dağıtımını etkileyen unsurlar genellikle şirket seviyesinde ele alınmaktadır. Yukarıda yer verilen daha önce yapılmış benzer çalışmalardan yola çıkarak büyüklük, kârlılık, likidite, olgunluk (yaş), ortaklık yapısı, borçluluk, piyasa değeri/defter değeri oranı, bir önceki yıl kâr dağıtımını şirketin kâr dağıtım kararını etkileyen unsurlar olarak ele alınmıştır.

#### **6.1.1 Büyüklük**

Teorik olarak, yüksek piyasa değerine sahip olan şirketlerin daha istikrarlı gelire sahip olmaları ve mukayeseli olarak küçük rakiplerine göre finansal piyasalardan daha kolay istifade edebilmeleri beklenir (Da Silva, Georgen ve Renneboog, 2004). Büyük şirketlerin sermayeye erişimde daha avantajlı olacakları ve küçük şirketlere oranla daha fazla serbest nakit yaratabileceklerinden hareketle temettü dağıtma olasılıklarının daha yüksek olduğu söylenmektedir.

Büyüklüğün temettü üzerinde pozitif etkisi daha önceki pek çok çalışmada gözlemlenmiştir (Jensen vd.,1992; Fama ve French, 2001, Al-Malwaki, 2007, Denis ve Osobov, 2008; Al-Kuwari, 2009).

Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler üzerine yapılan önceki çalışmalarda da büyüklüğün kâr dağıtımını üzerindeki etkisinin pozitif olduğu sonucuna varılmaktadır (Adaoğlu, 2008, Yıldız, Gökbulut ve Korkmaz, 2014; Kuzucu, 2015).

Şirket büyüklüğü bazı çalışmalarda şirketin aktif büyüklüğü ile temsil edilirken bazı çalışmalarda piyasa kapitalizasyonu ile temsil edilmektedir. Bu çalışmada piyasa kapitalizasyonu ile temsil edilen şirket büyüklüğü ile kâr dağıtımı arasındaki ilişkinin pozitif olması beklenmektedir. Bu nedenle, aşağıdaki alternatif hipotez test edilecektir:

$H_1 =$  Şirket büyüklüğü ile kâr dağıtımı arasında pozitif bir ilişki vardır.

### 6.1.2 Kârlılık

Kârlılık, birçok çalışmada şirketin kâr dağıtım kapasitesinin en önemli belirleyeni olarak görülmektedir. Lintner (1956) kârlılığı temettü oranlarını belirleyen anahtar faktör olarak görmektedir. Serbest nakit akış hipotezi temettü ödemelerinin şirket yöneticilerinin elindeki nakitleri azaltacağından, menfaat çatışmasını azaltıcı bir etki yapacağını ön görmektedir (Jensen, 1986). Dolayısıyla şirketin kârlılığı arttıkça dağıtılacak temettü oranının da artması beklenmelidir.

Kârlılıkla kâr dağıtımı arasında pozitif ilişkiyi destekleyen çalışmaların (Al-Kuwari, 2009; Ahmed ve Javid, 2009; Al-Shubiri, 2011, Marfo-Yiadom ve Agyei, 2011; Al-Ajmi ve Hussain, 2011; Patra, Poshakwale ve Yong, 2012) yanı sıra yatırım ihtiyaçlarını gözetmeden yüksek oranlarda kâr dağıtımının gelecekteki kazançlar üzerinde olumsuz etkisi olabileceğine dair görüşler de vardır. Buna göre kâr dağıtımı ile kârlılık arasında negatif bir ilişki vardır (John ve Muthusamy, 2010).

Ersoy ve Çetenak (2015) tarafından yapılan çalışmada Borsa İstanbul şirketleri için kârlılığın kâr dağıtım oranları üzerinde olumlu etkisi gözlemlenirken, Kuzucu (2015) tarafından yapılan çalışmaya göre Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler için kârlılığın kâr dağıtım oranı üzerindeki etkisi negatiftir. Kadıoğlu ve

Öcal (2016) tarafından yapılan çalışmada kâr dağıtım oranındaki değişiklikler ile gelecekteki kârlılık arasında ilişkinin olup olmadığı araştırılmış, ancak ilişki bulunamamıştır.

Literatürdeki baskın görüşü dikkate alarak, öz kaynak getiri oranı (net dönem kârı/öz kaynak) ile temsil edilen kârlılığın, kâr dağıtım kararı üzerinde olumlu etki yapacağı beklenmektedir. Bu nedenle, aşağıdaki alternatif hipotez test edilecektir:

$H_2 =$  Şirketin dönem kârı ile kâr dağıtımını arasında pozitif bir ilişki vardır

### **6.1.3 Likidite**

Kâr dağıtım kararını etkileyen diğer bir faktör de likidite veya şirketin nakit durumudur. Kâr dağıtımını ile şirketin nakit varlıkları arasında pozitif bir ilişki olduğu birçok çalışmada gösterilmiştir (Amidu ve Abor, 2006; Ahmed ve Javid, 2009; Patra, Poshakwale ve Yong 2012). Bazı çalışmalarda, likidite, kâr dağıtımını pozitif etkileyen en önemli faktör olarak gösterilmektedir (Papadopoulos ve Charalambidis, 2007; Kumar ve Waheed, 2015). Diğer taraftan, kâr dağıtımını ile likidite arasında negatif ilişki olduğunu öne süren çalışmalar da vardır (Griffin, 2010; Alam ve Hossain, 2012).

Yıldız, Gökbulut ve Korkmaz (2014) tarafından Borsa İstanbul şirketleri üzerinde yapılan çalışmada likidite, kâr dağıtımını üzerinde pozitif etkili bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Kuzucu (2015) tarafından yapılan çalışmada, likiditenin kâr dağıtımını üzerindeki etkisi istatistiki olarak anlamlı görülmemektedir.

Genellikle, şirketlerin yılsonundaki cari oranları (Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler) likiditeyi temsil etmekte kullanılmıştır. Bu çalışmada, cari oran yerine likiditeyi daha iyi temsil ettiği düşünülerek, Hazır Değerler/Kısa Vadeli

Yükümlülükler oranı kullanılmıştır. Söz konusu oran ile temsil edilen likidite ile kâr dağıtım kararı arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir. Söz konusu ilişkiyi test etmek üzere aşağıdaki alternatif hipotez oluşturulmuştur:

$H_3 =$  Şirketin likiditesi ile kâr dağıtımını arasında pozitif bir ilişki vardır

#### **6.1.4 Olgunluk (Yaş)**

Olgunluk hipotezine göre şirketler olgunlaştıkça, yatırım/büyüme olanakları azalmakta, yatırımlarındaki getiri beklentileri düşmekte; bunun bir sonucu olarak, önceki yatırımlarından gelen nakitleri yeni yatırıma dönüştürmek yerine temettü olarak ortaklar ile paylaşılmaktadır. Dolayısıyla, şirketler olgunlaştıkça (yaşlandıkça) daha fazla kâr dağıtımları beklenmektedir (Grullon, Michaely ve Swaminathan, 2002).

DeAngelo, DeAngelo ve Stulz (2006) yaşam döngüsü içerisinde yeni kurulmuş ve yeni yatırımlara ihtiyaç duyan şirketlerin daha fazla kaynağa ihtiyaç duyacaklarından şirket dışına kaynak aktarmak anlamına gelen kâr dağıtımını tercih etmediklerini, olgunluğa erişmiş firmaların ise çekici yatırım imkânları azaldığından daha fazla kâr dağıtma eğiliminde olduklarını söylemektedirler.

Yukarıda anlatılan teorik arka planın test edildiği çok sayıda çalışmada şirketlerin olgunlaştıkça kâr dağıtımının arttığı sonucuna varılmıştır (Fama ve French, 2001; Al-Malwaki, 2007; Nnadi, Wogboroma ve Kabel, 2013).

Kuzucu (2015) Türk firmalarının kâr dağıtım davranışlarının en iyi “olgunluk hipotezi” ile açıklanabileceğini öne sürmektedir.

Sonuç olarak, şirketin yaşı (olgunluğu) ile kâr dağıtım kararı arasındaki ilişkinin pozitif olması beklenmektedir. Bu nedenle, aşağıdaki alternatif hipotez test edilecektir:

$H_4 =$  Şirketin yaşı ile kâr dağıtımını arasında pozitif bir ilişki vardır

#### **6.1.5 Ortaklık Yapısı**

Rozeff (1982) şirketlerin içerden sahiplik oranı (yöneticilerin şirket sermayesindeki payları), şirket ortaklık yapısının dağılımı gibi unsurların kâr kararlarına etkisini incelemiştir. Alli, Khan ve Ramirez (1993), Rozeff (1982)'den farklı olarak ortaklık yapısındaki dağılımın kâr dağıtım kararı üzerinde etkili olmadığını, ancak içeriden sahipliğin anlamlı bir şekilde etkili olduğunu ve bu ilişkinin negatif olduğunu göstermişlerdir. Benzer şekilde, şirket yöneticilerinin şirket sermayesindeki payı arttıkça temettü dağıtım miktarının azaldığını gösteren çok sayıda çalışma yapılmıştır (Dempsey ve Laber, 1992; Agrawal ve Jayaraman, 1994; DeAngelo, DeAngelo ve Skinner, 2000). Wei vd. (2011) Çin şirketleri üzerine yaptıkları incelemede aile kontrolündeki şirketlerde daha az oranda kâr dağıtım yapıldığını ve kâr dağıtım eğiliminin düşük olduğunu raporlamışlardır.

Kuzucu (2015) tarafından yapılan çalışmaya göre Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler için aile kontrolünün kâr dağıtım oranı üzerindeki etkisi negatiftir. Al-Najjar ve Kılınçarslan (2016) tarafından yapılan çalışmaya göre de ailenin ağırlıklı olduğu şirketlerde kâr dağıtım oranı düşük olurken, kâr dağıtım yapılmamasına ilişkin etkisi anlamlı değildir.

Türkiye’de, genellikle, ailelerin sermaye içindeki payları yüksektir, kurumsal yatırımcılar, yabancı yatırımcılar ve kamu payları da diğer blok pay sahipleri olarak sıralanabilir (Yurtoğlu, 2003).

Yukarıda yer verilen çalışmalardaki sonuçlar dikkate alınarak şirketin bir aile tarafından kontrol edilmesinin kâr dağıtım kararları üzerindeki etkisinin negatif olması beklenmektedir. Söz konusu ilişkiyi test etmek amacıyla aşağıdaki alternatif hipotez geliştirilmiştir:

$H_5 =$  Şirketin bir aile tarafından kontrol edilmesinin kâr dağıtımını üzerindeki etkisi negatiftir

#### **6.1.6 Borçluluk**

Rozeff (1982), borçluluk oranı yüksek şirketin, diğer her şey sabitken, yabancı kaynak maliyetlerini azaltmak için daha az temettü ödeme eğiliminde olduğunu öne sürmektedir. Bu çalışmaya göre yüksek oranda borçlanan şirketlerin temettü verme oranları azalmıştır. Şirket içinde nakit yaratma kabiliyetinin azalması durumunda şirketler borçlanmaktan kaynaklanan maliyetleri dengelemek için temettü dağıtmama yoluna gitmektedir. Jensen (1986) borçluluğun serbest nakitlerin neden olabileceği vekâlet maliyetini azaltıcı etkisi olabileceğini, borçlu şirketin borç verenler tarafından takip edileceğini bu sayede, yöneticilerin ortaklar aleyhine davranmalarının engellenebileceğini söylemektedir. Jensen, Solberg ve Zorn (1992)’ne göre borçlu firma temerrüde düşmemek için elindeki nakit kaynakları ihtiyatlı bir şekilde kullanacağından daha az kâr dağıtmayı tercih edecektir. Öte yandan, Easterbrook (1984) şirketlerin kâr dağıtımını artırdıkça nakit mevcutları azalacağından yatırımlarının finansmanı için daha fazla yabancı kaynağa ihtiyaç duyacaklarını, bu nedenle, daha fazla kâr dağıtan şirketlerin daha fazla yabancı

kaynak kullanacaklarını öne sürmektedir. Benzer şekilde, şirketin borçlanmaya ihtiyaç duyduğu zamanlarda veya yüksek oranda borçlu olduğu durumlarda piyasaya güven verecek mekanizmalara daha fazla ihtiyaç duyacağı; bu nedenle, daha fazla kâr dağıtarak finansal olarak güçlü olduğu sinyali vermek isteyeceğini öne süren görüşler de vardır (Myers ve Frank, 2004).

Borçlanma ile kâr dağıtım arasındaki ilişkinin yönü konusunda teoriler farklı yaklaşımlar ortaya koymaktadır. Bu konuda yapılan ampirik çalışmalarda ağırlıklı olarak borçlu şirketlerin daha az kâr dağıttıkları, bir başka ifade ile, borçluluk ile kâr dağıtım arasında negatif ilişki olduğu raporlansa da (Agrawal ve Jayaraman, 1994; Al-Kuwari, 2009; Ahmed ve Javid, 2009; Al-Shubiri, 2011; Vo ve Nguyen, 2014; Kajola, Desu ve Agbanike, 2015), bazı çalışmalarda bu ilişkinin pozitif işaretli olduğu sonucuna varılmaktadır (Marfo-Yiadom ve Agyei, 2011; Alam ve Hossain, 2012).

Yıldız, Gökbulut ve Korkmaz (2014) tarafından Borsa İstanbul'da işlem gören sanayi sektöründeki şirketler üzerine yapılan incelemede finansal kaldıraç oranı ile nakit kâr dağıtım oranı arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Kuzucu (2015) tarafından yapılan çalışmaya göre de söz konusu iki değişken arasındaki ilişki negatiftir.

Sonuç olarak, literatürdeki ağırlıklı görüş dikkate alınarak, borçlu şirketlerin daha az kâr dağıtacakları beklenmektedir. Bu nedenle, aşağıdaki alternatif hipotez test edilecektir:

$H_6 =$  Şirketlerin borçluluk oranları ile kâr dağıtım arasında negatif ilişki vardır.



