

**T.C**  
**AYDIN ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANABİLİM DALI**  
**İŞLETME DOKTORA PROGRAMI**  
**2020-DR-109**

**KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN**  
**MİKRO VE MAKRO ETKENLER: BİST 100 FİRMALARI**  
**ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

**HAZIRLAYAN**  
**Erkan DENDEŞ**

**TEZ DANIŞMANI**  
**Prof. Dr. Yusuf KADERLİ**

**AYDIN-2020**



**T.C**  
**AYDIN ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE**  
**AYDIN**

Bu tezde sunulan tüm bilgi ve sonuçların, bilimsel yöntemlerle yürütülen gerçek deney ve gözlemler çerçevesinde tarafımdan elde edildiğini, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce, sonuç ve bilgilere bilimsel etik kuralların gereği olarak eksiksiz şekilde uygun atıf yaptığımı ve kaynak göstererek belirttiğimi beyan ederim.

30 / 09/ 2020

Erkan DENDEŞ



## ÖZET

### KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN MİKRO VE MAKRO ETKENLER: BİST 100 FİRMALARI ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Erkan DENDEŞ

Doktora Tezi, İşletme Anabilim Dalı

Tez Danışmanı: Prof Dr. Yusuf KADERLİ

2020, XXII + 175 sayfa

Şirketlerin kuruluş amaçlarından biri hiç şüphesiz kâr elde etmektir. Hissedarlar şirketlere yaptıkları yatırımların karşılığı olarak kâr payı geliri veya sermaye kazancı elde ederek kişisel servetlerini artırmak isterler. Şirketlerde yöneticiler şirket amaçları ile hissedarların amaçlarını dengelemeye çalışır. Kâr payı kararlarının hem şirket değerini hem de hissedarların servetini artırıcı etki yapması nedeniyle kâr payı politikasını etkileyen faktörlerin bilinmesi ve kararların buna göre alınması son derece önemlidir.

Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul (BİST) 100’de listelenen şirketlerin 2009-2018 yılları arasında kâr payı dağıtım politikasını etkileyen mikro ve makro faktörleri tespit etmektir. Bu amaçla literatürde bugüne kadar yapılan çalışmalar incelenerek mikro ve makro faktörler belirlenmiş ve oluşturulan hipotezler panel veri analiz yöntemi kullanılarak test edilmiştir.

Araştırmada bu amacı gerçekleştirmek için iki model geliştirilmiştir. Her iki modelin bağımlı değişkeni kâr payı dağıtım oranı olup, bağımsız değişkenler ise kârlılık, hisse başına kâr, yatırım fırsatı, büyüklük, likidite, borçluluk oranı, halka açıklık oranı, şirket yaşı, maddi varlık yapısı, ekonomik büyüme, enflasyon, faiz oranı ve döviz kuru olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda şirketlerin kâr payı dağıtım politikası ile kârlılık, büyüklük, borçluluk oranı, halka açıklık oranı ve enflasyon arasında negatif yönlü, hisse başına kâr, yatırım fırsatı, şirket yaşı, döviz kuru arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Diğer yandan, şirketlerin kâr payı dağıtım politikası ile likidite, maddi varlık yapısı, ekonomik büyüme ve faiz oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

**ANAHTAR KELİMELER:** Kâr, Kâr Payı, Kâr Payı Politikası, BİST 100, Panel Veri Analizi



## **ABSTRACT**

### **MICRO AND MACRO IMPACTS ON DISTRIBUTION OF PROFIT MARGIN POLICY: A PRACTICE OF BIST 100 COMPANIES**

Erkan DENDEŞ

Ph. D. Thesis, at Business Administration

Supervisor: Prof. Dr. Yusuf KADERLİ

2020, XXII + 175 pages

Making profit is among the top most priorities of companies. Stockholders want to increase their wealth by gaining profit margin or capital increase in return for their investment in these companies. Administrators try to balance the targets of the company and stockholders. Profit margin policy contributes favorably both the value of company and stockholders' capital, which is of great importance that the factors affecting profit margin policy are to be recognized and decision makers should behave accordingly.

In this study we aim to find the micro and macro factors affecting the distribution of profit margin policy decisions of companies listed in Stock Market Istanbul 100 between 2009 and 2018. We find the micro and macro factors in the light of studies in the literature and test the hypothesis using panel data analysis.

We develop two models to use in the study. In the models, while the dependent variable is determined as the rate of dividend distribution, independent variables are profitability, earnings per share, investment opportunity, size, liquidity, rate of indebtedness, free float rate, company age, tangible asset, economic growth, inflation, rate of interest and exchange rate. We found avoidant relationship between the dividend distribution and profitability, size, rate of indebtedness, free float rate and inflation; on the other hand positive relationship is found between distribution of profit margin policy and earnings per share, investment opportunity, company age and exchange rate. Statistical significance is not found between distribution of profit margin policy of companies and liquidity, economic growth and rate of interest.

**KEY WORDS:** Profit, Dividend, Policy of Dividend, BIST 100, Panel Data Analysis





## ÖNSÖZ

Çalışma hayatımda olduğu gibi eğitim hayatımda da dualarını üzerimden hiç eksik etmeyen annem Müjgan DENDEŞ, babam Abdurrahman DENDEŞ ve kardeşlerim Gökhan DENDEŞ, Tahir DENDEŞ ve Neslihan DENDEŞ MECER'e sonsuz teşekkür ederim.

Doktora eğitiminde ve tez sürecinde benden yardımlarını esirgemeyen danışman hocam Prof. Dr. Yusuf KADERLİ'ye, tez izleme aşamasında fikirleriyle tezin oluşumuna katkı sağlayan hocalarım Dr. Öğr. Üyesi Ömer ÖZPINAR ve Dr. Öğr. Üyesi Umut Tolga GÜMÜŞ'e, tezin düzenlenmesi aşamalarında katkılarından dolayı sevgili arkadaşım Prof. Dr. Abdullah ÖZDEMİR'e ve tez savunmamda desteklerinden dolayı jüri üyesi hocalarım Dr. Öğr. Üyesi Ahmet COŞKUN ve Dr. Öğr. Üyesi Eser YEŞİLDAĞ'a teşekkürlerimi sunarım.

Son olarak tezin yazım aşamasında ve öncesinde zorlukları kolaylaştıran, her zaman beni destekleyen, güven veren değerli eşim Aslı ERİNCİK DENDEŞ'e ve tez yazım aşamasında hayatımıza girerek bize mutluluk katan oğlum Ahmet Arif DENDEŞ'e de sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Erkan DENDEŞ



# İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY SAYFASI .....	iii
BİLİMSEL ETİK BİLDİRİM SAYFASI .....	v
ÖZET .....	vii
ABSTRACT .....	ix
ÖNSÖZ .....	xi
İÇİNDEKİLER .....	xiii
SİMGELER DİZİNİ .....	xvii
ŞEKİLLER DİZİNİ .....	xix
ÇİZELGELER DİZİNİ .....	xxi
EKLER DİZİNİ .....	xxiii
GİRİŞ .....	1
<b>1. BÖLÜM</b> .....	6
1. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI .....	6
1.1. Kâr ve Kâr Payı Kavramı .....	6
1.2. Kâr Payı Politikası ve Önemi .....	7
1.3. Kâr Payı Politikası Teorileri .....	9
1.3.1. Kâr Payı İlgisizliği Teorisi .....	10
1.3.2. Eldeki Kuş Teorisi .....	17
1.3.3. Vergi Tercihi Teorisi .....	20
1.3.4. Asimetrik Bilgi ve Sinyalizasyon Teorisi .....	23
1.3.5. Temsil Maliyetleri ve Serbest Nakit Akışı Teorisi .....	27
1.3.6. Müşteri Etkisi Teorisi .....	31
1.3.7. Yaşam Döngüsü Teorisi .....	34
1.3.8. Davranışsal Finans Teorisi .....	36
1.3.9. Aktarma Teorisi .....	42

1.3.10. Artık Fonlar Teorisi .....	45
1.4. Kâr Payı Dağıtım Türleri .....	48
1.4.1. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtımı .....	48
1.4.2. Sabit Oranlı Kâr Payı Dağıtımı .....	4
1.4.3. Düşük Tutarlı Düzenli Kâr Payına İlave Olarak yapılan Ekstra Kâr Payı Dağıtımı .....	50
1.4.4. Her Yıl Artan Oranlarda Kâr Payı Dağıtımı.....	50
1.4.5. Artık Kâr Payı Dağıtımı .....	51
1.4.6. Kâr Payı Avansı Ödemeleri.....	52
1.5. Kâr Payı Ödeme Yöntemleri.....	53
1.5.1. Nakit Kâr Payı Ödemesi .....	54
1.5.2. Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Ödemesi (Stock dividend) .....	55
1.5.3. Hisse Senedi Bölünmesi Şeklinde Kâr Payı Ödemesi (Stock Split) .....	60
1.5.4. Hisse Senetlerini Geri Satın Alma Şeklinde Kâr Payı Ödemesi .....	65
1.5.5. Melez Kâr Payı Ödemesi .....	69
1.5.6. Diğer Kâr Payı Ödeme Yöntemleri .....	69
1.5.6.1. Seçmeli kâr payı ödemesi .....	69
1.5.6.2. Bono şeklinde kâr payı ödemesi .....	69
1.5.6.3. Ayni kâr payı ödemesi .....	70
1.5.6.4. Tasfiyeden kâr payı ödemesi .....	70
1.5.6.5. İntifa senedi şeklinde kâr payı ödemesi .....	70
1.6. Kâr Payı Dağıtım Politikasını Etki Eden Faktörler.....	71
1.6.1. Yasal Faktörler .....	71
1.6.2. Likidite .....	73
1.6.3. Kârlılık.....	74
1.6.4. Borçlanma Yeteneği ve Borç Ödeme Gereği .....	74

1.6.5. Büyüme.....	75
1.6.6. Yeni Yatırımların Planlanması .....	75
1.6.7. Hissedarların Vergilendirilmesi.....	76
1.6.8. Sermaye Piyasasına Başvurma Olanığı .....	76
1.6.9. İşletmelerin Kredi Sözleşmelerinde Yer Alan Hükümler.....	77
1.6.10. Hissedarların Tercihi .....	77
1.6.11. Büyüklük .....	78
1.6.12. Yönetimin Kontrol İsteği.....	79
1.6.13. Faaliyet Riski.....	80
1.6.14. Gelecekle İlgili Belirsizlikler .....	81
1.6.15. Halka Açıklık Oranı .....	81
1.6.16. İştirak ve Bağlı Kuruluş Niteliği .....	82
1.6.17. Benzer İşletmelerin Kâr Payı Politikaları.....	82
1.6.18. Yöneticilerin Kâr Payı Politikalarına Bakışı .....	83
1.6.19. Makro Ekonomik Faktörler .....	83
<b>2. BÖLÜM .....</b>	<b>86</b>
<b>2. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI .....</b>	<b>86</b>
2.1. Gelişmiş Ülkelerde Yapılan Çalışmalar.....	86
2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde yapılan Çalışmalar.....	94
2.3. Türkiye’de Yapılan Çalışmalar.....	107
<b>3. BÖLÜM .....</b>	<b>118</b>
<b>3. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN MİKRO VE MAKRO ETKENLER: BİST 100 FİRMALARI ÜZERİNE BİR UYGULAMA.....</b>	<b>118</b>
3.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi .....	118
3.2. Araştırmanın Veri Seti ve Yöntemi .....	119
3.3. Araştırma Değişkenleri ve Test Edilecek Hipotezler.....	121

3.4. Model ve Bulguların Yorumlanması.....	129
<b>4. SONUÇ</b> .....	142
<b>5. KAYNAKLAR</b> .....	151
<b>ÖZGEÇMİŞ</b> .....	175



## **SİMGELER DİZİNİ**

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BİST	: Borsa İstanbul
f/k	: Fiyat/Kazanç
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasılâ
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MKB	: Menkul Kıymetler Borsası
pd/dd	: Piyasa Değeri/Defter Değeri
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
v.d.	: Ve Diğerleri





## ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.1. Miller ve Modigliani Kâr Payı İlgisizliği Teorisi.....	12
Şekil 1.2. Gordon ve Lintner Eldeki Kuş Teorisi .....	20
Şekil 1.3. Şirketin Yaşam Döngüsü ve Kâr Payı Politikası Aşamaları .....	36





## ÇİZELGELER DİZİNİ

Çizelge 1.1. Bedelsiz Hisse Senedi ile Hisse Senedi Bölünmesi Arasındaki Farklar .....	64
Çizelge 3.1. Hipotezlerin Test Edilmesinde Kullanılan Değişkenler ve Hesaplama Yöntemleri.....	129
Çizelge 3.2. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler (2009-2018 Dönemi).....	130
Çizelge 3.3. Kâr Payı Dağıtım Oranı ile Mikro ve Makro Faktörler Arasındaki İlişkiye Yönelik Korelasyon Analizi (2009-2018 Dönemi) .....	131
Çizelge 3.4. Panel Birim Kök Test Sonuçları.....	132
Çizelge 3.5. Hausman Test Sonuçları.....	133
Çizelge 3.6. Oto-Korelasyon Test Sonuçları .....	134
Çizelge 3.7. Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları .....	135
Çizelge 3.8. Çoklu Varyans Test Sonuçları.....	136
Çizelge 3.9. Robust (Dirençli) Tahminci Sonuçları (Model 1) .....	137
Çizelge 3.10. Robust (Dirençli) Tahminci Sonuçları (Model 2) .....	140



## GİRİŞ

Şirketler tarafından verilen her kararın finansal bir takım sonuçları vardır. Bir şirketin finansmanını etkileyen herhangi bir karar kurumsal finans kararını oluşturur. Finansal yöneticiler yatırım, finans ve kâr payı dağıtım kararları olmak üzere üç tür finansal karar alırlar. Şirketlerin kıt kaynaklarının nereye yatırılacağı ve neyin iyi bir karar olduğu yatırım kararlarının, bu yatırımlar için nereden fon sağlanacağı ve bu fonların bileşiminin nasıl olacağı finans kararlarının, elde edilen kârın ne kadarının şirkette bırakılacağı ne kadarının hissedarlara dağıtılacağı ise kâr payı dağıtım kararlarının özünü oluşturur. Kurumsal finansın bu kararları almasındaki amacı aslında şirketin değerini maksimize etme çabasıdır. Kâr payı ödeme kararı şirketin kâr elde etmesi ile başlar. Bu nedenle, kârlılık bir eşik faktör ve kâr payı ödeme kararını açıklamada en önemli değişken olarak ele alınırken, kâr payı ödemesi genellikle şirket tarafından elde edilen kazançlarla ve nakit akışlarıyla karşılanır (Funmilola v.d., 2018: 52-53).

Kâr payı, genel olarak, gerçek varlıklardaki kazançların (geçmiş veya şimdiki) sahiplik oranına göre şirketin hissedarları arasında dağıtımının yapılması olarak tanımlanır. Kâr payı politikası, şirketlerin kârdan hissedarlara kâr payı olarak ne kadar ödeneceğine karar vermek için kullandığı politikadır. İdeal bir kâr payı politikası, maksimum hisse senedi fiyatı ile sonuçlanan, hissedar servetinin ve ekonomik büyümenin artmasına yol açan politikadır. Yöneticiler, zaman içinde hissedarlara nakit teslimatının şeklini ve büyüklüğünü belirlerken kâr payı politikasını izler. Kâr payları genellikle cari yıl kârından ve bazen de geçmiş yıl kârlarından genelde nakit olarak ödenir. Şirketler kâr payı dağıtımını hisse senedi şeklinde, hisse bölünmeleri şeklinde ve hisse senedi geri alımı şeklinde yapabilir. Kâr payları nakit olarak ödendiğinde, her ikisini de azalttığı için likidite ve rezervleri olumsuz yönde etkiler (Murtaza v.d., 2018: 62-63).

Kâr payı dağıtım kararlarının gerek kurumsal stratejide gerekse şirket değeri yaratmada önemli bir rol oynadığı düşünüldüğünde, kâr payı politikasını belirleyen faktörler, özellikle en uygun politikayı belirlemesi gereken finans yöneticileri için kritik öneme sahiptir. Bu tür faktörlerin belirlenmesi, kurumsal politika yapımcılarının kâr payı uygulamalarını gözden geçirmelerine, emsalleriyle karşılaştırmalarına ve şirket kazançlarını şirket değerini artıracak şekilde tahsis etmelerine yardımcı olur. Yatırımcı perspektifinden bakıldığında ise, yatırımlarının getirileri konusunda heterojen tercihleri olan farklı tipte yatırımcılar ve portföy yöneticilerinin yatırım hedefleri için kâr payı tercihlerine en uygun politikaları olan şirketleri

tespit etmelerine yardımcı olabilir. Finansal özelliklerin kurumsal kâr payı kararları üzerindeki etkilerinin analizi, finans uzmanlarına ve araştırmacılara, neden bazı şirketlerin kâr payı ödemediğini, diğer şirketlerin ödemediğini daha iyi anlamalarına ve teorileri formüle etmede kâr payı uygulamalarını yönlendiren konuları doğru bir şekilde analiz etmeleri için faydalı bilgiler sağlar. Diğer yandan, kurumsal kâr payı davranışını açıklayan modeller, kâr payı politikası tartışmalarına ilişkin literatürü zenginleştirir (Al-Najjar ve Kılınçarslan; 2018: 4).

Kâr payı politikasını belirleyen faktörlerin analizine ilişkin öncü bir çalışma, araştırmalarında hem ampirik hem de araştırma metodolojisini kullanan 1956 yılında Lintner tarafından yapılan çalışmadır. Lintner çalışmasında; kâr payı politikasının belirleyicileri olarak şirket büyüklüğü, ekipman maliyetleri, dış finansman kullanma istekliliği, öz sermaye kâr payı kullanımı, kâr istikrarı ve kontrol grubu sahipliğini de içeren 15 değişken tanımlamıştır. Ampirik araştırması, şirketlerin hedef bir kâr payı ödeme oranı belirlediğini ve kâr payı politikasının, şirketin sermaye yatırımını sürdürebilmesi ve uzun vadede hedef büyümeye ulaşabilmesi için belirlenen hedef bir kâr payı ödeme oranına göre ayarlandığını göstermektedir. Lintner'e göre şirketler, hedef kâr payı ödeme oranına göre kâr payı politikalarını istikrarlı bir şekilde kademeli olarak artırır. Şirketler kâr payı kesintisi yapma konusunda isteksizdirler. Kârlarda bir düşüş olsa bile, önceki yıllarla aynı düzeyde kâr payı ödemeye çalışırlar. Yatırımcılar, kâr payı politikasında yapılan bir değişikliği, faaliyetlerde meydana gelen bir değişiklik olarak algılayabilir. Bu nedenle yöneticiler, yönetimin kârlarda sürekli bir artış olduğunu inanması halinde kâr paylarını artırır. Aksi durumda kurumların kâr payı politikasında bir değişikliği desteklemeyeceğine dair bir gösterge varsa, değişikliğe gitmezler. Kâr payı politikasının belirleyicilerine yönelik müteakip tüm ampirik çalışmalar, çalışmalarını Lintner'in bulgularına dayandırır (Adaoğlu, 2000: 255).

Literatür incelendiğinde kâr payı politikasına ilişkin temel üç görüşün hâkim olduğu görülür. Birinci görüş olan Kâr Payı İlgisizliği Teorisi'nde, kâr paylarının şirket değerini etkilemediği ileri sürülür. Kâr Payı İlgisizliği Teorisi, kâr paylarının yatırımcılar için bir vergi dezavantajı yaratmadığı, şirketlerin sermaye piyasalarında çok fazla ihraç maliyeti olmadan yeni yatırımlar için fon toplayabileceği varsayımına dayanır. İkinci görüşün savunucularına göre, ortalama hissedar için vergi dezavantajı olması nedeniyle kâr payı ödemesi şirket değerini düşürür. Kâr payı gelirin sermaye kazançlarına göre daha fazla vergilendirilmesi, yatırımcılar için vergi dezavantajı yaratarak vergi sonrası geliri azaltır. Üçüncü görüşü

savunanlara göre kâr payları şirketin değerini artırabilir. Yatırımcıların kâr paylarını sermaye kazançlarına tercih ettikleri varsayılır. Yatırımcılar açısından kâr payı geliri almak sermaye kazancına göre daha garantidir. Bu nedenle, riskli sevmeyen yatırımcılar kâr payını tercih eder. Hissedarların tercihlerine uyan kâr payı politikalarına sahip şirketlere yatırım yapma eğilimine müşteri etkisi denir. Ayrıca kâr payı ödemesi, finansal piyasalar için bilgi sinyali görevi görür. Kâr payı ile ilgili açıklamalar genellikle finansal piyasalar tarafından iyi karşılanır (Kumar ve Sujit, 2018: 2).

Kâr payı politikasına ilişkin teorik yaklaşımlara bakıldığında görüş birliğinin sağlanmadığı, dağıtılan yüksek kâr paylarının şirket değerini olumlu yönde, olumsuz yönde veya hiç etkilemediğini savunan taraflar olduğu görülmektedir (Korgun, 1999: 9). Black tarafından 1976 yılında yayımlanan makalede, bir şirketin neden kâr payı ödediği veya yatırımcıların kâr paylarına neden önem verdikleri ile ilgili soruların cevabının o kadar basit olmadığı, kâr payı ile ilgili oluşturulan resmin daha çok bulmacaya benzediği ifade edilmiştir (Pekkaya, 2006: 185).

Kâr payı bulmacası, şirketlerin kâr payı davranışını açıklamaya çalışan kâr payı modeli geliştirilmesi çalışmaları sonucu oluşur. Ampirik araştırmalar kâr payı politikası ile şirketin amaç işlevi arasındaki ilişkiyi teorileştirerek şirket davranışı ile doğrulamaya çalışır. Kâr payı politikasını açıklamaya çalışan ilk teoriler, yöneticilerin hissedar servetini ve faydasını maksimize etmesine yol açan kararlar aldıkları varsayımından türetilmiştir. Ancak, bu varsayımın yola çıkılarak yapılan araştırmalardan elde edilen kanıtlar teorilerin tutarsızlığını ortaya çıkarmıştır. Bu nedenle, daha sonra ortaya atılan teoriler, kâr payı politikası ile şirket hedefi arasındaki ilişkiyi açıklamak için asimetrik bilgi, temsil maliyetleri ve davranışsal faktörler gibi kusurları ele alarak kâr payı uygulamalarının etkilerini daha net görme ve ampirik gerçeklerdeki sapmaları açıklama fırsatı sağlamışlardır. Son teoriler, temel olarak, gelişmiş ülkelerdeki ampirik bulgular doğrultusunda kâr payı ödemelerini açıklamaya çalışır (Cizre, 2013: 2-3).

Diğer yandan, kâr payı politikalarını etkileyen faktörler konusunda literatür tartışmalı olsa da şirketlerin neden kâr payı ödemesi yaptıklarına dair yapılan çalışmaların üç sonucu olduğu görülmektedir. Birincisi, uygulamada tam rekabet piyasasının olmayışına bağlı olarak birçok faktörün kâr payı politikasını etkilemesidir. İkincisi, kâr payı politikasına ilişkin oluşturulan teorilerin tek başlarına yeterli açıklama gücüne sahip olmamasıdır. Üçüncüsü,

temsil maliyetlerinin, ihraç maliyetlerinin ve yatırımcı davranışlarının kâr payı politikaları üzerinde etkisinin var olduğudur (Ergin, 2011: 68).

Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde bulunan şirketlerin ihtiyaç duyduğu fon kaynaklarının hem nitelik hem de nicelik olarak birbirinden farklı olması, gelişmiş ekonomilerin sermaye piyasalarının kurumsallaşmasına bağlı olarak şirketlerin uygun şartlarda finansman imkanı sağlaması, gelişmekte olan ülkelerde sınırlı faaliyetler sonucu elde edilen kıt kaynakların değerlendirilmesinde kâr payı politikasının ne kadar önemli olduğunu ortaya koyar (Yıldız v.d., 2014: 187-188).

Kâr payı politikası ile ilgili yapılan araştırmaların çoğu, şirketlerin kontrolünde olan mikro faktörlere yöneliktir. Oysa şirketlerin kâr payı politikalarına sadece içsel faktörler olarak adlandırılan mikro faktörler değil, aynı zamanda dışsal faktörler olarak adlandırılan makro faktörler de etkili olabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye’de, makro ekonomik faktörler ve hisse senedi piyasası için, özellikle kâr payı politikası belirlenirken teorik bir çerçevenin olmadığı söylenebilir. Bu nedenle, kâr payı politikasının belirleyicisi olarak makro ekonomik faktörlerin etkisini test etmek ampirik bir ihtiyaç olarak karşımıza çıkar. Ayrıca Türkiye’de faaliyet gösteren şirketlerin kâr payı politikasına etki eden mikro faktörler ile makro faktörlerin tespit edilmesi yöneticiler açısından olduğu kadar yatırımcılar açısından da önemlidir. Bu çalışma ile Türkiye’de faaliyet gösteren BİST 100 Endeksi içerisinde yer alan ve sürekli olarak kâr payı dağıtımını gerçekleştiren şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkileyen mikro ve makro faktörler araştırılmaya çalışılmıştır.

Çalışma toplam olarak üç bölümden meydana gelmektedir. Birinci Bölüm’de kâr ve kâr payı kavramı, kâr payı politikası, kâr payı teorileri, kâr payı dağıtım türleri ile kâr payı ödeme şekilleri açıklandıktan sonra şirketlerin kâr payı politikalarını etki eden temel faktörler üzerinde durulmuştur.

İkinci Bölüm’de, çalışmada kullanılacak değişkenlerin ve hipotezlerin belirlenebilmesi için literatürde şirketlerin kâr payı politikalarına etki eden faktörlerin tespitine yönelik bilimsel çalışmalar gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye’de yapılan çalışmalar olmak üzere ayrı ayrı başlık altında incelenmiştir.

Üçüncü Bölüm’de, araştırmanın amacı ve önemi, araştırmanın veri seti ve yöntemi, çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler ile bunlara ait hipotezler açıklanarak



Çalışma kapsamında oluşturulan modellemeler test edilerek araştırmanın sonuçları yorumlanmıştır.

Sonuç bölümünde ise, uygulama sonuçları özetlenerek çalışmanın genel değerlendirilmesi yapılmıştır.



# 1. BÖLÜM

## 1. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI

### 1.1. Kâr ve Kâr Payı Kavramı

Şirketlerin kuruluş amaçlarından birisi olan kâr, üzerinde durulması hem ekonomik hem de hukuki açıdan önem arz eden bir kavramdır. Faaliyetler sonucu mal varlığı artışına bağlı olarak oluşan kâr aynı zamanda şirketler için hayati öneme sahip finansmanı da sağlamaktadır. Diğer yandan, ticari faaliyetler sonucu fazlalığın oluşmaması halinde ise şirketler devamlılığı sağlamak için farklı yollara başvururlar. Şirketler bu eksikliği ya mevcut mal varlığını elden çıkararak ya da dışarıdan aktif girişi sağlayarak giderirler. Ayrıca bu dönemlerde şirketler faaliyetlerini sonlandırmak yerine zarara katlanmayı da tercih edebilirler (Ateşgöçü, 2012: 7-8).

Kâr kavramı net bir kavram olmasına rağmen ideolojik, teolojik, sosyolojik, ekonomik olduğu kadar muhasebe ve finansman açısından da tartışmalı bir kavramdır. Kâr kavramı ile ilgili olarak literatürde farklı bakış açılarına göre farklı tanımlamalar yapıldığı görülmektedir. Özellikle hangi kazanç unsurlarının kârın içinde yer alacağı hangilerinin yer almayacağı hususunda kesin bir ayırım bulunmamaktadır. Ancak, hangi amaçla tanımlama yapılırsa yapılsın hepsinin ortak özelliği kârın net veya artık bir değer olduğu noktasında birleşmesidir (Sayılğan ve Gürdal, 2004: 117; Karyağdı, 2014: 3).

Literatürde kâr kavramının hem dar hem de geniş anlamda olmak üzere iki farklı şekilde tanımlanmasının yapıldığı görülmektedir. Dar anlamda kâr, bir hesap dönemi içerisinde satılan mallardan elde edilen gelir ile katlanılan maliyet arasındaki olumlu fark olarak, geniş anlamda ise özkaynaklarda meydana gelen artış şeklinde ifade edilebilir. Kâr, bir hesap dönemi içerisinde gerçekleştirilen faaliyetler sonucu bilançonun aktif ve pasifinde meydana gelen değişikliğe bağlı olarak özkaynaklarda meydana gelen artış şeklinde de tanımlanabilir. Hesap dönemi olarak bir takvim yılı esas alınır. Dolayısıyla kârı, bir yıllık faaliyet dönemi sonucu elde edilen gelir ve yapılan giderler arasındaki olumlu fark şeklinde de nitelendirebiliriz. Bu fark faaliyet kârı olarak adlandırılır. Daha sonra esas faaliyet dışında kalan gelir ve giderler dikkate alınarak vergi öncesi kâr, bu kârdan, ödenecek vergilerin düşülmesiyle vergi sonrası kâr bulunur. Vergi sonrası kâr yani net kâr, ortaklara dağıtılabilir

toplam kâr tutarını ifade eder. Dolayısıyla, burada bahsedilen kâr vergi sonrası veya net kârdır (Usta, 2002: 43; Geçgel, 2018:7-8).

Kâr payı, “anonim şirket ortaklarına ve kâra katılan diğer kişilere (yönetim kurulu üyeleri, işçiler, intifa senedi sahipleri gibi) dağıtılacak kârdan bunların her birine düşen pay” veya “pay sahiplerinin şirkete getirdiği veya getirmeyi taahhüt ettiği sermayenin hukuki semeresi” şeklinde tanımlanabilir (Geçgel, 2018: 13-14; Karabulut ve Şeker, 2018: 81). Gelir Vergisi Kanunu’nun 75’inci maddesinde “sahibinin ticarî, ziraî veya meslekî faaliyeti dışında nakdî sermaye veya para ile temsil edilen değerlerden oluşan sermaye dolayısıyla elde ettiği kâr payı, faiz, kira ve benzeri iratlar” şeklinde tanımlanan menkul sermaye iradı da kâr payı olarak kabul edilir (Başkaya, 2012: 5).

## **1.2. Kâr Payı Politikası ve Önemi**

Hissedarların şirketlerden beklentisi hiç şüphesiz elde edilen kârın kendi çıkarları doğrultusunda dağıtılmasıdır. Şirketler cari dönem itibarıyla elde ettiği kârı hissedarlara hemen dağıtmasa da bir sonraki dönem mutlaka dağıtacağından, ilk bakışta, kâr payı dağıtımını önemsiz gibi görülebilir. Bu görüş doğrultusunda şirketin kâr payını dağıtma ya da dağıtmama kararı önemli değildir. Ancak, bazı akademisyenlere göre şirketin kâr payını cari dönemde dağıtmayıp geleceğe bırakması hem geleceğin taşıdığı belirsizlikler hem de paranın zaman değeri açısından önem arz eder (Gönenli, 1991: 385). Diğer yandan, hissedarların bir diğer amacı da hisse senetlerinin piyasa değerinin maksimum olmasıdır. Hisse senetlerinin piyasa değerinin maksimum olabilmesi için kâr payı politikası önemli bir araç haline gelir (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 254). Bu nedenle, şirketler faaliyet dönemi sonunda elde ettikleri kârın bir kısmını ihtiyatlar ve dağıtılmayan kârlar şeklinde şirkette bırakırken kalanını ortaklarına kâr payı olarak dağıtırlar (Kar v.d., 2012: 4).

Kâr payı politikası kararları, şirket kârının ne kadarının dağıtılacağı ne kadarının şirkette bırakılacağına yönelik olsa da asıl amaç şirket değerinin maksimum olmasını sağlamaktır. Başka bir ifadeyle kâr payı politikası, kârların hissedarlara dağıtılması veya dağıtılmayarak şirkette alıkonularak yeniden yatırıma dönüştürülmesi kararlarını içerir. Hissedarların serveti; hem hisse senetlerinin piyasa değerlerini hem de kâr paylarını kapsar (Ercan ve Ban, 2014: 257-258).

Şirketler tarafından yapılan nakit kâr payı ödemeleri, şirkette alıkonacak kârları azalttığından, kâr payı politikasını, şirketler için finansman politikalarının ayrılmaz bir parçası

haline getirir. Diğer yandan, kâr dağıtımını şirkette alıkonacak kârları azaltmakla beraber; sermaye artışıyla ihtiyaç duyulan fonların sağlanması, kâr dağıtımının neden olduğu fon azalışlarını giderebilir. Ayrıca kâr dağıtımının ortakların nakit mevcudunu artırdığı, buna karşılık kârların bünyede bırakılmasının da hisse senetlerinin piyasa değerini yükselttiği ileri sürülebilir. Ancak bu görüşler; vergilerin olmadığı, sermaye artışı için işlem giderlerinin yapılmadığı; şirketlerin sınırsız sermaye sağlama olanaklarının olduğu ve hissedarların gelecekte elde edecekleri kâr paylarını sabit bir oranla iskonto ettirebilmeleri koşullarında geçerlidir. Günümüz koşullarında bu varsayımların geçerli olmaması nedeniyle kâr dağıtımını şirkette alıkonulacak kârları azaltarak büyüme hızını yavaşlatır. Şirket sermaye artışıyla kaynak sağlasa bile, ortakların ödeyecekleri gelir vergisi ve sermaye artışının gerektireceği giderler nedeniyle, şirketler kârın dağıtılmayarak şirket bünyesinde bırakılmasını isteyebilir (Akgüç, 1998: 777-778).

Kâr payı politikası, hem şirketin piyasa değerini hem de hissedarların servetlerini değişik yollarla etkileyebilmektedir. Eğer şirketler ihtiyaç duyduğu fonları sermaye piyasalarından sağlayamazsa yüksek oranda kâr payı dağıtımını şirketlerin büyüme hızını yavaşlatacağından herhangi bir yatırım kararından vazgeçme söz konusu olabilir. Böyle durumlarda kâr payı politikası yatırım kararı niteliğindedir. Eğer şirket ihtiyaç duyduğu fonları sermaye piyasalarından uygun koşullarda sağlayabiliyorsa, bu durumda kâr payı politikası bir finansman kararı haline dönüşür (Usta, 2002: 44).

Diğer yandan, kâr payı politikası şirketlerin büyüme hızını, piyasa değerini, ortakların gelirini etkilemesi nedeniyle elde edilen kârın hangi oranlarda dağıtılacağı veya ne ölçüde şirkette alıkonulacağı yönetiminin alacağı en önemli kararlardan birisini oluşturmaktadır. Dolayısıyla, kâr payı ödeme oranları genellikle ekonominin içinde bulunduğu evrelerle ilgili olarak değişiklik gösterir. Ekonominin daralma gösterdiği dönemlerde yabancı kaynak bulma kolaylığı ve kârlı yatırım fırsatlarının az olması nedeniyle kâr payı dağıtım oranı yüksek, ekonominin genişlediği dönemlerde yabancı kaynak sağlama olanağının sınırlı ve yatırım talebinin yüksek olması nedeniyle kâr payı dağıtım oranı düşük belirlenir (Büker v.d., 2012: 330).

Kâr payı politikası belirlenirken, şirketin yeni kurulmuş veya gelişmekte olması önemlidir. Çünkü yeni kurulan bir şirkette kâr payı dağıtımına başlama tarihini ve oranını belirlemek zordur. Bu tür şirketler, ilk kuruluş yıllarında şirket dışındaki kaynaklardan yeterli miktarda finansman sağlayamadıkları için kârlarını kolay kolay dağıtmazlar. Gelişmekte olan

şirketlerde, yatırım için gerekli olan fonların, dağıtılması düşünülen kârlardan daha yüksek getiri sağlayacağı beklenirse, şirket büyük oranda kâr dağıtımını gerçekleştirebilir (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 254).

Özetle bir şirketin yönetimi, kâr payı politikasına dikkatlice karar vermelidir. Şirketin elde ettiği kârların daha fazla şirket içinde bırakılması, hissedarların kâr payını azaltarak hisse senetlerinin piyasa değerini olumsuz yönde etkileyebilir. Ancak, kârlı projeleri finanse etmek için dağıtılmamış kârların kullanılması, gelecekteki hisse başına kazançları artırır. Öte yandan, şirketin kâr payını artırması borsada olumlu karşılansa da şirket fon sağlamak için bazı yatırım fırsatlarından vazgeçmek zorunda kalabilir. Bu durum, şirketin gelecekteki hisse başı kazançlarını azaltacağından yönetim, hissedar servetini maksimize etme hedefine ulaşmak için net gelirin kâr payı ile dağıtılmamış kazançlar arasında en uygun şekilde dağıtılmasını sağlayacak kâr payı politikasını dikkatlice tanımlamalıdır. Hissedarların serveti sadece borsada işlem gören hisse senetlerinin piyasa fiyatını değil aynı zamanda cari dönem kâr paylarını da içerir. Bu nedenle, kâr payı ödemesi, kullanılmayan fonları dağıtmanın bir yoludur. Kâr payı politikası finansal yapıyı, fon akışını, kurumsal likiditeyi, hisse senedi fiyatlarını, şirketin büyümesini ve yatırımcı memnuniyetini büyük ölçüde etkilemektedir. Kâr payı politikasının önemi büyük olduğundan yönetimin buna çok dikkatli karar vermesi gerekir (Satyabrad ve Raghu, 2010: 67).

Uygun bir kâr payı dağıtımına yönelik kararların nasıl olması gerektiği konusunda Gordon, Lintner, Lerner ve Carleton öncülüğünde çeşitli modeller geliştirilmiştir. Modeller genel olarak, gelecekteki kâr paylarının tamamının şimdiki değerlerini hesaplayarak şirketlerin hisse senetlerinin piyasa değerinin belirlenmesini esas almaktadır. Ancak, daha sonra bu modellere karşıt görüş ileri sürenler, modellerin gerçekçi ve tatmin edici olmadığı yönünde eleştirilerde bulunmuşlardır (Özdemir, 2016: 300).

### **1.3. Kâr Payı Politikası Teorileri**

Şirketlerin kâr payı dağıtım kararı tartışmalarının mantıksal başlangıç noktasını, 1958 yılında Franco Modigliani ve Merton Howard Miller tarafından yayınlanan makalede öne sürülen İlgisizlik Teorisi oluşturmaktadır. Bu teoriye göre, bir şirketin yatırım politikası önceden belirlenmiş ve değişmezse, kâr payı politikası şirketin değerini etkileyemez. Bir şirket kâr payı dağıtmazsa, hisse senedinin fiyatı kârlarla orantılı olarak artar ve yatırımcılar piyasadaki hisselerinin bir kısmını satarak veya sermaye kazançlarını tasfiye ederek gelir elde

edebilirler. Öte yandan, şirket kâr payı dağıttığında ve sermaye piyasasından fon toplayarak yeni yatırımını finanse ettiğinde, hisse senedinin fiyatı kâr payı ödemesi ile orantılı olarak düşer. Bu nedenle, sermaye piyasaları bir şirketin kâr payı dağıtıp dağıtmadığı konusunda kayıtsız olmalıdır. Çünkü her iki durumda da yatırımcı aynı miktarda servete sahiptir. Bununla birlikte, sermaye piyasalarında yeni fon toplama maliyetlerinin yüksek olması ve nakit kâr paylarına sermaye kazançlarına kıyasla daha düşük oranda vergi rejimi uygulamaları göz önüne alındığında, kâr payı dağıtımını kural olarak şirketin değerini düşürdüğünden ihtiyatlı bir yönetim kâr payı ödemesini gerçekleştirmemelidir. Diğer yandan, uygulamada yöneticilerin teorisinin tam zıddı davranış sergiledikleri ve yöneticiler ile yatırımcıların kâr payı politikasına önem verdikleri görülmektedir. Şirketlerin kâr payı dağıtma ve yönetimin kâr payı ödeme oranını artırma sözü genellikle sermaye maliyetinde bir artışa yol açar. Teori ve pratik arasındaki bu çatışma “kâr payı bilmececi” olarak adlandırılır. Kâr payı politikası hakkındaki araştırmalar, bu bulmacanın etrafında dönerek yöneticilerin neden kâr payı dağıttığının ve yatırımcıların neden kâr payını önemseydiğinin cevabını bulmaya çalışır (Goshen, 1995: 885-886). Yapılan bu çalışmadan bu yana, diğer araştırmacılardan bir kısmı normatif bir kısmı ise davranışçı yaklaşımı benimseyerek mükemmel sermaye piyasaları varsayımını gevşetmiş, kâr paylarının şirket değerini nasıl etkilediğini ve yöneticilerin kâr payı politikası kararlarını nasıl almaları gerektiğini çeşitli teoriler geliştirerek ortaya koymaya çalışmışlardır (Baker v.d., 2001: 20).

Aşağıdaki başlıklarda kâr payı politikası teorileri ayrıntılı bir şekilde ele alınarak açıklanmaya çalışılmıştır.

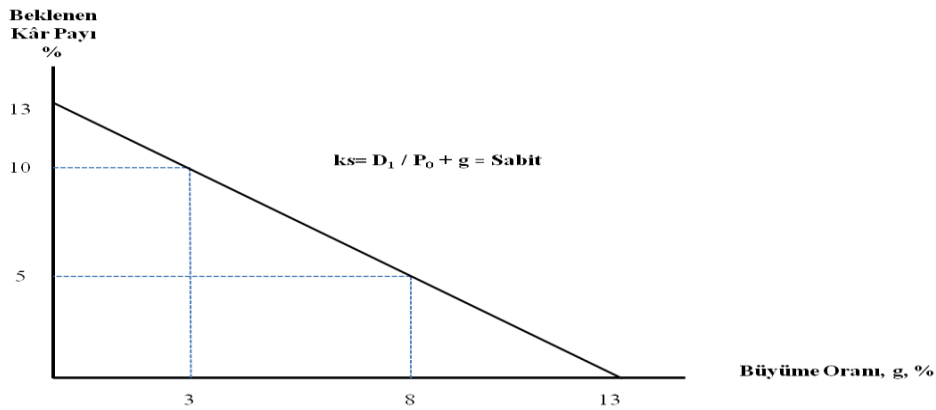
### **1.3.1. Kâr Payı İlgisizliği Teorisi**

Finansal problemlerin çözümüne yönelik yapılan çalışmalarda analitik yöntemleri ilk kullanan bilim insanları arasında yer alan Franco Modigliani ve Merton Howard Miller; 1958 yılında yayımladıkları makalede, mükemmel sermaye piyasalarında şirketler tarafından alınan yatırım kararlarının kâr payı kararlarından bağımsız olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bu nedenle, yatırım kararlarının kâr payı kararlarına göre belirlenmemesi gerektiği ve kâr payı kararlarının da yatırım kararlarından etkilenmemesi gerektiğini ifade etmişlerdir. Bu görüş doğrultusunda hareket eden Modigliani ve Miller, 1961 yılında yayımladıkları makalede, kâr paylarının şirket değerini belirlediğini iddia eden Gordon’un teorisini redederek Kâr Payı İlgisizliği Teorisi adı verilen yeni bir teoriyi ortaya atmışlardır (Fama, 1974: 304; Pruitt ve Gitman, 1991: 409; Tanushev, 2016: 303).

Kâr Payı İlgisizliği Teorisi mükemmel sermaye piyasaları, rasyonel davranış ve tam belirlilik olmak üzere üç temel varsayım üzerine kurulmuştur. Mükemmel sermaye piyasaları varsayımına göre; piyasada alıcı ve satıcı sayısı çoktur ve alım satım işlemleri piyasa fiyatını etkilemeyecek kadar küçüktür. Alıcı ve satıcılar fiyat ve hisselerin bütün özellikleri hakkında tam bilgiye eşit bir şekilde ve ücret ödmeden sahip olurlar. Diğer yandan, menkul kıymet alım-satım işlemlerinde aracılık ücretleri, vergi veya diğer işlem maliyetleri olmadığından kâr payı geliri ile sermaye kazancı arasında herhangi bir vergi farkı yoktur. Rasyonel davranış varsayımına göre; yatırımcılar her zaman daha az varlığı daha çok varlığa tercih ederler. Bu nedenle, yatırımcılar servetlerinde meydana gelen artışın sermaye kazancı şeklinde mi yoksa kâr payı şeklinde mi olması gerektiği ile ilgilenmezler. Tam belirlilik varsayımına göre; yatırımcılar gelecek yatırım programını ve her bir şirketin gelecekte sağlayacağı kâr payı gelirlerini kesinlikle tahmin edebilirler. Bu varsayımda belirsizlik olmadığı gibi hisse senetleri ile tahvil arasında da bir fark yoktur (Miller ve Modigliani, 1961: 412):

Teoriye göre, bir şirketin piyasa değerini, hissedarlara dağıtılan kâr payı değil, sahip olunan varlıklar ve bu varlıkların yaratmış olduğu gelirler belirler. Başka bir ifadeyle, şirket değerini yatırım politikası sonucu oluşan risk derecesi ile elde edilen gelirlerin kâr payı olarak dağıtılması değil, yatırımlar sonucu elde edilen gelirler belirler. Bu nedenle, kâr payı politikası şirketin piyasa değerini ve sermaye maliyetini etkilemez. Teori, rasyonel yatırımcıların kâr payları ile sermaye kazançları arasında nasıl kayıtsız kaldığını da açıklar. Örneğin şirketlerin farklı kâr payı politikaları sabit bir nakit akışını farklı parçalara ayırmaktan başka bir şey ifade etmez. Mükemmel sermaye piyasalarında bu parçaların her birinin değeri her zaman nakit akışlarını oluşturan yatırım politikalarının ürettiği değer toplamını oluşturur. Sonuç olarak, yatırımcılar olası bir kâr payı politikasına karşı kayıtsız kalırlar. Şirketin kâr payı politikasını değiştirmesi sermaye maliyetini etkilemez (Livoreka v.d., 2014: 392; Baker ve Weigand, 2015: 128). Çünkü hisse senedi yatırımcılarının bazıları yüksek kâr payı dağıtan şirketlere odaklanıp bu şirketlere yatırım yaparken, bazıları ise sermaye kazancına odaklanıp yüksek sermaye kazancı sağlayan şirketlere yatırım yaparlar. Mükemmel sermaye piyasalarında şirketlerin kâr payı politikalarını değiştirmeleri, bu değişiklikten hoşnut olmayan yatırımcıların ellerindeki hisse senetlerini satmalarına, buna karşılık şirketin politika değişikliğini kendilerine uygun bulan yatırımcıların ise bu hisse senetlerini satın almalarına neden olur. Bu işlemler mükemmel sermaye piyasalarında anında gerçekleşeceği için şirket değeri bundan etkilenmez (Ercan ve Ban, 2014: 259).

Rasyonel yatırımcıların kâr payları ile sermaye kazançları arasında nasıl kayıtsız kaldığı Şekil 1.1.'de gösterilmiştir.



Şekil 1. 1. Miller ve Modigliani Kâr Payı İlgisizliği Teorisi

Kaynak: (Livoreka v.d., 2014: 391)

Şekil 1.1'e göre, kâr payı politikasının beklenen getiri oranına ( $k_s$ ) etkisi yoktur. Çünkü şirketin hisse senedi getirisi  $k_s = D_1/P_0 + g = \%13$ 'de sabittir ve bu durum da yatırımcıların  $D_1/P_0$  ve ( $g$ ) büyüklüğüne kayıtsız kaldığı anlamına gelir. Dolayısıyla, yatırımcılar hangi noktayı tercih ederse etsin, toplam getiride bir değişiklik olmaz. Örneğin yatırımcı %5 oranında kâr payını tercih ederse, şirket içinde bırakılan kâr %8 ve toplam getiri %13 olacaktır. Diğer yandan, yatırımcı %10 kâr payı oranını seçerse, şirket kârın %3'ünü dağıtmayarak içeride bırakacağından yatırımcının toplam getirisi değişmez ve yine %13 olarak gerçekleşir (Livoreka v.d., 2014: 391-392).

Özetle teori, şirketin kâr payı dağıtım kararının piyasa değerini, başka bir ifadeyle hissedarların refahını etkilemeyeceğini ifade etmektedir. Bu nedenle, yöneticiler kâr payı politikalarını kârlı yatırım politikaları oluşturarak şekillendirirler. Yatırımlar için gerekli olan finansman ya elde edilen kârların şirket içerisinde bırakılmasıyla ya da kâr payının dağıtılması halinde yeni hisse senetleri çıkarılarak sağlanır. Her iki stratejide vergi ve işlem maliyetleri söz konusu olmadığından, şirketin piyasa değeri bundan etkilenmez. Diğer yandan, yatırımcıların sermaye kazancı ve kâr payı geliri elde etmeleri arasında bir fark olmadığından her iki durumda da yatırımcılar kayıtsız kalırlar. Çünkü vergilerin ve işlem maliyetlerinin olmaması, her iki durumda da toplam getirileri etkilemez. Örneğin bir şirketin düşük kâr payı ödemesi gerçekleştirmesi halinde, nakde ihtiyacı olan veya kâr payı geliri elde etmek isteyen yatırımcılar ellerindeki bazı hisseleri satabilirler ve ekstra bir kâr payı alabilirler. Aksi



durumda şirketin yüksek kâr payı ödemesi durumunda nakde ihtiyacı olmayan yatırımcı istemediği kâr payı ile hisse senedi satın alabilir. Dolayısıyla, bu işlemler sonucunda yatırımcının elindeki hisselerin ve nakitlerin bileşiminde bir değişiklik olmaz.

Herhangi bir hisse senedinin piyasa fiyatı, kâr payı ve sermaye kazancı toplamından oluşan her bir hisse senedinin getirisinin belirli bir zaman aralığında bütün hisse senetleri için tüm piyasada aynı olması gerektiğini ifade eden temel prensipten hareket edilerek, aşağıdaki formül yardımıyla belirlenir (Miller ve Modigliani, 1961: 412-414).

$$r_t = \frac{d_{t+1} + p_{t+1} - p_t}{p_t} \quad (1.1)$$

$d_{t+1}$ : Hisse senedine t+1 döneminde ödenen kâr payı

$p_{t+1}$ : Hisse senedinin t+1 dönemindeki fiyatı

$p_t$ : Hisse senedinin t dönemi başındaki fiyatı

Hisse senedinin piyasa fiyatı şirkete bağlı olmadığından formül aşağıdaki gibi tekrar düzenlenir.

$$p_t = \frac{1}{1+r_t} [d_t + p_{t+1}] \quad (1.2)$$

Eğer herhangi bir şirketin getirisi diğerlerini kıyasla daha düşük ise, düşük getirili hisse senetleri sahipleri refah seviyelerini yükseltmek amacıyla ellerindeki hisse senetlerini satıp elde ettikleri geliri getirisi daha yüksek hisse senetlerinin satın alınmasında kullanabilirler. Bu durumda düşük getirili hisse senetlerinin fiyatları düşerken yüksek getirili hisse senetlerinin fiyatları yükseleceğinden süreç getiriler arasındaki farklar azalınca kadar sürer.

Yukarıdaki (1.2) numaralı formül hisse senedinin değerini göstermektedir. Eğer şirketin toplam değeri gösterilmek istenirse formül aşağıdaki gibi yeniden düzenlenir.

$n_t$ : Şirketin t dönemi başlangıcındaki toplam hisse senedi sayısı,

$m_{t+1}$ : t+1 döneminde çıkarılan yeni hisse senetlerinin sayısı

$n_{t+1} = n_t + m_{t+1}$

$V_t = n_t \cdot p_t$  şirketin t dönemi başlangıcındaki toplam piyasa değeri

$D_t = n_t \cdot d_t$  t-1 dönemine ilişkin olup t dönemi başında ödenen kâr payı toplamı

$$V_t = \frac{1}{1+p_t} [D_t + n_t \cdot p_{t+1}] = \frac{1}{1+p_t} [D_t + V_{t+1}] - m_{t+1} \cdot p_{t+1} \quad (1.3)$$

Formülün bu şekilde yazılması, mevcut kâr paylarının şirketin mevcut piyasa değerini  $V_t$  veya hisse senetlerinin fiyatını nasıl etkilediğinin daha net bir şekilde görülmesini sağlar. Mevcut kâr payları, şirketin piyasa değerini eşitlikteki ilk terim olan  $D_t$  vasıtasıyla direkt olarak etkiler. Diğer yandan, eşitlikte görüldüğü gibi kâr payı dağıtım kararı hisse senetlerinin fiyatını  $-m_{t+1} \cdot p_{t+1}$  terimi nedeniyle ters yönde dolaylı şekilde etkiler. Çünkü t dönemindeki kâr payı getirisinin artmasına bağlı olarak yeni yatırım harcamalarını finanse etmek için daha çok hisse senedinin piyasaya çıkarılması gerekir. Dolayısıyla, hisse senetlerinin piyasa fiyatı, buna bağlı olarak da şirketin piyasa değeri düşecektir. Böylece, kâr payı politikası  $V_t$  üzerinde  $D_t$  vasıtasıyla olumlu buna karşılık  $-m_{t+1} \cdot p_{t+1}$  yoluyla da olumsuz etki yapacaktır.

Yatırım kararının kâr payı politikasından bağımsız olduğu varsayılırsa, yatırımı finanse etmenin en iyi yolu hangisi olacaktır? Kâr paylarını düşürerek dağıtılmayan kârları güvenmek mi? yoksa kâr paylarını yükselterek yeni hisseler çıkarmak mı? Bu soruların cevabı yukarıda tanımlanan ideal dünyada kolaydır. Her iki etkinin birbirini götürmesi sonucunda t döneminde uygulanacak kâr payı politikası hisse senetlerinin piyasa fiyatını etkilemeyecektir. Bunun gösterilmesi için çarpımın  $-m_{t+1} \cdot p_{t+1}$  bakımından ifade edilmesi gerekir.

$I_t$ : t döneminde şirketin yatırım miktarı

$X_t$ : t döneminde şirketin toplam net kârı,

Yatırım için gerekli olan sermaye;

$$m_{t+1} \cdot p_{t+1} = I_t - [X_t - D_t] \quad (1.4)$$

Yukarıdaki (1.3) numaralı formülde (1.4) numaralı formül kullanılırsa  $D_t$ 'yi götüreceğinden şirketin t dönemi başlangıcındaki değerinin formülü aşağıdaki gibi olacaktır.

$$V_t = n_t \cdot P_t = \frac{1}{1+p_t} [X_t - I_t + V_{t+1}] \quad (1.5)$$

Formülde  $D_t$  direkt olarak görülmemekte ve  $X_t$ ,  $I_t$  ve  $V_{t+1}$  terimleri  $D_t$ 'den bağımsız olduğundan ya da öyle varsayıldığından şirketin mevcut piyasa değeri, buna bağlı olarak sermaye maliyeti mevcut kâr payı politikasından etkilenmeyecektir. Sonuç olarak şirketin yatırım politikası göz önüne alındığında, seçtiği kâr payı politikası, hisse senetlerinin bugünkü fiyatını veya hissedarların toplam kârını etkilemez.

Kâr Payı İlgisizliği Teorisi'nin ilk destekçileri, özellikle vergi ve işlem maliyetlerinin olmadığı varsayımlarıyla kâr payı politikasının önemli olmadığını ve kâr payı dağıtım kararlarının hisse senedinin fiyatını etkilemediğini ispatlamaya çalışmışlardır. Ancak, finansal araştırmacılar ve uygulayıcılar Kâr Payı İlgisizliği Teorisi'ne katılmayarak teorinin gerçek dünyada bulunmayan varsayımlara dayandığını iddia ederek eleştirmişlerdir. Teorinin fikirleriyle çelişenler, kusurlu sermaye piyasalarında, kâr payının önemli olduğuna dair deneysel kanıtlar sunmak için rakip teoriler ve hipotezler oluşturmuşlardır. Bu eleştiriler aşağıda maddeler halinde özetlenmiştir (Bhat, 2008: 547; Chandra, 2011: 529-532; Alzomaia ve Al-Khadhiri, 2013: 182; Sharma, 2016: 312-315).

1. Vergi etkisi: Teori, verginin olmadığını varsaymaktadır. Bu durumda sermaye kazancı elde edilmesinin veya kâr payı geliri elde edilmesinin vergi açısından bir farkı yoktur. Ancak, verginin olmadığı varsayımı gerçeklikten uzaktır. Örneğin sermaye kazancı geliri vergilendirilir, kâr payı geliri vergilendirilmezse, hissedarlar kâr paylarını sermaye kazancına tercih ederler. Diğer yandan, sermaye kazancından elde edilen gelirin vergisi kâr payı gelirinden daha az olması halinde ise bu sefer hissedarlar kâr payı geliri yerine sermaye kazancını tercih ederler.

2. İşlem maliyeti: Teori, işlem maliyetlerinin olmadığını yani iç finansmanın ve dış finansmanın birbirine eşdeğer olduğunu varsayar. Bu durum, şirketin kâr payı ödemesi halinde, yatırım programını finanse etmek için yeni hisse satışı yoluyla, kâr payı ödeme miktarına eşit miktarda dış fon toplayabileceğini ifade eder. Ancak, gerçek dünyada işlem maliyetleri ortaya çıkmaktadır. Örneğin taahhüt komisyonu, aracılık ve diğer harcamalar gibi işlem maliyetleri nedeniyle iki finansman yöntemi mükemmel bir alternatif değildir. Yeni hisse satışlarından elde edilen net gelir, hisse senetlerinin değerinden düşük olacağından hisse satışı yoluyla elde edilen dış finansman, birikmiş kârlar yoluyla elde edilen iç finansmandan daha pahalı olacaktır. Dolayısıyla, işlem maliyetleri nedeniyle kâr payı gelirini tercih eden hissedarlar daha yüksek ödeme oranını, sermaye kazancını tercih eden hissedarlar daha düşük ödeme oranını tercih edecektir.

3. Belirsizlik: Teori, kâr payı politikası dışında tüm açılardan tamamen özdeş olan iki şirketin farklı olmadığını varsayar. Bu durum eldeki kuş tartışması nedeniyle doğru değildir. Şirketin kazancı, kâr payı ödemesinde kullanılırsa, hissedarlar hemen veya yakında kâr payı alırlar. Bununla birlikte, kazançlar elde tutulursa, hissedarlara hisse senetlerinde veya bedelsiz hisse senetlerinde bir artış şeklinde bir süre sonra bir getiri alma hakkı verilir. Böyle bir getiri uzak kâr payı geliri olarak adlandırılır. Bu durumda yatırımcılar yakın ve uzak kâr payları arasında kayıtsız mıdır? Gordon (1963) bu durumda yatırımcıların kayıtsız kalamayacaklarını ifade eder. Yatırımcılar uzak kâr payları yerine yakın kâr paylarını tercih ederler. Uzaktaki kâr payları kesin değildir ve yatırımcıların riskini artırır. Ayrıca, kâr payının ne kadar ve ne zaman ödeneceği kesin olarak tahmin edilemez. Diğer yandan, belirsizlik hisse senedi fiyatlarında dalgalanmalara sebep olur. Hisse senedi fiyatları dalgalandığında, mevcut geliri sermaye maliyetine ve bunun tersi yönde dönüştürme şartı yatırımcılar tarafından tatmin edici bulunmaz. Daha fazla cari gelir elde etmek isteyen bazı yatırımcılar dalgalı bir piyasada hisselerinin bir kısmını satmak konusunda isteksiz olabilirler. Bu yatırımcılar elbette daha yüksek bir ödeme oranını tercih ederler. Daha düşük bir cari getiri isteyen bazı yatırımcılar, dalgalı bir piyasada hisse senedi alamayabilir. Bu durumda bu yatırımcılar da daha düşük bir ödeme oranını tercih ederler.

4. Bilgi içeriği: Miller ve Modigliani kâr paylarının bilgi içeriğini kabul etmekle birlikte kâr paylarının alakasız olduğunu ve gelecekteki kârlar için gerçekten değer belirleyen göstergeler olarak hizmet ettiğini savunurlar. Başka bir ifadeyle, kâr payı şirketin kârlılığını yansıtabilir, ancak, kendi başına hisselerin piyasa değerini belirleyemez. Bu görüş gerçekçi değildir. Belirsizliğin olduğu bir dünyada, yönetimin geleceğe ilişkin değerlendirmesine dayanarak oluşturulan kâr payı ödemesi, şirketin beklentileri ve kârlılığı ile ilgili bilgileri hissedarlara iletir. Şirketin kâr payı politikasını değiştirmesi halinde, yatırımcı uzun sürecek şirket kârlılığında beklenen değişikliklere cevap verildiğini varsayar. Kâr payları yatırımcılar tarafından algılanan belirsizliği azaltır. Sonuç olarak, yatırımcılar kâr paylarını sermaye kazancına tercih ederler. Kâr payı politikası, hisse senetlerinin piyasa fiyatında bir değişikliğe neden olur. Böylece, kâr payı getirisi yüksek olan şirketlerin hisse senetleri piyasada yüksek bir fiyattan değerlendirilir.

5. Çeşitlilik: Şirketin kazancını dağıtmayıp elinde tutması, yatırımcıların portföylerini çeşitlendirememesine neden olur. Bu durumda yatırımcılar, kâr payı ödemesi yapan şirkete daha yüksek bir değer verirler.

6. Daha düşük fiyatlarda yeni hisse senedi satışı: Teori, kâr payı politikasını değiştirmek için şirketin mevcut piyasa fiyatından yeni hisse satabileceğini varsayar. Bu varsayım geçerli değildir. Çünkü kâr payı şeklinde ödenen tutarın yerine konulabilmesi için daha fazla hisse senedinin mevcut yatırım fiyatının altında bir fiyattan yeni yatırımcılara satılmasını gerektirir. Bu nedenle, şirketin kâr payı ödemesi yapmak yerine mevcut kârları içeride bırakması maliyetleri düşürür.

7. Kurumsal kısıtlamalar: Kurumsal yatırımcıların yatırım yapabileceği hisse tiplerinde yasal kısıtlamalar mevcuttur. Yasalara göre çoğu kurumsal yatırımcının sadece kâr payı ödeyen şirketlere yatırım yapması gerekir. Sonuç olarak, şirketler kurumsal yatırımcıların ilgisini çekebilmek için, kârları koruyacak şekilde kâr payı politikalarını belirlerler.

8. Rasyolandırma ve uygunsuz yatırımlar: Bağımsız ya da piyasa odaklı teori, şirketlerin yatırım politikalarının finansal politikalarına bağlı olmadığını ve ne kadar rasyonel olursa olsun şirketlerin kâr oranının sermaye maliyetine eşit olduğu seviyede yatırım yaptığını varsaymaktadır. Ancak, şirketlerin gerçek dünyadaki yatırım politikaları pazarın getirdiği bazı kısıtlamalara tabi olabilir. Kural olarak, bazı şirketler elde ettikleri kazançlardan daha fazla yatırım yapmazlar. Diğer bir deyişle, yatırım politikaları kâr payı politikalarıyla ilgilidir. Birçok şirket, yatırımcıların isteksizliğinden dolayı amaçladıkları yatırımlar için gerekli fonu sağlayamaz. Dolayısıyla, kârlı yatırım fırsatlarına sahip olan ve dışarıdan finansman alamayan veya isteksiz olan bir şirket, ödeme oranını azaltarak hissedarlarının çıkarlarını artırmaya çalışır. Diğer yandan, yerel fonların kolay bulunabilmesi şirketlerin daha az kârlı projelere yatırım yapmasına neden olabilir. Bir şirketin böyle bir eğilimi varsa, kâr payı politikası önem kazanır. Çünkü kâr payı ödemesinin gerçekleştirilmesi, serbest nakit akışın hissedarlara dağıtılmasına bağlı olarak yöneticilerin daha az kârlı yatırımlarını engeller.

### **1.3.2. Eldeki Kuş Teorisi**

Mükemmel sermaye piyasalarında yatırımcıları bağlayıcı bazı varsayımların gerçek piyasa koşullarında geçerli olmaması nedeniyle Kâr Payı İlgisizliği Teorisi ciddi bir şekilde eleştirilmiştir. Bu varsayımlardan bir veya bir kaçının azaltılmasıyla şirketlerin kâr payı politikalarının aslında önemli olduğu anlaşılmıştır. Bu durum doğal olarak Kâr Payı İlgisizliği Teorisi'ne karşı rakip teorilerin ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır. Modern finansal literatürde, belirsizliğin ve bilgi asimetrisinin olduğu gerçek dünyada, kâr payı geliri ile elde

edilen sermaye kazançları Eldeki Kuş Teorisi'nde farklı olarak değerlendirilir (Hooi v.d., 2015: 89; Simon-Oke ve Ologunwa, 2016: 113-114).

Kâr Payı İlgisizliği Teorisi'ne göre, rasyonel yatırımcılar kâr payları ile sermaye kazançları arasında kayıtsız kalırlar. Diğer yandan, şirket net bu günkü değeri pozitif olan projeleri kabul eder ve bu nedenden dolayı fazla nakit ödemesi gerçekleştirir. Kâr payları ve sermaye kazançları, yatırımcıların taşıdıkları riskleri, örneğin iş çevrimleriyle ilgili riskleri, yönetim yeteneklerini veya öngörülemeyen giderler için fonların mevcudiyetini tam olarak karşılamaz. Ayrıca, nakit ihtiyacı için hisse satışı, mülkün aşınmasına neden olduğundan kâr payı yerine geçmez. Bu anlamda, kâr payları eldeki kuş olarak adlandırılır. John Lintner ve Myron Jules Gordon tarafından ortaya atılan Eldeki Kuş Teorisi, yüksek kâr payı ödeyen şirketlerin hisse senetlerinin özellikle güvenlikle ilgilenen risksiz yatırımcılar için cazip olduğunu ve şirketlerin kâr paylarını bu tür yatırımcılara ödeyerek değerlerini artırabileceğini öngörür (Shao v.d., 2010:1392; Kaźmierska-Jóźwiak, 2015: 474).

Teoriye göre, yatırımcılar gelecekteki sermaye kazançlarını ifade eden daldaki iki kuş yerine, nakit kâr payları biçiminde ifade edilen eldeki kuşları tercih eder. Başka bir ifadeyle yatırımcıların, görünmeyen kazançlardan daha fazla kâr payı değerine sahip olduğunu öne sürer. Daha yüksek bir kâr payı ödeme oranı, gelecekteki nakit akışlarının belirsizliğini azaltarak sermaye maliyetini düşürür ve şirketin özkaynak maliyetini artırır. Diğer her şey sabit olduğunda kâr paylarında meydana gelen bir artış şirket değerini artırır (Al-Malkavi v.d., 2010: 177-178; Dewasiri v.d., 2019: 414).

Gordon Modeli olarak da bilinen Eldeki Kuş Teorisi, borçlanma ve sermaye artırımını ile dış finansman olanağının olmadığını, şirketin iç verimlilik (r), iskonto (k) ve dağıtılacak kâr/net kâr oranlarının (elde tutma oranı) (b) sabit olduğunu, faaliyet süresinin sonsuz ve kurumlar vergisinin olmadığını varsayar (Pandey, 2015: 386).

Modele göre, bir şirketin hisse senedinin piyasa değeri, hissedarlar tarafından alınan sonsuz kâr payı gelirlerinin bu günkü değerine eşittir. Kâr payları nakit olarak ödenmektedir. Bu günkü değer, gelecekte herhangi bir dönemde elde edilecek gelirin belirli bir iskonto oranı ile indirgenmiş değeridir. Bu ifade şu şekilde formüle edilir (Demir, 2001: 64).

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k)^\infty} \quad (1.6)$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

$P_0$ : Hisse senedinin piyasa değeri

$D_t$ : t dönemindeki kâr payı

$k$ : Yatırımcıların bekledikleri kârlılık oranı

Diğer yandan, şirketin her yıl dağıtacağı kârların büyüme göstereceği varsayılırsa yukarıdaki formül aşağıdaki gibi düzenlenir.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_1(1+g)}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_1(1+g)^{n-1}}{(1+k)^n} + \dots + \frac{D_1(1+g)^{\infty}}{(1+k)^{\infty}} \quad (1.7)$$

$$P_0 = \frac{D_1}{(k-g)} \quad \text{veya} \quad P_0 = \frac{e(1-b)}{(k-br)}$$

$e$ : Hisse başına kâr

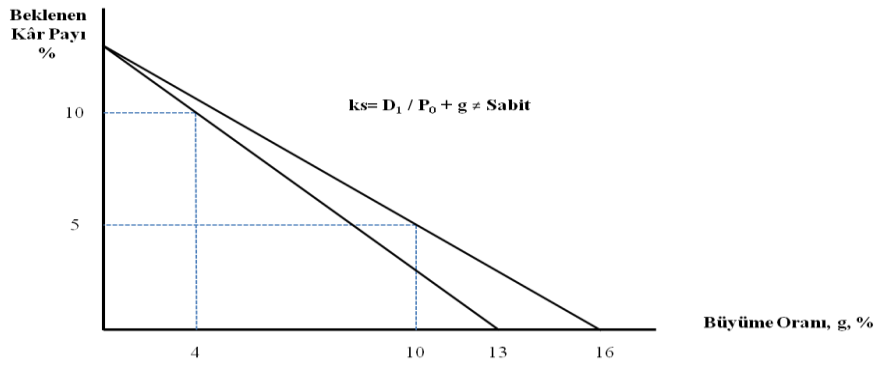
$g$ : Kâr ve dağıtılan kâr paylarının büyüme oranı

$b$ : Şirket kârının dağıtılmayan bölümü

$r$ : Şirket yatırımlarının kârlılığı

Şirket için en uygun kâr payı politikası, yeni yatırımların kârlılığı ( $r$ ) ile hissedarların yatırımlardan bekledikleri kârlılık oranı ( $k$ ) arasındaki ilişkiye göre belirlenir. ( $r > k$ ) ise şirketin büyük bir şirket olduğu ve yatırımların kârlılık oranının hissedarların alternatif yatırım olanaklarından elde edebileceği kârlılık oranından daha yüksek olduğu anlamına gelir. Bu durumda, hissedarlar kârın şirket tarafından alıkonularak yeni yatırımlarda kullanılmasını tercih ederler. Dolayısıyla, şirketlerin dağıtılmayan kârları arttıkça hisse senetlerinin değeri de artar. Diğer yandan, gerileyen şirketlerde ( $r < k$ ) olduğundan, kâr payı ödeme oranının yüksek tutulması önerilir. ( $r = k$ ) olması halinde ise, büyümenin gerçekleşmemesi nedeniyle kâr payı politikasının hisse senedi fiyatı üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. Daha sonra Gordon  $r = k$  halinde de kâr payı politikasının hisse senetlerinin fiyatını etkilediğini ifade etmiştir. Geleceğin taşıdığı belirsizlik, iskonto oranının veya yatırımlardan beklenen kârlılığın ( $k$ ) sabit olmasını engeller. Gelecekle ilgili belirsizliğin artması ( $k$ ) oranını da artıracığından, yatırımcıların gelecekte elde edecekleri kâr paylarını yakın zamanda elde

edecekleri kâr paylarından daha yüksek bir oranda iskonto etmesine neden olur. Diğer bir ifadeyle gelecekte elde edeceği kâr payını daha az tercih edecektir (Mazgit, 2013: 228-229).



Şekil 1.2. Gordon ve Lintner Eldeki Kuş Teorisi

Kaynak: (Livoreka v.d., 2014: 391)

Şekil 1.2'de görüldüğü gibi şirket kârlarının tamamını kâr payı olarak öderse hissedarların beklediği getiri değişmemektedir. Ancak, kârların tamamı şirket içinde alıkonulması halinde hissedarların beklentileri artacağından şirketin hisse senedi fiyatı düşer.