### 6.1.7 PD/DD Oranı

Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranı, genellikle, büyüme fırsatlarını temsilen kullanılmaktadır. Şirketin PD/DD oranı yüksekse, piyasanın şirketin büyümesine ilişkin beklentisinin pozitif olduğu sonucuna varılmaktadır. Büyümek için şirket daha fazla kaynağa ihtiyaç duyacağından büyüme potansiyeli olan şirketlerin daha az kâr dağıtacakları beklenmektedir. Diğer taraftan, Eldeki Kuş Hipotezi daha fazla kâr dağıtılmasının şirketin piyasa fiyatını, diğer bir ifade ile şirket değerini artıracakını öne sürmektedir. Yatırımcılar kâr dağıtımını talep ediyorlarsa, kâr dağıtımını yapan şirketlerin piyasa fiyatının defter değerinin üzerinde olması beklenir. Bu durumda piyasa/defter değeri oranı ile kâr dağıtım oranı arasında pozitif bir ilişki olması beklenir (Baker ve Wurgler, 2004).

Daha yüksek oranlarda temettü dağıtan şirketler için piyasa değeri/defter değeri oranının daha fazla olduğunu gösteren çalışmaların (Amidu ve Abor, 2006; Demirgüneş, 2015) yanı sıra, piyasa/defter değeri oranını büyüme fırsatlarının temsilinde kullanan ve kâr dağıtım oranı ile piyasa/defter değeri oranı arasında negatif ilişki saptayan çalışmalar (Patra, Poshakwale ve Yong, 2012; Sinaei ve Habibi, 2012; Ersoy ve Çetenak, 2015; Kuzucu, 2015) bulunmaktadır. Kadioğlu, Öcal ve Telçeken (2015) tarafından yapılan çalışmada ise nakit kâr dağıtım açıklamalarının kısa dönemde firmanın piyasa fiyatını olumsuz etkilediği bulunmuştur.

Bu konuda yapılan analizlerin farklı sonuçlar verdiği görülmektedir. Bu çalışmada 31/12 tarihi itibarıyla hesaplanan piyasa/defter değerinin bu tarihten sonra (genellikle 3 ay içinde) alınan kâr dağıtım kararı üzerindeki etkisi ölçülecektir. Böylelikle, kâr dağıtım kararının PD/DD oranı üzerindeki etkisi değil, PD/DD

oranının kâr dağıtım kararı üzerindeki etkisine bakılacaktır. PD/DD oranının büyüme fırsatını temsil ettiği düşünüldüğünde, büyüme fırsatı olan ve bu nedenle daha fazla kaynağa ihtiyaç duyan şirketlerin daha az kâr dağıtması beklenir. Dolayısıyla, piyasa/defter değeri oranının kâr dağıtımını üzerinde negatif etkisi olacağı beklenmektedir. Söz konusu beklentiyi test etmek üzere aşağıdaki alternatif hipotez oluşturulmuştur.

$H_7 =$  Şirketin piyasa/defter değeri oranı ile kâr dağıtımını arasında negatif bir ilişki vardır.

### 6.1.8 Önceki Yıl Dağıtılan Kâr

Lintner (1956)'e göre geçmiş kâr dağıtım oranları ile mevcut dönem kârı, kâr dağıtım oranının en önemli belirleyicileridir. Omet (2004) tarafından yapılan çalışmada, cari dönemin kâr dağıtım oranının, geçmiş yıl kâr dağıtım oranına bağlı ve istikrarlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Al-Ajmi ve Hussain (2011) geçmiş yıl temettülerini, kâr dağıtımını belirleyen en önemli faktörler arasında sıralamaktadır. Maladjian ve El-Khoury (2014) cari dönem kâr dağıtım oranı ile önceki dönem oranının pozitif ilişkili olduğunu raporlamıştır.

Yukarıda yer verilen çalışmaların sonuçlarından yola çıkarak Lintner (1956)'in Temettü Tutuculuğu Hipotezini (*dividend smoothing hypothesis*) destekleyecek şekilde cari dönem kâr dağıtımının önceki yıl kâr dağıtımını ile pozitif ilişki içinde olması beklenmektedir. Söz konusu ilişkiyi test etmek üzere aşağıdaki alternatif hipotez geliştirilmiştir.

$H_8 =$  Şirketin cari dönem kâr dağıtımını ile önceki yıl kâr dağıtımını arasında pozitif bir ilişki vardır.

## 6.2 Veri Seti ve Örneklem

Borsa İstanbul'da payları işlem gören şirketlerin 2010-2016 yıllarında alınan kâr dağıtım kararlarını analiz etmek üzere 7 yıllık şirket verileri (2009-2015) kullanılmıştır. Kâr dağıtım kararları üzerinde etkili olduğu düşünülen aşağıda tanımlı değişkenlerden finansal tablolarla ilişkili olanlar, şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş yıllık TMS/IFRS'ne uygun olarak hazırlanan (31.12 tarihli) finansal tablolarından Finnet Mali Analiz programı yardımıyla elde edilmiştir. Şirketlere ilişkin finansal tablolarda yer almayan (kuruluş yılı, ortaklık yapısı vb.) veriler Kamuyu Aydınlatma Platformundan ([www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr)) ve şirketlerin web sitelerinden, şirketlerin nakit ve pay şeklinde yapılan kâr dağıtım tutarlarına ilişkin bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin web sitesinden ([www.isyatirim.com.tr](http://www.isyatirim.com.tr)) alınmıştır.

2010-2016 yılları arasında Borsa İstanbul'da payları işlem gören şirket sayısı ortalama 389'dur. Daha önce yapılmış benzer çalışmalarda (Sayılğan vd., 2006; Adaoğlu, 2008; Al-Najjar ve Kılınçarslan, 2016) olduğu gibi yatırım ve kâr dağıtım kararları diğer şirketlerden farklı mevzuat hükümlerine tabi olan finansal kurumlar (bankalar, sigorta şirketleri, faktoring ve leasing şirketleri, aracı kurumlar, menkul kıymet yatırım ortaklıkları) ve 3 yıldan az nakit kâr dağıtmış şirketler örneklem dışında tutulmuştur. Söz konusu elemelerden sonra kalan 2009 yılı için 94, 2010 yılı için 96, 2011 yılı için 100, 2012 yılı için 103, 2013 yılı için 111, 2014 yılı için 117, 2015 yılı için 117, 2016 yılı için 115 şirketin verileri örnekleme oluşturmaktadır. Söz konusu yıllarda ortalama 106 şirket için toplam 853 gözlem bulunmaktadır.

## 6.3 Değişkenler ve Tanımlayıcı İstatistikler

Çalışmada pay başına dağıtılan kâr (*dividend per share*), kâr dağıtım kararını temsilen bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Kâr dağıtım kararının temsiline pay

başına dağıtılan kârın, dağıtılan kârın net dönem kârına oranı şeklinde hesaplanan kâr dağıtım oranından (*dividend payout ratio*) daha iyi veri oluşturduğu düşünülmektedir. Çünkü, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin finansal tablolarında görülen “net dönem kârı” ile “dağıtılabilir dönem kârı” birbirinden farklı olabilmektedir. ABD ve İngiltere’de kâr doğrudan o yılın net kârından dağıtılırken, Türkiye’de “dağıtılabilir kâr”dan dağıtılabilir. Dağıtılabilir kâr ise net dönem karından geçmiş yıl zararlarının ve yasal yedek akçelerin ayrılmasından sonra kalan tutardır (Adaoğlu,1999). Ayrıca, yıl içerisinde yapılan bağış ve yardımlar dönem kârından düşülüp net dönem kârı hesaplanırken, dağıtılabilir dönem kârı hesaplanırken net dönem kârına eklenmektedir. Bunun gibi dağıtılabilir dönem kârını etkileyen başka unsurlar da olduğundan, dağıtılabilir dönem kârının hesaplanması finansal tabloların açıklanmasından sonraki bir tarihte Kâr Payı Dağıtım Tablosu şeklinde hazırlanmakta ve ilan edilmektedir.

Yukarıda “5.1 Dağıtılabilir Kârın Tespiti” başlığı altında anlatıldığı üzere Türkiye Muhasebe Standartları ve Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TMS/IFRS)'na uygun olarak hazırlanan finansal tablolarda yer alan kâr rakamı ile yasal defter ve kayıtlardan çıkarılan vergi mevzuatı dikkate alınarak hesaplanan kâr rakamı olmak üzere iki farklı kâr rakamının ortaya çıkması nedeniyle Kâr Payı Dağıtım Tablosunda “SPK’ya Göre” ve “Yasal Kayıtlara Göre” başlığını taşıyan iki sütun bulunmaktadır. SPK tarafından yayınlanan Kâr Payı Dağıtım Rehberine göre: “Dağıtılması öngörülen kâr payı tutarının tamamı, ancak yasal kayıtlarda (Vergi Usul Kanunu’na göre tutulan kayıtlarda) mevcut net dağıtılabilir kârdan veya diğer kaynaklardan karşılanabildiği sürece dağıtılabilecektir. Bir başka deyişle, dağıtılacak

kâr payı tutarında üst sınır, yasal kayıtlarda yer alan ilgili kâr dağıtım kaynaklarının dağıtılabilir tutarıdır.”

Sonuç olarak, şirketlerin TMS’e göre hazırlanan ve kamuya açıklanan finansal raporlarda yer alan net dönem kârı ile net dağıtılabilir dönem kârı farklı kavramlardır. Yukarıda anlatıldığı şekilde hesaplanan dağıtılabilir dönem kârı finansal tablolarda yer almadığından bu veriye veri dağıtım kaynaklarından toplu halde erişilmesi de mümkün olmamaktadır. Dağıtılan kârın finansal tablolardaki net dönem kârına oranlanması şeklinde hesaplanacak kâr dağıtım oranı, TMS’e göre hazırlanan finansal tablolarda net dönem zararı olduğu halde kâr dağıtım yapılan yıllar için negatif çıkacaktır. Kârın negatif oranda dağıtılması söz konusu olamayacağına göre kâr dağıtım oranı yerine, kâr dağıtım kararını temsilen pay başına dağıtılan kârın yazılması daha sağlıklı sonuç verecektir.

Diğer taraftan, daha önce yapılmış çalışmalarda kâr dağıtım oranları hesaplanırken sadece nakit olarak dağıtılan kârın hesaba katıldığı görülmektedir. Bu çalışmada nakit olarak dağıtılan kâr ile birlikte bedelsiz sermaye artırımını yolu ile pay şeklinde dağıtılan kârların da dikkate alındığı iki ayrı bağımlı değişken hesaplanmıştır:

$$\text{Pay Başına (Nakit) Kâr (PBK)} = \frac{\text{Nakit Temettü}}{\text{Şirketin Sermayesi}}$$

$$\text{Pay Başına (Nakit + Bedelsiz) Kâr (PBKB)}^2 = \frac{\text{Nakit Temettü} + \text{Bedelsiz Dağıtılan Pay} * \text{Pay Fiyatı}}{\text{Şirketin Sermayesi}}$$

---

<sup>2</sup> Oran hesaplanırken Pay Fiyatı olarak bedelsiz pay dağıtımından sonraki uyarlanmış fiyatlar alınmıştır

Yukarıda “6.1 Şirket Seviyesindeki Faktörler ve Hipotez Geliştirme” başlığı altında sayılan kâr dağıtım kararını etkilediği düşünülen 8 faktör, modelin bağımsız değişkenlerini oluşturmaktadır. Bağımsız değişkenler ve bunları temsil edecek veriler şunlardır:

$$\text{Büyüklik (TPIKAP)}^3 = 1 \text{ milyar} \times (\text{Piyasa Kapitalizasyonu})^{-1}$$

$$\text{Kârlılık (KAR)} = \text{Net Dönem Kârı} / \text{Öz Kaynaklar}$$

$$\text{Likidite (LIKIT)} = \text{Hazır Değerler} / \text{Kısa Vadeli Yükümlülükler}$$

$$\text{Olgunluk (YAS)} = \text{Şirketin Yaşı} \\ = \text{Finansal Raporlama Yılı} - \text{Şirketin Kuruluş Yılı}$$

$$\text{Ortaklık Yapısı} = \text{Şirket aile kontrolündeysen}^4 \text{ AILE} = 1, \text{ Değilse } \text{AILE} = 0$$

$$\text{Borçluluk (BORC)} = \text{Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler} / \text{Toplam Kaynaklar}$$

$$\text{PD/DD (PD)} = 31/12 \text{ itibarıyla hesaplanan piyasa değeri} / \text{defter değeri}$$

$$\text{Önceki Yıl Dağıtılan Kâr (PBK}_{t-1}) = \text{Bir yıl önceki pay başına kâr}$$

Çalışmada kullanılacak değişkenlere ilişkin özet tanımlayıcı istatistikler aşağıda Tablo 2’de yer almaktadır.

---

<sup>3</sup> Regresyonun görünümünü iyileştirmek ve yorumu kolaylaştırmak için şirketlerin büyüklüklerini temsil için kullanılan piyasa kapitalizasyonu değişkenin, Okumuş (2002) ile Günalp ve Çelik (2004) tarafından yapılan çalışmalarda olduğu gibi, matematiksel tersi alınmış ve bir milyar ile çarpılmıştır. Dolayısıyla, bu değişkene ilişkin çıkacak sonuçlar da buna göre yorumlanmalıdır.

<sup>4</sup> Aile kontrolü, bir ailenin doğrudan veya dolaylı (başka şirketler üzerinden) şirketin kontrol gücünü haiz paylarına (bu paylar çoğunluk payları olabileceği gibi, kontrolü sağlayan imtiyazlı paylar da olabilir) sahip olmaları olarak tanımlanmıştır.