Diğer yandan, Miller ve Modigliani (1961) ile Bhattacharya (1979) makalelerinde şirket riskinin nakit akışı riskine göre belirlendiğini ve kâr paylarında meydana gelen artışın şirket riskini azaltmadığını ileri sürerek Eldeki Kuş Teorisi'ni Eldeki Kuş yanılgısı olarak ifade etmişlerdir. Ayrıca Gordon Modeli, farklı sektörlerdeki şirketlerin risk seviyelerindeki farklılıkları göz önüne almaması, şirket tarafından kullanılan borç ve özsermaye finansmanı ve vergi ödemesinin bulunmaması gibi nedenlerle de eleştirilmiştir. Bu eleştirilere rağmen model, sınırlamaları olsa da kâr payı tahminini kullanarak hisse senedinin piyasa fiyatını belirlemek amacıyla yaygın olarak kullanılmaktadır (Paramasivan ve Subramania, 2009: 115; Al-Malkavi v.d., 2010: 177-178; Panigrahi ve Zainuddin, 2015: 48-49; Tanushev, 2016: 302).

### 1.3.3. Vergi Tercih Teorisi

Kâr Payı İlgisizliği Teorisi'nde mükemmel sermaye piyasası şartlarında vergi etkisinin olmadığı varsayılmıştır. Dolayısıyla, vergi açısından kâr payı ile sermaye kazancı elde etme arasında herhangi bir fark bulunmamaktadır. Ancak, gerçek dünyada kâr payı ve sermaye kazançları arasında vergi rejimi açısından genellikle bir fark vardır. Yatırımcıların çoğu vergi sonrası getiri ile daha çok ilgilendiğinden, vergi etkisi kâr payı taleplerini etkileyebilmektedir. Diğer yandan, yöneticiler bu vergi tercihinin bağlı olarak, hissedar



refahını (şirket değerini) maksimize etmek için dağıtılmayan kâr oranını artırarak yanıt verdiği kâr payı arzı da bundan etkilenir (Al-Malkawi v.d., 2010: 179).

Vergi Tercihi Teorisi, hissedar değerini en üst düzeye çıkarmak için şirketlerin düşük düzeyde kâr payı dağıtımını yapması gerektiğini savunmaktadır. Bu görüş, kâr paylarının hem daha yüksek bir oranda hem de hisse senedi satılınca kadar ertelenen sermaye kazançlarına kıyasla çok erken vergilendirilmesine dayanmaktadır. Verginin sermaye kazançları için sağladığı avantajlar, yatırımcıların kâr payı ödemesi gerçekleştiren şirketler yerine kazançlarını koruyan şirketleri tercih etmelerine neden olur. Sonuç olarak şirketlerin düşük kâr payı ödemeleri hisse senetlerinin piyasa değerini artırır (Priya ve Mohanasundari, 2016: 66).

Teori, kâr payı gelirleri ile sermaye kazançlarının değişik dönemlerde ve değişik oranlarda vergilendirilmesine bağlı olarak hisse senedinin piyasa fiyatında yaratacağı farklı etkiye dikkat çekmektedir (Aksöyek ve Yalçiner, 2014: 310). Yatırımcıların öncelikli hedefi vergiden sonraki getirilerini maksimum etmektir. Bu hedef ya ödenecek olan verginin azaltılması ya da ertelenmesi yoluyla gerçekleşebilir. Ülkelerin çoğunda sermaye kazancı ve kâr payı geliri farklı vergi rejimine tabidir. Bir ülkede her iki gelire aynı vergi rejimi uygulansa bile, kâr payı gelirin vergisi kâr payının elde edilmesi ile sermaye kazancından elde edilen gelirin vergisi, ancak, hisse senedi satışı gerçekleşirse ödenir. Eğer yatırımcı elinde bulunan hisseleri satmazsa vergi ödemeyeceğinden bu durum sermaye kazançlarından elde edilecek gelirin vergisinin ertelenmesine neden olur. Bazı ülkelerde belirli bir süre ellerinde hisse senetleri bulunduran yatırımcılara sermaye kazançlarından elde edecekleri gelirlere vergi muafiyeti söz konusudur. Ancak, kâr payından elde edilen gelirlerin vergisinin ertelenmesi söz konusu değildir. Bu nedenle, birçok yatırımcı kâr paylarının dağıtılması yerine şirket içerisinde bırakılarak büyüme için yatırımlarda kullanılmasını ve hisse senetlerinin değerlendirilmesi sonucu sermaye kazancı elde etmek ister. Dolayısıyla, piyasada daha az kâr payı dağıtımını gerçekleştiren şirketlerin hisselerine olan talep artacağından bu şirketlerin hisse senedi fiyatları da artar (Tükenmez v.d., 1999: 1009; Aktaş v.d., 2017: 189-190).

Vergilerin kâr payı ödemeleri üzerindeki etkisine ilişkin yapılan araştırmalarda genellikle iki yöntemin kullanıldığı görülmektedir. İlk yöntemde; yatırımcıların daha yüksek efektif ödeme yapması durumunda beklendiği gibi, düşük kâr payı ödemesi gerçekleştiren hisse senetlerinin yüksek kâr payı ödemesi gerçekleştiren hisse senetlerinden daha yüksek

vergi öncesi getirinin talep edip edilmediğini anlamaya yönelik sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeline benzer modeller kullanılır. Bu modellere göre vergi etkisini göz önünde bulunduran yatırımcılar, nakit kâr payı ödemesi gerçekleştiren hisselerin daha yüksek getirilere sahip olmasını beklerler. Planlanan kâr payı ödemeleri, vergilendirme sonrasında hissedarlara gerekli net gelirin sağlanmasını sağlayacak kadar yüksek olmalıdır. Sonuç olarak, yatırımcılar nakit kâr payı ödemesi gerçekleştiren hisseler için daha düşük fiyatlar ödeme eğilimindedirler. Bu durumda şirketlerin nakit kâr payı ödemesini sınırlaması veya tamamen sonlandırılması tavsiye edilir. Bu yaklaşımı kullanan çalışmaların karışık sonuçlar verdiği gözlemlenmiştir. Ampirik sonuçlara rağmen, vergi etkisi modelinin taraftarları, rasyonel şirket yöneticilerinin vergi öncesi getirilerinin daha yüksek olması durumunda bile neden nakit kâr payı ödemediğini açıklamakta zorlanırlar. Açıkçası, yöneticiler hisse senedi fiyatlarını artırabilir ve sonuç olarak, kâr payı ödemelerini azaltarak şirketin sermaye maliyetini düşürebilir. Bu nedenle, modern bir ekonomide kâr payı ödemesini sürdürmek, kâr payı tahminine ilişkin vergi etkisi modelinde önemli bir eksiklik olduğunu gösterir. İkinci yöntemde ise; hisselerin nakit kâr payı taşıyıcısı olup olmamasına bağlı olarak yatırımcıların davranışında herhangi bir değişiklik belirtisinin olmadığı, kâr payı ödemelerinin vergilendirilmesinin yatırım kararlarını etkileyen önemsiz bir faktör olduğu ve kâr payı ödemeleri ile vergiler arasında bir ilişki olmadığı ileri sürülmektedir. Bu yöntemde bir şirketin eski kâr payı gününde hisse senedi fiyatındaki ortalama değişiklik incelenmektedir. Bu güne kadar hisselerin sahibi olan yatırımcı, bir sonraki kâr payı ödemesini alma hakkına sahiptir. Bir yatırımcı eski kâr payı ödendikten sonra hisse satın alırsa, kâr payı eski sahibine ödenir. Hisse senedine sahip olan vergilendirilebilir bir yatırımcı iki seçenekle karşı karşıya kalır. İlk seçenek; elindeki hisseleri eski kâr payı tarihinden önce daha yüksek bir fiyattan (kâr payları dahil) satarak sermaye kazançları şeklinde gelir elde etmektir. İkinci seçenek ise, hisse senedinin kâr payının dağıtılmasını bekleyip daha düşük bir fiyata hisse senedi satarak nakit kâr payı şeklinde bir getiri elde etmektir. Hisse senedi fiyatları kâr payı ödemesinin tamamı kadar düşerse, yatırımcı hisseleri kâr payı ödemesi yapılmadan önce satmak ister. Yatırımcı kâr payı almak yerine hisse satarak ve sermaye kazancı elde ederek vergilerden sonra daha yüksek kazanç elde eder. Bu yatırımcının kâr payı ya da sermaye kazancı alıp almaması konusunda kayıtsız kalması gereken tek koşul, eski kâr payı fiyat düşüşünün kâr payı ödemesinden daha az olmasıdır. Bu durumda, kâr payı almanın yüksek vergi öncesi getirisi, vergi eğilimlerinin vergi dezavantajını dengeler. Eski kâr payı gününde hisse senedi fiyatlarının, kâr payı tutarından belirgin bir şekilde düştüğü şeklindeki ampirik gözlem,

genellikle kâr payı üzerindeki vergi etkisinin kanıtı olarak yorumlanır (Megginson ve Smart, 2009: 586-587; Tanushev, 2016: 307):

Kaçınılmaz vergi yükümlülükleri, vergiye göre düzeltilmiş modelde hisse fiyatlarının iskonto edilmesi suretiyle kâr payı ödenmesine neden olur. Birçok çalışmada, sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeline kâr payı bileşeninin fiyatını temsil eden ek bir değişken eklenerek bu sorun analiz edilir. Analizde kâr payı faktörü katsayısı pozitif ise, sonuçlar ilk yöntemi destekler. Buna göre kâr payı ödeyen hisselerin getirileri artarken kâr payları üzerindeki vergi oranı sıfırdan fazladır. Kâr payı faktörünün katsayısı sıfır ise, kâr payı ödeyen hisseler, kâr payı ödemeyen paylarla aynı fiyatlandırma mekanizması kullanılarak değerlendirilir ve sonuçlar ikinci yöntemi destekler (Frankfurter v.d., 2003: 83-84).

Literatürde bugüne dek yapılmış çalışmalar toplu olarak değerlendirildiğinde; kâr payı gelirin uygulanması ile sermaye kazancı gelirin uygulanması arasındaki farklılığın, hisse senedi fiyatlarını her zaman aynı oranda ve yönde etkilemediğini göstermektedir. Yatırımcılar tarafından şirketlerin kâr payı gelirleri üzerindeki gelir vergisi etkisi rasyonel bir faktör olarak algılsa da, yüksek vergi dilimi çerçevesinde vergilendirilmekte olan yatırımcıların yine de yüksek kâr payı dağıtımını yapan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapma eğiliminde oldukları söylenebilir. Bu durum, söz konusu etkinin güçlü bir unsur olmadığını destekler niteliktedir (Yıldız, 2012: 30).

#### **1.3.4. Asimetrik Bilgi ve Sinyal Teorisi**

Kâr Payı İlgisizlik Teorisi'nin varsayımlarından birisi de simetrik bilgi varsayımdır. Simetrik bilgi yaklaşımı, şirket yöneticileri ile hissedarların gelecekte yapılacak yatırımlar ve bu yatırımlardan beklenen getiri hakkında aynı bilgiye sahip olduklarını varsayar. Ancak, gerçek hayatta şirket yöneticileri hissedarlardan gerek yatırım fırsatları gerekse beklenen getirilerle ilgili olarak daha fazla bilgiye sahiptirler. Başka bir ifadeyle şirket yöneticileri ve şirket yatırımcıları asimetrik bilgiye sahiptir (Aktaş v.d., 2017:190).

Asimetrik bilgiyi içeren durum, kâr paylarındaki bir artış veya azalmanın, hisse senedi fiyatını etkileyebileceği ve şirket hakkında yeni bilgiler iletebileceği olasılığını artırmaktadır. Üçüncü taraf yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olan yönetim kurulu ve şirket yönetimi, kâr paylarını yatırımcılara şirketin gerçekte nasıl çalıştığı hakkında sinyal vermek için kullanabilir. Bir şirketin kâr payı belirleme, sürdürme, artırma veya azaltma kararı nakit kullanımı gerektirdiğinden, yönetimin olumlu sözlerinden daha güvenilir bilgiler içerebilir.

Bir sinyalin etkili olabilmesi için, aynı niteliklere sahip olmayan başka bir tüzel kişilik tarafından taklit edilmesi zor ve maliyetli olmalıdır. Şirketlerin kâr paylarındaki artışı sürdürmesi pahalıdır. Çünkü nakit akışlarında bir artış beklemeyen bir şirket, kâr paylarını uzun vadede daha yüksek seviyelerde tutamaz (Clayman v.d., 2012: 265-266).

Yöneticilerin şirket ile ilgili en doğru bilgiye sahip olduklarını düşünen yatırımcılar, şirketin kâr payı dağıtacağı bilgisinin piyasaya duyurulmasını önemserler. Şirketlerin kâr paylarını dağıtacağını ilan etmesi, hisse senetlerinin piyasa fiyatının artmasına neden olur. Kâr payı ödemesi şirketin gelecekte elde edeceği getirilerin bir işareti olarak yorumlanır. Bu nedenle, cari getirisi yüksek olan şirketlerin düşük olan şirketlere nazaran daha yüksek kâr payı gerçekleştirilmesi beklenir. Asimetrik bilginin varlığı, simetrik veya tam bilgi durumuna göre şirketlerin daha fazla kâr payı ödemesine neden olur. Şirketin istikrarlı kâr payı ödemesi, piyasa tarafından şirketin durumu hakkında olumlu bir izlenim oluşmasına neden olur. Eğer yatırımcılar şirket hakkında tam bilgiye sahip olsalardı bu durum, hisse senetlerinin piyasa fiyatına ve şirket değerine hemen yansır (Koç, 2016a: 34).

Kâr paylarının bilgi içerdiği görüşü ilk kez Lintner (1956) ve Miller ve Modigliani (1961) tarafından ileri sürülmüş daha sonra Bhattacharya (1979), John ve Williams (1985) ve Miller ve Rock (1985) tarafından Sinyal Teorisi olarak adlandırılmıştır. Sinyal Teorisi, kâr paylarındaki değişikliklerin şirketin gelecekteki kazançlarındaki değişiklikler hakkında bir sinyal içerdiğini savunur. Yönetim, kâr paylarını kullanarak şirketin gelecekteki kazançları hakkında ortaklarına bilgi verir (Kadıoğlu, 2008: 14; Kılıç v.d., 2016: 1133).

Lintner 1956 yılında yayımladığı makalesinde, yöneticilerin şirket hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olduğu ve bu bilgilerin kullanılarak kâr payı politikasının oluşturulduğunu ifade etmiştir. Lintner'e göre; yöneticiler kâr payı politikasının istikrarlı olmasını istediklerinden, bu politikada radikal değişiklik yapmayı düşünmezler. Eğer şirket tarafından hedef kâr payı politikası belirlenirse bu hedefe ulaşmak için yöneticiler kâr payı politikası değişikliğini adım adım uygularlar. Kâr payı değişikliği, şirketin gelecekte elde edeceği gelirlerinde bir değişiklik olacağı bilgisini yatırımcılara ilettiği için kâr payı açıklamaları hisse senetlerinin fiyatını etkiler (Güenalp v.d., 2010: 51).

Miller ve Modigliani 1961 yılında yayımladıkları makalede, şirket değeri ve sermaye yapısında kâr payı politikasının etkisinin olmadığını ileri sürseler de, yöneticilerin cari

dönemin kâr payı politikasını gelecekte elde edilecek gelir ve nakit akışlarına ilişkin beklentileri doğrultusunda oluşturduklarını belirtmişlerdir (Eraslan ve Koç, 2017: 160).

Bhattacharya 1979 yılında yayımladığı makalesinde, şirketlerin vergi dezavantajına rağmen neden kâr payı ödeyebileceğini açıklar. Yatırımcılar hisse başına büyük kâr payı ödeyen şirketlerin daha yüksek değere sahip olduğuna inanırlarsa, kâr paylarındaki beklenmedik bir artışı olumlu bir sinyal olarak algırlar. Kâr payları, muhtemelen yıllık raporlar, kâr tahminleri veya sunumlar gibi değişik yollarla tamamen aktarılamayan şirket değeri hakkında bilgileri dış yatırımcılara iletir. Daha az başarılı şirketlerin sinyali taklit etmesi pahalıdır. Çünkü nakit kâr payı ödemek için dış fon toplama ile ilgili ek maliyetleri ödemek zorundadırlar. Sonuç olarak, kâr paylarının sinyal değeri pozitifdir ve kâr payı geliri (sermaye kazançlarının aksine) ile ilgili vergi dezavantajlarını ortadan kaldırılabılır. Bu nedenle, şirketler kâr payı ödemeyi tercih ederler. Çünkü sinyalin neden olduğu değer mevcut yatırımcılara kâr payları mesajı iletildiğinde kabul edilir. Sinyal gerçekliğinin önemli sonuçlarından biri, uygun bir kâr payı politikası olasılığını ortaya koymasındır. Kâr payı ödemesinden gelen sinyal faydaları, uygun ödemeyi elde etmek için vergi dezavantajları ile karşılaştırılabilir (Copeland ve Weston, 1988: 564-565).

John ve Williams 1985 yılında yayımladıkları makalede, benzersiz özel bilgileri olan şirketlerin kâr payı politikasındaki değişiklikleri takiben çeşitli marjinal faydalar elde edebileceği varsayımını kullanarak çoklu denklemlere sahip bir sinyalleme modeli geliştirmişlerdir. Model, yalnızca kâr paylarının vergilendiği olumsuz bir ortamda geliştirilmiştir. İnsanların gelecekteki getirilere ilişkin beklentilerini işaret eder. Kâr paylarındaki artış, Bhattacharya'daki hedeften farklı olarak hisse senedi fiyatını hissedar değeri maksimizasyonu hedefi ile tutarlı bir şekilde artırır. Bilginin yayılması, yatırımcılar ile hissedarların vergi yükümlülüklerinde ve şirketin sınırlı likiditesinde bir artışa işaret etme maliyetlerini telafi eden kâr payı ödemeleri için bir prim teklif etmesine yol açar. Dengede, daha elverişli bilgiye sahip şirketler daha yüksek kâr payı öder. Sonuç olarak yatırımcılar tarafından bu şirketlerin hisseleri daha yüksek değere değerlendirilir. Nakit akışı düşük olan şirketler, beklenen nakit akışları yüksek olan şirketlerden daha fazla kâr payı ödemezler. Kâr payı müşterileri bu modelde ifade edilmiştir. Olumsuz piyasa koşullarına sahip bir dünyada modellenmesine rağmen, dağıtıcı kâr paylarında denge vardır. Şirket için en uygun denge noktası, yatırım kararının içselleştirilmesiyle belirlenir (Frankfurter v.d., 2003: 95).

Miller ve Rock 1985 yılında yayımladıkları makalede, şirket yöneticilerinin şirketin mevcut kazançlarının doğası hakkında dış yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olduğu varsayımından yol çıkarak bir model geliştirmişlerdir. Model aynı zamanda hisse senetlerinin alım satımına da izin verir. Bu varsayım, şirketin kâr payı politikası değişiklikleri gibi duyurularına piyasanın tepki vermesine neden olur. Bu koşullar altında yöneticilerin yatırımları azaltması buna karşılık adi hisse senedi fiyatını artırmak amacıyla kâr paylarını artırması (veya dış finansmanı azaltması) teşvik edilir. Dolayısıyla, bu gibi kârlı yatırımların boşa harcanması, ölü ağırlık maliyetleri ile sonuçlanır. Yazarlar, yöneticilerin mevcut asimetrisini ortadan kaldırmaya çalışabileceğini ve bunun da hissedarlara sinyal gönderme ihtiyacını azaltabileceğini önerseler de yine de bu alternatif yol ölü ağırlık maliyetlerini içerir. Miller ve Rock, kâr payı ödemesi ve dış finansman sorununu net kâr payı kavramına bağlar. Yani, bir finansman duyurusu aslında olumsuz bir kâr payı ilanıdır. Bu kavram özkaynak konularını negatif kâr payı ödemesine benzer olarak görür. Hem kâr paylarının hem de finansmanın aynı konunun karşıt tarafları olduğunu gösterirler. Net kâr paylarının pozitif değerleri kâr payı, net kâr paylarının negatif değerleri ise finansman olarak görülebilir. Miller ve Rock, kazançlarda beklenmedik bir değişikliğin, kâr payı ödemesinde beklenmedik bir değişiklik olarak şirket getirileri üzerinde aynı etkiye sahip olduğunu belirtir. Kazançlarla, kâr payı ve finansman açıklamalarının yakından ilişkili olduğu sonucuna varırlar. Ayrıca, kâr paylarının kendisinden ziyade piyasanın mevcut kâr payı ödeme eğilimlerinin gelecekteki kazançları yansıttığını ifade ederler (Filbeck, 2009: 165-166).

Literatürde sinyal hipotezini deneysel anlamda test eden çalışmalar mevcuttur. Deneysel olarak test edilmiş olan sinyal hipotezinin yetersiz koşulları olsa da temel olarak üç sonucu vardır. İlk sonuç, kâr payı değişikliklerinin müteakip kazanç değişiklikleriyle pozitif olarak ilişkilendirilmesi gerektiğidir. Bu koşul son derece önemlidir. Çünkü eğer karşılanmazsa, kâr paylarının sinyali değil, bilgi aktarma potansiyeli bile olmadığı sonucuna varılabilir. İkinci sonuç, kâr paylarındaki beklenmedik değişikliklerin, piyasanın kâr payı değişikliği ile aynı doğrultuda gelecekteki kazanç beklentilerindeki revizyonları izlemesi gerektiğidir. Üçüncü sonuç ise, beklenmedik kâr payı değişikliklerinin hisse senedi fiyatı değişiklikleriyle pozitif bir şekilde ilişkilendirilmesi gerektiğidir. Ancak, ampirik kanıtlar kesin olmaktan uzaktır. Kâr payı değişiklikleri ile müteakip kazanç değişiklikleri arasındaki ilişki olumlu olmakla birlikte önemli değildir. Çünkü kâr payı duyurularında hangi bilgilerin yer aldığı konusu tam olarak çözümlenememiştir. Örneğin, kâr payı kesintileri her zaman kötü haberlere mi işaret eder? Belirli koşullar altında, kâr payı kesintisi ile piyasaya gönderilen

sinyalin, geleneksel kâr payı sinyal hipotezinin tersi olan pozitif bir sinyal olduğu söylenebilir. Özellikle, bir şirketin çok sayıda kârlı yatırım fırsatı, çok az kullanılabilir nakdi ve yüksek dış finansman maliyeti varsa, mevcut kâr paylarını azaltarak hisse senedinin değeri artırılabilir. Bir şirketin sınırlı sayıda kârlı yatırım fırsatları varsa, daha yüksek kâr payı ödemesi, hissedar servetini artırma açısından daha iyi olabilir. Her iki durumda da, iç yatırım fırsatları ve potansiyel şirket performansları hakkında piyasaya gönderilen sinyal, klasik kâr payı değişikliği modellerinin öngördüğünün tersi olacaktır. Bu alternatif doğal hipotez altında, kâr payı, azaltılmış yatırım fırsatlarını ve gelecekteki kazançları düşürürken, kâr payı kesintileri olumlu fırsatların işareti olarak yorumlanır. Bu koşullarda, gelecekteki büyüme fırsatlarının alternatif, ancak, etkili bir işaretinin eşlik ettiği bir kâr payı kesintisi, piyasaya olumlu bilgiler ileterek hisse senedi fiyatında düşüş değil artışa neden olabilir. Bu tartışma, piyasanın kâr payı açıklamalarından önce bilginin kâr payı oluşum içeriğini etkilediğini göstermektedir. Dolayısıyla, ikincisinin duyuru anında piyasada mevcut olan bilginin niteliğine ve miktarına bağlı olduğunu varsaymak makul görünmektedir (Marseguerra, 1998: 13-14).

### **1.3.5. Temsil Maliyetleri ve Serbest Nakit Akışı Teorisi**

Şirketlerin geleneksel analizinde, girdileri çıktıya dönüştürmek için teknolojik üretim fonksiyonu kısıtlamalarına bağlı olarak kâr maksimizasyonu olduğu varsayılmaktadır. Optimum üretim çözümleri, girdilerin marjinal ürünlerinin oranı ile girdi fiyatlarının oranı arasındaki eşitlik ile karakterize edilir. Bu analiz, şirket seçimlerinin belirli yönlerini anlama konusunda değerli bilgiler sağlamasına rağmen, girdilerin organize edilmesi ve koordine edilmesi süreciyle ilgili olanları tamamen görmezden gelir. Geleneksel ekonomik analizin özü, şirketleri girdilerin çıktıya dönüşümünde bir kara kutu olarak ele alır. Ancak, neden bazı şirketlerin bireysel mülkiyet, ortaklık veya kooperatif şeklinde kurulduğunu açıklamaz. Bu tür soruları cevaplamak için sözleşme ilişkilerinin ekonomik analizi gerekir. Temsil Teorisi böyle bir analiz için bir çerçeve sağlar (Smith, 1989: 53).

Temsil Teorisi, Adam Smith'ten günümüze kadar üzerinde en çok tartışılan ve araştırması yapılan konulardan birisi olmuştur. Berle ve Means 1932 yılında yayımladıkları makalede temsil sorununu irdelemelerinin ardından teori 1976 yılında Jensen ve Meckling tarafından geliştirilmiştir. Daha sonra konuyla ilgili literatürde hem teorik hem de ampirik birçok çalışma yapılmıştır (Şahin ve Başaran, 2018: 248).

Günümüzde sermayesi halka açık şirketlerde yöneticilik ile sahiplik yapısının birbirinden ayrılması, şirket amaçlarına ulaşılması için faaliyetlerin yürütülmesini sağlayacak yetki devrini zorunlu kılmıştır. Bu nedenle, halka açık şirketlerde yönetim profesyonellere bırakılarak hissedarlar tarafından yöneticilere yetki devredilmiştir (Turaboğlu, 2004; 110-111).

Temsil Teorisi, büyük şirketin organizasyonel ve yönetsel yapısında yönetim kuruluna önemli bir rol verir. Halka açık şirketlerin çoğu, karar yönetimi ve risk alma fonksiyonlarının sanal uzmanlaşmasıyla karakterize edilir. Üst yönetim genellikle kilit politika girişimlerinin önerilmesinden ve uygulanmasından sorumluyken, büyük ölçüde dağılmış olan hissedarlar veya kâr sahipleri, bu kararlarla ilişkili riskin büyük kısmını üstlenirler. Yönetimin almış olduğu kararların çoğu hissedarların servetlerini artırıcı bir etki yaratmadığında, yönetim ile kâr talebinde bulunanlar arasında temsil sorununa yol açar. Temsil Teorisi'nin amacı, temsil sorununu azaltma veya ortadan kaldırmaya yönelik mekanizmalar yardımıyla yöneticilerin hesap verebilirliğini sağlamaktır (Bathala ve Rao, 1995: 59; Gitman ve Zutter, 2012: 22).

Finans ve ekonomi araştırmacıları, temsil sorununu üç türde kategorize etmişlerdir. Birinci tür, bilgi asimetrisi ve risk paylaşım ilişkisindeki farklılıklar nedeniyle ortaya çıkan hissedarlar ve yöneticiler arasındadır. Hissedarlar kendi yararlarına çalışacağı ümidiyle şirketi yönetmek için yöneticileri göreve atar. Ancak, yöneticiler tazminat maksimizasyonu ile daha fazla ilgilenmektedir. Temsilcinin kendini tatmin eden davranışı hakkındaki tartışma, insan davranışlarının rasyonel olduğunu ve kendi amaçlarını en üst düzeye çıkarmak için motive olduğunu belirten insan davranışının rasyonelliğine dayanır. Hissedarlar ile temsilci arasındaki sözleşmenin yanlış ayarlanması ve dağıntı sahiplik yapısı nedeniyle uygun izlemenin olmaması, hissedarlar ile temsilci çatışması olarak bilinen çatışmaya yol açar. İkinci tür ihtilaf, çoğunluk ve azınlık hissedarlar arasında meydana gelir ve çoğunluk hissedarlar, azınlık hissedarlar pahasına kendi yararları için kararlar aldıkları zaman ortaya çıkar. Bu tür temsil sorunlarının temel varsayımı, büyük hissedarlar ile azınlık hissedarlar arasındaki çıkar çatışmasıdır. Çoğunluk sahipleri veya hissedarların daha yüksek oy haklarına sahip olmaları, kendi çıkarları lehine azınlık hissedarların menfaatlerini ihlal eden kararlar almalarına neden olur. Bu tür bir temsilcilik sorunu, mülkiyetin birkaç kişinin veya ailenin elinde yoğunlaştığı bir ülkede veya şirkette geçerlidir. Dolayısıyla, azınlık hissedarlarının çıkarlarını veya servetlerini korumak zorlaşır. Temsil sorununun üçüncü türü hissedarlar ve



borç verenler arasında gerçekleşir. Bu çatışma, borç verenlerin iradesine karşı daha riskli yatırım kararı alındığında ortaya çıkar. Başka bir ifadeyle, üstlenilen projeler ve hissedarlar tarafından alınan finansman kararı nedeniyle meydana gelir. Hissedarlar, daha yüksek getiri bekledikleri riskli projelere yatırım yapmaya çalışırlar. Projelerde yer alan risk, finansman maliyetini yükseltir ve borç verenleri etkileyerek borcun değerini azaltır. Proje başarılı olursa, sahipler büyük kârlardan yararlanırken, borç verenler sadece sabit bir faiz elde ederler. Öte yandan, proje başarısız olursa şirketin finansal durumunda bir kayıp olacağından borç verenler bu kayıpların bir kısmına katlanmak zorunda kalırlar (Panda ve Leepsa, 2017: 80-81).

Özetlenecek olursa temsil sorunları bilgi asimetrisi, yöneticilerin yüksek risk ve kârlılığa sahip projeleri kabul etmeleri sonucunda varlıkların borçlanma aracı sahiplerinden hissedarlara potansiyel olarak aktarılması ve yöneticiler tarafından beklenenden daha yüksek maliyetler içerdiği için, pozitif net bugünkü değere sahip potansiyel yatırımları kabul etmemeleri nedeniyle ortaya çıkar (Michael, 2013: 1112).

Şirket hissedarları ile şirket yöneticileri arasında mevcut olan temsil ilişkisine bağlı olarak, yöneticinin hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmemesi temsil maliyetlerini ortaya çıkarır. Motive yönetim davranışının özünü, fonların yöneticiler tarafından doğrudan kamulaştırılması, aşırı faydaların tüketimi, yatırımlardan kaçınma ve yetersiz yatırımlar oluşturur (Fleming v.d., 2005: 31). Temsil maliyetleri izleme, bağlama ve artık kayıp olmak üzere üç bileşenin toplamından oluşur. İzleme maliyetleri, temsilcinin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesini önlemek amacıyla belli teşvik tedbirleri veya izleme adımları için hissedarlarca katlanılan maliyetleri içerir. Bağlanma maliyetleri, temsilcilerin hissedarlara zarar verecek belirli eylemlerde bulunmayacağını garantilemek veya bu tür eylemlerde bulunması halinde tazminat ödemesini sağlamak için sistemlerin kurulmasını ve işletilmesini içeren temsilci tarafından katlanılan maliyetlerdir. Bununla birlikte, temsilcinin hissedarların bakış açısıyla en uygun kararları vermesini sağlamak için hissedarların veya temsilcilerin sıfır maliyetle olması genellikle imkânsızdır. Temsil ilişkilerinin çoğunda hissedarlar ve temsilciler pozitif izleme ve bağlanma maliyetlerine (manevi ve maddi) maruz kalırlar. Temsilcilerin kararları ile hissedarların refahını en üst düzeye çıkaracak kararlar arasında bir miktar farklılık olur. Bu ayrışma nedeniyle hissedarların yaşadığı refahtaki azalmanın bedeli temsil ilişkisinin bir maliyetidir ve bu son maliyet artık kayıp olarak adlandırılır (Jensen ve Meckling, 1976: 308).

Hissedarlarca temsil maliyetlerine katlanılmaması halinde yöneticilerin hissedarların çıkarlarına hizmet etmeyen kararları almaları refah kaybına yol açar. Alınan kararların çıkarlarla uyuşması için hissedarlarca alınan tedbirler temsil maliyetlerini artırır. Hissedarlarca katlanılacak temsil maliyetlerinin tutarı yatırım kararı gibi değerlendirilir. Eğer yapılan her bir ek harcama hissedarların refahında maliyetten daha fazla bir artış sağlarsa temsil maliyetleri artırılır. Günümüzde yöneticilerin performansını etkilemek için gözlem dışında birçok ekonomik teşvik uygulamaları hayata geçirilmiştir (Şahin ve Başaran, 2018: 249).

Literatürde bazı araştırmacılar kâr payı ödemelerinin şirketlerdeki temsil sorununu çözmeye önemli olacağını ifade etmişlerdir. Örneğin Rozeff (1982), temsil ve işlem maliyetleri toplamını minimize edecek optimal kâr payı ödeme modeli (maliyet minimizasyon modeli) geliştirmiştir. Modelde işlem maliyetleri geçmiş büyüme, beklenen büyüme ve risk için proxy sağlayan üç değişkenle, temsil maliyetleri ise şirketin içeriden aldığı pay ve dış hissedar sayısı ile ölçülür. Rozeff'e göre, şirketlerin kâr payı ödeme oranını artırması temsil maliyetlerinin düşmesine, ancak, şirketlerin dış finansmana daha bağımlı hale gelmesi ise işlem maliyetlerinin artmasına neden olur. Bu iki maliyet toplamının en aza indirilmesiyle uygun bir kâr payı politikası belirlenir.

Easterbrook (1984), kâr paylarını kullanarak yöneticilerin çıkarlarını yatırımcıların çıkarlarıyla uyumlu hale getirmenin bir yöntemi olup olmadığını sorgular. Easterbrook'a göre yöneticiler, hem gerçek yatırım projelerinin profilini hem de göreceli borç ve özkaynak dengesini değiştirerek şirket riskini değiştirebilirler. Şirketlerin sabit bir kâr payı ödemesini sürdürmesi, özkaynaklar dengesindeki birikmeyi önleyerek dış finansman ihtiyacını artırır. Sermaye piyasasından dış finansman sağlanması şirket faaliyetlerinin potansiyel yatırımcılar ve diğer ilgili taraflar tarafından periyodik olarak gözden geçirilmesi temsil sorununu azaltır. Hissedarlar ayrıca, dış finansmanın artırılmasına eşlik edecek kaldıraç oranlarının ayarlanmasından da faydalanırlar.

Jensen (1986), kâr payı ödemelerinin temsil sorununun azaltılmasında kullanılabileceğini iddia etmiştir. Bu bağlamda serbest nakit akışı hipotezini önerir. Jensen'e göre, şirketlerde önemli ölçüde serbest nakit akışının olması, hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarını şiddetlendirir. Serbest nakit akışını, uygun sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilen pozitif net bugünkü değere sahip tüm projelerin finanse edilmesinden sonra kalan nakit akışı olarak ifade eder. Yöneticiler hem pozisyonlarını garanti

altına almak hem de büyümeden kaynaklanan teşviklerden yararlanmak için kontrolleri altındaki kaynakları artırmaya çalışırlar. Bu nedenle, şirket kârlarının hissedarlara dağıtılması yerine içeride bırakılmasını isterler. Dolayısıyla, bir şirketin önemli miktarda nakit fazlası varsa, yöneticilerin net bugünkü değeri negatif olan projelere yatırım yapması aşırı yatırım sorununun oluşmasına neden olur. Yönetimin kontrol ettiği serbest nakit akışına sebep olan fazla fonların azaltılması, aşırı yatırım sorununu ortadan kaldırır. Kâr payı ödemelerini artırmak, yöneticilerin kontrolü altındaki serbest nakit akışını azaltmaya yardımcı olarak negatif net bugünkü değere sahip projelere veya zayıf projelere yatırım yapılmasını önler. Sonuç olarak, daha fazla kâr payı ödemesi, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki temsil maliyetlerini düşürmeye yardımcı olur. Benzer şekilde borcun da kâr payı ödemesi ile aynı amaca hizmet edebileceğini, yöneticilerin elindeki fazla nakitlerin azaltılarak temsil sorunlarının azaltılabileceğini belirtmektedir. Yönetim, hisse senedi karşılığında borçlanarak, gelecekteki nakit akışlarını ödeme vaadini basit kâr payı artışlarıyla gerçekleştirilemeyecek şekilde bağlarlar. Bunu yaparken, borç verenlere, faiz ve ana ödeme yapma sözlerini yerine getirmedikleri takdirde şirketi iflas mahkemesine verme hakkını verirler. Böylece borç, yöneticilerin takdirine bağlı olarak harcanabilecek nakit akışını azaltarak temsil sorunu azalır.

### **1.3.6. Müşteri Etkisi Teorisi**

Finans teorisi, vergilerin yokluğunda, kâr payı politikasının şirketlerin değerini etkilemediğini açıkça göstermektedir. Kâr payı gelirden alınan vergi sermaye kazançlarından alınan vergiden daha yüksek olursa şirketler, hissedarların servetini kâr payı ödemededen maksimize edebilirler. Ancak, bu durum tüm hissedarlar için geçerli değildir. Bu nedenle, hissedarlar tercih ettikleri ödeme türüne göre bir şirket seçtiklerinde müşteri etkisi olasılığı meydana gelir (Copeland ve Weston, 1988: 600).

Müşteri Etkisi Teorisi ilk olarak Miller ve Modigliani (1961) ile destekçileri tarafından Kâr Payı İlgisizliği Teorisi'ni destekleme aracı olarak geliştirilmiştir. Müşterilerin kâr payları üzerindeki mevcut kuramının, bir şirketin kâr payı politikasının geliştirilmesi için önemli olabileceğini, ancak, belirli koşullar altında ve işlem maliyetleri ile kâr payı ve sermaye kazançlarının vergilendirilmesindeki farklılık gibi bazı piyasa eksikliklerinin yatırımcı portföyünün organizasyonunu etkileyebileceğini öne sürmüşlerdir. Miller ve Modigliani, piyasanın kusurlu olması koşuluyla tüm bunların gerçekleşebileceğini, mükemmel bir piyasada her müşterinin diğeri kadar iyi performans gösterdiğini ve böylece hisse fiyatları ile şirketin değeri üzerinde hiçbir etkisi olmadığını savunmuşlardır. Diğer yandan, yatırımcı

işlemlerinin piyasanın mükemmel olmaması durumunda bir maliyetinin olması, kâr payı politikasında çok sık değişiklik yapan şirketlerin hisse senedi fiyatının, istikrarlı kâr payı politikası uygulayan şirketlerin hisse senedi fiyatından daha düşük olmasına neden olabilmektedir (Korgun, 1999: 12; Murtaza v.d., 2018: 68-69).

Müşteri Etkisi Teorisi, yatırımcıların şirketlerin aldığı kâr payı politikası kararlarından farklı şekilde etkilendiğini ortaya koymaktadır. Bazı yatırımcı grupları gelirlerinin önemli bir kısmını kâr payı şeklinde ödeyen şirketleri tercih ederken, bazı yatırımcı grupları gelirlerinin büyük bir kısmını elinde tutanları tercih edebilirler. Kâr payları ve sermaye kazançları için farklı vergi rejiminin, kâr payları ve sermaye kazançlarına karşı farklı bir tutum sergileyen yatırımcılar tarafından önemli bir faktör olarak görüldüğü söylenebilir (Kajola v.d., 2015: 3-4).

Kâr payı ile sermaye kazancı arasındaki vergilendirilme farklılığı yatırımcıların tercihlerinde farklılıklar meydana getirir. Eğer sermaye kazancındaki vergi kâr payına uygulanan vergiden daha avantajlı ise yatırımcılar kârların dağıtılmayarak şirket içerisinde bırakılmasını isterler. Söz konusu yatırımcılar, şirketin kâr payı ödemesine ilişkin açıklamalarını hoş karşılamayacaklar ve gelecekte daha fazla vergi ödememek için ellerinde bulunan hisse senetlerini satmayı tercih edeceklerdir. Diğer yandan, bazı yatırımcılar hem kişisel hem de bazı nedenlerle kâr payı ödemesini tercih edebilirler. Özellikle emeklilik fonları, yatırımcılarına vadesinde ödeme gerçekleştirebilmek için nakde ihtiyaç duyarlar. Kurumsal hissedarların ihtiyaç duydukları bu nakdi portföylerinde bulunan hisseleri satarak elde etmeleri her zaman mümkün olmayabilir. Dolayısıyla, kurumsal hissedarlar nakit ihtiyaçlarını kâr paylarından elde ettiklerinden şirketlerin kâr paylarında bir azalışa gitmesi istemezler (Günalp v.d., 2010: 54).

Şirketlerin kâr payı politikasında değişiklik yapması, hissedarların şirket değiştirme arzusunda olmasıyla mümkün olabilir. Bu durumda, politika değişikliğinden hoşlanmayan hissedarlar ellerinde bulunan hisseleri başkasına satabilir. Ancak, aracılık maliyetleri, satıcıların ve hissedarların sermaye kazancı vergisi ödemek zorunda olma olasılığı ve şirketin yakın zamanda kabul edilen kâr payı politikasını seven yatırımcıların olası kıtlığı nedeniyle sık sık politika değişimi etkisiz olacaktır. Bu nedenle, yönetim kâr payı politikasını değiştirmekte tereddüt etmelidir. Çünkü bu değişiklik mevcut hissedarların hisselerini satmasına ve hisse fiyatlarının düşmesine yol açacaktır. Böyle bir fiyat düşüşü bazen geçici bazen de kalıcı olabilir. Yeni kâr payı politikası az sayıda yeni yatırımcının ilgisini çekerse

hisse senedi fiyatı daha da düşecek, daha fazla sayıda müşteri çekerse bu durumda hisse senedi fiyatı artacaktır (Brigham ve Daves, 2007: 589).

Müşteri etkisi varlığının iki önemli sonucu vardır. Birincisi, şirketlerin hak ettikleri yatırımcıları almasını önerir. Çünkü şirketin kâr payı politikası bunu tercih eden yatırımcıların ilgisini çeker. İkincisi, şartlar gerekli olsa bile, şirketlerin yerleşik bir kâr payı politikasını değiştirmekte zorlanacakları anlamına gelir. Müşteri etkisi ayrıca, en azından değerlendirme söz konusu olduğunda, kâr payı politikasının ilgisizliği için alternatif bir argüman sağlar. Özetle, yatırımcılar ihtiyaçlarını en iyi karşılayan kâr payı ödeyen şirketleri tercih ederse, hiçbir şirketin değeri kâr payı politikasından etkilenmemelidir. Dolayısıyla, kâr payı ödemeyen veya düşük kâr payı ödeyen bir şirket bunu yapmaktan dolayı cezalandırılmamalıdır. Çünkü bu şirketin yatırımcıları kâr payı istememektedir. Tersine, yüksek kâr payı ödeyen bir şirket daha düşük bir değere sahip olmamalıdır. Çünkü bu şirketin yatırımcıları kâr payı tercih eder. Teori, her bir kâr payı dağıtımında, yatırımcıların kâr payı politikalarına bakılmaksızın adil bir şekilde hisseleri fiyatlandırılabilmesi için yeterli yatırımcı bulunduğunu göstermektedir (Damodaran, 2015: 463).

Müşteri etkisini ölçmeye yönelik olarak statik ve dinamik model adı verilen iki model geliştirilmiştir. Statik müşteri modellerinin temel varsayımı, farklı grup veya müşterilerin farklı vergilendirilmesidir. Şirketler, her müşteri için vergileri en aza indiren hisse senedi teşviğine sahiptir. Dengede, ek vergi indiriminin olmaması piyasada hisse senedi fiyatlarının aynı olmasına neden olur. Başka bir ifadeyle, tüm şirketlerin hisse senetleri vergilendirilme açısından eşit işlem görür. Statik modellerde yatırımcıların sadece bir tek işlem yapmasına izin verilir. Çünkü yatırımcıların vergileri en aza indirmek (diğerlerini sabit tutmak) için varlıkları hakkında uzun vadeli bir karar vermeleri gerekir. Statik modeller, işlem maliyetleri aşırı yüksek olduğunda veya vergi ödemeleri sıfıra indirildiğinde uygundur. Diğer yandan, dinamik modellerin temel varsayımı, yatırımcıların zaman içinde işlem yapabilmeleri halinde vergi yükümlülüklerini daha da azaltabileceğidir. Bu modeller yatırımcıların kâr payı ödeyen hisse senetlerini, eski kâr payı ödeme gününden hemen önce satabileceklerini gösterir. Dinamik modellerde yatırımcıların risk, vergiler ve işlem maliyetleri dikkate alınarak farklı zamanlarda farklı pozisyonlar almasına izin verilmektedir (Allen ve Michalek, 1995: 803).

Yapılan çalışmalarda elde edilen kanıtlar aslında bir müşteri etkisi olduğunu göstermektedir. Müşteri etkisinin varlığı, bir kâr payı politikasının diğerinden daha iyi olduğu anlamına gelmez. Bununla birlikte, bu durum, yatırımcıların toplam bileşiminin şirketlerin

müşteri için sonuçlarını görmezden gelmesine izin verdiğini de kanıtlamaz (Brigham ve Ehrhardt, 2011: 568).

### **1.3.7. Yaşam Döngüsü Teorisi**

Mueller (1972) tarafından ortaya atılan Yaşam Döngüsü Teorisi, şirket içindeki temsil problemine odaklanarak, şirket yöneticilerinin hissedarların değerini maksimize edip etmediği, şirketin kendi iyiliği için büyümeye devam edip etmediği ve hissedarların menfaatlerine aykırı varlıklara yatırım yapıp yapılmadığı sorularına cevap bulmaya çalışır. Yaşam Döngüsü Teorisi'nin özünü bir şirketin gelecekte büyüme hızının ve kârlılığının düşmesi beklendiğinde kâr payı ödemesini başlatacağı oluşturur. Başka bir ifadeyle, kâr payı politikası bir şirketin yaşam döngüsünün bir fonksiyonudur (Baker ve Kapoor, 2015: 184). Bu durum, bir şirketin büyüme ve kârlılık beklentilerinin geliştiğine işaret etmek için pazara kâr payı ödeyeceğini öngören sinyal teorisine keskin bir tezatlık içerir (Bulan ve Subramanian, 2009: 201-202). Çünkü, Sinyal Teorisi gelecekteki büyümeyi işaret etmek için kâr payı ödemesinin gerçekleştiğini ileri sürerken, Yaşam Döngüsü Teorisi şirketin büyüme beklentilerinin artık mevcut olmaması nedeniyle kâr payı ödenmesi gerektiği gerçeğine dayanır (Hussain v.d., 2018: 46).

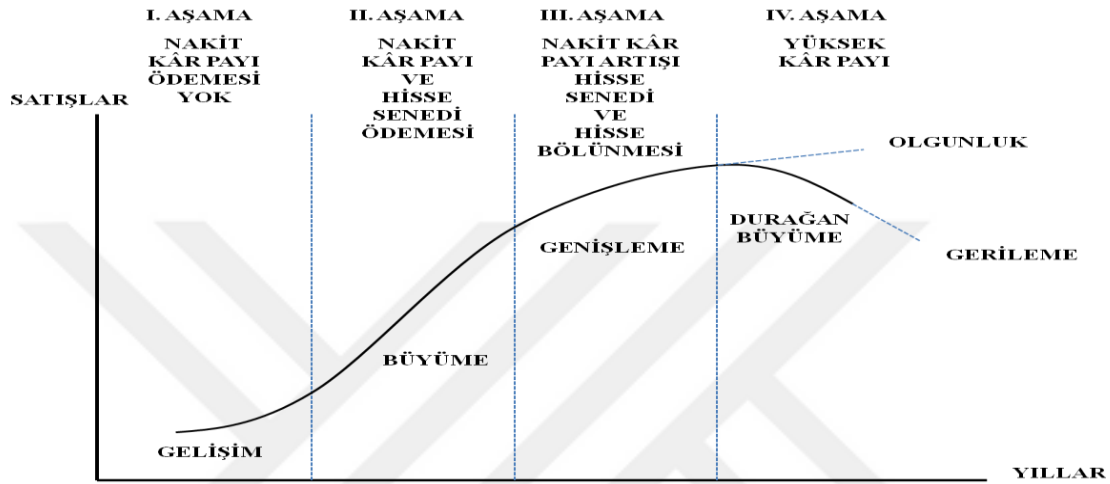
Mueller (1972), yeni kurulan genç şirketlerin daha fazla yatırım fırsatları olmasına rağmen içsel olarak üretilmiş olan nakdi kullanarak bütün finansman ihtiyaçlarını karşılayacak kadar bu yatırımların kârlı olmadığını ifade eder. Bu nedenle, dış kaynaklardan sermaye toplama yetenekleri kısıtlı olan yeni kurulmuş bu şirketler elde ettikleri kârı dağıtmayarak şirket içinde bırakırlar. Zaman içerisinde yeni kurulan genç şirket, belirli büyüme aşamasından sonra yaşam döngüsüne bağlı olarak olgunluk aşamasına ulaşır. Bir süre sonra, rakip şirketlerin yenilikleri benimsemesi, bu yenilikleri geliştirerek pazarda boy göstermesi, mevcut pazarların doymun hale gelmesi ve yeni pazarların bulunmasının zorlaşması şirketin büyümesini yavaşlatır. Bu durumda şirketin büyümeyi ve kârlılığı korumak için yeni fikirler üretmesi gerekir. Ancak, şirket bir kuruluş olarak büyüdükçe, bilgi işleme kabiliyeti kötüleşmekte ve yöneticinin risk alma teşvikleri ortalama olarak azalmaktadır. Dolayısıyla bu faktörler, büyük bir şirketin yeniliklerle büyümesinde bir takım sınırlamalar getirmektedir. Sonuç olarak şirket, mevcut faaliyetlerinden elde ettiği nakdi, kârlı yatırım fırsatlarına dönüştüremediği bir aşamaya gelir. Bu aşamada, hissedar değerini maksimize etme amacıyla olan şirket kazancını hissedarlarına dağıtmaya başlar. Sonunda, şirketin mevcut tüm operasyonları kârsız hale gelmenin eşiğindeyken, değeri maksimize eden

bir şirket tüm varlıklarını tasfiye eder ve gelirlerini hissedarlarına dağıtır. Değeri maksimize eden bir şirketin en uygun kâr payı ödeme politikası, hızlı büyüme aşamasında tüm kazancı elde tutmak ve vadedeki kazancın %100'ünü ödemektir. Olgun bir şirketin elde ettiği kazancı şirket içinde bırakmak yerine hissedarlara dağıtma derecesi, yöneticilerin menfaatlerinin hissedarlarının menfaatleriyle aynı olması halinde geçerlidir. Başka bir ifadeyle, şirket yöneticileri katı bir değer maksimize elde etme peşinde koşmadıklarında veya ekstra ve diğer ödülleri almak için şirketin büyüklüğünü artırma konusunda oldukça istekli olmadıklarında uygun bir kâr payı politikası belirlenir.

Kısaca özetlemek gerekirse Yaşam Döngüsü Teorisi, az sayıda büyüme fırsatına sahip büyük ve olgun şirketlerin yüksek serbest nakit akışına sahip olma eğiliminde olduklarını, bu nedenle, bol miktarda büyüme fırsatı olan küçük ve genç şirketlerden daha yüksek kâr payı ödeme eğiliminde olduklarını ifade eder.

Kâr paylarını etkileyen ana faktörlerden biri, satışların kurumsal büyüme hızı iken, diğeri varlıkların geri dönüş hızıdır. Şirketin yaşam döngüsü ve her aşamada bulunması muhtemel kâr payı politikası Şekil 1.3'de gösterilmiştir. Gelişimin ilk aşamalarında küçük bir şirket (birinci aşama) kâr payı ödemesi yapmaz. Şirket, yeni üretim varlıklarına yeniden yatırım yapmak için tüm kârlara (varsa) ihtiyaç duyar. Pazarda başarılı olan şirketin mallarına olan talep artacağından satışların, kârların ve varlıkların artmasına bağlı olarak şirket ikinci aşamaya geçer. Bu aşamada, satış ve varlık iadeleri hızlı bir şekilde artar ve kârlar yeniden yeni yatırımlara yatırılır. İkinci aşamanın başında, kâr payı ödemesi hisse senetleri (ek hisselerin dağıtımı) şeklinde yapılabilir. İkinci aşamanın ikinci bölümünde, yatırımcılara şirketin kârlı olduğunu bildirmek için düşük nakit kâr payı ödemeleri başlatılabilir. Büyüme döneminin ardından şirket üçüncü aşamaya geçer. Bu aşamada satışlar azalan bir hızla artar. Ancak, yatırımlardan beklenen getiri rekabetin yoğunlaşması ve diğer şirketlerin pazara girme girişimlerinin artmasıyla birlikte düşmeye başlar. Bu dönemde şirketin, varlık büyümesi yavaşladığından ve dış fonların elde edilmesi daha uygun hale geldiğinden, nakit kâr payı ödemelerinde artış olur. Genişleme aşamasında kâr payı ödemesinin hisse senedi ve hisse bölünmeleri şeklinde yapılması yaygındır. Kâr payı ödeme oranı kazancın %5 ile %15 gibi düşük bir seviyeden, %20 ile %30 seviyelerine kadar yükselir. Son olarak, olgunluk olarak ifade edilen dördüncü aşamada, ekonomideki büyümeye paralel olarak şirket istikrarlı satış büyüme oranını sürdürür. Şirketin aktif getirisi, risk primleri hesaba katıldığında sektör ve ekonomi ile uyumludur. Ancak, şirketler yıllar içinde ürün yeniliği ve çeşitliliği

gerçekleştiremezlerse daha düşük satış oranlarına sahip olabilirler. Dördüncü aşama, gerileme yerine olgunluk sayıldığında, kâr payı ödeme oranı kârın %35 ile %40'ı arasında değişebilir. Bu yüzdeler, işletme ve finansal kaldıraç gibi şirketin içsel özelliklerine, faaliyet döngüsü boyunca satışların ve kazançların oynaklığına bağlı olarak sektörden sektöre farklılık gösterir (Block v.d., 2011: 564-565).



Şekil 1.3. Şirketin Yaşam Döngüsü ve Kâr Payı Politikası Aşamaları

Kaynak: (Block v.d., 2011: 565)

Literatürde Yaşam Döngüsü Teorisini test etmek amacıyla hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde birçok çalışma mevcuttur. Fama ve French (2001), DeAngelo v.d. (2006), Bulan v.d. (2007), Denis ve Osobov (2008), Coulton ve Ruddock (2009), Çelik (2013), Budiarmo (2017) ile Al-Najjar ve Kılınçarslan (2018) çalışmalarında Yaşam Döngüsü Teorisi'ni destekleyici sonuçlar elde ederken, Ishikawa (2011) çalışmasında Yaşam Döngüsü Teorisi'ne destek bulamamıştır.

### 1.3.8. Davranışsal Finans Teorisi

Kâr Payı İlgisizliği Teorisi, yatırımcıların rasyonel olduklarını ve daha az varlığı daha çok varlığa tercih edeceklerini varsaymasına rağmen araştırmalar, yatırımcıların her zaman rasyonel davranmadıklarını göstermektedir (Baker v.d., 2002: 245). Çünkü duygular, bireylerin temel düşünceleri ile ilgili irrasyonel inançlarını ve beklentilerini temsil eder. Dolayısıyla, bireysel yatırım kararlarının alınmasında duygusal davranışlar fiyatları etkilediğinden, temel düşünceler ile fiyatlar arasındaki boşluğu daha da genişletir. Davranışsal



yaklaşım, psikolojik faktörlerin karar alma sürecindeki rolünü vurgu yapması nedeniyle rasyonel düşünceden ayrılır (Trabelsi v.d., 2018: 103-104).

Yatırımcı davranışı büyük ölçüde toplumsal normlar ve tutumlardan da etkilenir. Sıradan yatırımcılar öznel bir yargılama ve nesnel kanıt duygusu eksikliği nedeniyle belirsizlikle karşı karşıya kalırlar. Sosyal baskılar, hissedarlar üzerinde mantıklı bir şekilde açıklanamayan yargılar oluşturur ve bu yargılar ekonomik karar alma davranışlarında hatalara yol açar. Yargılamadaki bu hatalar, rasyonel yatırım faaliyetinde gecikme oluşturmaya da sonuçta hata olarak nitelendirilir. Diğer yandan, toplumsal yatırımcı psikolojisi de piyasa faaliyetlerini derinden etkiler. Şirketlerin kâr payı politikaları, kurumsal evrimin sosyo ekonomik yansıması olarak görülebilir. Kâr payı politikasının rasyonel davranış varsayımı altında açıklanması, hissedarların servet maksimizasyonunu gerçekleştirme amacıyla tutarsızdır. Dolayısıyla, sosyo ekonomik davranış paradigmasının ekonomik modellere eklenme zorunluluğu, davranışsal finansı ortaya çıkarmıştır (Frankfurter ve Wood, 2002: 115-116).

Davranış temelli birçok teori, yatırımcıların neden kâr payı ödemelerini çekici bulduklarını açıklamaya çalışır. Çünkü farklı davranışsal unsurları yansıtan öz kontrol, zihinsel muhasebe, hedonik düzenleme, pişmanlık, gelir ve emeklilik durumu gibi çeşitli demografik faktörler yatırımcıların kâr payı tercihini etkileyebilir (Baker ve Weigand, 2015: 136).

Davranışsal finans, duygusal süreçlerin karar verme sürecini ne ölçüde etkilediğini ve yatırımcı karar sürecinin anlaşılmasını açıklamaya ve iyileştirmeye çalışır. Temel olarak, davranışsal finans, insani bakış açısıyla hangi yatırımın niçin ve nasıl finanse edileceğini açıklamaya çalışır. Örneğin, davranışsal finans finansal piyasaları inceler ve aynı zamanda birçok borsa anomalisini, spekülasyon piyasası balonlarını ve çöktüklerini açıklar. Davranışsal finansın gerçek tanımı ve geçerliliği üzerine birçok tartışma olsa da bireylerin, grupların ve kuruluşların finansal karar alma sürecini etkileyen psikolojik ve sosyolojik faktörlerin araştırılması olarak tanımlanması yapılabilir (Ricciardi ve Simon, 2000: 2).

Davranışsal finans; etkin piyasalar hipotezine karşı psikoloji ve sosyolojiye de içinde barındıran sosyal bilimler alanında yeni bir araştırma konusudur. Davranışsal finans zihin, istek, ön yargı, tercih ve tecrübeyi ele alarak yatırımcılar ile yöneticilerin davranışlarını doğrudan veya dolaylı olarak açıklamaya çalışır. Geleneksel finans odak noktasında olmakla

birlikte psikoloji ve sosyolojinin davranışsal yönü davranışsal finansın önemli bileşenleridir. Davranışsal finans, geleneksel finanstaki “rasyonel insan” varsayımı yerine “normal insan” varsayımını ortaya koymaktadır (Bulut ve Er, 2018: 34-35).

Hersh M. Shefrin ve Meir Statman 1984 yılında yayımladıkları seminal makalelerinde, bazı yatırımcıların neden kâr payı ödemesi almak istediklerini açıklamak için davranışsal bir çerçeve sunar. Teorinin çerçevesini, Richard H. Thaler ve Hersh M. Shefrin tarafından 1981 yılında yayımlanan makalede ortaya atılan Öz Kontrol Teorisi ile Daniel Kahneman ve Amos Tversky tarafından 1979 yılında yayımlanan makalede tarif edilen Beklenti Teorisi’ne dayandırırılar (Baker v.d. 2011: 247).

Öz Kontrol Teorisi’nin özünü, zaman içinde aynı noktada bir arada bulunan benliğin çatışan alt bölümlere ayrılması oluşturur. Böylece birey, kendini bir planlayıcıya (zamanın tüm anlarında ortaktır) ve birçok uygulayıcıya (zamanın her dakikasında bir tane) ayırır ve planlamacının uygulayıcının kararları üzerinde kurallar koymasına izin verir. Bu kurallar dışarıdan empoze edilebileceği gibi kendiliğinden gelişerek alışkanlık haline de gelebilir (Benabou ve Pycia, 2002: 422; Canova v.d., 2005: 23).

Kahneman ve Tversky tarafından geliştirilen ve 1979 yılında *Econometrica*’da yayımlanan çalışma, finansın önemli kavramlarından olan risk ve getiri kavramını psikoloji ile ilişkisini açıklamaya çalışır. Kahneman ve Tversky çalışmalarını Beklenti Teorisi ve sezgisel tarama-önyargı olmak üzere iki yönde geliştirmişlerdir. Beklenti Teorisi, insanların riskli veya risksiz durumlar ile karşılaştıklarında nasıl karar verdiğini, sezgisel tarama ve önyargılar ise diğerlerinin yanı sıra insanların riski nasıl değerlendirdiğini açıklamaya çalışır. Beklenti Teorisi portföy seçiminde davranışsal yaklaşımlar için, sezgisel tarama ve önyargılar varlık değerlemesine yönelik davranışsal bir yaklaşım için psikolojik temel sağlar (Shefrin ve Statman, 2003: 54). Başka bir ifade ile Beklenti Teorisi, rasyonel tercihlerden sapmaları ortaya koyar. Teori, bireylerin belirsizlik ve risk durumlarında nasıl karar aldıklarını açıklar. Bireylerin risk altında irrasyonel kararlar alabileceğini ileri sürer. Bireylerin ruh halinin, riskten kaçınma eğiliminin kazanma isteklerinden daha üstün olmasıyla değişebileceğini, bu nedenle, rasyonel davranış sergilenemediğini açıklar. Bireylerin önyargı, inanç, sezgi, biliş ve duygusallık gibi çeşitli psikolojik eğilimleri rasyonel karar almayı engelleyebilir (Aydın ve Ağan, 2016: 96).

Beklenti Teorisi, pişmanlık üzerine inşa edilmesine rağmen Daniel Kahneman ve Amos Tversky (1982) yılında yayımladıkları makalede kâr ve zarar üzerine odaklanarak teoriyi değiştirmişler, ancak, psikolojik bir kavram olarak pişmanlığın önemini vurgulamaya devam etmişlerdir. Pişmanlık, bir karar verirken yaşanan ve daha sonra farklı bir kararın daha iyi olacağını ortaya çıkaran bir duygudur. Teori, yaşanan pişmanlık miktarının, bir kişinin makul bir şekilde hayal edebileceğinden farklı bir karar vermesine bağlı olduğunu ileri sürmektedir. Bir kişinin, kendisi için olağan davranış biçiminden uzaklaştığında ve kararın kötü olduğu ortaya çıktığında, pişmanlığın büyük olduğunu vurgulamaktadır. Bununla birlikte, bir kişi normal davranışı takip ettiğinde ve sonuç olumsuz olduğunda, pişmanlık sıfır değilse önemsiz olacaktır. Bu özelliğin gerekçesi, bir kişinin başka bir kararı makul hale getirememesi gerçeğinde yatmaktadır. (Shefrin, 2009:191).

Shefrin ve Statman'ın Öz Kontrol Teorisi'ne göre, kâr payının sermaye kazancına tercih edilmesinin nedeni kişilerin öz denetim eksikliğinden kaynaklanmaktadır. İrade eksikliği olan kişiler alışkanlıklarından kurtulmak için kurumsal destek arayışı içine girerler. Örneğin alkol bağımlısı olan bir kişi, bu alışkanlığından kurtulmak için değişik sağlık kuruluşlarına başvurur ve buralara önemli paralar öder. Dolayısıyla, anlık memnuniyete karşı uzun vadeli servet isteyen bir bireyin, yatırım yaptığı sermayeden tüketimi yasaklayan bir kural koyabileceğini öne sürer. Bu düşünce biçimi, yatırımcıların kendilerini çok fazla tüketimden alıkoyma isteklerine dayanmaktadır. Kişiler mevcut tüketimlerinin finansmanını hisse senetlerini satarak değil kâr payı geliri ile finanse edeceklerdir. Kâr payı gelirin tüketilmesi halinde, ihtiyaç duyulan irade gücü azalacağından irade zayıflığından kaynaklanan potansiyel hasar da azalacaktır. Pişmanlık modeli ise, tüketim amacıyla elinde bulunan hisse senetlerini satan bir kişinin daha sonra hisse senetlerinin fiyatının yükselmesi durumunda ciddi bir pişmanlık duyacağını ve pişmanlığı en aza indirmek için hisse senedi satışı yapmayıp kâr payı gelirine odaklanacağını ileri sürmektedir. Bu nedenle, kâr payı elde etmek ile hisse senedi satımı yoluyla nakit elde etme birbirinin ikamesi olamaz. Ayrıca model, düşük ve yüksek kâr payı ödeme rasyolarını tercih eden yatırımcıların demografik özelliklerinin birbirinden farklı olduğunu iddia eder. Örneğin, emekliler günlük harcamalarını finanse etmeye yardımcı olacak yüksek ve istikrarlı kâr payı tercih ederek yüksek kâr payı ödeme rasyosuna sahip şirketleri seçerler. Bu kişiler yüksek kâr payı elde ederek, ellerindeki hisseleri nakde dönüştürerek ihtiyaçları olan nakit akımını sağlamanın maliyetinden ve zahmetinden kaçınmaya çalışırlar. Teori, Eldeki Kuş Teorisi ile benzerlikler gösterse de, Eldeki Kuş Teorisi gelecekteki kâr payı ödemelerinin belirsizliğine, Shefrin ve Statman'ın Öz

Kontrol Teorisi ise sermaye kazancı yerine, kâr payı gelirlerini tüketmeyi tercih eden yatırımcılara dayanmaktadır (Kargın, 2006: 71-72; Gürsoy, 2007: 618-619; Kuzucu, (2015a): 64).

Shefrin ve Thaler 1988 yılında yayımladıkları makalede, insan beyninin farklı alt sistemlerinde yer alan planlama alt bileşeni ile eylem bileşeni arasında uzun vadeli tercihler arasında bir çatışma olduğunu öne sürerek bunu davranışsal bir Yaşam Döngüsü Modeli'yle açıklamaya çalışırlar. Aileler, zihinsel muhasebe olarak ifade edilen psikolojik bir yapıya dayanarak karşılaştıkları cazibe sayısını kontrol etmeye çalışırlar. Hanehalkları, tasarruf ve yatırımlarla ilgili öz kontrol sorunlarını çözmek için psikolojik hesapları olumlu kullanırlar. Bu bakımdan hanehalkı servetlerini zihinsel hesaplara bölerler. Tüketim, serbest zaman ve portföy kompozisyon seçeneklerini seçerken zihinsel temelli ampirik kuralları veya sezgisel bilgileri kullanırlar. Yaşam Döngüsü Modeli mevcut gelir, likit varlıklar, özkaynak ve gelecekteki gelir ile ilişkili dört tür zihinsel hesabı tanımlar. Her noktada hanehalkı, zihninin bileşenlerini zihinsel olarak her biri kendi zihinsel hesabında dört gruba ayırır. Hanehalkı işgücü gelirini ve kâr payını cari gelir hesabına, stokları ve diğer menkul kıymetleri likit varlık hesabına, emek, emeklilik yatırım planları ve sosyal güvenlik nakit akışlarını gelecekteki gelir zihinsel hesabına koyarlar. Yaşam Döngüsü Modeli; mevcut gelir, likit varlıklar, özkaynak ve gelecekteki kazançlar olmak üzere finansal hiyerarşi düzenine sahiptir ve normal şartlar altında, bir hanehalkının yalnızca cari bir gelir hesabından tüketimi finanse edebilmesini olanak sağlar. İstisnai durumlarda, cari gelir hesabının maliyeti, tüketim ihtiyaçlarını karşılamak için çok düşük olduğunda, hanehalkı diğer akıl sağlığı hesaplarına erişebilir. Bu durumda, önce likit varlık hesabına erişmeli, ancak, diğer hesaplara likit varlık hesabının değeri çok küçükse erişmelidir. Bireylerin tasarruf eğilimi, yaşam döngüsünün erken evrelerinde daha yüksektir. Dolayısıyla, yaşam döngüsünün ilk aşamalarında (ceteris paribus) bireyler sermaye kazancı biçiminde serveti tercih ederler. Emekli olduktan sonra insanlar emek gelirini kaybettiklerinden harcamalarını karşılamak için daha az tasarruf etseler bile birikimlerini tüketmekte isteksiz davranırlar. Kâr payı geliri de dahil olmak üzere mevcut gelirle doğrudan ilişkili olan servetten tüketimi finanse etmenin marjinal eğilimi yüksektir. Marjinal tasarruf eğilimi yaş, gelir ve emeklilik durumu ile ilişkilidir. Yaşlı ve emekli bireyler ile marjinal tasarruf eğilimi arasında pozitif bir ilişki vardır. Yaşlı bireyler kâr payı gelirini tüketmeyi tercih ettiklerinden kâr payı talepleri gençlerden daha yüksektir. Bununla birlikte, bu ilişkinin gücü emeklilik yaşına ulaşmamış genç haneler için daha zayıftır. Her yaş için, kâr

payı geliri ve tüketim arasındaki ilişki gelire azalır. Küçük ve yüksek gelirli haneler için tüketim ve kâr payları birbiriyle ilişkili değildir (Shefrin, 2009: 183-188).

Merton Howard Miller 1986 yılında yayımladığı makalesinde, kâr payı politikasını açıklamak için davranış unsurlarının kullanılmasının doğal olduğu, diğer ekonomik modellerden daha kötü olmadığı, kâr payı politikasında verilerin yanlış analiz edilmesi, modelin yanlış yorumlanması ve gerçekçi olmayan varsayımlar içermesi nedeniyle birçok anormalliğin olduğu ileri sürülmüştür. Bu nedenle, kâr payı politikalarını açıklayan modellerin yeniden yapılandırılması gerektiğini vurgulamıştır. Ayrıca, davranış unsurları kâr payı kararlarını etkilediği ölçüde, sonuçlar sadece mütevazı hisselerle doğrudan yatırım yapan bireysel yatırımcılar için önemli olacaktır. Diğer yandan, William T. Waller 1989 yılında yayımladıkları makalelerinde ekonomik düşüncede alışkanlık (yansıtıcı olmayan davranışlar) kavramı incelenmiş, rutin ve devamlılık arz eden alışkanlıklar arasında ayırım yapmanın ve alışılmış davranışların toplumsallaştırılmış yönlerini vurgulamanın kurumsal politikaları analiz etmek için yararlı bir ek araç sağlayabileceğini ileri sürmüşlerdir. Çünkü, şirketlerin alışkanlıklarından kolay vazgeçememeleri nedeniyle hala kâr payı ödemesi gerçekleştirmeye devam ettirmeye çalıştıkları ifade edilmiştir (Baker v.d., 2002: 246).

İşlem maliyetlerinde olduğu gibi, öz kontrol toplu bir pozitif kâr payı politikasını açıklayabilirken, bireysel bir şirket için uygun olacak kâr payı politikasını açıklayamaz. Yani, dengede, şirketler kâr payı politikalarını, ödenen marjinal kâr payı seviyesine kayıtsız kalacak şekilde ayarlayacaktır. Bu nedenle, ne işlem maliyetleri ne de davranışsal açıklamalar kâr payı artışına olumlu fiyat cevabını veya kâr payı düşüşünde negatif fiyat cevabını açıklayamaz. Her iki açıklama büyük ölçüde bireysel yatırımcıların piyasa fiyatları üzerindeki etkisine bağlıdır. Önemli işlem maliyetleri (işlem maliyeti geçmişi) ile birlikte sürekli nakit akışı ihtiyacı, küçük perakende yatırımcıları tanımlamak için yeterlidir, ancak, bu argüman kurumsal yatırımcılar için uygun olmayabilir. Benzer şekilde, şirketlerin niçin kâr payı ödediğinin bir açıklaması olarak öz kontrol, bireysel yatırımcıların baskın pazar gücü olduğunda daha ikna edicidir. Bu açıklamaların doğrudan bir sonucu, bireysel yatırımcıların pazardaki payının azalmasıyla (son yirmi yılda yaşadığımız gibi) şirketler tarafından ödenen kâr payı büyüklüğünün azalması gerektiğidir. Ancak, yapılan araştırmalar, kâr payı ödeme miktarlarının zaman içerisinde azalmadığını gösterdiğinden, bu durum, öz kontrol ve işlem maliyetleri açıklamalarıyla tutarlı değildir (Allen ve Michaely, 1995: 830).