**Tablo 2: Değişkenlere İlişkin Özet Tanımlayıcı İstatistikler**

Değişken	<i>N</i>	<i>Ortalama</i>	<i>St. Sapma</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maksimum</i>
<i>PBK</i>	853	0,7299	2,6986	0,0000	47,8072
<i>PBKB</i>	853	1,8162	12,1190	0,0000	288,7700
<i>TPIKAP</i>	853	2,0755	4,8134	0,0018	44,9644
<i>KAR</i>	853	0,1281	0,1302	-0,5970	0,8944
<i>LIKIT</i>	853	2,3043	12,3775	0,0003	259,3688
<i>YAS</i>	853	36,3939	16,3584	2,0000	105,0000
<i>AILE</i>	853	0,5393	0,4987	0,0000	1,0000
<i>BORC</i>	853	0,4008	0,2190	0,0028	0,9091
<i>PD</i>	853	1,8855	2,2522	0,2319	22,3732

Değişkenler arasındaki birlikte hareket etme şiddetini görebilmek için aşağıda Tablo 3’de korelasyon matrisi oluşturulmuştur.

**Tablo 3: Değişkenlerin Korelasyon Matrisi**

Değişken	<i>PBK</i>	<i>PBKB</i>	<i>TPIKAP</i>	<i>KAR</i>	<i>LIKIT</i>	<i>YAS</i>	<i>AILE</i>	<i>BORC</i>	<i>PD</i>
<i>PBK</i>	1								
<i>PBKB</i>	0,3467	1							
<i>TPIKAP</i>	-0,0965	-0,0564	1						
<i>KAR</i>	0,1923	0,0821	-0,2185	1					
<i>LIKIT</i>	-0,0149	-0,0156	-0,0185	-0,036	1				
<i>YAS</i>	0,0929	0,0177	-0,2493	-0,0228	-0,0404	1			
<i>AILE</i>	-0,0208	-0,0031	0,1092	0,027	0,0893	-0,1623	1		
<i>BORC</i>	-0,0593	0,0089	-0,004	-0,0056	-0,2642	-0,0461	0,0883	1	
<i>PD</i>	0,1133	0,0741	-0,1237	0,3696	-0,0471	0,0254	-0,0214	0,1238	1

Tablo 3’den de görüleceği üzere değişkenler arasında korelasyon katsayıları düşük düzeydedir. En fazla ilişkinin *PD* değişkeni ile *KAR* değişkeni arasında (0,36) olduğu görülmektedir.

## 6.4 Model Oluşturma ve Yöntem

Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin kâr dağıtım kararlarını etkileyen faktörlerin analizi için aşağıdaki iki regresyon denklemi yazılmıştır. İlk regresyon denklemi (Reg1) bağımsız değişkenlerin pay başına nakit dağıtılan kâr (*PBK*) üzerindeki etkisini ölçmeyi amaçlarken, ikinci regresyon denklemi (Reg2) bağımsız değişkenlerin pay başına nakit dağıtılan kâr ile birlikte pay şeklinde dağıtılan kâr (*PBKB*) üzerindeki etkisini ölçmeyi amaçlamaktadır.

### Reg1

$$PBK_{i,t} = \alpha + \beta_1 KDOB_{i,t-1} + \beta_2 TPIKAP_{i,t} + \beta_3 KAR_{i,t} + \beta_4 LIKIT_{i,t} + \beta_5 YAS_{i,t} + \beta_6 AILE_i + \beta_7 BORC_{i,t} + \beta_{10} PD_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t}$$

### Reg2

$$PBKB_{i,t} = \alpha + \beta_1 KDOB_{i,t-1} + \beta_2 TPIKAP_{i,t} + \beta_3 KAR_{i,t} + \beta_4 LIKIT_{i,t} + \beta_5 YAS_{i,t} + \beta_6 AILE_i + \beta_7 BORC_{i,t} + \beta_{10} PD_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t}$$

Reg1 denkleminin bağımlı değişkeni  $PBK_{i,t}$ , firma  $i$ 'nin  $t$  yılındaki pay başına nakit kâr dağıtımını; Reg2 denkleminin bağımlı değişkeni  $PBKB_{i,t}$ , firma  $i$ 'nin  $t$  yılındaki pay başına nakit + bedelsiz kâr dağıtımını göstermektedir. Her iki denklemin de bağımsız değişkenleri aynıdır ve  $TPIKAP_{i,t}$  firma  $i$ 'nin  $t$  yılındaki piyasa kapitalizasyonunun matematiksel olarak tersini,  $KAR_{i,t}$  firma  $i$ 'nin  $t$  yılındaki özkaynak kârlılığını,  $LIKIT_{i,t}$  firma  $i$ 'nin  $t$  yılındaki likidite oranını,  $YAS_{i,t}$  firma  $i$ 'nin  $t$  yılındaki yaşını,  $AILE_{i,t}$  firma  $i$ 'nin hâkim ortağının aile olup olmadığını gösteren kukla değişkeni,  $BORC_{i,t}$  firma  $i$ 'nin  $t$  yılındaki borçlanma oranını,  $PD_{i,t}$  firma  $i$ 'nin  $t$  yılındaki piyasa değeri/defter değeri oranını,  $\eta_i$  gözlemlenemeyen bireysel etkileri,  $\varepsilon_{i,t}$  ise yatay kesitler arası ve zamana göre değişen gözlemlenemeyen değişkenlerin etkisini göstermektedir.



Yukarıdaki denklemlerde olduğu gibi, gecikmeli bağımlı değişkenin ( $PBK_{i,t-1}$ ) bağımsız değişken olarak yer aldığı modellere dinamik modeller denilmekte ve bu modeller genel olarak aşağıdaki denklemle ifade edilmektedir (Güngör ve Yerdelen Kaygın, 2015):

$$Y_{i,t} = dY_{i,t-1} + \beta X'_{i,t} + u_{i,t}$$

$$i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

$$u_{i,t} = v_{i,t} + \mu_i$$

Bu modelde  $i$ 'inci gözlem için  $\mu_i$ ,  $t$ 'den bağımsız olarak sabit olduğundan, bir başka ifade ile  $\mu_i$  zaman içinde değişmediğinden, hem modeldeki bağımlı değişken ( $Y_{i,t}$ ), hem de modelde açıklayıcı değişken olarak yer alan bağımlı değişkenin gecikmeli değeri ( $Y_{i,t-1}$ ),  $\mu_i$ 'nin bir fonksiyonudur. Gecikmeli bağımlı değişken ile hata terimi arasındaki bu korelasyon nedeniyle, en küçük kareler tahminleri yanlı olmaktadır (Zeren ve Ergun, 2010).

Dinamik panel veri modelleri; bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin, bağımsız değişken olarak yer aldığı otoregresif panel veri modelleri ve bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerlerinin bağımsız değişken olarak yer aldığı dağıtılmış gecikmeli panel veri modelleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Tatoğlu, 2013). Otoregresif modellerdeki sorunları gidermek amacıyla dinamik panel tahminlerinde Arellano ve Bond (1991) tarafından önce Fark GMM (*Generalized Methods of Moment-Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi*) yöntemi geliştirilmiştir (Arı ve Özcan, 2011). Geliştirilen bu yöntemde, değişkenlerin birinci farkları alınarak bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerleri araç değişken olarak kullanıldığından, bu yöntem Fark GMM olarak adlandırılmaktadır (Dökmen, 2012). Ancak, dengesiz

panel verilerde veya  $T$ 'nin küçük olduğu durumlarda birinci fark dönüşümünde veri kaybı olmaktadır. Örneğin,  $Y_{it}$ 'ye ait veri olmadığında birinci fark dönüşümünde  $\Delta Y_{it}$  ve  $\Delta Y_{it-1}$ 'e ait veriler de kaybolacaktır. Bu sorunlar nedeniyle, Fark GMM'den sonra Arellano ve Bover (1995) tarafından ortogonal sapmalar yöntemini kullanan etkin araç değişken tahmincisi geliştirilmiştir. Bu yöntemde cari dönemden bir önceki dönemin farkı alınmamakta, yerine, değişkenin gelecek değerlerinin ortalamasının farkı alınmaktadır. Bu şekilde özellikle dengesiz panel veri setlerinde Fark GMM'nin neden olduğu veri kaybı en aza indirilmektedir. Bu yöntemde, orijinal ve dönüştürülmüş olmak üzere iki sistemli bir eşitlik kurulup, birlikte bir sistem olarak tahmin edildiğinden yöntem Sistem GMM olarak bilinmektedir (Tatoğlu, 2013). Sistem GMM, fark denklemi ile düzey denklemlerinin birleştirilmesine dayanmaktadır ve Fark GMM'ye oranla daha yüksek tahmin gücüne sahip olduğu ispatlanmıştır (Dökmen, 2012).

Reg1 ve Reg2 denklemleri, panel veri setinin dengesiz olduğu ve  $T$ 'nin düşük olması da dikkate alınarak Sistem GMM yöntemlerinden birisi olan Arellano ve Bover/Blundell ve Bond'un İki Aşamalı Sistem Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi ile tahmin edilmiştir. Söz konusu işlem Stata 14'de Roodman (2006) tarafından geliştirilen **xtabond2** komutu kullanılarak uygulanmıştır.

## 6.5 Ampirik Sonuçlar

Ekonometrik analizlerde, ortalaması ve varyansı zaman içinde değişmeyen, iki dönem arasındaki kovaryansı hesaplandığı döneme değil, yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olan zaman serileri durağan seriler olarak adlandırılır. Sistem GMM tahmincisinde verilerin durağan olduğu varsayımı altında analizler yapılmaktadır. Ancak, panel veriler de dâhil olmak üzere bazen verilerin durağan

olmadığı, yani birim köke sahip olduğu bilinmektedir. Bu nedenle serinin eğilimini anlamak için, serinin her dönemde aldığı değerlerin daha önceki dönemlerdeki değerleriyle regresyonunun bulunması gerekmektedir. Bu amaçla, model kurulduktan sonra tüm değişkenlerin durağanlıkları ADF-Fisher Ki-Kare; Im, Pesaran ve Shin W; Levin, Lin & Chu t ve PP-Fisher Ki-Kare testi ile incelenmiştir.

Aşağıda Tablo 4’de değişkenler için uygulanan birim kök testlerinin sonuçları bir arada gösterilmektedir.

**Tablo 4: Değişkenler İçin Uygulanan Birim Kök Testlerinin Sonuçları<sup>5</sup>**

	Levin, Lin & Chu t		Im, Pesaran ve ShinW		ADF-Fisher Ki-Kare		PP-Fisher Ki-Kare	
	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık
<i>PBK</i>	-12,5170	0,000	-4,79829	0,000	346,976	0,000	373,805	0,000
<i>PBKB</i>	-32,5045	0,000	-12,6831	0,000	522,653	0,000	643,941	0,000
<i>TPIKAP</i>	-65.2300	0,000	-20.1040	0,000	598.048	0,000	468.869	0,000
<i>KAR</i>	-35,8009	0,000	-8,73764	0,000	413,820	0,000	445,834	0,000
<i>LIKIT</i>	-30,5018	0,000	-8,52122	0,000	424,381	0,000	430,383	0,000
<i>BORC</i>	-48,8429	0,000	-6,68839	0,000	348,622	0,000	344,175	0,000
<i>PD</i>	-25,8335	0,000	-6,72648	0,000	384,629	0,000	401,920	0,000

Tablo 4’den de görüleceği üzere çalışmada kullanılan bütün değişkenler uygulanan dört farklı durağan test sonuçlarına göre de durağan değildir. Dolayısıyla, bu sonuçlara göre Sistem GMM analizinde gerekli olan durağanlık varsayımı ihlal edilmemektedir.

Bu aşamadan sonra, Arellano ve Bover/Blundell ve Bond İki Aşamalı Sistem Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi ile Stata 14’de **xtabond2** komutu

<sup>5</sup> Olasılık değerinin %10’dan küçük olması “birim kök vardır”  $H_0$  hipotezinin reddedildiğini göstermektedir.

kullanılarak uygulanan regresyon sonuçları aşağıda Tablo 5 ve Tablo 6'da verilmektedir.