### 1.3.9. Aktarma Teorisi

Kâr payı ödemelerinin düşmesine ilişkin alternatif bir açıklama Baker ve Wurgler tarafından 2004 yılında yayımlanan makalede Aktarma Teorisi adı altında yapılmıştır. Yazarlar, şirketlerin kâr payı ödemeleri tutarındaki değişikliklerin aktarma teşvikleri dedikleri şeyle açıklanabileceğini, yani pazarın kâr payı ödeyen hisse senetlerinin bir ölçüsü olduğunu belirtmişlerdir. Başka bir ifade ile Aktarma Teorisi, şirketlerin toplamda nasıl kâr payı belirlediklerini ve bireysel şirketlerde kâr payı ödemesinin neden daha az olduğunu açıklamaya çalışır. Çünkü yatırımcıların tercihleri zaman içerisinde değişmektedir ve yöneticiler bu değişiklikleri yakından takip ederek yatırımcı tercihlerini karşılamak zorundadır. Örneğin, ekonominin genişlediği ve borsaların yükseldiği dönemlerde sermaye kazancı beklentilerinin artmasına paralel olarak yatırımcılar hisse senetlerine daha fazla ilgi gösterebilirken, ekonominin durgun olduğu ve borsanın düştüğü dönemlerde ise kâr payı güvenliğini tercih edebilirler. Dolayısıyla, yöneticiler kâr payı politikasını belirlerken sadece iç yatırımcıların değil aynı zamanda dış yatırımcıların kâr payları hakkında ne düşündüklerini bilmek zorundadırlar (Neves v.d., 2006: 2; Gitman ve Zutter, 2012 : 576-577; Damodaran, 2015: 467).

Baker ve Wurgler (2004a) seminal makalelerinde, Miller ve Modigliani'nin pazar etkinliği varsayımına odaklanarak bu varsayımı rahatlatan ve kâr payı ödemelerine farklı bir bakış açısı getiren teoriyi ortaya atmışlardır. Teori, yatırımcıların sadece psikolojik veya kurumsal nedenlerden dolayı bilinçsizce kâr payı ödemesi yapan hisse senetlerine zamana göre değişen talepleri olduğunu, arbitrajın, bu talebin, kâr payı dağıtımını yapan veya yapmayanların fiyatlarını ayırmasını engelleyemediğini, yöneticilerin yatırımcı talebini dikkate alarak rasyonel bir davranış sergilediklerini ifade eden üç temel bileşen üzerine kuruludur. Yatırımcı kâr payı talebinin sezgiler tarafından yönlendirilme olasılığına önem veren Aktarma Teorisi'ne göre, kâr payı ödeme eğilimi hisse senedi fiyatlarındaki kâr payı primi (veya bazen iskonto) seviyesine bağlıdır. Kâr payı primi, kâr payı ödemesi yapan ve yapmayan şirketlerin ortalama piyasa değeri/defter değeri (pd/dd) arasındaki fark olarak tanımlanmıştır. Teoriye göre, kâr payı ödeme primi yüksek olduğunda, yatırımcılar kâr payı ödemesi de dahil olmak üzere güvenliği göze çarpan özellikler sergileyen şirketleri, düşük olduğunda ise maksimum sermaye kazancı kazandırma potansiyeli olan şirketleri tercih ederler. Özetle teori, yatırımcıların kâr payı tercihlerinin zaman içinde değiştiğini ve şirketlerin kâr payı politikasının yatırımcıların kâr payı tercihleri tarafından yönlendirildiğini

ifade eder. Eğer yatırımcılar kâr payı ödemesi yapan şirketleri farklı bir yere koyarak hisselerine daha yüksek değer biçerlerse, yöneticiler kâr payını dağıtma eğiliminde olacaklardır. Ayrıca, teori, kâr paylarının değeri paylaşmak için oldukça önemli olduğunu, ancak, zamana göre farklılıklar gösterdiğini ifade eder.

Son yıllarda kâr payı ödemesi yapan şirket sayısının ciddi oranda düşmesi nedeniyle şirketlerin belirli bir yatırımcı grubuna hizmet etmediği iddia edilmektedir. Bu nedenle, Aktarma Teorisi'nin şirketlerin kâr payı politikasını tam olarak açıklamadığına dair ciddi eleştiriler yapılmaktadır. Özellikle, azınlık hissedarları için yeterli yasal korumaya sahip ülkelerde, hissedarlar, yüksek büyüme fırsatlarına sahip olan şirketlerin kâr paylarını talep etmeyerek iç finansman kaynağı olarak kullanılmasına izin verebilmektedir. Ayrıca, vergi politikaları da yatırımcı tercihini etkileyebilmektedir. Özellikle, Amerika Birleşik Devletleri'nin (ABD) vergi politikası, sermaye kazancını kâr payı gelirin'e göre daha düşük oranlarda vergiye tabi tutması, yatırımcıların sermaye kazancını tercih etmelerine neden olmaktadır. Dolayısıyla, bu vergi politikası, diğer ülkelerle olan vergi politikaları ve ABD ile diğer ülkeler arasındaki ticaret anlaşmalarıyla birleştiğinde vergi ticaretine yol açmaktadır. ABD'li yatırımcılar stopaj vergisi için vergi indirimi alabilirken, vergi indirimi başvurusu ile ilgili belirli maliyetler de söz konusu olabilmektedir. Bu durumda, özellikle vergiden muaf yatırımcılar bu vergi indirimlerinden yararlanamazlar. Yüksek büyüme fırsatlarına rağmen, iç pazardaki durumun bozulması ve ülkedeki azınlık yatırımcılarının korunmaması ve hissedarlara olumlu tutum gösterilmesini artırmak için şirketi kâr payını artırmaya zorlayabilir. Dolayısıyla, ABD piyasaları için geçerli olan bu teori diğer ülkelerde geçerli olmayabilir (Perretti v.d., 2013: 1158).

Tüm eleştirilere rağmen finansal literatürde kâr payı politikası üzerinde kâr payı priminin etkisinin ölçüldüğü araştırmalar mevcuttur. Bu çalışmalarda; kâr payı priminin kâr payı dağıtımında etkili olduğunu ileri sürenler olduğu gibi, etkili olmadığını ileri sürenlerde bulunmaktadır. Bu çalışmalardan bazıları aşağıda verilmiştir.

Baker ve Wurgler (2004b) çalışmalarında, Fama ve French'in metodolojisini kullanarak ABD şirketlerinin 1963 ve 2000 yılları arasındaki dört ayrı kâr payı ödeme eğilimini tanımlayarak kâr payı priminin, 1977 yılı sonrası dönemde kâr payı dağıtım eğilimindeki düşüşün büyük bir kısmını açıkladığını ifade etmişlerdir.

Li ve Lie (2006) çalışmalarında, Aktarma Teorisi'ni 1963 ile 2000 yıllarını kapsayacak şekilde genişletmiş ve kâr paylarının değiştirilmesi kararının kâr payı primine bağlı olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Ferris v.d. (2006) çalışmalarında, kâr payı ödemesi yapan şirket sayısındaki düşüşün yalnızca bir ABD olgusu mu yoksa küresel bir eğilimin bir parçası mı olduğunu incelemişlerdir. Şirket büyüklüğünü ve kârlılığını kontrol ettikten sonra, 1998–2002 alt şartına göre İngiltere'de kâr payı ödeme eğiliminde bir azalma olduğunu ve buna büyük olasılıkla aktarma teşviklerindeki bir değişikliğin neden olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Hoberg ve Prabhala (2009) çalışmalarında, şirketlerin 1963 ile 2004 yıllarına ait kâr payı dağıtım kararlarını analiz etmişler ve hem kaybolan kâr payı yapbozunun hem de Aktarma Teorisi ile ilgili kanıtların kesin bir risk ile açıklanabileceğini savunmuşlardır. Riskin kâr payı ödeme eğiliminde önemli bir belirleyici olduğunu ve riskteki değişikliklerin Fama ve French tarafından belgelenen kaybolan kâr payı ödemelerinin üçte birini açıklayabileceğini ifade etmişlerdir. Ayrıca, kâr payı priminin, riskin kontrol edilmesinden sonra kâr paylarını elimine etmesinin ana nedeni olmadığına dair kanıtlar sunmuşlardır.

Konieczka ve Szyszka (2013) çalışmalarında, ABD piyasasında düşük sermayeli veya kârlılığa sahip kâr payı ödemesi yapan şirketlerin oranında sistematik bir düşüş olduğunu ve kâr paylarının değiştirilmesi kararının kâr payı primine bağlı olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Kim ve Seo (2014) çalışmalarında, Kore Borsası'nda listelenen bilgi teknolojisi şirketlerinin kâr payı politikalarını etkileyen faktörleri logit regresyon modeli kullanarak analiz etmiş, kâr paylarının değiştirilmesi kararının kâr payı priminden ziyade azalan kârların etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir.

Riyanti ve Yulianto (2018) çalışmalarında Endonezya Borsası'na kayıtlı 527 şirketin 2007-2016 yıllarına ait verilerini ele alarak yatırımcıların şirketlerden kâr payı talep etmesi halinde şirketlerin kâr payı ödeme ihtimalini incelemişlerdir. Elde ettikleri bulgulara göre; kâr payı primi ile kâr payı ödeme kararının pozitif bir korelasyon gösterdiğini, buna bağlı olarak yatırımcıların kâr payı taleplerinin kâr payı primine bağlı olduğunu tespit etmişlerdir.

Baker v.d. (2019) çalışmalarında, Sri Lanka Borsası'na kayıtlı 190 şirket yöneticisine anket göndermişler ve geri dönüş olan 141 adet anket verisini kullanarak kâr payı



politikalarını tespit etmeye çalışmışlardır. Elde ettikleri bulgulara göre; şirketlerin kâr payı politikası kararlarında kâr payı priminin etkili olduğunu tespit etmişlerdir.

Budiarso v.d. (2019) çalışmalarında, Endonezya Menkul Kıymetler Borsası'nda (MKB) listelenen 212 şirketin 2010-2016 yılları arasındaki verilerini incelemiş ve kâr payı priminin kâr payı ödemesi üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna varmışlardır.

### **1.3.10. Artık Fonlar Teorisi**

Artık Kâr Payı Teorisi, şirketlerin düşük kâr payı ödemelerinin şirket değeri üzerinde olumlu etkisi olduğunu ileri sürer. Bu görüşe göre, gerçek dünyada kâr payı politikaları, yatırım fırsatları ve finansmanından etkilenir. Kâr Payı İlgisizliği Teorisi mükemmel sermaye piyasalarında işlem maliyetlerinin olmadığını varsayar. Ancak, uygulamada hisse senedi ihracı maliyetli bir işlem olmakta ve bazen ihraç maliyeti yatırım maliyetinden fazla olabilmektedir. Maliyetlerde meydana gelen bu farklılıklar, şirketlerin finansman yönteminin belirlenmesinde etkili olabilmektedir. Eğer dış finansman maliyeti iç finansman maliyetinden fazla olursa şirketler iç finansman yöntemini seçerler (Korgun, 1999: 15).

Artık Kâr Payı Teorisi şirketin iç sermaye ihtiyacına odaklanır. Artık kâr payı kavramı, elde tutulan kazançların maliyet etkinliğinin şirketler tarafından kabul edildiğini ve kâr payı ödemesi gerçekleştirilmeden önce tüm uygulanabilir projelerin özkaynak bölümünün kazançlarla finanse edilmesi gerektiğini ifade eder. Başka bir deyişle, kâr payı artık olarak değerlendirilmeli, şirketin tüm yatırım ihtiyaçlarını finanse etmek için yeterli iç fon ve ilgili krediler varsa dağıtılmalıdır. Kalan her şey kâr payı olarak ödenir. Artık kavramı, kâr payının bu artık durumundan gelir. Bu yaklaşımın argümanı, şirketin etkili bir şekilde rekabet etmesi için gereken paraya sahip olduğundan, emin olmanın sağlam bir yönetim şekli olduğudur. Kâr paylarının bu görüşü, yatırımcıların gerekli getirilerinin, şirketin kâr payı politikasından etkilenmediğini ve bunun sonucunda kâr payı politikasının, şirket değerini etkilemediğini ifade eder. (Higgins, 1972: 1529; Lasher, 2008: 605; Gitman ve Zutter, 2012: 572).

Bir şirketin artık kâr payı dağıtım kararını alması için aşağıdaki adımları uygulaması gerekir (Keown v.d., 2005: 614):

1. Gelecekteki yatırımların finansmanı için uygun borç rasyosu oluşturulmalıdır.
2. Bugünkü değeri pozitif olan yatırımlar kabul edilmelidir.

3. Yeni yatırımların finansmanı öncelikli olarak iç finansmanla karşılanmalı, yatırımların finansmanında iç kaynaklar yetersiz kalırsa hisse senedi ihraç yoluna gidilmelidir.

4. Yatırımlar finanse edildikten sonra, şirketin elinde fazladan kaynak kalmış ise bu kaynak kâr payı olarak dağıtılmalıdır.

Şirketler, elde edilen kazançları, projelerinin finansmanının temel kaynağı olarak görürler. Dolayısıyla, şirketler kâr payı ödemelerini finansman değerlendirmesinin bir parçası olarak artık ödeme olarak kabul ederler. Şirket finansman ihtiyaçlarını karşıladıktan sonra, herhangi bir serbest bakiye kalırsa, bu tutarı hissedarlara kâr payı ödemesi olarak dağıtılabılır. Eğer şirketin elinde fon kalmadıysa, kâr payı ödemesi yapılmaz. Böyle bir durumda, ortaya çıkan kâr payı politikası kesinlikle bir finansman kararıdır. Kâr payı politikası finansman kararı olarak değerlendirildiğinde, nakit kâr payı ödemesi pasif bir bakiye haline gelir. Kâr payı geliri, şirkete sunulan yatırım fırsatlarının miktarındaki dalgalanmalara paralel olarak dönemden döneme dalgalanma gösterir. Eğer şirketin yatırım fırsatları bolsa kâr payı ödeme yüzdesi sıfır olur. Öte yandan, şirket kârlı yatırım fırsatları bulamazsa, kâr payı ödeme oranı bir olur. Bu iki uç nokta arasındaki durumlarda, kâr payı ödeme oranı sıfır ile bir arasında bir değer alır. Ancak, Artık Kâr Payı Teorisi, yatırımcı fırsatlarındaki dalgalanmalara paralel olarak, kâr paylarının dönemden döneme dalgalanması gerektiği anlamına gelmez. Örneğin bir şirket, cari açığını tahmin ederek, fazla yıllar içinde bazı fonlar biriktirerek fiili ödemeleri kolaylaştırabilir (Van Horne, 2002: 310; Muneer ve Butt, 2013: 385-386).

Yatırım fırsatlarının kabul edilebilirliği ile ilgili olarak, şirketin yeni projelerin marjinal getirisinin sermayenin maliyetine eşit olduğu noktaya kadar yeni projelerde yatırım kazançlarını elinde tutacağı söylenebilir. Bu nedenle, şirketin yatırım amaçlı kullanması için elde tutulan kazanç tutarı, mevcut yatırım fırsatlarından beklenen getiriye bağlı olacaktır. Mevcut yatırım fırsatlarından beklenen getiriler, şirketin marjinal sermaye maliyetinden daha yüksekse, şirket bu yatırımların çoğunu finansal kabiliyetince üstlenecek ve böylece hissedarlara kâr payı ödemesi gerçekleştirmeyecektir. Buna karşılık, beklenen getiriler şirketin marjinal sermaye maliyetinden düşükse, şirket yatırım fırsatlarını kabul etmeyecek ve kazançlar tamamen kâr payı yoluyla dağıtılacaktır (Banerjee, 2015: 252).

Kurumsal kaynak kullanımının verimliliğini optimize etmek için artık bir nakit kâr payı politikası lehine güçlü kanıtlar olmasına rağmen araştırmalar, şirketlerin genellikle artık

kâr payı politikasını izlemeye istekli olmadıklarını göstermektedir. Şirket yöneticilerin çoğu yatırım ve kâr payı politikası ile finansman ve kâr payı politikalarının birbirine bağlı olmadığını düşünmektedir. Ayrıca, hisse başı hedef kâr payı veya hisse başı büyüme oranını sürdürmeye çalışmaktadırlar. Saf bir artık kâr payı politikası zaman zaman kâr payı ödemelerinin kesilmesi anlamına geldiğinden, yöneticiler kâr payı kesintisi yapmaktansa varlık satışı veya çalışanları işten çıkarmak dahil olmak üzere bir çok seçeneği değerlendirirler. Dolayısıyla, yöneticiler genellikle kâr payını düzeltmeyi içeren yönetilen bir ödeme politikasını izlemeyi tercih ederler. Bu yönetilen politika aynı zamanda bazı dönemlerde nakit ihtiyacının yatırım ihtiyaçlarının ötesinde tutulmasını ve diğer dönemlerde geçici nakit akışı kıtlığı için kısa vadeli borçlanmayı da içerir. Yönetimsel açıdan bakıldığında, öngörülen kâr payı ödeme serisinin kesilmesi veya ihmali olmadan öngörülebilir bir kâr payı ödeme serisinin tutturulması, kısa vadede hissedarlara kullanılmayan nakit iadesinden çok daha önemli olduğunu göstermektedir (Smith, 2009: 122-124).

Sonuç olarak Artık Kâr Payı Teorisi, şirketlerin sermaye yapısında bir miktar borç bulundurabileceğini kabul eder. Bu açıdan teori, sermaye yapısı teorilerinden Dengeleme Teorisi'ne benzer. Diğer yandan, yeni yatırımların öncelikli olarak dağıtılmamış kârlarla finanse edilmesini iddia ettiğinden bu yönüyle de sermaye yapısı teorilerinden Finansman Hiyerarşisi Teorisi'ne benzer. Teoriye göre, ödenecek kâr payı miktarı, yatırımlar için dağıtılmamış kârlardan ayrılan tutar düşüldükten sonraki tutar olarak belirlendiğinden, bu yönüyle kâr payı dağıtım politikası pasif olarak belirlenmektedir. Dolayısıyla, artık kâr payı politikasının şirketin piyasa değeri üzerinde doğrudan bir etkisi bulunmamaktadır (Aktaş v.d., 2017: 193).

Teori, kâr payı ödemesinin piyasaya, şirketin uygun yatırım alternatiflerinin bulunmadığını işaret ettiğinden böyle bir algı, ilgili tarafların gözünde bir şirketin profiline zarar verebilir. Yatırımcılar bu tür şirketlerden uzak dururken, borç verenler, alacaklılar, müşteriler ve çalışanlar şirkete olan güvenlerini kaybederler ve şirketin kârlılığı bundan etkilenir. Ayrıca teori, yatırımcıların kâr payı konusunda ne hissettiğini dikkate almadığından dolayı da eleştirilmiştir. Eleştirilerin ana kaynağı, sadece elde tutulan kazançların veya kâr paylarının yeniden yatırımının en yüksek getiriye sağlayıp sağlamadığı değil, aynı zamanda yatırımcıların bu iki alternatife nasıl tepki verdikleri ile ilgilidir (Kariuki, 2014: 14).

## 1.4. Kâr Payı Dağıtım Türleri

Şirketlerin elde ettiği kârlar yıllar itibarıyla faaliyetlerinde meydana gelen değişikliklere bağlı olarak farklılık arz eder. Şirketler hem yatırımcının gözünde şirkete olan güveni artırmak hem de onların beklentilerine cevap vermek adına kâr payı politikalarında farklı dağıtım yöntemlerini benimseyebilirler. Bu yöntemler, şirketin piyasa değeri üzerinde olumlu etki yapabilir ya da belli bir düzeyde kalmasını sağlayabilir. Bu nedenle, şirketler tarafından kâr payı politikası oluşturulurken cari dönem kâr payı ödemesi ile gelecekte gerçekleştirilebilecek büyüme oranı arasında bir denge sağlanarak şirketin hisse senetlerinin değerinin artırılması amaçlanmalıdır. Şirket tarafından kâr dağıtımının yapılıp yapılmayacağı, yapılacaksa tutarı, oranı, zamanı ve dağıtım şeklinin ne olacağının belirlenmesi karmaşık bir karar sürecini gerektirir (Canbaş ve Vural, 2016: 333; Aydın v.d., 2017: 305).

Uygulamada şirketlerin kâr payı politikasını etkileyen unsurları da dikkate alarak farklı şekillerde kâr payı dağıtımını gerçekleştirdikleri görülmektedir. Şirketlerin kâr payı dağıtım türleri aşağıda ayrıntılı bir şekilde ele alınmıştır.

### 1.4.1. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtım

Şirketlerin faaliyet koşullarının değişmediği, şirketin kâr payı ödeme kabiliyetinden şüphe duyulmadığı sürece, kârdan bağımsız olarak sürekli aynı miktarda kâr payı dağıtılması esasına dayanır. Şirket faaliyetleri sonucu büyüme gerçekleşirse, kâr payı miktarı zaman zaman artırılabilir. Hisse başına istikrarlı bir şekilde kâr payı ödeme politikası şirketler tarafından en fazla tercih edilen yöntemdir (Lasher, 2008: 609).

Kâr payı dağıtımını istikrarlı olan şirketler sermaye piyasalarında istikrarsız kâr payı dağıtımını gerçekleştiren şirketlere nazaran yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edildiğinden bu politikanın uygulanması bir takım avantajlar sağlar. Bu avantajları şu şekilde sıralayabiliriz (Erdoğan, 2009: 288):

a) Bir şirketin dağıtacağı kâr payının ne kadar olduğunun bilinmesi ve bu dağıtımın sürekli olması piyasa reel getiri oranının düşük, hisse senetlerinin fiyatının yüksek olmasına sebep olabilir.

b) Risk sevmeyen yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edildiğinden bu şirketlere olan talep artar.

c) Şirketlerin istikrarlı ve sürekli kâr payı dağıtması resmi listelere girmelerine neden olur. Bu listeler güvenilir kurumlar tarafından hazırlanır. Listelerde yatırım yapılabilecek şirketlerin isimleri ile hisse senetlerinin piyasa fiyatları yer alır. Listelerde yer almak şirketlerin sermaye piyasasındaki itibarını artırdığı gibi hisse senetlerine olan talebi de artırır.

Sabit miktarda kâr payı dağıtımının şirketlere sağladığı avantajlar yanında bir takım dezavantajları da bulunmaktadır. Bu dezavantajlar şu şekilde ifade edilebilir (Aksoy, 2017: 196).

a) Enflasyon olan ülkelerde sabit miktarda kâr payı ödemesinin değeri düşeceğinden bu politikanın tercih edilmesi anlamlı değildir.

b) Hisse senedine olan talebin azalmasına bağlı olarak hisse senetlerinin değerinin düşmesine neden olabilir.

c) Şirketlerin kârlarının azaldığı dönemlerde bu politikayı sürdürmek şirketleri finansal açıdan sıkıntılara sokabilir.

d) Hisse senedinin geleceğe yönelik getiri belirsizliğinin tahvile göre yüksek olması, hisse senetlerinin tahviller gibi sabit getirili bir araç haline gelmesine neden olabilir.

#### **1.4.2. Sabit Oranlı Kâr Payı Dağıtımı**

Şirketin hisse başına nakit kâr payının hisse başına kazanç sayısına bölünmesiyle hesaplanan kâr payı ödeme oranı, hisse sahiplerine dağıtılan her bir kârın yüzdesini gösterir. Sabit oranlı kâr payı dağıtımıyla şirket, hissedarlara kâr payı dağıtım dönemlerinde kârın belirli bir yüzdesini ödemeyi taahhüt eder. Her yıl kârın belli bir oranının dağıtılması daha çok kapalı anonim ortaklıklarınca benimsenir ve ana sözleşme gereğince bu oran %10 ile %50 arasında değişir. Kâr payı dağıtım oranı ise şirketin ortak sayısına, ihtiyaçlarına ve özel durumuna göre belirlenir. Bu tür şirketlerde ana sözleşme gereği bu politikanın uygulanması genellikle, azınlık ortakların kâr payı alabilmesini garantilemek amacıyla yapılır. Halka açık anonim şirketlerin ana sözleşmelerinde bu tür hükümler olmamakla birlikte bu şirketlerden bazılarının da kârlarının %50'sini dağıtma kararı aldıkları görülmektedir. Ancak, bu politikada şirketin belirli dönemlerde kazançlarında düşme veya zarar olması halinde kâr payının düşük olarak veya hiç ödenmeme durumu en önemli sorun olarak karşımıza çıkar. Bu özelliğinden dolayı bu politikayı şirketler nadiren tercih ederler (Gönenli, 1991: 392; Megginson ve Smart, 2009: 570).

Özetle bu politikanın uygulanması, hissedarların elde edeceği kâr payı gelirlerinin şirketin kârlarına göre dalgalanma göstermesine neden olur. Her yıl dağıtılacak kâr oranı belli olmasına rağmen bu durum riski sevmeyen yatırımcılar açısından pek tercih edilmez. Çünkü her yıl düzenli olarak gelir elde etmek isteyen yatırımcılar, özellikle gelirleri dalgalanma gösteren şirketleri riskli sınıfına sokar. Dolayısıyla, bu politikayı tercih eden şirketlerin hisselerine olan talep azalacağından, bu şirketlerin hisse senetlerinin fiyatı da düşer.

#### **1.4.3. Düşük Tutarlı Düzenli Kâr Payına İlave Olarak Yapılan Ekstra Kâr Payı Dağıtım**

Bu dağıtım türü yukarıda yer alan iki politikanın birleşiminden yani sabit miktarda kâr payı dağıtım ile sabit oranlı kâr payı dağıtım arasında yer alan daha ılımlı bir politikadır. Bir başka ifade ile birinci politikadaki sabit miktarda kâr payına ikinci politikada olduğu gibi kârın belli bir yüzdesi kadar da sabit kâr payına eklemeler yapılır. Bu politikada, düzenli kâr payı ödemesi yapılacak kısım mümkün olduğunca düşük tutulur. Şirketler normalden daha yüksek oranlarda kâr elde ettiği dönemlerde düzenli kâr payı ödemesine ilave kâr payı ödemesi gerçekleştirir. Döngüsel olarak kârlarında dalgalanma gösteren şirketler tarafından bu politikanın uygulanması şirketlere esneklik sağlar (Besley ve Brigham, 2008: 543; Sinha, 2012: 293-294).

Bu politika ile sabit miktarda kâr payı ödemesi politikasının dezavantajları ile sabit oranlı kâr payı politikasının kazançlarda yarattığı dalgalanma nispeten ortadan kaldırılmış olur.

#### **1.4.4. Her Yıl Artan Oranlarda Kâr Payı Dağıtım**

Şirketlerin elde ettiği kârlarda dalgalanma olsa bile cari dönemde dağıtılacak olan kâr payı ödemesi tutarı bir önceki dönem dağıtılan kâr payından daha yüksek belirlenir. Bu durum şirketlerin uzun dönemde gittikçe artan bir kâr payı dağıtımını gerçekleştirmesine neden olur. Şirketlerin bu politikayı benimsemesindeki amaç; yatırımcılara şirket riskinin düşük veya risksiz olduğu, gelecekte de daha yüksek kâr payı dağıtabileceği mesajının verilmeye çalışılmasıdır. Böylece bu politika yardımıyla rasyonel hisse senedi yatırımcılarına riski düşük getirisi yüksek şirket imajı verilerek hisse senedine olan taleple birlikte hisse senedinin değeri artırılmaya çalışılır. Her yıl artan oranlarda kâr payı dağıtımını gerçekleştirebilmek için; kâr payı dağıtım oranı, kârlar arttığı sürece, kârın sürekli olduğu görüldükten sonra aşamalı bir şekilde yükseltilmelidir. Hatta yüksek kâr elde edildiği dönemlerde dahi yüksek kâr payı dağıtımından kaçınılmalıdır. Ayrıca kârlarda uzun süreli devamlı düşüşler olmadığı

süreçte bile kâr payı dağıtım oranını değiştirmemek gerekir. Bunun yanında, kâr paylarının sonsuza kadar sabit oranda gösteren bir politika da geliştirilebilir (Canbaş ve Vural, 2016: 335; Aksoy, 2017: 199).

#### **1.4.5. Artık Kâr Payı Dağıtımı**

Yatırımcıların kâr paylarını başka bir yatırıma yeniden yatırım yaparak elde edebileceği getiri oranından, şirketin özkaynak kârlılığının daha yüksek olması halinde yatırımcılar kâr payını almaktan ziyade yeniden yatırıma dönüştürülmesini tercih edebilirler. Diğer yandan, yöneticiler şirketin yatırım fırsatlarının istikrarlı olmadığı zamanlarda dalgalı bir kâr payı politikası izlemeyi tercih edebilir. Bu tür bir politikada elde tutulan kazanç miktarı, belirli bir yıldaki yatırım fırsatlarının varlığına bağlıdır. Ödenen kâr payları, şirketin yatırım ihtiyaçları karşılandıktan sonra kalan bakiyesini gösterir. Dolayısıyla, kâr payları, kazanç dalgalanmalarının bir fonksiyonudur ve bu yöntem, kazançlar ve kurumsal yatırım fırsatlarındaki değişikliklerle birlikte kâr paylarında önemli dalgalanma göstermesine izin verir. Aslında, tüm artık kazançların ödenmesi, kâr payı ödeme oranının dalgalanmasına neden olur. Bu politika aynı zamanda yıldan yıla değişen kâr payı ödemesi ile sonuçlanır. Öz sermaye yatırımının kazançtan daha büyük olması durumunda, artık oluşturmak için özkaynak finansmanının başlatılmasını gerektirebilir (Kania ve Bacon 2005: 100; Shim ve Siegel, 2007: 339).

Artık kâr payı dağıtım politikasını sıkı bir şekilde uygulamak, doğası gereği oldukça değişken ve bazen sıfır kâr payı ödemelerine yol açar. Böyle bir politika, gelecekteki kâr paylarının tahmin edilmesini zorlaştırdığından, yatırımcıların sadece kâr payı ödemelerine karşı ilgisiz olmaları halinde mantıklı olacaktır. Çoğu şirket, yatırımcıların kâr payı tahmin edilebilirliği konusundaki net tercihi nedeniyle, saf bir artık kâr payı politikası izlemek yerine değiştirilmiş bir artık kâr payı politikasını izlemeyi tercih eder. Değiştirilmiş artık kâr payı politikasını uygulayan yöneticiler, fazla nakit bakiyesini, herhangi bir yılda ödeme için bir rehber olarak kullanmak yerine, zaman içinde elde edilebilecek nakitle ilgili olarak kâr paylarını yumuşatma eğilimi gösterirler. Yöneticiler, bu adımı, istikrarlı ve güvenilir bir kâr payı temposuna sahip olmak için üç adımda gerçekleştirmeye çalışırlar. Öncelikle, beş yıllık uygun bir zaman dilimi boyunca şirketlerin kazançlarını (veya nakit akışlarını) ve yatırım fırsatlarını tahmin ederler. Daha sonra, yöneticiler bu tahmini bilgileri ortalama artık kâr payı ödeme oranını ve planlama dönemi boyunca kâr payı miktarını bulmak için kullanırlar. Son olarak, öngörülen ortalama verilere dayanarak hedef kâr payı ödeme oranını belirlerler.

Dolayısıyla, artık kâr payı dağıtımı, bir şirketin uzun vadeli hedef ödeme oranlarının belirlenmesine yardımcı olur (Baker ve Smith, 2006: 2).

#### **1.4.6. Kâr Payı Avansı Ödemeleri**

Uygulamada kâr payı avansı veya ara kâr payı kavramının iki farklı anlamda kullanıldığı görülmektedir. İlk anlamına göre kâr payı avansı; şirketlerin ara dönem itibarıyla yayımladıkları finansal tablo dikkate alınarak sene içerisinde dağıtılan kesin ödeme şeklindedir. Bu kâr payı ödemesi kesin olup ara dönemde genel kurul kararıyla ve bilanço kesinleştikten sonra yapıldığından mahsup ve iade işlemleri söz konusu olmaz. İkinci anlamında ise ara kâr payı avansı; hesap dönemi içinde, pay sahibine ara bilançonun uygun olması şartıyla yıl sonunda dağıtılacak kârdan avans verilmesidir. Bu anlamıyla kâr payı ödemesi kesin olmamakla birlikte mahsup ve iade işlemleri söz konusu olabilmektedir (Geçgel, 2018: 40-41).

Türkiye’de Sermaye Piyasası Kanunu’nun 15’inci maddesinin 4487 sayılı Kanun’un 5’inci maddesi ile değişiklik yapılması ile halka açık anonim ortaklıkların da kâr payı avansı verebilmesinin yolu açılmıştır. Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından TTK’nın (TTK) 509’uncu maddesine istinaden yayımlanan “Kâr payı Avansı Dağıtımı Hakkında Tebliğ”i ile halka açık olmayan sermaye şirketleri için de hesap dönemi sona ermeden, yıl içinde düzenlenen ara mali tablolarda oluşan kâr üzerinden belirli koşullarda kâr payı avansı dağıtılması mümkün olmuştur (Yılmaz, 2014: 18; Çatıkkaş v.d., 2016: 441).

Sermaye Piyasası Mevzuatı şirketlerin üçer aylık (3,6 ve 9) dönemler itibarıyla hazırladıkları ve sınırlı bağımsız denetimden geçmiş ara dönem mali tablolarında yer alan kâr üzerinden nakit kâr payı avansı dağıtmasına müsaade etmektedir. Sermaye Piyasası Kurumu nakit kâr payı avansı dağıtacak olan şirketlerin ara mali tablolarının bağımsız özel denetimden geçmesini de isteyebilir. Şirketler esas sözleşmesinde hüküm olmasına ve sadece ilgili yılla sınırlı olmak şartıyla genel kurulun yönetim kuruluna yetki vermesi ile kâr avansını dağıtabilir. Genel kurulda ilgili hesap döneminde yeterli kârın oluşmaması veya zarar olması halinde kâr payı avansının bir önceki yılın bilançosunda yer alan olağanüstü yedek akçelerden mahsup edileceğinin de karara bağlanması gerekir (Aydın v.d., 2017: 307).

Kâr payı avansına ilişkin düzenlemeler Sermaye Piyasası Kurumu Seri: IV, No: 27 sayılı Tebliği’nde ayrıntılı bir şekilde ele alınmıştır. Tebliğe göre genel kurulun kâr payı avansını dağıtması için yönetim kuruluna yetki verilmesi gerekir. Yönetim kurulunun ilgili



hesap dönemi itibariyle her üç aylık dönemi izleyen altı hafta içinde kâr payı avansı dağıtma veya dağıtmama kararı alması gerekir. Kâr payı avansının dağıtılmasına karar verilmesinde, ödenmesinde ve kârın nasıl dağıtılması gerektiği ile ilgili olarak TTK ve Sermaye Piyasası Kurumu'nun hükümlerine aykırı hareket edilemez. Kâr payı avansı dağıtımını gerçekleştirecek olan şirketin ilgili ara dönemi izleyen altı hafta içerisinde Kurul'a ve Borsa'ya Seri: IV, No: 27 sayılı Tebliğ ekinde yer alan kâr payı avans tablosu ile bağımsız sınırlı veya özel denetim raporunu göndermesi ve Türkiye çapında yayımlanan herhangi bir gazetede ve merkezlerinin bulunduğu yerde çıkan en yüksek tirajlı iki mahalli gazeteden birinde ilan ettirmesi zorunludur (Başar, 2013: 134-135).

Kâr payı avansını gerçekleştiren şirketlerin hem hissedarlarına hem de hisse senetlerine sağladığı avantajlar mevcuttur. Bunlar (Geçgel, 2018: 41);

1. Hissedarlar kâr payının belli bir kısmını kâr payı dağıtımının gerçekleşeceği tarihten önce elde ederler. Kâr payı dağıtımını esas itibarıyla hesap dönemi sonunda ve genel kurul kararı ile gerçekleşir. Ancak, tebliğlerde belirtilen şartları yerine getiren şirketlerin hissedarları hesap dönemi içerisinde de kâr payı aldıklarından kısa vadeli gelir elde ederler.

2. Şirketin kâr payını ara dönem itibarıyla dağıtması hisselerine olan talebi artırarak sermayenin tabana yayılmasına yardımcı olur. Daha sık kâr payı alan hissedarlar hisse senetlerini daha uzun vadede ellerinde tutarak uzun vadeli yatırımcı profilinin yaygınlaşmasına yardımcı olur.

3. Kâr payı avansı dağıtılması şirketin mali durumu ile ilgili olarak yatırımcılara daha sık güncel bilgilerin verilmesini sağlar.

### **1.5. Kâr Payı Ödeme Yöntemleri**

Şirketlerin kuruluş amaçlarından birisi de faaliyetleri sonucu maksimum kâr elde etmektir. Şirketler bu amacı gerçekleştirebilmek için finansal kaynaklara ihtiyaç duyarlar. Bu finansal kaynakların çoğu şirket içerisinde sağlanabildiği gibi bir kısmı ise dışarıdan sağlanabilmektedir. Dolayısıyla, şirkete yatırım yapacak olanlar ya şirkete borç vereceklerdir ya da şirkete ortak olacaklardır. Eğer yatırımcılar şirkete ortak olmayı tercih ederlerse bu ortaklıkları neticesinde şirketin kârına katılma hakkı elde ederler. Bu yüzden şirketler elde ettiği kazançların bir kısmını yeni yatırımların finansmanında kullanmak üzere şirket bünyesinde bırakırken bir kısmını ise ortaklara dağıtırlar. Şirketler genelde kâr paylarını

ortaklarına nakit olarak öderler. Ancak, uygulamada şirketler kâr payı ödemelerini farklı yöntemler kullanarak da yapabilirler. Şirketlerin nakit kâr payı ödeme yöntemi de dâhil olmak üzere kâr payı ödemelerinde kullandıkları diğer yöntemler aşağıda ayrıntılı bir şekilde anlatılmıştır.

### **1.5.1. Nakit Kâr Payı Ödemesi**

Nakit kâr payı ödemeleri, hissedarlara sahip oldukları hisselerle orantılı olarak doğrudan yapılan ödemelerdir. Genellikle bir şirketin ödediği nakit kâr payı hisse başına kâr olarak tanımlanır. Yöntemin kullanılması şirketten nakit çıkışı gerektirdiğinden şirketin likidite durumu bu yöntemin benimsenmesinde önem arz eder. Diğer yandan, şirketlerin nakit varlıkları ile bildirilen yüksek kârlar aynı anlama gelmez. Örneğin, bir şirketin gelir tablosunda gelirlerinin yüksek olması, bilançosundaki nakit varlıklarının da aynı oranda yüksek olacağını göstermez. Özellikle, fiyatların sürekli dalgalanma gösterdiği dönemlerde, bilanço kârlarını parasal açıdan kullanılabilir görmek doğru değildir. Bu nedenle, şirket kâr payını nakit olarak ödemek isterse yeterli nakde sahip olup olmadığını araştırması gerekir. Nakit kâr payı ödemesinin tutarı ise şirketlerin yeni kurulmuş olmasına, elde ettiği kârlarına ve nakit ihtiyacına göre farklılıklar gösterir. Yeni kurulmuş şirketlerin yatırımları gerçekleştirebilmesi için nakde ihtiyaçları olacağından, kâr payı dağıtımını konusunda aşırı iyimser olmayacaktır. Ayrıca, yeni kurulan bir şirket piyasada yeterince tanınmadığından borçlanma yoluyla finansman sağlaması da zor olacaktır (Fabozzi ve Peterson, 2003: 547; Ertaş ve Karaca, 2010: 63).

Kâr payı ödemesinin nakit olarak yapılmasının şirketlere sağladığı bir takım avantajlarının yanı sıra özellikle bilançoda değişiklik meydana getiren bir takım dezavantajları da vardır. Bu avantaj ve dezavantajlar sırasıyla şu şekilde ifade edilebilir (Aksoy, 2017: 200-202).

#### **Avantajları;**

1. Yatırımcılar açısından daha güvenilir olduğundan daha fazla yatırımcı çekme gücüne sahiptir.
2. Hissedarlar şirketi daha az riskli gördükleri için öz kaynak maliyeti daha düşük olur. Öz kaynak maliyetindeki düşüş ağırlıklı ortalama kaynak maliyetinin düşmesine neden olarak şirket değerinde bir artışa neden olabilmektedir.

Dezavantajları;

1. İşlem, ihtiyat ve spekülasyon amacıyla nakit ihtiyacını artırır.

2. Nakit düzeyini, şirket sermayesi toplam tutarını ve nihai olarak aktif toplamı azalttığı gibi pasifte dağıtılabılır kâr ifade eden dönem kârını, öz kaynak toplamını ve nihai olarak pasif toplamını azaltmaktadır. Ancak, bu durum aktif ve pasifte eşit tutarda azalmaya neden olduğundan bilanço denkleminde aykırı sonuç oluşturmaz.

3. Borç ödeme gücü kapasitesini gösteren likiditeyi etkilemektedir. Hem teknik (dönen varlıklar/kısa vadeli borçlar) hem de gerçek likiditenin (toplam varlıklar/toplam yabancı kaynaklar) azalmasına neden olur.

4. Varlıkların nakde dönüşme gücünü gösteren temel likidite oranlarının da yani nakit oranı (nakit/kısa vadeli borçlar), asit test oranı ( $[\text{dönen varlıklar} - \text{stoklar}]/\text{kısa vadeli borçlar}$ ) ve cari oranın (teknik likiditenin) düşmesine neden olur.

5. Sermaye yapısı içinde öz kaynak ağırlığının azalmasına neden olur.

6. Çalışma etkinliğinin göstergesi olarak kabul edilen nakit devir hızının (satış tutarı/ortalama nakit) ve işletme sermayesi devir hızının (satış tutarı/ortalama şirket sermayesi) artmasına neden olur.

### **1.5.2. Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Ödemesi (Stock dividend)**

Kâr payı ödemesini nakit olarak yapmayı uygun bulmayan bir şirket alternatif olarak hisse senedi şeklinde ödeme yolunu da seçebilir. Hisse başına kâr olarak da adlandırılan bedelsiz hisse senetleri, bir şirket tarafından bedelleri ödenmiş olarak hissedarlara bedelsiz olarak ihraç edilen hisse senetlerini ifade eder. Şirket kâr payını hisse senedi şeklinde ödediğinde artığın bir kısmını sermaye hesabına aktarır ve hisse sahiplerine hisseleriyle orantılı olarak ilave hisse senedi verir. Örneğin, %5'lik hisse senedi kâr payı ödemesi, elde edilen her 100 hisse için 5 adet hisselerin hissedarlara dağıtılması anlamına gelir. Bu işlem, kârın kapitalizasyonu olarak adlandırılır ve bedelsiz hisse senetleri sadece şirketin dönem kârından, geçmiş dönem kârından, kâr ve sermaye yedekleri kullanılarak çıkarılabilir. Başka bir ifadeyle bedelsiz hisse ihracı gerçekleştirildiğinde, fazlalık ve yedek sermaye aktifleştirilerek resmi mülkiyet hissedarlara devredilir (Broyles, 2003: 298; Vishwanath, 2007: 611; Satyabradas ve Raghu, 2010: 73-74).

Şirketlerin kâr payını hisse senedi şeklinde ödemesinin iki belirgin nedeni vardır. Yönetim kurulunun görüşüne göre, hisse senedinin fiyatı çok yüksekse ve yüksek fiyatın hisse senedi dağılımını sınırlandırdığı düşünülürse (düşük fiyatlı bir hisse senedinin daha geniş bir piyasaya sahip olacağı), hisse senedi fiyatını düşürmek için hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi yolu seçilebilir. Bu durumda ödenmemiş hisse senetlerinin sayısı, hisse başı fiyatı düşürerek hisseyi alabilecek kişi sayısını artırabilir. Hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi ayrıca nakit kâr payı ödemesi yerine de kullanılabilir. Bir şirketin, faaliyetlerinin genişlemesi ya da faaliyetlerinin yetersiz sonuçlanmasından dolayı nakit ihtiyacı artarsa, hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi, kâr payı artırılana veya devam ettirilinceye kadar, bilgisiz hissedarları memnun etmek amacıyla kullanılabilir. Bu durumda şirketin kazançlarını korumak ve nakit para tasarrufunu sağlamak gibi makul hedefleri olabilir (Bierman, 2010: 169-170).

Hem hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi hem de bir sonraki konuda göreceğimiz hisse senedi bölünmesi, bir şirketin bilançosunda sermaye hesaplarını yeniden düzenlemenin alternatif yollarını temsil eder. Hiçbiri şirketin net değerini veya hisse sahiplerinin herhangi birinin oransal mülkiyetini etkilemez. Ancak, küçük ve büyük hisse senedi şeklinde kâr payı ödemelerinin muhasebe işlemleri farklılık arz eder. Küçük bir hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi, daha önce ödenmemiş hisselerin %20 ile %25'inden daha az olanıdır. Küçük bir hisse senedi kâr payı ödemesi için dağıtılan hisse senetlerinin piyasa değeri, dağıtılmamış kârlar hesabından ödenmiş sermayeye ve şirketin bilançosundaki asıl değer hesaplarından fazla olan sermayeye aktarılır. Büyük bir hisse senedi kâr payı ödemesi için dağıtılan hisselerin nominal değeri, dağıtılmamış kârlar hesabından şirket bilançosunda ödenmiş sermayeye aktarılır. Hisse senedi kâr payları, şirketin dağıtılmamış kârlarının bir kısmını, özkaynak hesapları üzerinde katkısı bulunan ödenmiş sermayeye yeniden ayıran bir işlemdir (Emery v.d., 1998: 486-487).

Örneğin dolaşımda 1.000.000 adet hisse senedi bulunan X şirketinin 10 Lira nominal değeri olan hisse senetlerinin piyasada 30 Lira'dan işlem gördüğünü ve bu şirketin kâr payı ödemesini hisse senedi şeklinde gerçekleştirdiğini varsayarsak küçük ve büyük hisse senedi ihracı aşağıda ifade edildiği gibi olacaktır (Emery v.d., 1998: 487-488, Block v.d., 2011: 572-574):

Hisse senedi ihracından önce şirketin sermaye yapısı aşağıdaki gibi olacaktır.

Ödenmiş Sermaye (10 Lira x 1.000.000 adet)	: 10.000.000 Lira
Hisse senedi ihraç primi [(30 – 10) x 1.000.000 adet]	: 20.000.000 Lira
Dağıtılmayan Kârlar	: 70.000.000 Lira
Toplam Özsermaye	: 100.000.000 Lira

Şirketin %10 oranında hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi yapacağını varsayarsak kâr payı ödemesinden sonra şirketin sermaye yapısı aşağıdaki gibi olacaktır.

Ödenmiş Sermaye (10 Lira x 1.100.000 adet)	: 11.000.000 Lira
Hisse senedi ihraç primi [(30 – 10) x 1.100.000 adet]	: 22.000.000 Lira
Dağıtılmayan Kârlar [70.000.000 – (30 x 100.000 adet)]	: 67.000.000 Lira
Toplam Özsermaye	: 100.000.000 Lira

Yukarıda görüldüğü gibi %10 hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi gerçekleşirse (1.000.000 adet hisse senedi x %10) 100.000 adet yeni hisse senedi dağıtılacaktır. Bu küçük bir hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımını anlamına gelir. Hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesinden sonra hisse senedi sayısı (1.000.000 adet hisse senedi + 100.000 adet hisse senedi) 1.100.000 adet olacaktır. Diğer yandan, 100.000 adet hisse senedi defter değeri 10 Lira iken 30 Liraya satılacaktır. Bu durumda hisse sendi ihraç primi [(30 Lira – 10 Lira) x 100.000 adet hisse senedi] 2.000.000 Lira olacaktır. Kâr payı ödemesinin hisse senedi şeklinde yapılması, piyasa değeri üzerinden dağıtılmayan kârlardan (30 Lira x 100.000 adet hisse senedi) 3.000.000 Lira hisse senetleri hesabına eşit miktarda transfer edilmesi anlamına gelir.

Şirketin %100 oranında hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi yapacağını varsayarsak kâr payı ödemesinden sonra şirketin sermaye yapısı aşağıdaki gibi olacaktır.

Ödenmiş Sermaye (10 Lira x 2.000.000 adet)	: 20.000.000 Lira
Hisse senedi ihraç primi [(30 – 10) x 1.000.000 adet]	: 20.000.000 Lira
Dağıtılmayan Kârlar [70.000.000 – (10 x 1.000.000 adet)]	: 60.000.000 Lira
Toplam Özsermaye	: 100.000.000 Lira

Şirketin %100 oranında hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi gerçekleştirmesi halinde (1.000.000 adet hisse senedi x %100) 1.000.000 adet yeni hisse senedi dağıtılmış olacaktır. Bu durum, büyük bir hisse senedi kâr payı ödemesi olarak değerlendirilir. Çünkü dağıtım, önceden ödenmemiş hisse senetlerinin %20 ile %25'ini aşmış durumdadır. Büyük bir hisse senedi kâr payı için, sadece yeni hisse senetlerinin asıl değeri dağıtılmamış kârlardan alınır ve ödenmiş sermaye hesabına dahil edilir. Tabloda görebileceğiniz gibi nominal değer üzerinden (10 Lira x 1.000.00 adet hisse senedi) 10.000.000 Lira dağıtılmayan kârlardan hisse senetleri hesabına transfer edilmesi anlamına gelir.

Yukarıdaki iki örnekte de görüldüğü gibi şirketin özsermaye değerinde bir değişim olmamakla birlikte sadece sermaye yapısında değişiklik meydana gelmektedir. Ayrıca, şirketin kâr payı politikası olarak hisse senedi ihraç etmesi halinde de hisse başına kârda bir değişiklik meydana getirmemektedir.

Örneğin bu şirketin 6.600.000 Lira vergi sonrası kârı olduğunu varsayalım. Bu durumda hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi yapılmadan önce hisse başına kâr şu şekilde hesaplanacaktır.

$$\text{Hisse Başına Kâr} = \frac{\text{Vergi Sonrası Kâr}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}} = \frac{6.600.000}{1.000.000} = 6,60 \text{ Lira}$$

Şirketin hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi yaptıktan sonra ise;

$$\text{Hisse Başına Kâr} = \frac{\text{Vergi Sonrası Kâr}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}} = \frac{6.600.000}{1.100.000} = 6,00 \text{ Lira}$$

Hisse başına kâr hisse senedi sayısına bağlı olarak bir miktar azalsa da yatırımcının toplam kazancında bir değişiklik meydana gelmez. Örneğin hisse senedi şeklinde ödeme yapılmadan önce yatırımcının elinde 10 adet hisse senedi olduğunu varsayarsak yatırımcının toplam kârı (hisse senedi sayısı x hisse başına kâr) 10 adet x 6,60 Lira'dan 66 Lira olacaktır. Şirket %10 hisse senedi ödemesi gerçekleştirdiğinde ise yatırımcının elinde 11 adet hisse senedi olacağından bu durumda yatırımcının toplam kârı 11 adet x 6,00 Lira'dan 66 Lira olacaktır. Her iki durumda da yatırımcının toplam kârında herhangi bir değişiklik meydana gelmemiştir.

Hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi öncesi ve sonrasında fiyat/kazanç (f/k) oranının da 20 olduğunu varsayarsak aşağıda görüldüğü üzere her iki durumda da portföyün toplam piyasa değeri değişiklik göstermez.

Toplam Piyasa Değeri = Hisse senedi sayısı x (f/k x hisse başına kâr)

Hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi öncesi:

Toplam Piyasa Değeri = 10 x (20 x 6,60) = 1.320 Lira

Hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi sonrası:

Toplam Piyasa Değeri = 11 x (20 x 6,00) = 1.320 Lira

Kâr payının hisse senedi şeklinde ödenmesinin hem şirkete hem de yatırımcıya sağladığı bir takım avantajlar vardır. Bu avantajları şu şekilde sıralayabiliriz (Periasamy, 2009: 17.6; Sharma, 2016: 293-294).

1. Şirketlerin faaliyetler veya genişleme için gerekli olan nakit parayı kullanmadan kâr payı beyan etmelerini sağlar. Şirket içerisinde bırakılan nakit, kârlı yatırımların finansmanı için kullanılabilir. Şirketin dış kaynaklardan ilave fon almasına gerek kalmaz.

2. Şirketler yeterli kazançları olmasına rağmen nakit kâr payı ödemesini karşılayamadığı durumlarda hisse senedi şeklinde kâr paylarını ödeme yoluna gidebilir.

3. Gelecekteki kârları artırmaya yardımcı olur.

4. Şirketin kredi değerinin artırılmasına yardımcı olur.

5. Hissedarlar, ilave hisse senetleri nedeniyle gelecekte daha fazla nakit kâr payı geliri elde ederler. Şirketin dağıtmayıp el koyduğu kâr paylarını kârlı yatırım fırsatlarının değerlendirilmesinde kullanacağını ve gelecekte daha yüksek kâr payı ödeyeceğini gösterir.

6. Fon yaratma maliyeti azalır.

7. Hisse senetlerinin piyasa fiyatının düşürülmesine yardım eder ve hisseleri daha pazarlanabilir hale getirir.

8. Şirketteki oransal mülkiyeti elinde tutmak için hissedarları kullanır. Şirket, hisselerini şirkette mevcut hisselerine oranla hissedarına kâr payı olarak ihraç eder.

Dolayısıyla, bir hissedar belli bir oranda şirketin sahibi olmaya devam etmekte ve hisse senedi kâr payı oranı düşmemektedir. Aksi halde, şirketin halka açılması durumunda, yeni yatırımcıların da şirketin hissedarı olması nedeniyle mevcut yatırımcıların oransal mülkiyeti azalacaktır.

9. Potansiyel yatırımcılara şirketin mali sağlamlığı hakkında bilgi verir.

10. Hissedarlar arasında pozitif psikolojik değer yaratarak hisse senedine daha fazla yatırım yapılmasını teşvik eder.

Kâr payının hisse senedi şeklinde ödenmesinin hem şirkete hem de yatırımcıya sağladığı bir takım avantajlar yanında dezavantajlarda söz konusudur. Bu dezavantajları şu şekilde sıralayabiliriz (Satyabrad ve Raghu, 2010: 75).

1. Şirketin sermayesi artar. Bu durum, sadece şirketin kazanma kapasitesinde orantılı bir artış olması halinde haklı görülebilir.

2. Gelecekteki kâr payları için şirkete daha fazla sorumluluk yükler.

3. Yeni yatırımcıların şirketin hissedarı olmasını engeller.

4. Şirket yönetimi üzerindeki kontrolü seyreltmez. Bu durumda mevcut yönetim pozisyonunu kötüye kullanabilir.

5. Bazı hissedarlar bedelsiz hisse yerine nakit kâr payı tercih edeceklerinden hissedarlar hayal kırıklığına uğrayabilir.

6. Mevcut hisselerin piyasa değerini düşürür.

### **1.5.3. Hisse Senedi Bölünmesi Şeklinde Kâr Payı Ödemesi (Stock Split)**

Hisse senedi bölünmesi esasen büyük bir hisse senedi şeklinde kâr payı ödeme yöntemi ile aynı olmakla birlikte aralarındaki tek fark bölünmenin yüzde yerine oran olarak ifade edilmesidir. ABD Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Enstitüsü, %20 ile %25'ten daha büyük bir hisse senedi kâr payı ödemesinin hisse senedi bölünmesi olduğunu ifade eder. Hisse senedi bölünmesinde hissedarlar sahip oldukları her bir hisse için ilave hisse senedi alırlar. Örneğin, bire iki hisse senedi bölünmesinde, sahip olunan her bir hisse için hissedarlara iki adet yeni hisse verilir (Maness, 1988: 300).



Hisse bölünmeleri ve hisse senedi şeklinde kâr payı ödemeleri esas olarak şirket ve hissedar üzerinde aynı etkilere sahiptir. Teorik olarak hisse senedi bölünmesi yalnızca bir aritmetiksel işlem olup hissedarlar hisse senetlerinden hiçbir maddi fayda elde etmezler. Ancak, bazı maliyetlere katlanmak zorunda kalırlar. Çünkü hisse senedi bölünmesi hisse senedinin değerinin düşmesine ve bunun sonucunda bölünmeyle orantılı hisse sayısında artışa neden olur. Diğer yandan, tüm sermaye hesapları değişmeden kalır. Dağıtımın bir hisse bölünmesi mi yoksa hisse senedi şeklinde mi olduğu hisse senedi kâr payının büyüklüğüne bağlı olarak belirlenir. Bir hissenin bölünmesi için yapılan muhasebe işlemi, hisse senedi kâr payı ödeme yönteminden biraz farklıdır. Çünkü dağıtılmayan kârlardan sermaye hesaplarına para transferi yapılmaz. Sadece değerinde bir azalma ve ödenmemiş hisse sayısında orantılı bir artış meydana gelir (Baker ve Gallagher, 1980: 73; Ross v.d., 2010: 568; Block v.d., 2011: 575).

Hisse senedinin piyasa fiyatı önemli ölçüde artarsa, küçük yatırımcıların bu hisse senetlerini satın almaları zor olabilir. Hisse senedi bölünmesindeki amaç, piyasada işlem gören hisse senedi sayısının artırılarak hisse senetlerinin piyasa değerinin düşürülmesi ve bu sayede hisse senetlerinin daha kolay satın alınabilmesinin sağlanmasıdır. Hisse senetlerinin piyasa fiyatının düşmesine bağlı olarak küçük yatırımcılar da bu hisse senetlerini kolayca satın alabilecek hale gelirler. Başka bir ifade ile hisse senedi bölünmesinin amacı, hisse senedi fiyatlarının küçük yatırımcılar için cazip olduğu düşünülen bir aralıkta tutulmasıdır. Hisse senedi bölünmesi ile gelecekte daha yüksek kâr elde etmeyi bekleyen yatırımcılarla şirket yönetimi arasında iletişim kurmak için de kullanılabilir (Gopal, 2008: 408). Diğer yandan, şirketler hisse senedi fiyatlarının çok düşmesini istemezler. Çünkü çok düşük bir hisse senedi fiyatı yatırımcılar için işlem maliyetlerini yükseltir. Ayrıca, borsalar hisse senetlerinin borsada işlem görmesi için minimum bir fiyat aralığında tutulmasını ister. Hisse senedinin fiyatı çok düşerse, bir şirket ters bölünmeye gidebilir ve ödenmemiş hisse sayısını azaltabilir. Örneğin, bire on ters bölünme durumunda, her on hisse senedi tek bir hisse ile değiştirilir. Sonuç olarak, hisse senedinin fiyatı on kat artar. Hisse senedi bölünmeleri ve ters bölünmelerin bir araya gelmesiyle, şirketler hisse fiyatlarını istedikleri aralıkta tutabilirler (Berk ve Demorza, 2014: 615).

Örneğin dolaşımda 1.000.000 adet hisse senedi bulunan X şirketinin 10 Lira nominal değeri olan hisse senetlerinin piyasada 30 Lira'dan işlem gördüğünü ve şirketin kâr payı

ödemesini bire iki hisse senedi bölünmesi şeklinde yaptığını varsayalım (Emery v.d., 1998: 487-488).

Hisse senedi bölünmesinden önce sermaye yapısı;

Ödenmiş Sermaye (10 Lira x 1.000.000 adet)	: 10.000.000 Lira
Hisse senedi ihraç primi [(30 – 10) x 1.000.000 adet]	: 20.000.000 Lira
Dağıtılmayan Kârlar	: 70.000.000 Lira
Toplam Özsermaye	: 100.000.000 Lira

Şirketin bire iki hisse senedi bölünmesi şeklinde kâr payı ödemesi yapacağını varsayarsak kâr payı ödemesinden sonra şirketin sermaye yapısı aşağıdaki gibi olacaktır.

Ödenmiş Sermaye (5 Lira x 2.000.000 adet)	: 10.000.000 Lira
Hisse senedi ihraç primi [(30 – 10) x 1.000.000 adet]	: 20.000.000 Lira
Dağıtılmayan Kârlar	: 70.000.000 Lira
Toplam Özsermaye	: 100.000.000 Lira

Şirketin bire iki hisse senedi bölünmesi şeklinde kâr payı ödemesi gerçekleştirmesi halinde (1.000.000 adet hisse senedi x % 100) 1.000.000 adet yeni hisse senedi dağıtılmış olacaktır. Bilanço hesaplarındaki tek değişiklik, ödenmemiş hisse senetlerinin şu an 2.000.000 adet olması ve nominal değerinin hisse başına 10 Lira'dan 5 Lira'ya düşürüldüğüne işaret etmesidir.

Örnekte görüldüğü gibi şirketin özsermaye değerinde bir değişme olmamakla birlikte sadece sermaye yapısında değişiklik meydana gelmiştir. Ayrıca, şirketin kâr payı politikası olarak hisse senedi bölünmesine gitmesi hisse başına kârı etkilememektedir.

Örneğin bu şirketin 5.000.000 Lira vergi sonrası kârı olduğunu varsayalım. Hisse senedi bölünmesi şeklinde kâr payı ödemesi yapılmadan önce hisse başına kârı şu şekilde hesaplanacaktır.

$$\text{Hisse Başına Kâr} = \frac{\text{Vergi Sonrası Kâr}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}} = \frac{5.000.000}{1.000.000} = 5,00 \text{ Lira}$$

Şirket hisse senedi bölünmesi şeklinde kâr payı ödemesi yaptıktan sonra ise;

$$\text{Hisse Başına Kâr} = \frac{\text{Vergi Sonrası Kâr}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}} = \frac{5.000.000}{2.000.000} = 2,50 \text{ Lira}$$

Hisse başına kârı hisse senedi sayısına bağlı olarak bir miktar azalsa da yatırımcının toplam kazancında bir değişiklik meydana gelmemektedir. Örneğin hisse senedi şeklinde ödeme yapılmadan önce yatırımcının elinde 20 adet hisse senedi olduğunu varsayarsak yatırımcının toplam kazancı (Hisse Senedi Sayısı x hisse başına kâr) 20 adet x 5,00 Lira'dan 100 Lira olacaktır. Şirket bire iki şeklinde hisse senedi bölünmesine gittiğinde ise yatırımcının elinde 40 adet hisse senedi olacağından bu durumda yatırımcının toplam kârı 40 adet x 2,50 Lira'dan 100 Lira olacaktır. Her iki durumda da yatırımcının toplam kârında herhangi bir değişiklik meydana gelmez.

Hisse senedinin bire iki şeklinde bölünerek kâr payı ödemesi öncesi ve sonrasında f/k oranının 10 olduğunu varsayarsak aşağıda görüldüğü üzere her iki durumda da portföyün toplam piyasa değeri değişmez.

$$\text{Toplam Piyasa Değeri} = \text{Hisse senedi sayısı} \times (\text{f/k} \times \text{hisse başına kâr})$$

Hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi öncesi:

$$\text{Toplam Piyasa Değeri} = 20 \times (10 \times 5,00) = 1.000 \text{ Lira}$$

Hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi sonrası:

$$\text{Toplam Piyasa Değeri} = 40 \times (10 \times 2,50) = 1.000 \text{ Lira}$$

Şirketin kâr payını hisse senedi şeklinde veya hisse senedi bölünmesi şeklinde yapması sermaye yapısında herhangi bir değişiklik meydana getirmemekle birlikte aralarında çok küçük farklılıklar bulunmaktadır. Bu farklılıklar aşağıdaki Çizelge 1.1'de özet şeklinde gösterilmiştir.

Çizelge 1.1. Bedelsiz Hisse Senedi ile Hisse Senedi Bölünmesi Arasındaki Farklar

<b>Bedelsiz Hisse Senedi</b>	<b>Hisse Bölünmesi</b>
Hisselerin nominal değeri değişmez.	Hisselerin nominal değeri azalır.
Yedeklerin bir kısmı sermayeye eklenmiştir.	Yedekler sermayeye eklenmemiştir.
Hissedarların hisse oranları değişmez.	Hissedarların hisse oranları değişmez.
Hisse başına defter değeri, hisse başına kâr ve hisse başına piyasa fiyatı düşer.	Hisse başına defter değeri, hisse başına kâr ve hisse başına piyasa fiyatı düşer.
Hisse başına piyasa fiyatı popüler bir işlem aralığına gelir, böylece küçük yatırımcılar bile bu hisseleri satın alabilir.	Hisse başına piyasa fiyatı, bu durumda da küçük bir yatırımcının bile bu hisse senetlerini alabileceği daha popüler bir işlem aralığına gelir.

Kaynak: (Mathur ve Rangarajan, 2015: 598)

Çizelge 1.1'e göre, bedelsiz hisse senedi işleminde; hisselerin nominal değerinin değişmediği, yedeklerin bir kısmının sermayeye eklendiği, hissedarların hisse oranlarının değişmediği, hisse başına defter değeri, hisse başına kâr ve hisse başına piyasa fiyatının düştüğü ve hisse senetlerinin piyasa fiyatının küçük yatırımcılar için popüler bir işlem aralığına çekildiği, hisse senedi bölünmesi işleminde; hisselerin nominal değerinin azaldığı, yedeklerin sermayeye eklenmediği, hissedarların hisse oranlarının değişmediği, hisse başına defter değeri, hisse başına kâr ve hisse başına piyasa fiyatının düştüğü ve hisse senetlerinin piyasa fiyatının küçük yatırımcılar için daha popüler bir işlem aralığına çekildiği görülmektedir.

Özetleyecek olursak, şirketlerin kâr payı dağıtım oranı %25'den az olduğunda hisse senedi şeklinde, bu orandan daha fazla ise hisse senedi bölünmesine giderler. Hisse senedi bölünmeleri ile hisse senedi şeklinde kâr payı ödemeleri arasındaki diğer bir fark, kâr payı ödemelerinin dağıtılmamış kazançlardan ödenmesine izin verilmesidir. Eğer şirket hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi gerçekleştirirse, bu durum, dağıtılmamış kârları azaltacağından, şirketin nakit kâr payı ödeme kabiliyetini azaltabilir. Oysa kâr payının hisse senedi bölünmesi şeklinde yapılması halinde bu etki görülmez. Diğer yandan, %100 hisse senedi ödemesi veya bire iki oranında hisse senedi bölünmesinde hisse senedi sayısı iki katına çıkmaktadır. Bu durum şirketin likidite pozisyonunu, sermaye yapısını, finansal kaldıraç oranı ve kazanç yapısını etkilememektedir. Hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi veya hisse senedi bölünmesi bir şirketin hisse senedi değerini değiştirmemelidir. Hisse senedi şeklinde kâr payı veya hisse senedi bölünmüşlüğü'nün temel faydası muhtemelen taşıdığı bilgilerdir. Hisse senedi ve hisse bölünmeleri, genellikle mükemmel büyüme beklentileri olan (veya en

azından sahip olduklarına inanan) şirketlerle ilişkilidir. Özellikle bir hisse senedi bölünmesi, yönetimin, şirketin hisse senedi fiyatının, bölünmenin yokluğunda, bu alışılmış ticaret aralığının en üstünde veya ötesinde hareket edeceği beklentisine işaret edebilir. Eğer öyleyse, yatırımcılar yaklaşmakta olan borsa bölünme haberine olumlu tepki vermelidir. Hisse senedi bölünmesiyle, şirketler sık sık hisse senedi fiyatını daha popüler bir işlem aralığına düşürme isteğini duyururlar. Daha da önemlisi, yatırımcıların sinyallerine olumlu tepki göstereceğine inanırlar. Normalde hisse senedi fiyatında, hisse senedi şeklinde kâr payından daha büyük bir düşüş içeren hisse senedi ikiye bölünme oranının daha fazla bilgi içeriğine sahip olması muhtemeldir. Hisse senedi şeklinde kâr payının ardından, şirketler çoğunlukla hisse başına nakit kâr paylarını korurlar. Hisse senedi dağıtımının ardından, şirketler genellikle hisse başına nakit kâr payı oranını orantılı bir şekilde düşürürler veya aynen sürdürürler. Bu işlemler nakit kâr payı ödemesini artırır. Bu artışlar genellikle pozitif sinyaller olarak yorumlanır. Hisse senedi fiyatını daha popüler bir işlem aralığına düşürmek için kullanılan hisse senedi veya hisse senedi bölünmesi şeklindeki kâr payı ödemeleri hisse senedi alım-satım faaliyetini artırarak şirketin likiditesini artırabilir. Diğer yandan, şirket kâr payını hisse senedini ikiye bölerek veya hisse senedi şeklinde gerçekleştirememesi, hisse senedi sayısını artırarak (işlem faaliyet hacmini artırarak) hisse senetlerinin mülkiyetini genişletebilir. Ancak, her iki noktada da kanıtlar kesin değildir. Şirketler bazen nakit tasarrufu sağlamak ve bilgi iletme için kâr payı ödemesini nakit yerine hisse senedi şeklinde beyan edebilirler. Bu durumda yatırımcılar muhtemelen bunu pozitif bilgi yerine olumsuz sinyal olarak değerlendireceklerdir (Emery v.d., 1998: 488-489)

#### **1.5.4. Hisse Senetlerini Geri Satın Alma Şeklinde Kâr Payı Ödemesi**

Şirketlerin hissedarlarına fon transferi yapmasının bir diğer yolu da hisselerini geri satın almasıdır. Çünkü hisse geri alımları kâr payı çarpanı etkisi yaratarak, şirketin kâr payı seviyelerinin geleceği hakkında beklenti oluşturmadan, belirli bir yılda önemli miktarda nakit dağıtım yapmasına izin verir. Şirketlerin, bir yandan normal kâr payı ödemeleri gerçekleştirmesi, diğer yandan, sınırlı sayıda hissedarı içeren hisse geri alım uygulaması yapması yaygın olarak görülmektedir. Ayrıca, hisse senetlerini geri satın alan şirketler, aynı zamanda kâr payı ödeyen büyük ve kârlı şirketlerdir. Geri alınan hisse senetleri şirketin kasa stoğunda tutulur ve şirketin nakde ihtiyacı olduğunda tekrar satılabilir (Brealey ve Myers, 2003: 435-436, McInaney, 2009: 333-334).

Şirketlerin hisse geri alımı yapmasının dört farklı yolu vardır. Birinci yolu olan geri alım ihalesi teklifinde, şirket belirtilen bir hisseyi genellikle cari piyasa fiyatının üzerinde bir fiyattan geri almayı teklif eder. Bireysel hissedarlar daha sonra bu fiyattan hisselerinin ihale edilip edilmeyeceğine karar verirler. İkinci yolu Hollanda'daki bir açık artırmada olduğu gibi, şirket hisseleri geri almaya istekli olduğu bir dizi fiyat belirtir. Hissedarlar, her bir fiyattan satacakları hisse miktarları için teklifte bulunurlar. Şirket bu siparişleri toplar ve istenen hisse sayısını geri alabileceği en düşük fiyatı seçer. Tüm teklif veren hissedarlar bu bedeli hisseleri için alırlar. Üçüncü yol, hisse geri alımları veya devralma girişimi ile birlikte, büyük blok sahipleriyle doğrudan pazarlık yoluyla da yapılabilir. Dördüncü ve son yol ise geri alım faaliyetlerinin en yaygın şekli olan, şirketin diğer piyasa yatırımcıları gibi açık piyasadaki hisselerini geri alacağını duyurduğu açık piyasa geri alım yoludur (Kalay ve Lemmon, 2008: 44-45; Fabozzi ve Drake, 2009: 312).

Hem kâr payı hem de geri alımlar hissedarlara nakit sağlasa da ikisi arasında önemli farklılıklar vardır. Belki de en büyük fark, kâr payı ile geri alımlar arasındaki vergi muamelesidir. Kâr payı normal gelir olarak vergilendirilirken, geri alımlar düşük sermaye kazancı oranında vergilendirilir. Hissedarların nakit kâr payı gelirlerindeki yüksek vergilerden kaçınmadıkları sürece, kâr payının geri alımlara karşı diferansiyel vergilendirilmesi, hissedarlara nakit iadesi için bir geri alım mekanizması olarak değerlendirilmelidir. Geri alımlar ve kâr payı arasındaki ikinci bir fark, bir kez başladıklarında kâr payı ödemelerini kesmek veya atlamak konusundaki güçlü isteksizlikten kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda, kâr payı gelecekte nakit ödemeye devam etme taahhüdünü temsil ederken, geri alımların bir kerede nakit ödeme ile ilişkilendirilmesi daha muhtemeldir. Kâr payı ve geri alımlar arasındaki son fark, geri alımların zamanlamasının yönetim takdirine bağlı olmasıdır (Kalay ve Lemmon, 2008: 45).