**Tablo 5: İki Aşamalı Sistem GMM Dinamik Panel Regresyon Sonuçları (Reg1)**

Gözlem Sayısı: 736				
Gözlemlenen Grup (Şirket) Sayısı: 117				
Grup başına gözlem: min.: 2 ortalama: 6,29 maks.: 7				
Değişken	Katsayı	St. Hata	z	P> z
<i>PBK<sub>t-1</sub></i>	0,8475*	0,0192	44,24*	0,000
<i>TPIKAP</i>	-1,6756*	0,5978	-2,80*	0,005
<i>KAR</i>	8,2221*	0,8505	9,67*	0,000
<i>LIKIT</i>	0,0355	0,0550	0,64	0,520
<i>YAS</i>	0,0503*	0,0132	3,79*	0,000
<i>AILE</i>	-3,885*	1,0879	-3,57*	0,000
<i>BORC</i>	1,2790	0,8713	1,47	0,142
<i>PD</i>	-0,3577*	0,0522	-6,85*	0,000
Testler:				
Wald-İstatistik:		chi2(8)= 6162,01	P > chi2 = 0,000	
Arellano-Bond test AR(1) :		z = -0,73	P > z = 0,468	
Arellano-Bond test AR(2) :		z = -0,56	P > z = 0,572	
Birinci farklar eşitliği için araçlar: D. (KAR LIKIT)				
Sargan test :		chi2(21) = 20,35	P > chi2 = 0,499	
Hansen test :		chi2(21) = 18,26	P > chi2 = 0,632	
Düzeyler için GMM araçları				
Hansen test grubu dışlayan:		chi2(15) = 10,88	P > chi2 = 0,761	
Fark (H <sub>0</sub> = dışsal) :		chi2(6) = 7,38	P > chi2 = 0,287	
iv(KAR LIKIT)				
Hansen test grubu dışlayan:		chi2(19) = 16,57	P > chi2 = 0,619	
Fark (H <sub>0</sub> = dışsal) :		chi2(2) = 1,69	P > chi2 = 0,430	

**Notlar:**

- \* %1 istatistiki anlamlılık düzeyinde tek yönlü test için kritik z değerleri  $\pm 2,33$
- \* işaretli katsayılar %1 istatistiki anlamlılık düzeyinde etkilidir

**Tablo 6: İki Aşamalı Sistem GMM Dinamik Panel Regresyon Sonuçları (Reg2)**

Gözlem Sayısı: 736

Gözlemlenen Grup (Şirket) Sayısı: 117

Grup başına gözlem: min.: 2 ortalama: 6,29 maks.: 7

Değişken	Katsayı	St. Hata	z	P> z
<i>PBKB<sub>t-1</sub></i>	0,0162*	0,0010	15,39*	0,000
<i>TPIKAP</i>	-3,2348**	1,4464	-2,24**	0,025
<i>KAR</i>	18,9507*	1,5120	12,53*	0,000
<i>LIKIT</i>	0,1227***	0,0689	1,78***	0,075
<i>YAS</i>	0,0060	0,0285	0,21	0,835
<i>AILE</i>	0,1501	2,4267	0,06	0,951
<i>BORC</i>	-5,6688	3,5416	-1,60	0,109
<i>PD</i>	0,3810*	0,0592	6,44*	0,000

**Testler:**

Wald-İstatistik:	chi2(8)=1164,79	P > chi2 = 0,000
Arellano-Bond test AR(1) :	z = -1,19	P > z = 0,236
Arellano-Bond test AR(2) :	z = 0,06	P > z = 0,951
Birinci farklar eşitliği için araçlar: D. (KAR LIKIT)		
Sargan test :	chi2(21) = 25,72	P > chi2 = 0,217
Hansen test :	chi2(21) = 21,83	P > chi2 = 0,410
Düzeyler için GMM araçları		
Hansen test grubu dışlayan:	chi2(15) = 16,15	P > chi2 = 0,372
Fark (H <sub>0</sub> = dışsal) : iv (KAR LIKIT)	chi2(6) = 5,68	P > chi2 = 0,460
Hansen test grubu dışlayan:	chi2(19) = 20,57	P > chi2 = 0,361
Fark (H <sub>0</sub> = dışsal) :	chi2(2) = 1,26	P > chi2 = 0,534

**Notlar:**\* %1 istatistiki anlamlılık düzeyinde tek yönlü test için kritik z değerleri  $\pm 2,33$ 

\* işaretli katsayılar %1 istatistiki anlamlılık düzeyinde etkilidir

\*\* %5 istatistiki anlamlılık düzeyinde tek yönlü test için kritik z değerleri  $\pm 1,645$ 

\*\* işaretli katsayılar %5 istatistiki anlamlılık düzeyinde etkilidir

\*\*\* %10 istatistiki anlamlılık düzeyinde tek yönlü test için kritik z değerleri  $\pm 1,28$ 

\*\*\* işaretli katsayılar %10 istatistiki anlamlılık düzeyinde etkilidir

Tablo 5 ve Tablo 6'da sonuçları verilen testler ile dinamik panel regresyon sonuçlarının tutarlılığı sınanmaktadır. Bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkeni açıklama gücünü test için Wald testi, modelde kullanılan araç değişkenlerin geçerli

olup olmadığını gösteren Sargan, Hansen testleri ve otokorelasyon varlığını test etmek için Arellano-Bond (AB) testi uygulanmaktadır.

Wald testi ile bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkenleri açıklamakta anlamlı olup olmadığı test edilmektedir. Bu testin hipotezleri:

$H_0$  = Bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkeni açıklama gücü yoktur.

$H_1$  = Bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkeni açıklama gücü vardır.

Wald istatistiğinin olasılık sonucuna ( $p < 0,05$ ) göre her iki regresyon sonucunda da  $H_0$  hipotezi reddedilmiş, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklama gücünün olduğu ve modelin bütün olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

İki Aşamalı Sistem GMM Dinamik Panel Regresyonlarda otokorelasyon sorunu olup olmadığı Arellano-Bond testi ile kontrol edilmektedir. Bu testin hipotezleri:

$H_0$  = Otokorelasyon yoktur.

$H_1$  = Otokorelasyon vardır.

Regresyonlarda 1. dereceden ve 2. dereceden otokorelasyonun varlığı sınanmış ve Reg1'de AR(1) ve AR(2) test istatistikleri negatif ve anlamsız; Reg2'de AR(1) test istatistiği negatif ve anlamsız, AR(2) test istatistiği ise pozitif ve anlamsız olarak çıkmıştır. Dolayısıyla, her iki denklem için de  $H_0$  hipotezi ret edilememektedir. Bu bulgulara göre, her iki regresyonda da 1. dereceden de 2. dereceden de otokorelasyonun olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisinin etkin olması için 2. dereceden otokorelasyon olmaması bile yeterlidir (Tatoğlu, 2013).

İki Aşamalı Sistem GMM Dinamik Panel Regresyonlarda (dirençli olmayan-*not robust*) Sargan ve (dirençli olan-*robust*) Hansen testleri ile aşırı tanımlama kısıtlama geçerlilik testi yapılarak araç değişkenlerin geçerliliği incelenmektedir. Bu testlerin hipotezleri:

$H_0$  = Araç değişkenler için aşırı tanımlama kısıtlaması geçerlidir.

$H_1$  = Araç değişkenler için aşırı tanımlama kısıtlaması geçerli değildir.

Araç değişkenlerin dışsallığını test etmek için ise dirençli Fark-Hansen testi uygulanmaktadır. Bu testin hipotezleri:

$H_0$  = Araç değişkenler dışsaldır.

$H_1$  = Araç değişkenler dışsal değildir.

Her iki regresyonda da hem (dirençli olmayan-*not robust*) Sargan hem de (dirençli olan-*robust*) Hansen test sonuçlarına göre  $H_0$  hipotezi ret edilememektedir. Dolayısıyla, aşırı tanımlama kısıtlaması geçerlidir. Yine her iki regresyonda da dirençli (*robust*) Fark-Hansen test sonuçlarına göre,  $H_0$  hipotezi düzey ve GMM eşitliklerinin her ikisi için de reddedilememektedir, araç değişkenler regresyonlarında kullanılan araçlar geçerlidir. Araçlar geçerli çıkan modeller uygun modellerdir (Tatoğlu, 2013).

Sonuç olarak, kâr dağıtım kararını etkileyen unsurları ortaya koyan regresyonlar; genel anlamlılık, otokorelasyon ve araç değişkenler ile ilgili koşulların tamamını sağlamaktadır.

Tablo 5'te gösterilen dinamik panel regresyon sonuçları bağımsız değişken bazında incelendiğinde, Reg1 denkleminde *PBK* olarak yer alan bağımlı değişken

olan pay başına dağıtılan nakit kâr üzerinde; bağımsız değişkenlerden bir önceki yıl pay başına dağıtılan nakit kârın ( $PBKB_{t-1}$ ), şirket büyüklüğünün ( $TPIKAP$ ), özkaynak kârlılığının ( $KAR$ ), şirket yaşının ( $YAS$ ), aile kontrolü kukla değişkeninin ( $AILE$ ) ve piyasa değeri/defter değeri oranının ( $PD$ ) %1 istatistiki anlamlılık düzeyinde etkili olduğu, şirketin borçluluğu ( $BORC$ ) ile likidite oranı ( $LIKIT$ ) değişkenlerinin ise istatistiki olarak anlamlı bir düzeyde pay başına nakit dağıtılan kâr üzerinde etkisinin olmadığı görülmektedir.

Tablo 6’da gösterilen dinamik panel regresyon sonuçları bağımsız değişken bazında incelendiğinde, Reg2 denkleminde  $PBKB$  olarak yer alan bağımlı değişken pay başına nakit + bedelsiz kâr dağıtımını üzerinde;  $PBKB_{t-1}$  ile gösterilen bir önceki yıl kâr dağıtımının %1 istatistiki anlamlılık düzeyinde,  $TPIKAP$  ile gösterilen şirket büyüklüğünün %5 istatistiki anlamlılık düzeyinde,  $KAR$  ile gösterilen özkaynak kârlılığının %1 istatistiki anlamlılık düzeyinde,  $LIKIT$  ile gösterilen şirketin likidite oranının %10 istatistiki anlamlılık düzeyinde,  $PD$  ile gösterilen şirketin piyasa değeri/defter değeri oranının %1 istatistiki anlamlılık düzeyinde etkili olduğu, bununla birlikte  $YAS$ ,  $AILE$  ve  $BORC$  değişkenlerinin bedelsiz verilen paylar hesaba katıldığında kâr dağıtımını üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir düzeyde etkili olmadığı görülmektedir.

Kâr dağıtım kararını etkileyen unsurlara ilişkin geliştirilen ilk hipotez “ $H_1 =$  Şirket büyüklüğü ile kâr dağıtımını arasında pozitif bir ilişki vardır.” hipotezidir. Kurulan regresyon denklemlerinde şirketin büyüklüğü ( $TPIKAP$ ) piyasa kapitalizasyonunun matematiksel tersi  $[(1 \text{ milyar} \times \text{Piyasa Kapitalizasyonu})^{-1}]$  ile temsil edilmiştir. Şirket büyüklüğü ile kâr dağıtımını arasında pozitif ilişki varsa bu ilişkinin işaretinin, matematiksel olarak tersi alındığı için, regresyon sonuçlarında negatif



olması beklenir. Hem Tablo 5 hem de Tablo 6'da yer alan regresyon sonuçlarına göre ilişkinin negatif işaretli olduğu, dolayısıyla şirket büyüklüğü ile kâr dağıtımı arasında pozitif ilişki olduğu, görülmektedir. Reg1 denklemi için bu ilişki %1 düzeyinde anlamlı iken, Reg2 denkleminde %5 düzeyinde anlamlıdır. Reg1 sonuçlarına göre “ $H_0$ = Şirket büyüklüğü ile kâr dağıtımı arasında pozitif bir ilişki yoktur” şeklindeki tek yönlü boş (*null*) hipotezi z-istatistik değeri (-2,80)  $\alpha=0,01$  için kritik z değerinden (-2,33) küçük olduğundan ret edilmekte, dolayısıyla, alternatif hipotez  $H_1$  kabul edilmektedir. Reg2 sonuçlarına göre “ $H_0$ = Şirket büyüklüğü ile kâr dağıtımı arasında pozitif bir ilişki yoktur” şeklindeki tek yönlü boş (*null*) hipotezi z-istatistik değeri (-2,24)  $\alpha=0,05$  için kritik z değerinden (-1,645) küçük olduğundan ret edilmekte, dolayısıyla, alternatif hipotez  $H_1$  kabul edilmektedir. Sonuç olarak, şirket büyüklüğü hem sadece nakit olarak dağıtılan kâr dağıtımı üzerinde hem de nakit + bedelsiz kâr dağıtımı üzerinde pozitif etkilidir. Ulaşılan bu sonuç, şirket büyüklüğü ile kâr dağıtımı arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna varan daha önceki çalışmalarla (Jensen vd.,1992; Fama ve French, 2001, Al-Malwaki, 2007, Denis ve Osobov, 2008; Al-Kuwari, 2009; Adaoğlu, 2008, Yıldız, Gökbulut ve Korkmaz, 2014; Kuzucu, 2015) uyumludur.

Test edilen ikinci hipotez “ $H_2$  = Şirketin dönem kârı ile kâr dağıtımı arasında pozitif bir ilişki vardır” hipotezidir. Şirketin kârlılığı özkaynak kârlılığı (Net Dönem Kârı/Öz Kaynaklar) ile temsil edilmiştir. Regresyon denklemlerinde *KAR* ile gösterilen bu bağımsız değişkenin işareti beklenildiği gibi pozitif çıkmıştır. Her iki regresyon denkleminde şirketin özkaynak kârı, kâr dağıtımı üzerinde %1 istatistiki anlamlılık düzeyinde etkilidir. Bu sonuçlara göre “ $H_0$ = Şirketin dönem kârı ile kâr dağıtımı arasında pozitif bir ilişki yoktur” şeklindeki tek yönlü boş (*null*) hipotezi

Reg1’de z-istatistik değeri (9,67), Reg2’de z-istatistik değeri (12,53)  $\alpha=0,01$  için kritik z değerinden (2,33) büyük olduğundan ret edilmekte, dolayısıyla, alternatif hipotez  $H_2$  kabul edilmektedir: özkaynak kârlılığı arttıkça şirketlerin pay başına dağıttıkları kârlar da artmaktadır. Ulaşılan bu sonuç, Jensen (1986) tarafından geliştirilen Serbest Nakit Akış Hipotezini desteklemektedir ve literatürde kârlılıkla kâr dağıtımı arasında pozitif ilişki olduğunu tespit eden diğer çalışmalarla (Al-Kuwari, 2009; Ahmed ve Javid, 2009; Al-Shubiri, 2011, Marfo-Yiadom ve Agyei, 2011; Al-Ajmi ve Hussain, 2011; Patra, Poshakwale ve Yong, 2012; Ersoy ve Çetenak, 2015) da uyumludur.