Şirketlerin kendi hisse senetlerini geri almalarının hem hissedarlara hem de şirketlere sağladığı bir takım avantajlar vardır. Aynı zamanda şirketlerin hisse senetlerini geri alımının nedenleri olarak da ifade edilen avantajlar şu şekilde ifade edilebilir (Brigham ve Houston, 2009: 477-478; Ogilvie, 2009: 20).

1. Geri alım duyurusu yatırımcılar tarafından olumlu bir sinyal olarak görülebilir.

2. Şirketin hisse senedi geri alım politikası uygulaması, hissedarların şirkete ellerindeki hisseleri satma ya da satmama konusunda seçme şansı verir. Bu yol hem şirketlere

hem de hissedarlara kâr payı oranından daha düşük maliyetle nakit dağıtım imkanı verir. Çünkü kâr payı ödemelerinin vergi oranı sermaye kazancından daha yüksektir. Hisse senedi geri alımı nakit kâr payı ödemesine benzer ve hissedarlar ellerinde bulunan hisseleri şirkete sattıklarında daha yüksek oranda vergi öderler. Diğer yandan, daha düşük oranda vergi ödemek isteyen hissedarlar ise sermaye kazancını tercih etmeleri nedeniyle ellerinde bulunan hisseleri satmazlar. Vergi açısından, bir geri alım her iki tür hissedarın isteklerini karşılar.

3. Geri alım, piyasayı aşan ve hisse başına fiyatı düşüren büyük bir stok bloğunu ortadan kaldırabilir. Başka bir ifadeyle istenmeyen alım tekliflerinin olasılığını önler veya azaltır.

4. Kâr payı ödemeleri kısa vadede değiştirilemez. Çünkü gelecekte artışın devam etmemesi durumunda yönetimler kâr payını yükseltmek konusunda isteksiz davranırlar. Diğer yandan, olumsuz sinyal etkisi nedeniyle de kâr payı indirimi yapmak istemezler. Bu nedenle, aşırı nakit akışının geçici olması beklenirse, yönetimler sürdürülemeyen nakit kâr paylarını beyan etmek yerine hisse geri alımları yapmayı tercih edebilirler.

5. Şirketler, artık kâr payı modelini hedef nakit dağıtım seviyesini belirlemek için kullanabilirler. Ardından dağıtımı kâr payı bileşenine veya geri alım bileşenine bölebilirler. Bu durumda kâr payı ödeme oranı nispeten düşük ve güvenli olacağından azalan hisse senedi sayısının bir sonucu olarak hisse başına kârlar artacaktır. Bu durum şirketlere, toplam dağıtım ayarlamalarında geri alımların yıldan yıla değişmesi nedeniyle tüm dağıtımın nakit kâr payı şeklinde yapılmasından daha fazla esneklik sağlar.

6. Hisse senedi geri alımının bir başka nedeni de şirket değerini artırmak için borçlanma oranını azaltmasıdır. Hisse senetleri geri alınarak özsermaye azaltılır ve şirketin varlıklarını daha fazla borçla finanse etmesine imkan sağlar.

7. Çalışanların tazminatının önemli bir bileşeni olarak hisse senedi opsiyonlarını kullanan şirketler, hisse senetlerini geri alabilir ve ardından çalışanlar opsiyonlarını kullanırken bu hisse senetlerini yeniden değerlendirebilirler. Bu durum, hisse başına kârı azaltıcı etki yapan yeni hisse ihracı çıkarmaktan daha iyidir.

Şirketlerin kendi hisse senetlerini geri almalarının yarattığı dezavantajlar vardır ki bunlar şu şekilde sıralanabilir (Brigham ve Gapenski, 1991: 552-553).

1. Hissedarlar, kâr payları ile sermaye kazancı arasında kayıtsız olmayabilir. Hissedarlar şirkete hisse satmak yerine daha fazla nakit kâr payı tercih edebilirler. Çünkü nakit kâr payları hisse senedi geri alımından daha güvenlidir.

2. Satış yapan hissedarlar geri alımın tüm sonuçlarının tam olarak farkında olmayabilir veya şirketin bugünkü ve gelecekteki faaliyetleri hakkında tam bilgiye sahip olmayabilirler. Bu özellikle, hisse senedi fiyatlarının gerçek değerinin çok altında olduğunu inanmak için yönetimin iyi bir nedeni olduğu durumlarda geçerlidir. Ancak, şirketler potansiyel hissedar davalarından kaçınmak için genellikle işe başlamadan önce geri alım programlarını duyururlar.

3. Şirket geri satın alınan hisse senedi için, hissedarların dezavantajına olacak şekilde çok yüksek bir bedel ödeyebilir. Hisse senetleri aktif olarak işlem görmüyorsa ve şirket stoğunun nispeten daha büyük bir miktarını elde etmek istiyorsa fiyatı kendi gerçek değerinin üzerinde belirleyebilir. Şirketin daha sonra geri alım işlemlerini durdurması nedeniyle fiyat düşebilir.

Örneğin piyasa fiyatı 20 Lira olan ve dolaşımda 1.100.000 adet hisse senedi bulunan X şirketinin önümüzdeki yıl 4.400.000 Lira net gelir beklediğini ve bu miktarın %50'sini ortak hissedarlara dağıtmayı planladığını varsayalım. Şirket 2.000.000 Lira'yı 100.000 adet hisse senedini 22 Lira'dan teklif etmek suretiyle geri satın alma işleminde kullanabileceğini ya da hisse başına 2 Lira kâr payı ödemesini gerçekleştirebileceğine inanıyor. F/k oranı her iki durumda da sabit kabul edildiğinde geri alımın hisse başına kâr ve kalan hisselerin hisse başına piyasa fiyatı üzerindeki etkisi aşağıdaki şekilde analiz edilebilir (Birigham ve Houston, 2009: 476-477):

Mevcut Durumda;

$$\text{Hisse Başına Kâr} = \frac{\text{Vergi Sonrası Kâr}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}} = \frac{4.400.000}{1.000.000} = 4,40 \text{ Lira}$$

Beklenen Piyasa Fiyatı = Hisse Senedi Piyasa Fiyatı x Hisse Başına Kâr

Beklenen Piyasa Fiyatı = 5,00 x 4,40

Beklenen Piyasa Fiyatı = 22 Lira

Kalan her bir hisse senedi için beklenen sermaye kazancı;



Beklenen Sermaye Kazancı = Beklenen Piyasa Fiyatı x Hisse Senedi Piyasa Fiyatı

Beklenen Sermaye Kazancı = 22 – 20 = 2 Lira

Örnekte görüldüğü gibi yatırımcılar 2 Lira'lık kazancı ya nakit kâr payı olarak ya da sermaye kazancı olarak elde etmektedirler. Hisse senetleri 22 Lira'dan daha az bir fiyatla satın alınabilseydi eğer işlem kalan hisse senetlerine yansıtılacaktı. Tam tersi durumunda ise ya da 22 Lira'dan daha fazla bir fiyattan satın alınması halinde kazanç hisse senetlerini satanlara yarayacaktı. Ayrıca, f/f oranı geri alım işleminin bir sonucu olarak değişebilir. Yatırımcılar bu durumu olumlu görüyorsa yükselir şayet olumsuz görürlerse düşer. F/k oranı beklenenden daha düşük çıkarsa yatırımcılar bu durumda nakit kâr payı ödemesini tercih edebilirler.

### **1.5.5. Melez Kâr Payı Ödemesi**

Kâr payının hem nakit hem de hisse senedi şeklinde ödenmesini ifade eder. Kâr payı dağıtım oranının ne olacağı tamamen şirkete bırakılmıştır. Bu oranın belirlenmesinde herhangi bir yaptırım veya sınırlama bulunmamaktadır. Dolayısıyla, şirketler nakit sıkıntısına düşmeyecek şekilde kâr payı dağıtımlarını gerçekleştirebilirler. Çünkü nakit sıkıntısı çekildiği dönemlerde şirket daha az nakit daha fazla hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi gerçekleştirebilir. Bu sayede şirket elinde bulunan nakdi ya yatırımların ya da farklı alanların finansmanında kullanabilir. Yöntemin kullanılması ile hem yatırımcıların memnuniyeti hem de sıkıntısı bertaraf edilmiş olur (Kırbaş, 2015: 26-27).

### **1.5.6. Diğer Kâr Payı Ödeme Yöntemleri**

Uygulamada nadir de olsa farklı kâr payı dağıtım yöntemleri kullanılmaktadır. Bu yöntemler seçmeli, bono, aynı, tasfiyeden ve intifa senedi olarak sınıflandırılabilir. Bu yöntemler aşağıda sırasıyla açıklanmaya çalışılmıştır.

#### **1.5.6.1. Seçmeli kâr payı ödemesi**

Kâr payı ödemesinin nakit veya hisse senedi şeklinde yapıldığı ödeme türüdür. Kâr payı alma hakkına sahip olan paydaşların bu iki ödeme türü arasında seçim yapma hakları vardır (Loader, 2002: 162). Kâr payı dağıtım haberinin alınmasının ardından belirli bir süre sonra ortaklarca verilecek karar, hisse senetlerinin piyasa değeri ile nakit kâr payı miktarının karşılaştırılmasıyla alınır. Eğer her iki ödeme türünden sağlanacak faydanın birbirine eşit veya yakın çıkması halinde küçük pay sahipleri nakit kâr payı ödemesi alternatifini tercih ederler.

Tersi durumda ise yani nakit kâr payı alınması halinde sağlanan getiri, hisse senedi şeklinde alma alternatifinden elde edilecek getiriden daha düşük olması halinde, paydaşlar hisse senedi şeklinde kâr payı alternatifini tercih edecektir. Bu durum şirkete ihtiyacı olan nakit fonları bünyesinde tutma imkanı vermiş olacaktır (Boztosun, 2006: 104).

#### **1.5.6.2. Bono şeklinde kâr payı ödemesi**

Şirketlerin nakit kâr payı ödemesi için yeterli fonu bulunmaması durumunda, hissedarlara tahvil veya senet ihracı yardımı ile gelecekte belirli bir tarihte ödeme yapmayı vaat eden bir ödeme yöntemidir. Şirketler bu yöntemi daha çok ellerinde bulunan nakdi daha önemli ihtiyaçların karşılanması amacıyla harcanması için kullanır (Usta, 2002: 52).

#### **1.5.6.3. Aynı kâr payı ödemesi**

Aynı olarak kâr payı ödemesi, ödemenin nakit dışındaki bazı varlıklar şeklinde yapılmasıdır. Bu ödeme yöntemi, şirketin ürünü veya faaliyetlerin yürütülmesinde artık gerekli olmayan varlıkların elden çıkarılması şeklinde gerçekleşir (Bose, 2010: 422). Özellikle bu yöntem, üretim ve dağıtımında zorluk çekilen mallar için hissedarların şirketin bayisi olması durumunda tercih edilmekle birlikte yöntemin uygulanabilirliğinin pek yaygın olduğu söylenemez (Apak ve Demirel, 2013: 287, Koç, 2016b: 9). Özellikle yöntem, şirketlerin nakit sıkıntısına düşmesi veya kolay ürün satamadıklarında zamanlarda tercih ediliyor gibi gözükse de bu tür kâr payı dağıtımının eldeki nakdin korunarak alternatif yatırımlara yönlendirilmesi ve stok fazlasını ortadan kaldırmak gibi iki temel amacı gerçekleştirdiği de söylenebilir (Gürel, 2008: 39)

#### **1.5.6.4. Tasfiyeden kâr payı ödemesi**

Bu tür kâr payı dağıtımı, şirketin tasfiye olması durumunda elinde bulunan mevcut varlıkların bir kısmının veya tamamının satılarak borç yükümlülüklerinin yerine getirilmesinden sonra kalan kısmın hisse sahiplerine dağıtılması olarak ifade edilebilir. Örneğin maden şirketleri faaliyetleri sebebiyle varlıkların bir kısmını yeniden kullanmak amacıyla harcama yaparlar. Bu varlıklara ayrılan yenilenme veya zararları karşılama fonları, ihtiyaç olmayan durumlarda hissedarlara kâr payı şeklinde dağıtılabilir. Ayrıca, geçmiş yıl kârlarının belli bir sınırı aşması halinde sermayeyi bozucu etki yapması nedeniyle de kâr payı ödemesi yapılabilir (Bakır, 1975: 85; Clayman v.d., 2012: 234)

### **1.5.6.5. İntifa senedi şeklinde kâr payı ödemesi**

İntifa, kelime olarak, "faydalanma, yararlanma" anlamına gelmektedir. İntifa senedi “anonim ortaklık malvarlığına katılmaktan doğan ve sahibine pay sahiplerine özgü yönetime katılma hakları dışında, sâfi kâra katılma, tasfiye artığından yararlanma, yeni payları alma ve ortaklığın sağladığı olanaklardan faydalanma imkanı veren, anonim ortaklık ile intifa haklarının ilk edinenleri arasında kurulan, sui generis bir sözleşmeye dayanılarak oluşturulan hakkı temsil etmek üzere çıkarılan senetler” olarak tanımlanmaktadır (Sapmaz, 2009: 10). Özellikle kâr dağıtımının ortaklıkça uygun bulunmadığı ya da nakden veya başka şekillerde kâr payı ödemesinin yapılmak istenmediği durumlarda tercih edilen bir yöntemdir.

Uygulamada bu tür kâr payı ödemesine pek rastlanılmamaktadır. İntifa senedine sahip olan hissedarlar hisse senedinin sağladığı bütün haklardan yararlanmakla birlikte oy hakları yoktur. Bu menkul kıymet türü Türkiye’de Sermaye Piyasası Kanunu’nda yer almasına rağmen henüz uygulama alanı bulamamıştır (Büker v.d., 2014: 339).

## **1.6. Kâr Payı Dağıtım Politikasına Etki Eden Faktörler**

Şirketler elde ettikleri kârların bir kısmını içeride finansman ihtiyaçlarını karşılamak için alıkoyarken bir kısmını ise ortalara dağıtırlar. Şirketlerin kâr payı politikasını birçok faktör etkilemekle birlikte bu faktörler şirketten şirkete, sektörden sektöre ve ekonomiden ekonomiye farklılık arz edebilmektedir. Dolayısıyla, kâr payı politikası hem şirketten kaynaklanan hem de ekonomiden kaynaklanan faktörlerin etkisi ile gelişim gösterdiği söylenebilir. Bu faktörler çok çeşitli olmakla birlikte şirketlerin kâr payı politikasını etki eden ortak faktörler vardır ve bunlar aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmaya çalışılmıştır.

### **1.6.1. Yasal Faktörler**

Bir ülkenin yasaları şirketlerin kâr paylarını nasıl ve ne şekilde dağıtacağını düzenler. Bu düzenlemeler yapılırken şirket ortaklarının haklarını ve şirkete borç verenlerin haklarını koruma hedeflenmektedir. Anonim şirketlere ilişkin olarak kâr payı dağıtımının nasıl yapılacağı gerek TTK gerekse Sermaye Piyasası Kanunu’nda düzenlenmiştir. Şirket yöneticilerinin bu yasal düzenlemelere uyma zorunluluğu vardır. Bu nedenle yasal düzenlemeler şirket yöneticilerinin optimal kâr payı politikasını oluşturmasını engelleyebilmektedir (Canbaş ve Vural, 2016: 330).

TTK'da kâr dağıtımına ilişkin net kâr, esas sermayenin korunması ve borçların ödeme gücüne sahip olunması şeklinde üç temel ilkenin benimsediği görülmektedir. Net kâr ilkesi; kâr payının dağıtımına esas yılda elde edilen net kârdan veya geçmiş yıl dağıtılmamış kârlardan (yedek akçe) ödenebileceğini ifade eder. Esas sermayenin korunması ilkesi; esas sermayenin kâr payı dağıtımından olumsuz şekilde etkilenmemesi için, esas sermayenin kâr payı olarak dağıtılamayacağını ifade eder. Bu ilke ile hem şirket ortaklarının hem de şirket alacaklılarının haklarını korumak amaçlanmaktadır. Borçların ödeme gücüne sahip olunması ilkesine göre; bir şirketin borçları, net varlığından daha yüksek bir değere sahipse şirketler kâr payı dağıtamazlar (Akgüç, 1998: 783)

Sermaye şirketlerinin ana sözleşmelerinde kârların hangi şartlara göre dağıtılacağı düzenlenmekle birlikte, dağıtım şeklinin nasıl olacağı ile ilgili herhangi bir zorunluluğu bulunmamaktadır. Eğer ana sözleşmelerinde kâr dağıtımını ile ilgili düzenleme yoksa kâr TTK hükümlerine göre dağıtılır. TTK'ya göre kâr payı safi kârdan ve yedek akçelerden dağıtılabilir. Dönem kârından geçmiş yıl zararları, ödenmiş esas sermayenin 1/5'ine ulaşıncaya kadar safi kârın %20'si şeklinde ayrılan birinci tip yedek akçe ve içeride bırakılan zorunlu fonlar düşüldükten sonra, dağıtılabilir net kâr elde edilir. Diğer bir ifadeyle, kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle kanun ve esas sözleşme hükmünce ayrılması gerekenler ayrılmadıkça kâr payı dağıtılamaz. Dağıtılabilir net kârdan, ödenmiş sermayenin %5'i oranında ortaklara birinci kâr payı dağıtımını yapılır. Ana sözleşmede tanınan ayrıcalıklar saklı kalmak koşuluyla hisse senetleri sahibi kâra hissesi oranında katılır. Ana sözleşmede aksine bir hüküm yoksa kâr payının hesaplanmasında esas sermayeye mahsuben ortağın şirkete yaptığı ödemeler esas alınır. Ortaklara birinci kâr payı dağıtıldıktan sonra esas sözleşme hükümlerine göre diğer kişilere kâr payı ödemesi ve ortaklara ikinci tip kâr payı ödemesi yapılabilir. Dağıtımına karar verilen ikinci tip kâr payı tutarı üzerinden %10 oranında ikinci tip yasal yedek akçe ayrılır. Yasal yedek akçe ayırma zorunluluğunun nedeni, şirketlerin mali yapısını güçlendirmek; ortaklara birinci kâr payı verilmesi zorunluluğunun nedeni ise küçük yatırımcıyı korumaktır (Anbar, 2006: 219).

Sermaye Piyasası Kurulu, bir çerçeve kanun olan Sermaye Piyasası Kanun'unun hükümlerini uygulamada açıklık getirmek ve kanun hükümlerinin uygulanması esaslarını belirtmek amacıyla bir dizi tebliğler çıkarmış ve gerekli gördüğü hallerde çıkartmaya devam etmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu, TTK'nın bazı maddelerinde getirilen hükümlerin aksine hükümler getirmiş bulunmaktadır. Kanunun getirmiş olduğu hükümler kapalı aile

ortaklıklarıyla ilgili olmayıp, sadece halka açık anonim ortaklıklara ait kâr payı dağıtımı ile ilgilidir. Kanuna göre halka açık anonim ortaklıklar esas sözleşmesinde birinci kâr paylarını göstermek zorundadır. Kurulda, Kanun'un 15'inci maddesinde düzenlemesini bulan bu hususa, Seri: IV, No: 27 Tebliği'nin 7'inci maddesinde temas edilmiştir. Tebliğe göre halka açık ortaklıkların birinci kâr payı tutarı, cari dönem net kârından vergi ve benzerleri düşülmesi suretiyle bulunan dağıtılabılır dönem kârının %20'sinden az olamaz. Ortaklara kâr payı dağıtımı, esas olarak nakden ve Mayıs ayının sonuna kadar tamamlanmak zorundadır. Sadece halka açık ortaklıklar içerisinde hisse senetleri borsada işlem görenler, kâr payı ödemelerini hisse senedi biçiminde de yapabilirler. Halka açık anonim ortaklıklar kâr payı politikalarını belirlerken, Yasa'nın bu hükümlerini göz önünde bulundurmaları zorundadırlar. Kanunlar kâr payı politikalarını yönlendirirken, kâr payı demesi yoluyla şirket varlıklarının azaltılması ya da yok edilmesini önleyerek, tahvil sahipleri ve diğer alacaklıların korunmasını da amaçlamaktadır (Tekin, 2004: 26).

Ayrıca, Gelir Vergisi Kanunu'nda Türkiye'de anonim şirketlerin ortakları arasındaki tam yükümlü gerçek kişiye dağıttığı kâr payının yarısı gerçek kişinin gelir vergisinden istisna edilerek (m.22 /2.b.) %15 oranında vergi kesintisine (m.94/6.b-i) tabi tutulur. Vergi kesintisi yapılmış kâr payı tutarı içerisinde söz konusu istisna edilen kâr payı tutarı da mevcuttur. Yapılan bu kesinti, yarı oranındaki kâr payının da eklendiği yıllık beyanname üzerinden hesaplanan gelir vergisinden mahsup edilebilir. Bu suretle, şirketlerin gerçek kişilere yaptığı kâr payı dağıtımında, istisna edilen tutarla birlikte, toplam kâr payı tutarı üzerinden yapılan vergi kesintisinin tamamı, gerçek kişilerce beyan edilen %50'lik kâr payı tutarı üzerinden hesaplanacak vergiden mahsup edilir hale getirilmiştir. Şirketin kârı dağıtmayarak sermaye artırımında kullanması halinde sermayeye ilave edilen şirket kârı vergi kesintisine tabi değildir. Ancak, gerçek kişinin kâr payını yurt dışında faaliyet gösteren şirketten elde etmesi ve yurt dışında vergilendirilmemesi şartıyla gelir vergisi beyanamesine dahil edilmesi gerekir. Dar yükümlü gerçek kişilerin kâr payı gelirleri üzerinden de %15 vergi kesintisi (m.94/6.b-ii) yapılmasına rağmen söz konusu kâr payı kazançları için yıllık beyanname (m86/2.f) verilmez (Ateşşaoğlu, 2012: 310-313).

### **1.6.2. Likidite**

Likidite, bir şirketin ödeme yükümlülüklerini yerine getirme derecesini ölçer. Başka bir ifadeyle, şirketin borçlarını veya diğer yükümlülüklerini yerine getirmek için varlıklarını nakde çevirme yeteneği olarak ifade edilir. Likidite genellikle şirketin nakit akışı ile ölçülür.

Ancak, bir şirketin yüksek düzeyde kârlılık göstermesi çok fazla kullanılabilir nakdi olacağı anlamına gelmez. Hızlı büyüyen ve kârlı şirketler büyümelerini sürdürebilmeleri için yeni yatırımlara ihtiyaç duyarlar ve bu yatırımlar için gerekli olan fonlar daha az maliyetli olduğu için şirket içinden sağlanır. Dolayısıyla, kâr payı ödemesinin gerçekleştirilebilmesi için şirketin nakde ihtiyacı vardır ve şirket içindeki nakit kaynakların mevcudiyeti kâr payı ödemelerinin belirlenmesinde etken bir rol oynamaktadır. Eğer şirketlerin nakit akışı yüksek seviyede ise daha düşük sistematik riske sahip olacağından daha yüksek kâr payı ödemesi gerçekleştirebilirler. Aksi takdirde, şirketin nakit açığı olması halinde daha düşük oranda kâr payı ödemesi gerçekleştirilir. Ayrıca şirketler gelecekle ilgili belirsizlik durumlarında da, likiditeyi korumak adına düşük oranda kâr payı dağıtmak isterler. Diğer yandan, birçok deneysel araştırma sadece kâr akışına yoğunlaşmış, ancak, nakit akışına olan etkisini göz ardı etmiştir. Nakit kâr payı dağıtımını sadece şirket kârlılığına değil, aynı zamanda sermaye harcamaları için ödeme yapıldıktan sonra kalan serbest nakit akışına da bağlıdır. Nakit kâr payı ödemesi serbest nakit akışından daha az ise, şirketin kullanabileceği fazladan parası olduğu, serbest nakit akışından daha fazlaysa, şirketin yatırımlar için finansman ihtiyacı olduğu anlamına gelir (Samuels v.d., 2000: 620; Mohamed v.d., 2010: 4; Komrattanapanya ve Suntrauk, 2013: 258-259; Ahmed, 2015: 75).

### **1.6.3. Kârlılık**

Bir şirketin kâr payı ödeme oranı, şirketin gelecekte elde edebileceği kâr oranını tahmin edebilme gücüne bağlıdır. Şirket kârlarının sürekli olarak dalgalanma göstermesi gelecekte elde edebileceği kârların tahminini güçleştirir. Bu durumda belirli bir kâr payı artışının gelecekteki bir dönemdeki kazançlarla karşılanamama riski de artacağından yönetim, gelecekteki ihtiyaçları karşılamak için şirket içinde bırakılan fonlara güvenemez. Dolayısıyla, kazançlar değişken olduğunda, şirketler kâr payı artışlarının büyüklüğü ve sıklığı konusunda daha temkinli davranarak kâr payını beyan etmek ve ödemek istemezler. Kâr elde edildiğinde, şirket gerektiğinde paranın kullanılabilir olmasını sağlamak için daha büyük nakdi elinde tutabilir. Tersine, istikrarlı bir kazanım eğilimi olan bir şirket genellikle kazancının daha büyük bir kısmını kâr payı olarak ödeyebilir. Bu durum, şirketin gelecekteki sermaye gereksinimlerini karşılamak için kârın kullanılabilirliği konusunda daha az endişesi olduğunu ifade eder (Keown v.d., 2005: 622; Marfo-Yiadom ve Agyei, 2011: 102; Clayman v.d., 2012: 273).

#### 1.6.4. Borçlanma Yeteneği ve Borç Ödeme Gereği

Şirketlerin borçlanma yoluyla finansman sağlaması vergi avantajlarına ek olarak hissedarların özkaynak kârlılığını da artırabilir. Bununla birlikte, borçlanma şirketin risk oranını artırır. Şirket borçla finansman sağladığında, faiz ödemeleri ile anapara tutarında sabit bir ödemeyi taahhüt ettiğinden yükümlülüklerin yerine getirilmemesi şirketin tasfiyesine yol açabilir. Yüksek borç seviyesine sahip şirketler, borç sahiplerine olan yükümlülüklerini yerine getirebilmek veya düşük kredi verenlerin baskısını azaltmak için gönüllü olarak nakit parayı ellerinde tutmayı tercih ederler. Alternatif olarak, daha fazla borç kullanılması nedeniyle şirketlerin risklerindeki artış, dış finansman maliyetlerini artırmakta ve içeride alıkonulan fonlara daha fazla bağımlı hale getirmektedir. Bu durum düşük kâr payı ödeme oranlarının belirlenmesine yol açar. Borç sözleşmelerinde yer alan kısıtlamalar, düşük kâr payı ödemelerine neden olacağından bilançodaki özkaynak tutarının artmasına ve borç/özkaynak oranı veya borç/aktif oranı olarak ifade edilen f/k oranının artmasına neden olacaktır. Bu oranların artması, borçların yenilenmesini kolaylaştıracağından finansman maliyetleri de en aza inecektir (Al-Malkawi, 2008: 182; Jabbouri, 2016: 286).

Şirketlerin belirsizlik durumlarında likidite durumları, şirketi korumak için tek başına yeterli olmayabilir ve bu durum şirketlerin borçlanma yeteneğini önemli hale getirir. Şirketlerin borçlanma yeteneği, onlara finansal açıdan esneklik kazandırır. Bankalardan kredi alınması veya alınan kredinin vadesinin uzatılması gibi konular borçlanma yeteneğinin bir göstergesidir. Finansal esneklik açısından sermaye piyasasında tahvil ihracı da söz konusu olabilmektedir. Şirketin borçlanma yeteneğinin yüksek olması nakit kâr payı dağıtabilme yeteneğini de yükseltir (Taşçı ve Korkmaz, 2018: 607-608).

#### 1.6.5. Büyüme

Kâr payları, büyümeyi finanse etmek için iç fonları tüketir ve şirketi daha fazla dış kaynak kullanmaya zorlar. Bir şirketin gelirlerinde meydana gelen değişimler, kâr payı politikası üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Şirketlerin büyüme hızı ne kadar yüksekse, aktif kalemlerinin finansman ihtiyaçları da o kadar fazla olmaktadır. Büyüme ile birlikte şirketlerin ihtiyaç duyduğu fonlar artar ve kârlarının büyük bir kısmı dağıtmayarak finansman için kullanılır. Bu durum fon ihtiyaçlarını karşılama yeteneği kısıtlı olan ve sermaye piyasası gelişmemiş ülkelerdeki şirketler için geçerlidir. Büyüme hızı yüksek olan şirketler dışında hızlı büyüme arzusunda olan şirketler de kâr payı dağıtımını sınırlama getirebilir. Büyük ve

olgunlaşmış şirketler düşük büyüme oranlarına sahip olduklarından yüksek kâr payı dağıtım oranı belirleyebilmektedirler (Rafailov ve Trifonova, 2011: 9; Maladjian ve Khoury, 2014: 243; Kartal, 2017: 259).

#### **1.6.6. Yeni Yatırımların Planlanması**

Şirketlerin yüksek gelir elde edebileceği yatırım fırsatlarının var olması halinde bu yatırımları finanse etmek için elde edilen kârın içeride bırakılmasını sağlamak için kâr payı ödeme oranlarını daha düşük belirleyebilmektedir. Özellikle sermaye piyasasından fon elde etmek amacıyla yapılan ihraçların maliyetli olması, şirketleri bu maliyetleri en aza indirmek amacıyla ihtiyaç duyulan finansmandan daha fazla hisse ihracını gündeme getirmektedir. İhtiyaç duyulan finansmandan daha fazla hisse ihracı ise şirket ortaklarının aleyhine bir durum yaratmaktadır. Şirketlerin daha yüksek beta katsayılarına sahip olmaları da bu şirketlerin kâr payı ödeme oranlarını daha düşük belirlemelerine neden olmaktadır. Çünkü yüksek beta katsayısı şirketlerin finansal kaldıraç varlığının bir yansımasıdır. Kâr payı ödemelerinin, diğer sabit ücretlerin yerine geçen yarı sabit ücretler olduğu görüşünden hareket edildiğinde, sabit ücretleri yüksek olan şirketlerin dış finansman maliyetlerinden kaçınmak için daha düşük kâr payı ödemeleri gerçekleştirdikleri görülmektedir (Rozeff, 1982: 249; Korgun, 1999: 16-17).

#### **1.6.7. Hissedarların Vergilendirilmesi**

Kâr payı politikasını etkileyen diğer bir faktör de ülkelerin vergi düzenlemeleridir. Çünkü şirketlerin dağıttıkları kâr payları ile şirket içerisinde bıraktıkları kârların farklı oranlarda vergilendirilmesi, hissedarlar açısından gelir vergisi oranları, hisse senetlerinin değer artışlarına bağlı olarak elde edilen kazançların vergilendirilip vergilendirilmeyeceği gibi hususlar kâr payı politikasını etkiler. Örneğin, yüksek vergi diliminde olan hissedarlar daha fazla vergi ödememek için şirketlerin kâr payı ödemesi yapmasını ya hiç istemezler ya da çok düşük oranlarda kalmasını isterler. Diğer yandan, şirketlerin hisse senetleri geniş halk kitlelerine yayılmış ise, hissedarların vergi durumunun kâr payı politikasını etkilemesi oldukça zayıf bir olasılıktır (Ceylan, 2004: 216).

#### **1.6.8. Sermaye Piyasasına Başvurma Olanığı**

Şirketler yeni yatırımlar yapmayı düşünmeleri halinde finansal kaynaklara ihtiyaç duyarlar. Finansal kaynaklar arasında ilgili dönem kârları ve önceki yıllarda dağıtılmayan kârlar oldukça önemli bir yer tutar. Şirketin kârları hisse sahiplerine dağıtması halinde



yatırımlarını ya dış kaynaklardan borçlanma yoluyla ya da hisse senedi ihraç ederek finanse edecektir. Büyük şirketler açısından borçlanma ya da hisse senedi ihraç ederek kaynak yaratmak güç olmamaktadır. Dahası sermaye piyasalarına daha fazla erişim imkânına sahip olan bu şirketlerin işlem maliyetlerinin düşüklüğü, kolaylıkla borç ve özkaynak arasında geçiş yapabilme esnekliğine sahip olmasına yardımcı olur. Bu tür şirketler daha istikrarlı ve daha yüksek kâr payı ödemeleri gerçekleştirebilirler. Diğer yandan, küçük şirketlerin sermaye piyasasına erişebilme güçlükleri ve kredibilitelerinin büyük şirketlere göre daha düşük olması, şirket içi kaynakların kullanılma zorunluluğunu artırır. Bu nedenle, küçük ve yeni kurulan şirketlerin kâr payı ödeme oranları daha düşük miktarlarda olmaktadır (Alli v.d., 1993: 528; Tükenmez v.d., 1999: 1012).

### **1.6.9. İşletmelerin Kredi Sözleşmelerinde Yer Alan Hükümler**

Borç verenler tarafından şirketlerle yapılan borç sözleşmeleri kâr payı tutarını sıklıkla sınırlar. Bu sözleşmeler, borç verenlerin şirkete olan yatırımını korumak için tasarlanmıştır. Yaygın olarak uygulanan kısıtlamalar, kâr paylarının sadece ilgili dönem kârından ödenmesi, net çalışma sermayesinin belirlenen sınırın altına düşürülmemesi ve nakit akışların korunmasına yöneliktir. Anlaşmalarda bu kısıtlamaların yer almasının nedenleri olarak net çalışma sermaye azalmasının önlenmesi, varlıklarının yükümlülükleri karşılması ve faaliyetlerin aksatılmaması sayılabilir. Şirket ana sözleşmelerinde de kâr payı politikası üzerinde borç sözleşmelerine benzer kısıtlamalar mevcuttur. Şirketlerin bazıları ana sözleşmelerinde kâr payı dağıtımıyla ilgili ilave kurallar koyabilirler. Örneğin imtiyazlı ve kurucu intifa hisse senedi sahibi hissedarlara kâr payı ödemesi yapılmadan adi hisse senedi sahiplerine kâr payı ödemesi gerçekleştirilmez. Dolayısıyla, şirket ana sözleşmeleri kâr payı politikaları açısından önemli hale gelir. Küçük yatırımcıların özellikle yatırım yapmayı düşündükleri şirketlerin ana sözleşmelerinde bu tür kısıtlamaların var olup olmadığını araştırmaları gerekir (Atrill, 2009: 378; Lusztig ve Schwab, 2014: 671; Kartal, 2017: 458-459).

### **1.6.10. Hissedarların Tercihi**

Kâr payı politikalarını etkileyen diğer bir faktör ise hissedar tercihleridir. Hissedarların tercihi, şirketin hem kâr payı politikasını hem de kâr payı dağıtım oranı kararını etkileyebilir. Şirket, hissedarlarının belirsiz bir gelecekte tahakkuk edebilecek (veya alamayacak) sermaye kazanımlarını beklemek yerine, kâr payı ödemesiyle mevcut gelir için

daha fazla tercihe sahip olduğunu tespit ederse, liberal bir kâr payı politikası ve buna bağlı olarak kâr payı ödeme oranını yükseltecektir. Buna karşı, şirket, hissedarlarının belirsiz bir gelecekte tahakkuk edebilecek olan sermaye kazancı için daha fazla tercihe sahip olduğunu tespit ederse daha muhafazakâr bir kâr payı politikası tercih edecektir. Bu durumda, harici olarak ürettiği fonların daha büyük bir kısmını, tekrar kazanılmış kazançlar biçiminde, yatırımlarında kullanma eğiliminde olacak ve buna bağlı olarak kâr payı ödeme oranını düşük tutacaktır (Mathur ve Rangarajan, 2015: 587).