Test edilen üçüncü hipotez “ $H_3 =$  Şirketin likiditesi ile kâr dağıtımı arasında pozitif bir ilişki vardır” hipotezidir. Şirketin likiditesi, Hazır Değerler/Kısa Vadeli Yükümlülükler oranı ile temsil edilmiştir. Regresyon denklemlerinde *LİKİT* ile gösterilen bu bağımsız değişkenin işareti beklendiği gibi pozitif çıkmışsa da bağımlı değişken ile aralarındaki ilişki Reg1 denkleminde istatistiki olarak anlamlı değil, Reg2 denkleminde %10 düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla, Tablo 5’de yer alan regresyon sonuçlarına göre likiditenin nakit kâr dağıtımı üzerindeki etkisine ilişkin geliştirilen hipotez kabul edilmemiştir: Tablo 6’da yer alan sonuçlara göre bedelsiz pay olarak dağıtılan kârlar dikkate alındığında likiditenin kâr dağıtımı üzerinde %10 istatistiki anlamlılık düzeyinde etkili olduğu, diğer bir ifadeyle, “ $H_0=$  Şirketin likiditesi ile kâr dağıtımı arasında pozitif bir ilişki yoktur” şeklindeki tek yönlü boş (*null*) hipotezi, z-istatistik değeri (1,78)  $\alpha=0,10$  için kritik z değerinden (1,28) büyük olduğundan ret edilmekte, dolayısıyla, alternatif hipotez  $H_3$  kabul edilmektedir. Reg1 denkleminde ulaşılan sonuç, Borsa İstanbul şirketleri üzerine Kuzucu (2015) tarafından yapılan ve likiditenin kâr dağıtım oranları üzerindeki etkisinin istatistiki

olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşan çalışma ile uyumludur. Reg2 denkleminin sonucu ise yine Borsa İstanbul şirketleri üzerine Yıldız, Gökbulut ve Korkmaz (2014) tarafından yapılan ve likiditenin kâr dağıtım oranları üzerinde pozitif etkili olduğu sonucuna ulaşan çalışma ile uyumludur.

Test edilen dördüncü hipotez “ $H_4 =$  Şirketin yaşı ile kâr dağıtımını arasında pozitif bir ilişki vardır” hipotezidir. Regresyon denklemlerinde *YAS* ile gösterilen şirketin yaşı ile pay başına dağıtılan kâr arasındaki ilişki, Olgunluk Hipotezi ile uyumlu olarak, pozitif işaretlidir. Reg1 denkleminde söz konusu ilişki %1 istatistiki anlamlılık düzeyinde iken, Reg2 denkleminde *YAS* değişkeninin katsayısı istatistiki olarak anlamlı etkiye sahip değildir. Bu sonuçlara göre Reg1 denkleminde ( $\alpha=0,01$  için kritik *z* değeri (2,33) < *z*-istatistik (3,79) olduğundan)  $H_0$  ret edilmekte ve  $H_4$  hipotezi kabul edilmektedir: şirketin yaşı büyüdükçe pay başına nakit kâr dağıtımını artmaktadır. Ulaşılan bu sonuç, literatürde Olgunluk Hipotezini destekleyen çok sayıdaki çalışma (Fama ve French, 2001; Al-Malwaki, 2007; Nnadi, Wogboroma ve Kabel, 2013; Kuzucu, 2015) ile de uyumludur. Diğer yandan, bedelsiz pay olarak dağıtılan kâr dikkate alındığında şirketin yaşının kâr dağıtımını üzerinde etkili olmadığı sonucuna varılmaktadır.

Test edilen beşinci hipotez, şirketin ortaklık yapısına ilişkin geliştirilen, “ $H_5 =$  Şirketin bir aile tarafından kontrol edilmesinin kâr dağıtımını üzerindeki etkisi negatiftir” hipotezidir. Bu hipotezi test etmek için kullanılan kukla değişken *AILE*, şirket bir ailenin kontrolündeysen 1, değilse 0 değerini almıştır. Tablo 5’de yer alan regresyon sonuçlarına göre kukla değişkenin işareti beklenildiği gibi negatiftir. Şirketin aile kontrolünde olması pay başına nakit kâr dağıtımını üzerinde %1 istatistiki anlamlılık düzeyinde etkilidir. Bununla birlikte, Tablo 6’daki regresyon sonuçlarına

göre bedelsiz pay olarak dağıtılan kârlar dikkate alındığında şirketin aile kontrolünde olup olmaması kâr dağıtımını üzerinde etkili değildir. Tablo 5'deki regresyon sonuçlarına göre ( $\alpha=0,01$  için kritik z değeri  $(-3,57) < z\text{-istatistik } (-2,33)$  olduğundan) boş hipotez ret edilmekte ve  $H_5$  hipotezi kabul edilmektedir: aile kontrolündeki şirketlerde nakit kâr dağıtımını aile kontrolünde olmayan şirketlere kıyasla daha düşüktür. Ulaşılan bu sonuç, aile kontrolünün kâr dağıtımını üzerinde olumsuz etkisi olduğu sonucuna ulaşan diğer çalışmalarla (Wei vd., 2011; Kuzucu, 2015; Najjar ve Kılınçarslan, 2016) uyumludur. Türkiye'de aile kontrolündeki şirketlerin daha az oranda kâr dağıtmaları Vergi Etkisi Hipotezi çerçevesinde açıklanabilir. Türkiye'de sermaye kazancı vergilendirilmezken temettü kazancı vergilendirilmektedir. Şirket aile kontrolündeysen hâkim ortak durumundaki aile bireylerinin vergiden kaçınmak için şirket kazancını nakit temettü olarak dağıtmak yerine kontrollerindeki şirkette bırakmak istemeleri anlaşılabilir bir durumdur.

Test edilen altıncı hipotez " $H_6 =$  Şirketlerin borçluluk oranları ile kâr dağıtımını arasında negatif ilişki vardır" hipotezidir. Şirketin borçluluğu "Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Kaynaklar" oranını ile temsil edilmiştir. Regresyon denklemlerinde *BORC* ile gösterilen bu bağımsız değişkenin işareti Reg1 denkleminde beklenin aksine pozitif, Reg2 denkleminde beklenildiği gibi negatif çıkmışsa da her iki regresyon sonuçlarına göre şirketin borçluluk oranının kâr dağıtımını üzerindeki etkisi istatistikî olarak anlamlı değildir.

Test edilen yedinci hipotez " $H_7 =$  Şirketin piyasa/defter değeri oranını ile kâr dağıtımını arasında negatif bir ilişki vardır" hipotezidir. Regresyon denklemlerinde *PD* ile gösterilen ve büyüme fırsatlarını temsil eden piyasa değeri/defter değeri oranını, her

iki denklemde de kâr dağıtımını üzerinde %1 istatistiki anlamlılık düzeyinde etkilidir. Ancak, bu etki Reg1 denkleminde negatifken, Reg2 denkleminde pozitiftir. Tablo 5'deki regresyon sonuçlarına göre ( $\alpha=0,01$  için z-istatistik (-6,85) < kritik z değeri (-2,33) olduğundan) boş hipotez ret edilmekte ve  $H_7$  hipotezi kabul edilmektedir: piyasa/defter değeri oranı arttıkça şirketlerin pay başına nakit kâr dağıtımları azalmaktadır. Ulaşılan bu sonuç, literatürde kâr dağıtım oranı ile piyasa/defter değeri oranı arasında negatif ilişki saptayan çalışmalar (Patra, Poshakwale ve Yong, 2012; Sinaei ve Habibi, 2012; Ersoy ve Çetenak, 2015; Kuzucu, 2015) ile uyumludur. Diğer yandan, bedelsiz pay olarak dağıtılan kâr dikkate alındığında piyasa/defter değeri oranının kâr dağıtımını üzerinde pozitif etkili olduğu sonucuna varılmaktadır. Piyasa Değeri/Defter Değeri oranına ilişkin ulaşılan bu sonuçlar çelişik gibi görünse de söz konusu oranının büyüme fırsatlarını temsil ettiği düşünüldüğünde, büyüme fırsatı olan ve bu nedenle nakit ihtiyacı içindeki şirketin mukayeseli olarak daha az nakit temettü dağıtması, öte yandan, kârını şirketten nakit çıkışına neden olmayacak şekilde ağırlıklı bedelsiz pay olarak dağıtması anlaşılabilir bir durumdur.

Test edilen sekizinci ve son hipotez " $H_8 =$  Şirketin cari dönem kâr dağıtımını ile önceki yıl kâr dağıtımını arasında pozitif bir ilişki vardır" hipotezidir. Reg1 denkleminde  $PBK_{t-1}$ , Reg2 denkleminde  $PBKB_{t-1}$  ile gösterilen önceki yıl kâr dağıtımını değişkeninin işareti, her iki regresyon sonuçlarına göre de beklenildiği gibi pozitif ve %1 istatistiki anlamlılık düzeyinde etkilidir. Bu sonuçlara göre " $H_0 =$  Şirketin cari dönem kâr dağıtımını ile önceki yıl kâr dağıtımını arasında pozitif bir ilişki yoktur" şeklindeki tek yönlü boş (*null*) hipotezi Reg1'de z-istatistik değeri (44,24), Reg2'de z-istatistik değeri (15,39),  $\alpha = 0,01$  için kritik z değerinden (2,33) büyük olduğundan ret edilmekte, dolayısıyla, alternatif hipotez  $H_8$  kabul edilmektedir:

önceki yıl pay başına kâr dağıtımını arttıkça şirketlerin cari dönemdeki nakit ve/veya bedelsiz kâr dağıtımını artmaktadır. Ulaşılan bu sonuç, Lintner (1956)'in Temettü Tutuculuğu Hipotezini desteklemektedir ve literatürde geçmiş yıl kâr dağıtım oranının cari dönemin oranı üzerinde pozitif etkisi olduğunu gösteren çalışmalarla (Omet, 2004; Al-Ajmi ve Hussain, 2011; Maladjian ve El-Khoury, 2014) uyumludur.

## VII. SONUÇ

Dönem sonu kârının ne kadarının şirkette bırakılıp ne kadarının ortaklara dağıtılacağına ilişkin kararların, sözleşmeye dayalı şirketlerin 17. yüzyılın başında ortaya çıktığı düşünüldüğünde, yaklaşık 400 yıldır alındığı söylenebilir. Başlangıçta tahvillerin getirileri ile rekabet etmek için hisse senedi yatırımcısına düzenli ve yüksek oranda temettü ödenirken, borsaların yaygınlaşması ve derinleşmesi ile birlikte sermaye kazancı (borsada hisse senedinin fiyatının artması) beklentisi, temettüyü hisse senedi yatırımcısının tek motivasyonu olmaktan çıkarmıştır. Bununla birlikte, 20. yüzyılın ortalarına gelinceye kadar yüksek oranda temettünün şirketin değeri üzerinde olumlu etki yapacağı tartışılmayan genel bir kabuldür (Frankfurter ve Wood, 1997). Daha fazla temettü dağıtmanın şirketin değerini artıracakları şeklindeki yerleşik düşünce, Miller ve Modigliani (1961) tarafından kaleme alınan “Kâr Payı Politikası, Büyüme ve Hisse Senetlerinin Değerlenmesi” başlıklı makale ile tartışmaya açılmıştır. Miller ve Modigliani (1961) tarafından, bazı basitleştirici varsayımlar altında, geliştirilen model; şirket değerinin (hisse senedi fiyatının) dağıtılan kâr tarafından değil, şirketin yatırımları tarafından belirleneceğini ve şirketin yatırım politikalarında bir değişiklik olmaksızın sadece elde edilen kârın

temettü olarak verilmesi ya da şirket bünyesinde bırakılmasının tek başına şirket değeri (hisse senedi fiyatı) üzerinde bir etkisi olmayacağını ortaya koymaktadır.

İlişkisizlik Hipotezi olarak adlandırılan Miller ve Modigliani (1961) çalışmasının bu çarpıcı sonucu, finans literatüründe kâr dağıtım kararlarının şirket değeri üzerinde gerçekten etkili olup olmadığı sorusunu gündeme getirmiş ve bu soruya cevap arayan çok sayıda çalışma yapılmasını sağlamıştır. İlişkisizlik Hipotezi'nden sonra geliştirilen teorik modellerin, genel olarak, Miller ve Modigliani modelindeki tam rekabet piyasasına ilişkin bazı varsayımların kaldırılmasına veya esnetilmesine dayandığı söylenebilir. Örneğin, vekâlet (*agency*) hipotezi, finansman hiyerarşisi (*pecking order*) ve sinyal hipotezleri modeldeki “bütün yatırımcıların hisse senedine ve hisse senedinin fiyatını oluşturan bilgiye eşit ve maliyetsiz bir şekilde erişimlerinin olduğu” (Miller ve Modigliani, 1961:412) varsayımının kaldırılmasına; vergi etkisi hipotezi (*the tax effect hypothesis*), müşteri etkisi hipotezi (*the clientele effect hypothesis*) modeldeki “dağıtılan ve dağıtılmayan kârlar arasında veya temettü ve sermaye kazancı arasında vergilendirmede fark yoktur” (Miller ve Modigliani, 1961:412) varsayımının kaldırılmasına dayanmaktadır.

İlişkisizlik hipotezi başta olmak üzere geliştirilen bu teorik modellerin doğruluğunu test eden çok sayıda ampirik çalışma yapılmıştır. Bununla birlikte, yapılan ampirik çalışmaların vardığı ortak bir sonuçtan bahsetmek mümkün değildir. Diğer bir deyişle, bu modellerden herhangi birinin önermeleri ampirik çalışmalar sonucunda büyük ölçüde kabul edilmiş değildir. Allı, Khan ve Ramirez (1993) bu durumu; ampirik çalışmalarda, teorilerde etkili olduğu öne sürülen faktörleri temsilen kullanılan verilerin sorunlu olmasına ve yapılan regresyon analizlerindeki eksikliklere bağlamaktadır. Ne var ki, kâr dağıtımını üzerinde daha kesin sonuçlara

ulaşma gayretiyle farklı metodolojiler ve veriler kullanılarak yeni çalışmalar yapılmaktadır. 1960'lı ve 1970'li yıllarda yapılan çalışmalar ağırlıklı olarak ABD borsalarında işlem gören şirketlerin verileri kullanılarak yapılan çalışmalarken, 1980'li yıllardan itibaren diğer gelişmiş ülke (İngiltere, Almanya, Japonya) piyasa verileri kullanılarak çalışmalar yapıldığı, 1990'lardan itibaren hem uluslararası mukayeseli çalışmaların yapıldığı hem de gelişmekte olan piyasa verilerinin de çalışmalarda kullanıldığı görülmektedir. 2000'li yıllarda kâr dağıtım kararı üzerine yapılan çalışmaların ağırlıklı olarak gelişmekte olan veya az gelişmiş ülke verileri (Yunanistan, Birleşik Arap Emirlikleri, Türkiye, Lübnan, Gana, Nijerya, Pakistan vs) kullanılarak yapıldığı görülmektedir.

Uluslararası mukayeseli çalışmalar kâr dağıtım uygulamalarının ülkeden ülkeye değiştiğini göstermektedir. Ülkeler, ortak hukuk (*common law*) ve medeni hukuk (*civil law*) geleneğine sahip ülkeler olarak iki ana kategoride ele alınmaktadır (La Porta vd., 2000). Kıta Avrupası ülkelerinin (Fransa, İtalya, Yunanistan, Türkiye vs) ağırlıklı olarak içinde olduğu medeni hukuk ülkelerinde yatırımcıların nispeten daha az korunabildiği, bu nedenle yatırımcıları koruma saikiyle kâr dağıtımının daha sıkı düzenlemelere tabi tutulduğu, zorunlu kâr dağıtım uygulamalarının daha yaygın olduğu; Amerika ve İngiltere'nin başı çektiği ortak hukuk ülkelerinde kâr dağıtımının, sermaye kaybını önlemek amacıyla bazı yasal kısıtlamalara tabi tutulmakla birlikte, şirketlerin yetkili organlarına (genellikle yönetim kuruluna) bırakıldığı görülmektedir. ABD ve İngiltere'de kâr payı üç ayda bir dağıtılırken, Kıta Avrupası ülkelerinde Türkiye'de olduğu gibi yıllık bilanço kârı esas alınarak, genellikle yılda bir kez dağıtılmaktadır. Kâr dağıtımına ilişkin vergi uygulamaları da ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Bazı ülkelerde hem sermaye kazancı hem de



kâr payı vergilendirilirken, bazı ülkelerde sadece kâr payı vergilendirilmektedir. Örneğin, ABD, Kanada ve Japonya'da her iki kazanç da vergilendirilirken, Türkiye'de sadece kâr payı kazancı vergilendirilmektedir. Türkiye medeni hukuk geleneğine sahip, tipik bir gelişmekte olan ülkedir: Bankacılık merkezli bir finans sistemi vardır, hisse senedi piyasası yeterince geliş(e)memiştir, hukuk sistemi yatırımcı haklarını korumada yetersizdir ve şirketlerin kontrolü genellikle bir ailenin veya doğrudan veya dolaylı olarak devletin elindedir. Dolayısıyla, Türkiye'deki şirketlerin kâr dağıtım kararlarına ilişkin yapılacak çalışmalar bu bağlamda ele alınmalıdır.

Türkiye'de kâr dağıtım kararlarını etkileyen şirket bazlı faktörler tespit edilirken bu konuda finans literatüründe kâr dağıtımında etkili olduğu kabul edilen şirketin büyüklüğü, kârlılığı, likiditesi, yaşı, ortaklık yapısı, borçluluğu, piyasa değeri/ defter değeri oranı ve bir önceki yıl dağıtılan kâr bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir.

Bağımlı değişken olan kâr dağıtım kararının temsilinde literatürde tipik olarak kâr dağıtım oranı kullanılmaktadır. Ne var ki, dağıtılan kârın net dönem kârına oranı şeklinde hesaplanan kâr dağıtım oranının (*dividend payout ratio*), Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler için (net dönem kârı ile dağıtılabilir dönem kârı tutarları arasındaki fark nedeniyle) kâr dağıtım kararının temsilinde sorunlar barındırdığından, bu çalışmada pay başına dağıtılan kâr (*dividend per share*), kâr dağıtım kararını temsilen bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Böylelikle, SPK mevzuatına göre hazırlanan finansal tablolarda "Net Dönem Zararı" olduğu halde "Dağıtılabilir Net Dönem Kârı" dikkate alınarak kârın dağıtıldığı dönemlerde "negatif kâr dağıtım oranı" hesaplama riskinin önüne geçilmiştir. Ayrıca, kâr dağıtım oranı hesaplanırken,

genel olarak, sadece nakit olarak dağıtılan kârın net dönem kârına oranı olarak hesaplanmaktadır. Bu çalışmada, pay başına dağıtılan kâr hesaplanırken, nakit olarak dağıtılan kâr ile birlikte pay olarak dağıtılan kâr (bedelsiz sermaye artırımını) da dikkate alınmıştır. Türkiye’de Borsa’da işlem gören şirketler, 1994 mali yılının kârının dağıtıldığı 1995 yılından itibaren kârlarını nakit olarak dağıtmak, (bedelsiz sermaye artırımını yoluyla) pay şeklinde dağıtmak veya kısmen nakit dağıtmak kısmen pay şeklinde dağıtmak seçeneklerini elde etmişlerdir. Dolayısıyla, kâr dağıtım oranı hesaplanırken bedelsiz sermaye artırımının dikkate alınması daha doğru bir yaklaşım olacaktır.

Çalışmada Borsa İstanbul’da payları işlem gören şirketlerin 2010-2016 yıllarında alınan kâr dağıtım kararlarını analiz etmek üzere 7 yıllık şirket verileri (2009-2015) kullanılmıştır. Daha önce yapılmış benzer çalışmalarda olduğu gibi yatırım ve kâr dağıtım kararları diğer şirketlerden farklı mevzuat hükümlerine tabi olan finansal kurumlar (bankalar, sigorta şirketleri, faktoring ve leasing şirketleri, aracı kurumlar, menkul kıymet yatırım ortaklıkları) ve 3 yıldan az nakit kâr dağıtmış şirketler örneklem dışında tutulmuştur. Söz konusu elemelerden sonra, ortalama 106 şirket için toplam 853 gözlem bulunmaktadır.

Çalışmada sadece nakit olarak dağıtılan kâr dikkate alınarak hesaplanan pay başına dağıtılan nakit kâr ( $PBK$ ) üzerinde ve nakit olarak dağıtılan kâr ile birlikte (bedelsiz sermaye artırımını yoluyla) pay şeklinde dağıtılan kârları da içeren pay başına dağıtılan nakit + bedelsiz kâr ( $PBKB$ ) üzerinde bağımsız değişkenlerin etkisini ölçmek üzere iki ayrı regresyon denklemi oluşturulmuştur. Söz konusu denklemlerde bağımsız değişkenler arasında bağımlı değişkenin gecikmeli değeri olan bir önceki yıl kâr dağıtım oranı ( $PBK_{t-1}$  ve  $PBKB_{t-1}$ ) yer aldığı için bağımsız değişkenlerin etkisi

dinamik panel veri tahmin yöntemlerinden birisi olan Arellano ve Bover/Blundell ve Bond İki Aşamalı Sistem Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi ile tahmin edilmiştir. Ortaya çıkan dinamik panel regresyon sonuçları üzerinde literatürde uygulanması önerilen testler uygulanmıştır. Her iki denklemde de Wald Testi sonucuna göre bağımsız değişkenlerin bir bütün olarak bağımlı değişkeni açıklama gücünde oldukları, Arellano-Bond ( $AR_1$  ve  $AR_2$ ) testleri ile kurulan denklemlerde otokorelasyon sorunu olmadığı, Sargan ve dirençli Hansen testleri ile denklemlerde kullanılan araç değişkenlerinin geçerli olduğu, dirençli Fark-Hansen testi ile araç değişkenlerinin dışsal olduğu (modelde içsellik probleminin bulunmadığı) sonuçlarına varılmıştır. Dolayısıyla, kâr dağıtımını etkileyen unsurları ortaya koyan regresyonlar; genel anlamlılık, otokorelasyon ve araç değişkenler ile ilgili koşulların tamamını sağlamıştır.

Dinamik panel regresyon sonuçlarına göre, payları Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerde pay başına dağıtılan nakit kârlar üzerinde; bir önceki yıl nakit kâr dağıtımı, şirketin özkaynak kârlılığı, şirketin büyüklüğü (piyasa kapitalizasyonu) ve yaşı %1 anlamlılık düzeyinde pozitif etkili olurken; piyasa değeri/defter değeri oranı ile şirketin bir aile tarafından kontrol ediliyor olması istatistiki olarak %1 anlamlılık düzeyinde negatif etkili olmaktadır. Nakit kâr dağıtımı üzerinde, likidite ve borçluluk oranlarının istatistiki olarak anlamlı bir düzeyde etkisi bulunamamıştır.

Nakit olarak dağıtılan kâra bedelsiz pay şeklinde dağıtılan kârın eklenmesi suretiyle hesaplanan pay başına nakit + bedelsiz kâr dağıtımı üzerinde bağımsız değişkenlerin etkisinin ölçüldüğü ikinci regresyon denkleminin sonuçlarına göre: bir önceki yıl pay başına (nakit+bedelsiz) kâr dağıtımı, şirketin özkaynak kârlılığı ve piyasa değeri/defter değeri oranı %1 anlamlılık düzeyinde, şirketin büyüklüğü

(piyasa kapitalizasyonu) %5 anlamlılık düzeyinde, likiditesi %10 anlamlılık düzeyinde pozitif etkili olurken; yaşın, aile kontrolünün ve borçluluk oranının (nakit+bedelsiz) kâr dağıtımı üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisi saptanamamıştır.

Regresyon sonuçlarına bakıldığında nakit ve/veya bedelsiz olarak dağıtılan kâr dağıtımı üzerinde bir önceki yıl dağıtılan kârın etkili olduğu görölmektedir. Bu durum, New York Borsası'nda işlem gören şirketler gibi (Baker ve Powell, 2000) Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin de Lintner (1956)'in Temettü Tutuculuğu Hipotezini (*dividend smoothing hypothesis*) destekleyecek şekilde davrandıklarını, bir hedef kâr dağıtım oranına sahip olduklarını ve bu oranı yıllar içinde fazla değiştirmediklerini göstermektedir.

Aile şirketleri nakit kâr dağıtımında görece isteksiz davranmaktadır. Türkiye'de kârın nakit olarak dağıtılması vergilendirilirken, bedelsiz pay şeklinde dağıtılan kâr veya sermaye kazancı vergilendirilmemektedir. Bu nedenle, hâkim ortak durumundaki aile bireyleri, vergiden kaçınmak için, şirket kârını nakit olarak dağıtmak yerine ya şirkette tutmayı ya da bedelsiz pay şeklinde dağıtmayı tercih edeceklerdir. Nakit kâr payı ile bedelsiz pay şeklinde dağıtılan kâr arasındaki bu asimetrik durumun ortadan kaldırılması, gelişmiş piyasalarda olduğu gibi ancak sermaye kazancı ile nakit kâr payı kazancının benzer oranlarda vergilendirilmesi ile mümkün olacaktır.

Çalışma içerisinde detayları ile yer verilen Türkiye'deki kâr dağıtımına ilişkin mevzuatın gelişmiş ÷lke (özellikle ABD ve İngiltere) mevzuatı ile kıyaslandığında çok karmaşık, detaylı ve kısıtlayıcı olduğu; şirketler açısından uygulamaları

zorlaştırdığı, yatırımcılar açısından da karar alma sürecini zorlaştıracı nitelikte olduğu düşünülmektedir. Kâr dağıtımına ilişkin mevzuatın muhasebe standartları, şirketler ve vergi hukuku boyutlarıyla yeniden ele alınmasının ve kamu merkezli zorlayıcı tutum yerine piyasa merkezli bir perspektifle sadeleştirilmesinin sermaye piyasası açısından faydalı olacağı değerlendirilmektedir.

Bilebildiğimiz kadarıyla, bu çalışma ile Borsa İstanbul şirketleri için kâr dağıtım kararları üzerine yapılan çalışmalar içinde bedelsiz olarak dağıtılan kârın hesaba katılmasının yanısıra, Lintner (1956) tarafından ortaya atılan Temettü Tutuculuğu Hipotezini istatistiki olarak tutarlı bir şekilde sınamaya imkân veren dinamik panel regresyon yöntemi ilk kez uygulanmaktadır. Bundan sonra yapılacak benzer çalışmalarda, kâr dağıtım kararları üzerinde etkili olma ihtimali olan farklı bağımsız değişkenler geliştirilmesi veya literatürde var olan değişkenler için farklı temsilciler (*proxy*) hesaplanması bu konudaki literatürü zenginleştirilebilir. Ayrıca, bu çalışmada kullanılan örneklemden farklı örneklemeler kullanarak (örneğin sadece bankalar ve diğer finansal kuruluşlardan oluşan veya hiç kâr dağıtmayan şirketleri de içeren bir örneklem gibi) benzer çalışmaların yapılması kâr dağıtım kararları üzerine yapılan çalışmalara katkı sağlayacaktır.

## KAYNAKÇA

Adaoğlu, C., (1999), "Regulation Influence on the Dividend Policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations", **The Istanbul Stock Exchange Review**, C. 3-11, s. 1-19.

Adaoğlu, C., (2000), "Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations: Evidence from an emerging market", **Emerging Markets Review**, C. 1, s. 252-270.

Adaoğlu, C., (2008), "Dividend Policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) Industrial Corporations: The Evidence Revisited (1986-2007)", **Journal of BRSA Banking and Financial Markets**, C. 2-2, s. 113-135.

Agrawal, A. ve Jayaraman, N. (1994), "The Dividend Policies of All-equity Firms: A Direct Test of the Free Cash Flow Theory", **Managerial and Decision Economics**, C. 15, s. 139-148.

Ahmed, H., ve Javid, A., (2009), "Dynamics and Determinants of Dividend Policy in Pakistan (Evidence from Karachi Stock Exchange Non-Financial Listed Firms)", **International Research Journal of Finance and Economics**, C. XXV, s. 148-171.

Aivazian, V., Booth, L., ve Cleary, S., (2003), "Dividend policy and The Organization of Capital Markets", **Journal of Multinational Financial Management**, C. 13, s. 101-121.

Al-Ajmi, J., ve Hussain, H. (2011), "Corporate dividends decisions: Evidence from Saudi Arabia", **The Journal of Risk Finance**, C. 12-1, s. 41–56.

Al-Kuwari, D. (2009), "Determinants of the dividend policy in emerging stock exchanges: The case of GCC countries", **Global Economy & Finance Journal**, C. 2-2, s. 38–63.

Al-Malkawi, H.A.N., Rafferty, M. ve Pillai, R. (2010), "Dividend policy: a review of theories and empirical evidence", **International Bulletin of Business and Administration**, C. 9-2, s. 171-200.

Al-Najjar, B. ve Kılınçarslan, E. (2016), "The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey", **Corporate Governance**, C. 16-1, s. 135 – 161.

Al-Shubiri, F. N. (2011), "Determinants of changes in dividend behaviour policy: evidence from the Amman stock exchange", **Journal of Psychology and Business**, C. 4-2, s. 1-15.

Alam, Z. ve Hossain, M.E. (2012), "Dividend Policy: A Comparative Study of UK and Bangladesh Based Companies", **Journal of Business and Management**, C. 1-1, s. 57-67.

Allen, F., Bernardo, A. E., ve Welch, I. (2000), “A theory of dividends based on tax clienteles”, **Journal of Finance**, C. 55-6, s. 2499-2536.

Allen, F., ve Gale, D. (2000), **Comparing financial systems**. Cambridge, MA: MIT Press.

Allen, F., ve Michaely, R. (2003), “Payout policy”, **Handbook of the Economics of Finance**, C. 1, s. 337-1429.

Alli, K. L., Khan, A.Q., ve Ramirez, G. G. (1993), “Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis”, **The Financial Review**, C. 28, s. 523-547.

Amidu, M., ve Abor, J. (2006), “Determinants of dividend payout ratios in Ghana”, **The Journal of Risk Finance**, C. 7-2, s. 136–145.

Arellano, M. ve Bond, S. (1991), “Some Tests of Specification for Panel Data. Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations”, **Review of Economic Studies**, C. 58-2, s. 277–298.

Arı, A. ve Özcan, B., (2011), “İşçi gelirleri ve ekonomik büyüme ilişkisi: Dinamik panel veri analizi.”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C. 38-2, s. 101–117.

Aygün, M. ve Akçay, A. (2015), “Firma Büyüklüğü ve Borçlanmanın Kâr Yönetimi Üzerindeki Etkisi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Nisan 2015, s. 57-68.

Baker, H. K. (2009), **Dividends and Dividend Policy**, New Jersey, John Wiley&Sons, Inc.

Baker, H. K., ve Powell, G. E. (2000), “Determinants of corporate dividend policy: A survey of NYSE firms”, **Financial Practice and Education**, C.10-1, s. 29-40.

Baker, H. K., Powell, G. E., ve Veit E.T., (2002), “Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy”, **Journal of Economics and Finance**, C. 26, s. 267-283.

Baker, M., ve Wurgler, J. (2004), “A catering theory of dividends”, **Journal of Finance**, C. 59-3, s. 1125-1165.

Banerjee, S., Gatchev, V. A., ve Spindt, P. A., (2007), “Stock market liquidity and firm dividend policy”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, C. 42-2, s. 369-397.

Benartzi, S., Michaely, R., ve Thaler, R. H., (1997), “Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?”, **Journal of Finance**, C. 52, s. 1007-1034.

Bernstein, P.L., (1996), “Dividends: The Puzzle”, **Journal of Applied Corporate Finance**, C. 9, s. 16-22.

- Bhattacharya, S. (1979), "Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy", **Bell Journal of Economics**, C. 10-1, s. 259-270.
- Black, F., (1976), "The dividend puzzle", **Journal of Portfolio Management**, C. 2, s. 5-8.
- Black, F., ve Scholes, M.S., (1974), "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns", **Journal of Financial Economics**, C. 1, s. 1-22.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., ve Michaely, R., (2005), "Payout policy in the 21st century", **Journal of Financial Economics**, C. 77-3, s. 483-527.
- Brealey, R.A. ve Myers, S.C., (2002), **Principles of Corporate Finance**, Irwin/McGraw-Hill, Boston, MA.
- Büyükmirza, K. (2011), **Maliyet ve Yöntem Muhasebesi**, Ankara, Gazi Kitapevi.
- Da Silva, L. C., Georgen, M. ve Renneboog, L. (2004), **Dividend Policy and Corporate Governance**, Oxford, Oxford University Press.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., ve Skinner, D. (2000), "Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling", **Journal of Financial Economics**, C. 57, s. 309-354.
- DeAngelo H., DeAngelo L., ve Stulz, R. (2006), "Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory", **Journal of Financial Economics**, C. 81, s. 227-254.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., ve Skinner, D. (2008), "Corporate payout policy", **Foundations and Trends in Finance**, C. 3, s. 95-287.
- Demirgüneş, K., (2015), "Determinants of Target Dividend Payout Ratio: A Panel Autoregressive Distributed Lag Analysis", **International Journal of Economics and Financial Issues**. C. 5-2, s. 418-426.
- Dempsey, S. J., ve Laber, G. (1992), "Effects of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratios: Further Evidence of the Agency-Transaction Cost Hypothesis", **Journal of Financial Research**, C. 15, s. 317-321.
- Denis, D. J., ve Osobov, I. (2008), "Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy", **Journal of Financial Economics**, C. 89-1, s. 62-82.
- Dewenter, K. L., ve Warther, V. A., (1998), "Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms", **Journal of Finance**, C. 53, s. 879-904.



Dhaliwal, D. S., Erickson, M. ve Trezevant, R. (1999), "A Test of the Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies", **National Tax Journal**, C. 52, s. 179-194.

Dökmen, G. (2012), "Yolsuzlukların vergi gelirleri üzerindeki etkisi: Dinamik panel veri analizi.", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, C. 13-1, s. 41-51.

Easterbrook, F. H. (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", **The American Economic Review**, C. 74, s. 650-659.

Ersoy, E. ve Çetenak, E. H., (2015), "Sahiplik Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama", **Ege Akademik Bakış**, C. 15 - 4, s. 509-521.

Fama, E. ve French, K. (2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", **Journal of Financial Economics**, C. 60, s. 3-43.

Frankfurter, G. M. ve Wood, B.G., (1997), "The Evolution of Corporate Dividend Policy", **Journal of Financial Education**, C. 23-1, s.16-33.

Gordon, M. J., (1959), "Dividends, Earnings, and Stock Prices", **Review of Economics and Statistics**, C. 41, s. 99-105.

Gordon, M. J., (1963), "Optimal Investment and Financing Policy", **Journal of Finance**, C. 18, s. 264-272.

Griffin, C. H. (2010), "Liquidity and dividend policy: International evidence", **International Business Research**, C. 3-3, s. 3-9.

Grullon, G., ve Michaely, R. (2002), "Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis", **Journal of Finance**, C. 57-4, s. 1649-1684.

Grullon, G, Michaely, R. ve Swaminathan, B. (2002), "Are dividend changes a sign of firm maturity?", **The Journal of Business**, C. 75, s. 387-424.

Gugler, K. (2003), "Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment", **Journal of Banking and Finance**, C. 27-7, s. 1297-1321.

Güenalp, B. ve Çelik. T, (2004), "Türk Bankacılık Sektöründe Piyasa Yapısı Ve Performans İlişkilerinin Etkinlik İçin Doğrudan Bir Ölçüt Kullanılarak Test Edilmesi." **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C. 6-3, s. 1-27.

Güngör, B., Yerdelen Kaygın, C. (2015), "Dinamik Panel Veri Analizi İle Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi". **KAÜ İİBF Dergisi**, C. 6-9, s. 149-168.

Jensen M. C., (1986), “Agency Cost of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeover”, **American Economic Review**, C. 76, s. 323-329.

Jensen, G. R., Solberg D. P., ve Zorn, T. S. (1992), “Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, C. 27, s. 274-263.

John, F.S. ve Muthusamy, K. (2010), “Leverage, Growth and Profitability as Determinants of Dividend Payout Ratio-Evidence from Indian Paper Industry”, **Asian Journal of Business Management Studies**, C. 1-1, s. 26-30.

John, K. ve Williams., J. (1985), “Dividends, dilution and taxes: A Signalling Equilibrium”, **Journal of Finance**, C. 40-4, s. 1053-70.

Kadıoğlu, E., Telçeken, N. & Öcal, N. (2015), “Market Reaction to Dividend Announcement: Evidence from Turkish Stock Market”, **International Business Research**, C.8-9, s.83-94

Kadıoğlu, E., ve Öcal, N. (2016), “Dividend Changes and Future Profitability: Evidence from the Turkish Stock Market”, *International Journal of Economics and Finance*, C.8-3, s. 196-205.

Kajola, S. O., Desu, A. A. ve Agbanike, T. F. (2015), “Factors Influencing Dividend Payout Policy Decisions Of Nigerian Listed Firms”, **International Journal of Economics, Commerce and Management**, C. 3-6, s. 539-557.

Kalay, A. (1982), “Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints”, **Journal of Financial Economics**, C. 10, s. 211–33.

Kalay, A. ve Michaely, R. (2000), “Dividends and Taxes: A Reexamination”, **Financial Management**, C. 29, s. 55-75.

Karacan, A. İ. ve Karacan Erişir, E., (2016). **Halka Açık Şirketlerde Kâr Dağıtımı**, İstanbul, Legal Yayıncılık.

Karyağdı, N. (2008), **Tüm Yönleriyle Kâr Dağıtımı**, Ankara, Oluş Yayıncılık.

Kumar, B.R. ve Waheed, K.A. (2015), “Determinants of dividend policy: evidence from GCC market”, **Accounting and Finance Research**, C. 4-1, s. 17-29.

Kuzucu, N., (2015), “Determinants of Dividend Policy: A Panel Data Analysis for Turkish Listed Firms”, **International Journal of Business and Management**, C. 10-11, s. 149-160.

La Porta, R., Lopez-de Silanes, F., Shleifer A. (1999), “Corporate Ownership Around the World”, **Journal of Finance**, C. 54-2, s. 471-517.

- La Porta, R., Lopez-de Silanes, F., Shleifer A. ve Vishny, R. (2000), “Agency problems and dividend policies around the world”, **Journal of Finance**, C. 55, s. 1–33.
- Lasfer, M. A. (1996), “Taxes and dividends: The UK evidence”, **Journal of Banking and Finance**, C. 20-3, s. 455-472.
- Lease, R.C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U. ve Sarig, O.H., (2000), **Dividend Policy: Its Impact on Firm Value**, Boston, MA, Harvard Business School Press.
- Lie, E., (2000), “Excess funds and agency problems: An empirical study of incremental cash disbursements”, **The Review of Financial Studies**, C. 13-1, s. 219-248.
- Lintner, J., (1956), “Distributions of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes”, **American Economic Review**, C. 46-2, s. 97-113.
- Maladjian, C., ve El Khoury, R. (2014), “Determinants of the Dividend Policy: An Empirical Study on the Lebanese Listed Banks”, **International Journal of Economics and Finance**, C. 6-4, s. 240-256.
- Marfo-Yiadom, E. ve Agyei, S. K. (2011), “Determinants of dividend policy of banks in Ghana”, **International Research Journal of Finance and Economics**, C. 61, s. 99-108.
- Michaely, R. ve Roberts, M. (2012), “Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms”, **Review of Financial Studies**, C. 25-3, s. 711-746.
- Miller, M. H. (1986), “Behavioural rationality in finance: the case of dividends”, **Journal of Business**, C. 59, 451-468.
- Miller, M. H. ve Modigliani, F. (1961), “Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares”, **The Journal of Business**, C. 34-4, s. 411-433.
- Miller, M. H. ve Rock, K. (1985), “Dividend Policy Under Asymmetric Information”, **Journal of Finance**, C. 40-4, s. 1031-51.
- Musa, I. F. (2009), “The dividend policy of firms quoted on the Nigerian stock exchange: an empirical analysis”, **African Journal of Business Management**, C. 3-10, s. 555-566.
- Myers, S. C. ve Majluf, N. S. (1984), “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, **Journal of Financial Economics**, C. 13-2, s. 187-221.
- Myers, M. ve Frank, B. (2004), “The Determinants of Corporate Dividend Policy”, **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, C. 8-3, s. 17–28.

- Nnadi, M., Wogboroma, N. ve Kabel, B. (2013), "Determinants of dividend policy: evidence from listed firms in the African Stock Exchanges", **Panoeconomicus**, C. 6, s. 725-741.
- Okumuş, H. Ş. (2002), "Market structure and efficiency as determinants of profitability in the Turkish banking industry." **Yapı Kredi Economic Review**. C. 13-1, s. 65-88.
- Omet, G. (2004), "Dividend policy behaviour in the Jordanian capital market", **International Journal of Business**, C. 9-3, s. 287-300.
- Papadopoulos, D. L. ve Charalambidis, D. P. (2007), "Focus on present status and determinants of dividend payout policy: Athens stock exchange in perspective", **Journal of Financial Management and Analysis**, C. 20-2, s. 24-37.
- Patra, T., Poshakwale, S. ve Yong, K.O. (2012), "Determinants of Corporate Dividend Policy in Greece", **Applied Financial Economics**, C. 33-13, s. 1079-1087.
- Pettit, R. R., (1977), "Taxes, Transactions costs and the Clientele Effect of Dividends", **Journal of Financial Economics**, C. 5, s. 419-436.
- Poterba, J. M. ve Summers, L. H. (1984), "New Evidence That Taxes Affect the Valuation of Dividends", **Journal of Finance**, C. 39, s. 1397-1415.
- Rehman, A. ve Takumi, H. (2012), "Determinants of Dividend Payout Ratio: Evidence from Karachi Stock Exchange (KSE)", **Journal of Contemporary Issues in Business Research**, C. 1-1, s. 20-27.
- Roodman, D. (2006), "How to do xtabond2. An introduction to difference and system GMM in Stata", **In Stata Journal**, C. 9-1, s. 83–136.
- Rozeff, M. (1982), "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios" **Journal of Financial Research**, C. 5-3, s. 249-259.
- Sawicki, J. (2009), "Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre-and post-crisis", **European Journal of Finance**, C. 15-2, s. 211-230.
- Sayılgan, G., Karabacak H. ve Küçükkocaoğlu G. (2006), "The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Turkish Panel Data", **International Journal of Investment Management and Financial Innovations**, C. 3-3, s. 125-139.
- Scholz, J. K. (1992), "A Direct Examination of the Dividend Clientele Hypothesis", **Journal of Public Economics**, C. 49, s. 261-285.

Sinaei, A., ve Habibi, L. (2012), “An investigation of factors relevant to payout ratio in listed firms on the Tehran stock Exchange”, **International Journal of Multidisciplinary Management Studies**, C. 2-2, s. 22–37.

Tatoğlu, Y. F., (2013), **İleri Panel Veri Analizi: Stata Uygulamalı**, 2. Baskı, İstanbul, Beta Yayıncılık.

Usta, Ö. (2005), **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Ankara, Detay Yayıncılık.

Vo, D. H. ve Nguyen, V. T. Y. (2014), “Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policies: Empirical Evidence from Vietnam’s Listed Firms”, **International Journal of Economics and Finance**, C. 6-5, s. 275-284.

Von Eije, H. ve Megginson, W. L. (2008), “Dividends and share repurchases in the European Union”, **Journal of Financial Economics**, C. 89-2, s. 347-374.

Walter, J. E. (1963), “Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise”, **Journal of Finance**, C. 18, s. 280-291.

Wei, G., Zhang, W. ve Xiao, J. Z. Z. (2004), “Dividend Payment and Ownership Structure in China”, **Corporate Governance, Advances in Financial Economics**, C. 9, s. 187-219.

Yıldız, B., Gökbulut, R.İ. ve Korkmaz, T. (2014), “Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: BIST Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması”, **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, C. 10-1, s. 259-292.

Yılmaz, M. K. (2003), “An analysis on the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) corporations: Cash dividend-industry behavior relation”, **The Istanbul Stock Exchange (ISE) Review**, C. 7-25, s. 17-39.

Yurtoğlu, B. B. (2003), “Corporate Governance and Implications for Minority Shareholders in Turkey”, **Journal of Corporate Ownership & Control**, C. 1-1, s. 72-86.

Zeren, F. ve Ergun, S., (2010), “AB’ye Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerini Belirleyen Faktörler: Dinamik Panel Veri Analizi”, **İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, C. 1-4, s. 67-83.

## ÖZET

Kâr payı dağıtılmasının şirket değeri üzerinde olumlu etki yapacağı 20. yüzyılın ortalarına gelinceye kadar tartışılmayan genel bir kabuldü. Miller ve Modigliani (1961) tarafından geliştirilen “İlişkisizlik Hipotezi” bu yerleşik kanıyı sarsmıştır. İlişkisizlik Hipotezi’ne göre tam rekabet piyasası koşullarında şirket tarafından üretilen kârın şirket bünyesinde tutulması veya ortaklara temettü şeklinde dağıtılmasının şirket değeri üzerinde olumlu etki yapmasını gerektirecek bir durum yoktur. Şirket değeri, ancak, şirketin elde ettiği kârı, mevcut yatırımlarından getirisi daha yüksek yatırımlara dönüştürmesi halinde yükselebilir. Dolayısıyla, şirket değeri ile temettü dağıtılması arasında ‘ilişki’ yoktur. Bununla birlikte, İlişkisizlik Hipotezi’nin aksine, ‘gerçek dünyada’ kâr dağıtımını yatırımcılar tarafından talep edilmekte, şirket yöneticileri de şirket değerine olumlu katkı sağlayacağı beklentisiyle kâr dağıtmaya devam etmektedir. Şirketlerin kâr dağıtım kararları finans alanında üzerinde en fazla çalışma yapılan konuların başında gelmektedir.

Miller ve Modigliani (1961) çalışmasından sonra kâr dağıtım kararlarına etki eden faktörlerin belirlenmesi ve kâr dağıtım kararları ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi açıklamaya yönelik birçok teori ve yaklaşım geliştirilmiştir. Akademik çalışmaların vardığı ortak bir sonuçtan bahsetmek mümkün değildir. Brealey ve Myers (2002), Black (1976) tarafından “temettü bilmecesi” olarak tanımlanan bu durumu, finans alanında çözümü bekleyen ilk 10 sorun arasında saymaktadır.

Kâr dağıtım kararlarına ilişkin söz konusu bilmecenin çözümü için, daha kesin sonuçlara ulaşma gayretiyle, farklı metodolojiler ve veriler kullanılarak çalışmalar yapılmaya devam edilmektedir. Bu çalışmalar, ağırlıklı olarak gelişmiş piyasalara ilişkin olsa da bu konu üzerinde gelişmekte olan piyasaların verileri kullanılarak yapılan çalışmalar ve uluslararası mukayeseli çalışmalar da giderek ağırlıklarını artırmaktadır.

Türkiye’de bu konuda daha önce yapılan çalışmalardan farklı veri ve metodoloji kullanılarak kâr dağıtım kararlarını etkileyen faktörlerin incelenebileceğinin düşünülmesi bu çalışmanın ana motivasyonunu oluşturmaktadır. Çalışmada, payları Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin 2009-2015 yıllarındaki 7 yıllık verileri kullanılarak, 2010-2016 yılları arasında aldıkları kâr dağıtım kararlarını etkileyen şirket ölçeğindeki faktörler analiz edilmiştir. Daha önce yapılmış benzer çalışmalarda olduğu gibi finansal kurumlar (bankalar, sigorta şirketleri, faktoring ve leasing şirketleri, aracı kurumlar, menkul kıymet yatırım ortaklıkları) ve 3 yıldan az nakit kâr dağıtmış şirketler örneklem dışında tutulmuştur. Söz konusu elemelerden sonra; çalışmada, 7 yıllık ortalama 106 şirket için toplam 853 gözlem bulunmaktadır. İlgili literatürde kâr dağıtımını üzerinde etkili olduğu sıklıkla öne sürülen şirketin büyüklüğü, kârlılığı, likiditesi, yaşı, ortaklık yapısı, borçluluk oranı, piyasa değeri /defter değeri oranı ve önceki yıl kâr dağıtımını yapılan analizde bağımsız değişkenler olarak yer almıştır. Kâr dağıtım kararının temsilinde, literatürden farklı olarak, nakit olarak dağıtılan kâr ile birlikte pay olarak dağıtılan kâr (bedelsiz sermaye artırımını) da dikkate alınmış, oranın paydasında “Net Dönem Kârı” yerine ödenmiş/çıkarılmış sermaye tutarı yazılmıştır. Diğer bir deyişle, kâr dağıtım kararının temsilinde pay başına düşen (bedelsiz sermaye dâhil) kâr kullanılmıştır. Çalışmada sadece nakit olarak dağıtılan kâr dikkate alınarak hesaplanan kâr dağıtım oranı (*PBK*) üzerinde ve nakit olarak dağıtılan kâr ile birlikte bedelsiz pay şeklinde dağıtılan kârları da içeren kâr dağıtım oranı (*PBKB*) üzerinde bağımsız değişkenlerin etkisini ölçmek üzere iki ayrı regresyon denklemi oluşturulmuştur. Çalışmanın ikinci özgün tarafı, kullanılan metodolojiye ilişkindir. Bildiğimiz kadarıyla, Türkiye’de kâr dağıtım kararları üzerine yapılan akademik çalışmalar içinde ilk defa bu çalışmada bağımsız değişkenlerin katsayıları dinamik panel veri yöntemlerinden biri olan Arellano ve Bover/Blundell ve Bond İki Aşamalı Sistem Genelleştirilmiş Momentler Metodu ile tahmin edilmiştir.

İki Aşamalı Dinamik Panel Regresyon sonuçlarına göre Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin pay başına nakit kâr dağıtımını üzerinde; bir önceki yıl nakit kâr dağıtımını, şirketin özkaynak kârlılığı, şirketin büyüklüğü (piyasa kapitalizasyonu) ve yaşı %1 anlamlılık düzeyinde pozitif etkili olurken; piyasa değeri/defter değeri oranı ile şirketin bir aile tarafından kontrol ediyor olması istatistiki olarak %1 anlamlılık düzeyinde negatif etkili olmaktadır. Nakit kâr dağıtımını üzerinde, likidite ve borçluluk oranlarının istatistiki olarak anlamlı bir düzeyde etkisi bulunamamıştır. Nakit olarak dağıtılan kâra bedelsiz pay şeklinde dağıtılan kârın eklenmesi suretiyle hesaplanan bağımsız değişken üzerinde aynı bağımsız değişkenlerin etkisinin ölçüldüğü ikinci regresyon denkleminin sonuçlarına göre: bir önceki yıl pay başına (nakit+bedelsiz) kâr dağıtımını, şirketin özkaynak kârlılığı ve piyasa değeri/defter değeri oranı %1 anlamlılık düzeyinde, şirketin büyüklüğü (piyasa kapitalizasyonu) %5 anlamlılık düzeyinde, likiditesi %10 anlamlılık düzeyinde pozitif etkili olurken; yaşın, aile kontrolünün ve borçluluk oranının istatistiki olarak anlamlı bir etkisi saptanamamıştır.

Kâr dağıtımını ile; özkaynak kârlılığı arasında pozitif ilişki çıkması Serbest Nakit Akış Hipotezini, şirketin yaşı arasında pozitif ilişki çıkması Olgunluk Hipotezini, aile kontrolü arasında negatif ilişki çıkması Vergi Etkisi Hipotezini, önceki yıl kâr dağıtım oranı arasında pozitif ilişki çıkması Temettü Tutuculuğu Hipotezini desteklemektedir.



## **DETERMINANTS OF DIVIDEND DECISION: A DYNAMIC PANEL DATA ANALYSIS ON BORSA ISTANBUL LISTED COMPANIES**

### **ABSTRACT**

Until the middle of the 20th century, it was a general perception that the dividend payout had a positive effect on the value of the company. The Irrelevance Hypothesis, developed by Miller and Modigliani (1961), has changed this common belief. According to the Irrelevance Hypothesis, under the conditions of perfect competition market, having the profit generated by the company to be kept in the company or distributing it to the shareholders in the form of dividends will have no effect on the company value. Company value, however, can only raise if the profit of the company is invested in projects that have more returns than the current projects. Hence, there is no relationship between company value and dividend payout. On the contrary to the Irrelevance Hypthosis, in the 'real world' dividend is demanded by investors, and company managers continue to distribute profits with the expectation that they will make a positive contribution to the company's value. The dividend decisions of the companies has been one of the most studied fields of finance.

After Miller and Modigliani (1961), many theories and approaches have been developed to determine the factors affecting dividend decisions and to explain the relationship between payout decisions and company values. It is not possible to say that those academic studies are reconciled on a common conclusion. Brealey and Myers (2002) consider this situation, entitled by Black (1976) as a "dividend puzzle", as one of the top ten problems awaiting solution in the field of finance.

Efforts are being made to solve the puzzle concerning the decisions of dividends by using different methodologies and data in order to reach more precise results. Although these studies are mainly concerned with developed markets, studies using emerging markets data and international comparative studies are increasing their weight.

It is the main motivation of this study to think that the factors affecting dividend decisions can be examined in Turkey using different data and methodology from previous studies. In the study, the company-based factors affecting dividend decisions of the years between 2010-2016 were analyzed using the 7-year data for 2009-2015 of companies whose shares are traded in Istanbul Stock Exchange. Like the previous studies, financial institutions (banks, insurance companies, factoring and leasing companies, brokerage houses, securities investment trusts) and companies distributed dividend with less than 3 years were excluded from the sample. After the aforementioned eliminations; there are 853 observations for 106 companies in 7 years average. The size, profitability, liquidity, age, ownership structure, leverage, market value/book value ratio and the previous year's dividend of the company which are frequently mentioned to be effective on dividend decision are included as independent variables in the analysis. However, unlike the previous studies, the dividend in the form of share (stock dividend) was also taken into consideration with the cash dividend while calculating the dividend per share which is a proxy for dividend decision of the firm. Two different equations were proposed to estimate the effects of independent variables on i) only cash payout ratio (*PBK*) and on ii) cash + stock dividend ratio (*PBKB*). The second original aspect of the study is related to the methodology used: to the our best knowledge, this is the first study, among the

academic studies on dividend decisions in Turkey, that the coefficients of the independent variables are estimated by Arellano and Bover/Blundell and Bond Two-Step System Generalized Method of Moments, one of the dynamic panel data methods.

According to the results of the Two-Step Dynamic Panel Regression; while previous year's cash dividend, equity return, size (market capitalization) and the age of the company are positively related with the cash dividend per share; market/book value ratio and family control are negatively related at 1% statistical significance level. The other independent variables analyzed, liquidity ratio and the leverage are not statistically significant. According to results of the second regression equation, where the numerator has been calculated as cash + stock dividend, previous year's cash+stock dividend per share, equity return and market/book value ratio are positively related to dependent variable at 1% statistical significance level, size of the company (market capitalization) and the liquidity ratio are positively related to dependent variable at 5% and 10% statistical significance level, respectively. Nevertheless, age of the company, leverage and family control variables have no effect on cash+stock dividend per share.

The positive coefficient of equity return supports Free Cash Flow Hypothesis, the positive coefficient of age supports Maturity Hypothesis, the negative coefficient of family control supports The Tax Effect Hypothesis and the positive coefficient of previous year's dividend supports Dividend Smoothing Hypothesis.