Bir şirketin az sayıda hissedarı varsa yönetim, hissedarlarının tercihlerine göre kâr payı belirleyebilir. Eğer, bir şirketin hissedarlarının çoğunluğu yüksek marjinal vergi grubu içinde yer alıyorsa, yüksek bir kâr payı ödeme politikası yerine nihai fiyat değer kazanmasıyla sonuçlanan yüksek kazanç tutma politikasını tercih edecektir. Bu durumda, yüksek kazancı elde tutma, şirketin düşük kâr payı ödeme politikasını haklı çıkarmak için yeterli kabul edilebilir sermaye yatırım fırsatına sahip olduğunu göstermektedir. Aksi takdirde, yatırım fırsatlarının bulunmadığı durumlarda yüksek tutma politikası, hissedar servetini en üst seviyeye çıkarma hedefi ile tutarsız olacaktır. Büyük bir şirketin hisseleri tabana yayıldığından dolayı finansal yöneticinin kâr payı dağıtım politikasını belirlerken bireysel hissedarların tercihlerini dikkate alması neredeyse imkânsızdır. Marjinal geliri yüksek vergi grubunda bulunan bazı zengin hissedarlar, bir şirketin uzun vadeli sermaye kazancını elde etmek için kârların (yani düşük ödeme oranını) yeniden yatırımlara yatırılmasını tercih edebilir. Emekli bireyler ve sabit gelirden yaşayanlar gibi diğer hissedarlar yüksek kâr payı oranını tercih edebilir. Bu hissedarlar daha yüksek kâr payı getirisi sağlayan bir şirkette adi hisse senedi için prim ödemeye istekli olabilirler. Emeklilik fonları, üniversite bağış fonları, hayırsever kuruluşlar ve güven fonları gibi sıfır gelir vergisi desteğine sahip büyük kurumsal yatırımcılar, özel bireysel hissedarlarından farklı nedenlerle yüksek kâr payı getirisi almayı tercih edebilir. İlk olarak, bağış ve güven fonlarının bazen anapara harcaması yasaklanır ve harcamaları yatırımlarının yarattığı kâr payı (ve/veya faiz) geliriyle sınırlandırılması gerekir. İkincisi, emeklilik ve güven fonlarının, mahkemeler tarafından yorumlanan ve düzenli kâr payı ödemeleri kaydeden şirketlere yapılan yatırımlar anlamına gelen muhafazakâr yatırım stratejilerini takip etmek için yasal bir yükümlülüğü vardır (Moyer v.d., 2006: 524-525).

Hissedarlarının tercihinin, şirketin kâr payı politikası üzerinde bir etkisi olsa da, şirketin kâr payı politikasının, kâr payı politikasını doğru bulan hissedarlar türünü ve bunun için oldukça uygun olan kâr payı ödeme oranını çekme konusunda daha büyük bir etkiye sahip

olduğu görülmüştür. Her şirketin kâr payı politikasını çekici bulan bir müşteri grubu vardır (Chandra, 2011: 541, Mathur ve Rangarajan, 2015: 587).

### **1.6.11. Büyüklük**

Büyük ölçekli şirketlerin sermaye piyasalarına daha kolay erişme imkanına sahip olmaları iç finansman bağımlılığını azaltacağından, büyük şirketler daha yüksek kâr payı dağıtırlar (Al-Malkavi, 2007: 50). Büyük şirketler küçük şirketlere göre daha yüksek likiditeye sahiptir. Ayrıca büyük şirketlerin hem finansman bulma hem de borç ödeme yetenekleri daha yüksektir. Küçük şirketlerin likiditesi düşük olduğundan nakit akışındaki bir düzensizlik finansal sıkıntı riskini artırır. Özellikle nakit kâr payı politikasının nakit çıkışına sebebiyet vermesi likiditeyi azaltacağından finansman ihtiyacı daha da artar. Diğer yandan, bu tür şirketlerin sermaye piyasalarından yararlanma imkanı büyük şirketlere göre daha düşük olduğundan fon ihtiyaçlarını karşılamak için kârı daha az dağıtma eğilimi göstereceklerdir (Yıldız v.d., 2014: 189; Berk, 2015: 282).

Büyük şirketlerde, sahiplik dağılımına bağlı olarak hissedarların şirketin iç ve dış faaliyetlerini izleme kabiliyeti ile yönetim kontrolü azalır. Şirketin kâr payını artırması bu sorunun çözümü olabilir. Çünkü büyük kâr payı ödemeleri, büyük şirketlerdeki yöneticilerin performansını dolaylı olarak izlemeye yardımcı olabilmektedir. Çünkü firmaların dış finansman ihtiyacının artması, borç verenlerin şirketi sürekli olarak izlemesine neden olur. Ayrıca bu şirketlerin hisselerinin sermaye piyasalarında yüksek işlem görmesine bağlı olarak ikincil pazardaki katılımcılar tarafından sürekli izlenmeleri, kontrol mekanizmasının kendiliğinden işlemesine neden olur (Manos, 2003: 287; Al-Kuvari, 2009: 43).

### **1.6.12. Yönetimin Kontrol İsteği**

Bir şirket, yıllık kazançlarının büyük bir kısmını kâr payı olarak dağıtıyorsa, potansiyel olarak kârlı projelere yatırım yapmak için gereken fonu ya dış kaynaklardan ya da özsermayesini artırmak amacıyla yeni hisse senetlerini ihraç ederek sağlayacaktır. Kontrolü ellerinde bulunduran hissedarların ek hisse senetlerine sahip olamamaları halinde, bu hissedarların hem şirket üzerindeki kontrolleri hem de kazançları azalacaktır. Yönetimin kontrolü sürdürme konusundaki endişeleri, yeni hisse senedi satımına isteksizliğe ve daha düşük bir kâr payı ödeme politikasının seçilmesine neden olacaktır. Böyle bir kâr payı politikası, genel hissedar zenginliğini en üst düzeye çıkarmasa da kontrolü ellerinde

bulunduran hissedarların çıkarını hizmet edecektir (Moyer v.d., 2006: 525; Besley ve Brigham, 2008: 546; Van Horne ve Wachowicz, 2008: 483; Gitman ve Zutter, 2012: 576).

Kontrolün diğeri bir yönü, kâr payı ödemeleri ve devralma tehdidi arasındaki ilişki ile ilgilidir. Örneğin, yüksek tutma/düşük dağıtım politikasının bir şirketin devralma konusundaki hassasiyetini artırabileceği öne sürülmüştür. Şirketi satın almak isteyenler hissedarlara, ödenen kâr paylarının çok düşük olduğuna ve mevcut yönetimin servetlerini maksimize etmediğine ikna edebilir. Dolayısıyla, düşük kâr payı dağıtım politikası, satın alma görevini çok daha kolaylaştırabilir. Ancak, bu tür argümanların yalnızca karmaşık olmayan hissedarlara hitap etmesi muhtemeldir. Daha karmaşık hissedarlar, kâr paylarının, elde edilen hisselerin toplam gelirin yalnızca bir kısmını temsil ettiğini kabul edecektir. Bununla birlikte, şirket kârlarını dağıtmak yerine elde tutarsa, kârlı bir şekilde kullanmaları gerekir. Bunun yapılmaması devralma tehdidini daha da artırır. Dolayısıyla, kâr payı politikası, devralma tehdidinin önlenmesine yardımcı olabilir. Büyük bir kâr payı ödemesi gerçekleştirilmesi, piyasaya yöneticilerin iş olanaklarına duyduğu güveni gösterebilir. Ayrıca, hisselerin değeri artacağından şirketi satın almak isteyen diğeri şirketlerin devralma maliyetlerinin artmasına neden olur. Bu şekilde büyük bir kâr payı ödemesini yatırımcılar her zaman iyi yorumlamayabilir. Yatırımcılar, büyük bir kâr payı ödemesini, yöneticilerin destek kazanmaya yönelik umutsuz bir girişimi olarak kabul edebilir. Bu duruma düşmek istemeyen şirketler bu sefer kâr payı ödeme oranını düşürürler (Atrill, 2009: 379).

### **1.6.13. Faaliyet Riski**

Faaliyet riskini, olağanüstü durumlar nedeniyle yatırım getirisindeki azalma olasılığı, şirket faaliyetleri ile ilgili herhangi bir kötü haberin veya faaliyetler ile ilgili kaybın olasılığı veya şirket faaliyetleri sonucu elde edilebilecek gelirleri olumsuz etkileyebilecek etmenlerin bütünü olarak tanımlayabiliriz. Bu etmenler, şirket özelliklerinden kaynaklanabileceği gibi sektörün rekabet şartlarından veya olumsuz ekonomik koşullardan kaynaklanabilir. Bu etmenlerin varlığı, şirketin kârlılığını ve nakit akışları seviyesini etkiler (Gürsoy, 2007: 629; Trang, 2012: 50; Koç, 2016b: 45).

Faaliyet riskinin kâr payı ödemelerini azaltıcı bir etkisi vardır. Kâr payı ödemesi ile faaliyet riskinin negatif yönlü ilişkisinin varlığı, riskli şirketlerin nakit akışlarının daha yüksek oynaklığa sahip olmasına neden olur. Bu durum gelecekteki yatırımların planlamasını zorlaştıracağından dış finansman ihtiyacının artmasına neden olur. Şirketler, dış finansmanın

daha maliyetli olması nedeniyle yüksek maliyetten kaçınmak için kâr payı ödemelerini azaltmayı seçerler. Bunun nedeni, kazançlar konusunda yüksek değişkenlik yaşayan şirketlerin, gelecekle ilgili belirsizliklerinin daha yüksek olması ve bu şekilde daha fazla kâr payı ödememeleri gerektiği konusundaki düşünceye sahip olmalarıdır. Kazançları istikrarlı olan şirketler geleceği önceden tahmin edebildiklerinden yatırımcıya kâr payı ödemeleri ile sinyal verebilirler. Dolayısıyla, riski düşük olan şirketler daha fazla kâr payı ödemekte, riski yüksek şirketler ise hissedarlara daha az kâr payı ödemektedirler (Atmaja, 2009: 264; Hellström ve Inagambaev, 2012: 28; Labhane ve Mahakud, 2016: 17).

#### **1.6.14. Gelecekle İlgili Belirsizlikler**

Şirketler, hissedarların kendileri hakkındaki belirsizlik ve buna bağlı olarak şirkete yeteri kadar güven duymama gibi olumsuzlukları ortadan kaldırabilmek için kârları dağıtma yolunu seçerler. Bu nedenle, sermaye piyasasında kendilerine fazla güvenilmeyen şirketler, güvensizliği gidermek için daha yüksek kâr payı dağıtmayı tercih ederler (Özdemir, 2016: 302). Bu davranış şekli esasen işaret verme teorisi ile açıklanabilir. Şirketlerce asimetric bilginin varlığı nedeniyle, yeterli ve tam bilgiye sahip olmayan hissedarlara, istikrarlı bir şekilde kâr payı dağıtımını yapılarak, şirketin finansal yapısının iyi olduğu işareti verilir (Koç, 2016b: 47). Bu durum, şirketin finansal durumu ile ilgili hissedarların zihnindeki belirsizlik olasılığını azaltır.

#### **1.6.15. Halka Açıklık Oranı**

Şirket sahipliği ve yapısı kâr payı politikalarının belirlenmesinde önemli olabilmektedir. Şirketin hisselerine sahip olan ortaklar hisseleri oranında yönetime katılma, karar alma ve kararların yürütülmesi sürecinde aktif bir rol oynayabilirler. Sermayenin tabana yayılması ile birlikte hisse sayısı ile orantılı olarak küçük hissedarlar çoğunluğu elde edecek miktarda hisseye sahip olamadıkları için yönetimde yer alamazlar. Bu durum, küçük hissedarların çoğunluk hissesine sahip olan ve yönetime katılma hakkı elde eden hissedarlar tarafından temsil edilmeleri sonucunu doğurur. Özellikle halka açık şirketlerde büyük hissedarlar, küçük hissedarlar, yöneticiler ve mevcut yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi önem arz eder. Yöneticiler ve büyük hissedarlar küçük hissedarlara nazaran şirkete ait bilgilere ulaşabilme potansiyeli daha fazla olduğundan bilgi asimetrisi sorunu ortaya çıkar. Bu nedenle, bilgi asimetrisini ortadan kaldırılmak için kâr payı politikaları önemli bir araç haline gelebilir (Yıldız v.d., 2014: 190-191).

Halka açık anonim şirketlerde ortak sayısının fazla ve geniş bir tabana yayılması, şirket ortaklarının çıkarları doğrultusunda kâr payı politikasının belirlenmesini güçleştirir. Bir başka deyişle, halka açık şirketlerde hissedarların vergi durumları kâr payını etkilemesi daha zayıf olmakta ve kâr payı dağıtım oranı yüksek olmaktadır. Halka açık şirket tarafından ödenecek vergi kapalı bir şirkete nazaran daha azdır. Gelir vergisi kesintisi nedeniyle daha az vergi ödemektedirler. Bu tür şirketlerde şirket ortaklarının geniş bir kitleye yayılması ve ortakları arasında sosyal güvenlik kurumları, özel emekli sandıkları, hayat sigortası şirketleri gibi kurumsal tasarruf şirketlerinin bulunması, kâr payı politikasını etkilemekte ve kâr payı dağıtım oranının yüksek tutulmasına neden olmaktadır (Kutukız, 1997: 215-217).

#### **1.6.16. İştirak ve Bağlı Kuruluş Niteliği**

Bir holding şirketine bağlı olmak şirketin kâr payı politikasını etkileyebilmektedir. Holding şirketleri kendi kâr payı politikalarını kendisine bağlı şirketlerde de uygulanmasını isterler. Bu durumda şirketler istemedikleri halde ana şirketin kâr payı politikasına uymak zorunda kalırlar. Çünkü kâr dağıtımına karar veren oyların çokluğu ortaklık üzerinde baskı yapacaktır (Tekin, 2004: 29; Pekmaya, 2006: 188). Ayrıca vergi avantajları, yeni yatırımlar ve kârların holding bünyesinde toplanmasının sağlanması gibi düşünceler nedeniyle holding kuruluşları, kontrolleri altındaki bağlı kuruluşları, yüksek oranda kâr payı dağıtımına zorlamaktadırlar. Çünkü vergi yasaları şirket bünyesinde kalan kârlarla dağıtılan kazançları farklı vergi rejimlerine tabi tuttuğundan şirketlerin kâr payı politikaları bundan etkilenir (Karyağdı, 2014: 57; Canbaş ve Vural, 2016: 332)

#### **1.6.17. Benzer İşletmelerin Kâr Payı Politikaları**

Şirketler kâr payı politikalarını faaliyet gösterdikleri sektörle ilgili özel koşullara uyacak şekilde düzenleyebilirler. Örneğin, yüksek büyüme gösteren endüstrilerdeki şirketler, kâr payı bazlı stratejilerini, olgun, doymuş endüstrilerdekine kıyasla daha fazla yatırım için fon elde etmek amacıyla sınırlayabilirler. Ayrıca bazı endüstrilerde, örneğin mal piyasasında faaliyet gösteren şirketlerin ürünlerinin piyasa fiyatları önemli derecede değişkenlik gösterebilmektedir. Faaliyette bulunan endüstrinin ekonomiden daha hızlı veya daha yavaş büyümesi, şirketlerin hem sermayeye olan ihtiyaçlarını hem de gelecekteki kazançların yaratması beklenen nakit akışlarını etkilemektedir. Aynı sektördeki şirketler genellikle çok farklı kâr payı politikalarına sahiptir ve bazı şirketler kendi sektörlerinde başkalarının kâr payı dağıtım politikalarını takip etseler de, çoğu zaman başkalarının politikalarını kendi

politikalarına dahil etme girişiminde bulunmazlar. Ancak, herhangi bir endüstride faaliyet gösteren bir şirket kıyaslama açısından diğer şirketlerin kâr payı politikalarını da izlemek zorundadır. Şirketler diğer şirketlerin kâr payı politikasını birebir uygulamasa da hissedarlar, benzer şirketlerin kâr payı politikalarının büyük farklılıklar göstermesini hoş karşılamazlar (Glen v.d., 1995: 17-18; Bolak, 1998: 258; Dhanani, 2005: 1635).

Büyük ve halka açık şirketlerin faaliyetleri sürekli olarak; menkul kıymet yatırımcılarının, menkul değer analizcilerinin ve finansal kurumların incelemelerine açıktır. Bu analizciler standartları saptamak ve şirketlerin gerçek değerini ortaya çıkarmak için aynı endüstride faaliyet gösteren şirketleri karşılaştırarak şirketlerin çalışmalarını değerler. Çoğu şirket, özellikle aynı büyümeye sahip olanlar, sektördeki diğer şirketlerin kâr payı ödeme oranlarına bakar. Bir şirketin benzer şirketlerle aynı çizgide olması önemli olmasa da sektör oranları şirketler için belirleyici olabilir. Genellikle şirketler konumlarını bu oranlara göre belirlerler. Sektörde faaliyet gösteren diğer şirketlerden daha düşük kâr payı politikası uygulayan şirketler, bu düşüklüğün nedenini analizcilere açıklamak suretiyle şirketin finansal yapısı hakkında bilgi verirler. Eğer düşük kâr payı ödemesi ile ilgili açıklayıcı bilgiler verilmez ise analizciler, menkul kıymet yatırımcıları ve hissedarlar şirketin kötü yönetildiği izlenimine kapılabilirler (Van Horne, 2002: 329; Büker v.d., 2014: 333-334).

#### **1.6.18. Yöneticilerin Kâr Payı Politikalarına Bakışı**

Şirket yöneticileri hissedarların çıkarlarını maksimize etmek yerine şirketin finansal durumunu iyileştirmeye, istikrarlı üretim düzeyini sürdürmeye ve rekabet gücünü artırmaya öncelik verebilir. Bu durum şirketin düşük düzeyde kâr payı politikası izlemesine neden olur. Diğer yandan, başarı performansının hisse değeri ile ölçüldüğü şirketlerde yöneticiler daha yüksek düzeyde kâr payı politikası izlerler (Akgüç, 1998: 787).

#### **1.6.19. Makro Ekonomik Faktörler**

Sermaye piyasaları birbiriyle yakından bağlantılıdır ve ekonomide bulunan diğer faktörlerden etkilenir. Şirketlerin sermaye piyasalarından hisse senedi, tahvil ve diğer menkul kıymet araçlarını kullanarak uzun vadeli sermayeyi bir araya getirme çabaları ekonomik büyümeyi teşvik eder. Dolayısıyla, ekonominin genel gelişimi borsanın ne kadar iyi performans gösterdiğine bağlıdır. Ayrıca makro ekonomik faktörler olarak ifade edilen Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH), enflasyon, faiz oranları ve döviz kurları menkul kıymetlerin getirilerini açıklamada önemlidir. Makro ekonomik faktörler beklenen kâr paylarını ve

iskonto oranlarını etkilediğinden, makro ekonomik faktörlerin sistematik olarak hisse senedi getirilerini etkilediği sonucuna da varılabilir. Bu nedenle, kâr payı ödemeleri ile reel ekonomik aktivite ve fiyat seviyeleri arasında uzun vadeli istikrarlı bir ilişki olması nedeniyle, makro ekonomik faktörlerin göz ardı edilmesi, ampirik testlerin kâr payı tanımı teorilerini desteklemekte başarısız olmasının önemli bir nedeni olabilir (Mundati, 2013: 5-6).

Ekonomik büyüme bireylerin reel gelirlerinde bir artış meydana getirir. Reel gelirlerinde artış olan bireyler ise ihtiyaçlarını karşılamak için daha fazla mal ve hizmet talebinde bulunurlar. Bu durum toplam talepte bir artış meydana getirerek şirketlerde üretim artışına neden olur. Bu durum şirketlerin satışlarının ve kârlarının artmasına neden olur. GSYİH'nın yüksek olduğu bir ülkede, hissedarların kâr payı ödemelerini düşünme veya bekleme olasılığının daha düşük olduğu anlamına gelir. Yüksek GSYİH seviyeleri sırasında, ekonomik ortam potansiyel olarak yatırım için elverişlidir. Bu nedenle, kurumsal kârı şirket içinde bırakmak, onu sahiplere kâr olarak geri dağıtmaktan nispeten akıllıca bir karar olacaktır (Sayılğan ve Süslü, 2011: 78; Lotto, 2020: 9-10).

Enflasyon ortamında şirketlerin sermaye ihtiyacı artar. Diğer yandan, sabit varlıklar için ayrılan amortisman tutarları, bu varlıkların yenilenmesi için yetersiz kalabilir. Bu nedenle, dağıtılmayan kârlar şirketlerin nakit ihtiyaçlarını karşılayabilmeleri açısından önemli hale gelir. Enflasyon ortamında paranın satın alma gücü azaldığından parasal varlıkların değerleri azalırken, nominal değerlerinde bir artış olmasa da parasal olmayan varlıklar reel değerlerini korur. Uygulamada şirketler, dönem kârından gelecek dönemde ihtiyaç duyduğu finansmanı düştükten sonra dağıtılacak kâr payını hesaplarlar. Enflasyon nominal kârları artırdığından şirket sermayesinin korunması, üretimin ve faaliyetlerin sürdürülebilmesi için gerçek kârın tespiti ve kâr payı dağıtımının buna göre yapılması zorunlu hale gelir. Ayrıca enflasyon dönemlerinde şirketler daha fazla yabancı kaynaktan yararlanmak isterler. Ancak, bunu yaparken şirketlerin finansal kaldıraç etkisi dışında borcun ödeme yükümlülüklerini de dikkate almaları gerekir. Bu nedenle, şirketler ekonominin durgun olduğu, kârlı yatırımların az olduğu dönemlerde yüksek kâr payı politikası, ekonomik büyümenin görüldüğü dönemlerde düşük kâr payı politikası uygularlar (Pekkaya, 2006: 188; Ertan ve Karaca, 2010: 63).

Ekonomide faiz oranlarının yüksek olması; yüksek borçlanma maliyetlerine ve daha düşük ekonomik faaliyetlere neden olur. Ayrıca şirket kazancını, gelecekteki ticari nakit akışını ve kâr payını da etkiler. Fisher Etkisi'ne göre, finansal varlıklar üzerinde beklenen



nominal faiz oranı enflasyonla bire bir değişmelidir. Ayrıca, hem kısa vadeli hem de uzun vadeli oranlardaki değişikliklerin, nominal risksiz oran üzerindeki etkilerinin iskonto oranını aynı yönde etkilemesi beklenir. Diğer yandan, döviz kuru son yıllarda, küreselleşmenin de etkisiyle bütün şirketlerin uluslararası faaliyetlerden doğrudan veya dolaylı olarak etkilenmesine neden olmuştur. Diğer bir deyişle, döviz kurundaki değişiklikler şirketlerin rekabet gücünü ve endüstrilerin performansını etkileyebilir. Sonuç olarak, mal ve hizmetlerin değeri, satışlar ve nakit akışları döviz kurundaki değişikliklerle değişebilir. Ayrıca döviz kuru, borsayı değerlendirmek için önemlidir. Çünkü döviz kuru, uluslararası ticaret para birimi olduğu için herhangi bir artış, ham madde ve diğer ithalatların maliyetine dönüşür. Ülke ekonomisi aynı zamanda ithalat talebinden de etkilendiği için, döviz kuru değişiklikleri, ekonominin çoğu sektörünün yanı sıra mal fiyatları ve üretim maliyetlerini de etkiler. Böylece döviz kuru, işletmenin nakit akışını ve kârlılığını etkiler. Yatırımcılar da bunu önemli bir risk faktörü olarak değerlendirebilirler. Para biriminin değer kazanmasına genellikle rezervlerdeki artış, para arzı ve faiz oranlarında bir düşüş eşlik eder. Bunun sonucunda sermaye maliyetinde ve/veya ithal girdilerde meydana gelen düşüşün kârları artırması beklenir. Faiz oranlarının ve döviz kurlarının yüksek olması, şirketlerin daha düşük oranlı kâr payı dağıtım politikası izlemesine neden olur (Kuwornu ve Owusu-Nantwi, 2011: 55).

## 2. BÖLÜM

### 2. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Literatür incelemesinde gelişmiş ülkelerdeki çalışmaların genelde şirketlerin neden kâr payı ödediği sorusuna cevap bulmak adına yapıldığı görülmektedir. Bu çalışmalar neticesinde şirketlerin neden kâr payı ödediğine dair birçok teori geliştirilmiş ve halen geliştirilmeye devam etmektedir. Diğer yandan, şirketlerin kâr payı politikasını etkileyen birçok faktörün varlığı da bilinmektedir. Bu faktörlerin bir kısmı şirketlere özgü olabileceği gibi bir kısmı da şirket dışından kaynaklanmaktadır. Bu faktörlerin etkisiyle şirketlerin kâr payı politikaları da değişiklik göstermektedir. Bu nedenle, şirketlerin kâr payı politikalarını etkileyen faktörlerin araştırılmasına yönelik olarak ilk ampirik çalışma Lintner (1956) tarafından yapılmıştır.

Lintner (1956) ampirik çalışmasında uyguladığı anket yöntemi ile şirket yöneticilerinin kâr payı politikalarını nasıl oluşturduğuna dair düşüncelerini anlamaya çalışmıştır. Araştırma bulgularına göre; şirketlerin uzun vadeli hedef kâr payı ödeme oranlarına sahip olduğu, kâr payı dağıtım oranlarındaki değişimlerin dağıtılan kâr paylarının mutlak değerinden daha önemli olduğu ve uzun vadeli sürdürülebilir kârların varlığında, kâr payı ödeme oranlarında değişikliğe gidildiği sonucuna varmıştır. Ayrıca, istikrarlı kazançta sahip büyük şirketlerin genellikle kârlarının yüksek bir oranını dağıttığını tespit etmiştir.

Lintner'in anket sonuçlarının yayınlanmasından bu yana, çok sayıda araştırmacı, gözlenen kurumsal nakit kâr payı politikaları için çeşitli alternatif açıklamalar ortaya koymuştur. Bu bölümde literatürde kâr payı politikasına etki eden faktörlere yönelik olarak gelişmiş, gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye'de yapılmış çalışmalar incelenmiştir.

#### 2.1. Gelişmiş Ülkelerde Yapılan Çalışmalar

Bancel v.d. (2005) aralarında İngiltere, Fransa, Almanya ve İsviçre'nin de bulunduğu 16 Avrupa ülkesindeki şirketlerin kâr payı politikasını etkileyen faktörleri korelasyon ve kesitsel regresyon yöntemleri kullanılarak analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; kâr payı politikasını etkileyen faktörler hakkındaki Avrupalı yöneticilerin görüşlerinin nispeten Amerika'dakine benzer olduğu, şirketlerin kâr payı ödemelerini kesmek yerine yumuşatmayı düşündükleri ve sabit bir ödeme oranından farklı kâr payı ödeme hedeflerini belirledikleri tespit edilmiştir. Ayrıca, karşılaştırılan ülkelerdeki hukuk sistemi

kalitesinin kâr payı politikalarını etkilemediği, şirketlerin mülkiyet yapılarının ve ülkenin yasal ve kurumsal yapısının karmaşık bir etkileşimi ile kâr payı politikalarının belirlendiği, vergi ve kurumsal mülkiyet değişkenlerinden hisse senedi geri alım politikalarının öncelikle etkilendiği sonucuna varmışlardır.

Kania ve Bacon (2005) Multex Yatırımcı Veritabanından alınan 542 şirketin 2004 yılının ikinci çeyreğinin sonuna ait verileri ele alarak seçilen finansal değişkenlerin kâr payı politikası üzerindeki etkisini en küçük kareler regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı ödeme oranı bağımlı değişken, kârlılık, satış büyümesi, risk, likidite, finansal kaldıraç oranı, içeriden sahip olma yüzdesi, kurumsal mülkiyet yüzdesi, genişleme (sermaye harcaması) ve hisse başına kâr için tahmini beş yıllık büyüme oranı ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; kâr payı ödeme oranı ile finansal kaldıraç oranı ve hisse başına kâr için tahmini beş yıllık büyüme oranı arasında pozitif yönlü, kârlılık, satış büyümesi, risk, likidite, içeriden sahip olma yüzdesi, kurumsal mülkiyet yüzdesi ve genişleme (sermaye harcaması) ile negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir.

Baker v.d. (2006) Oslo MKB'de listelenen küçük, orta ve büyük ölçekli 121 şirket yöneticisinin kâr payı politikası hakkındaki düşüncelerini anket yöntemini kullanarak tespit etmeye çalışmışlardır. Anket yönteminden elde edilen veriler t testi ve spearman sıra korelasyon katsayısı yöntemleri kullanılarak test edilmiştir. Analiz sonucuna göre; Norveçli şirket yöneticilerinin hedef kâr payı ödeme oranına sahip olmadığı, kâr payı politikalarını tekrar gözden geçirmediği ve Amerika'daki şirket yöneticilerinden daha fazla esnekliğe sahip olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, yöneticiler açısından kâr payı politikasını etkileyen faktörlerde farklılık olmasına rağmen cari kârların, kâr istikrarının, gelecekte beklenen kârların, finansal kaldıraç oranı ve likiditenin kâr payı dağıtım politikasını belirleyen en önemli faktörler olduğunu düşündükleri sonucuna varmışlardır.

Eije ve Megginson (2006) Avrupa Birliği'ne üye olan 15 ülkede bulunan 3.400'den fazla tescilli sanayi şirketinin kâr payı politikalarını etkileyen faktörlerin tespitine yönelik olarak 1989-2003 dönemine ait verilerini ele alarak regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; kâr payı ödemesi gerçekleştiren şirketlerin sayısında düşme olmakla birlikte kâr payı ödemelerinin arttığını tespit etmişlerdir. Kârlılığın, şirket büyüklüğünün, şirket yaşının ve ortak bir hukuk ülkesinde merkezi olmak gibi şirket özelliklerinin hem ödeme eğilimini hem de ödenen miktarı önemli ölçüde artırdığı,

büyüme fırsatları ile finansal kaldıraç oranını ise azalttığı sonucuna varmışlardır. Ayrıca, kâr payı ödemesini kâr paylarının vergilendirilmesinin, borsa likiditesinin ve hisse senedi geri alımlarının artırdığını, kâr payı ödeme eğilimini ise hisse senedi geri alımlarının artırdığını, borsa likiditesinin azalttığını ve kâr paylarının vergilendirilmesinin etkilemediğini bulmuşlardır.

Kubo ve Saito (2006) Japonya’da finansal ve kamu sektörüne ait 1818 şirketin 1990-1996 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikasına etki eden faktörleri logit ve tobit regresyon yöntemlerini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı politikası bağımlı değişken, mülkiyet yoğunluğu, kârlılık, finansal kaldıraç oranı, likidite, büyüklük, şirketin başka bir şirketin iştiraki olup olmadığı ve büyüme bağımsız değişkenler, şirket yaşı, büyük hissedar ve endüstri kukla değişkenler olarak belirlenmiştir. Yapılan analize göre; kâr payı politikasını mülkiyet yoğunluğu, kârlılık, likidite, büyüklük, şirketin başka bir şirketin iştiraki olması ve şirket yaşının olumlu yönde, finansal kaldıraç oranı, büyüme ve büyük hissedarın ise olumsuz yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Stacescu (2006) İsviçre MKB’de işlem gören finansal ve kamu sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler hariç 175 şirketin 2000-2003 dönemine ait verilerini ele alarak şirketlerin kâr payı politikalarına etki eden faktörleri kesitsel regresyon yönetimini kullanarak analiz etmiştir. Analizin bağımlı değişkeni kâr payı ödemesi, bağımsız değişkenleri ise büyüme fırsatı, şirket büyüklüğü, risk, finansal kaldıraç oranı, kârlılık ve mülkiyet yapısı olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; kâr payı politikasını kârlılık, şirket büyüklüğü ve mülkiyet değişkenlerinin pozitif yönde, finansal kaldıraç oranı, büyüme fırsatı ve risk değişkenlerinin ise negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Denis ve Osobov (2008) ABD, Kanada, İngiltere, Almanya, Fransa ve Japonya’da faaliyet gösteren şirketlerin 1989-2002 dönemine ait verilerini ele alarak kârlılığın, büyüme fırsatlarının ve şirket büyüklüğünün kâr payı politikaları üzerindeki etkisini logit regresyon yöntemini kullanarak test etmişlerdir. Analiz sonucunda; kârlılığın, şirket büyüklüğünün ve büyüme fırsatlarının kâr payı politikası üzerinde pozitif etkisinin, bu ülkeler arasında ortak karakteristik özelliklerin ve kâr payı ödemesi gerçekleştiren şirket sayısının azalmış olduğu sonucuna varmışlardır.

Juma’h ve Pacheco (2008), ABD sermaye piyasasında üretim sektöründe faaliyet gösteren 132 şirketin 1994-2003 dönemine ait verilerini ele alarak şirketlerin farklı finansal

özelliklerinin nakit kâr payı politikası üzerindeki etkisini ve yöneticilerin kâr payı politikası üzerindeki etkisini regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; kârlılık oranları, likidite oranları, büyüme-yatırım, yatırımcıların algıları, şirket riski ve şirket büyüklüğü finansal değişkenler veya oranlar olarak belirlenmiştir. Çalışmada elde edilen bulgulara göre; şirketlerin kâr payı politikalarının belirlenmesinde kârlılık, likidite ve şirket büyüklüğü değişkenlerinin önemli bir etkisinin olduğu, yatırımcıların nakit kâr payı ödemesi gerçekleştiren şirketleri kâr payı ödemesi gerçekleştirmeyen şirketlere göre daha az riskli gördüklerini ve yönetici kararlarının kâr payı politikasını etkilediğini tespit etmişlerdir.

Gua ve Ni (2008) ABD’de bulunan finans ve kamu sektöründe faaliyet gösteren şirketler hariç sanayi sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin 1980-2002 dönemine ait verilerini ele alarak kurumsal mülkiyetin, ertelenmiş vergi ve vergi kredilerinin kâr payı politikasına etkisi olup olmadığını logit regresyon ve kesitsel regresyon yöntemlerini kullanarak analiz etmişlerdir. Yapılan analiz göre; kurumsal mülkiyetin kâr payı politikasını pozitif yönde etkilediği sonucuna varmışlardır.

Andres v.d. (2009) Almanya MKB’de kayıtlı sanayi ve hizmet sektöründe faaliyette bulunan 220 şirketin 1984-2005 dönemine ait verilerini ele alarak nakit kâr payı politikasına etki eden faktörleri panel veri analiz yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; Alman şirketlerinin kâr payı politikalarının İngiliz ve ABD şirketlerine göre daha esnek olduğu ve kâr payı politikalarını nakit akışlarına göre belirledikleri sonucuna varmışlardır.

Atmaja (2009) Avustralya MKB’de işlem gören 829 şirketin 1994-2004 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikasına etki eden faktörleri tobit ve logit regresyon yöntemlerini kullanarak analiz etmiştir. Analizde; kâr payı ödeme oranı bağımlı değişken, mülkiyet yoğunluğu, kârlılık, finansal kaldıraç oranı, şirket büyüklüğü, büyüme fırsatı, faaliyet riski, yatırım fırsatları, kâr payı yeniden yatırım planları ve ödenen vergi ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; kâr payı ödeme oranı ile mülkiyet yoğunluğu, kârlılık, şirket büyüklüğü, kâr payı yeniden yatırım planları ve ödenen vergi arasında pozitif yönlü, finansal kaldıraç oranı, büyüme fırsatı, faaliyet riski ve yatırım fırsatları arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Adjaoud ve Ben-Amar (2010) Toronto MKB’de listelenen 714 şirket yılı örneğini kullanarak 2002-2005 dönemine ait kurumsal yönetim kalitesi ile kâr payı politikası

arasındaki ilişkiyi tobit ve sabit etkiler regresyon yöntemlerini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı ödemesi bağımlı değişken, kurumsal yönetim endeksi (yönetim kurulu kompozisyonu, hisse ve tazminat konuları, hissedar hakları ve kurumsal yönetim bilgilendirme politikası), gecikmiş kâr payı ödemesi, şirket büyüklüğü, serbest nakit akışı, kârlılık, finansal kaldıraç oranı, risk, büyüme fırsatı, çapraz liste ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda; daha güçlü kurumsal yönetişime sahip şirketlerin kâr payı ödemesi gerçekleştirme olasılığının daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Kâr payı ödemesini yönetim kurulu kompozisyonu, hissedar hakları politikası, şirket büyüklüğü, kârlılık ve serbest nakit akışın pozitif yönde ve finansal kaldıraç oranı, büyüme fırsatı, risk ile çapraz listenin ise negatif yönde etkilediği sonucuna varmışlardır.

Gill v.d. (2010) ABD’de üretim ve hizmet sektörlerinde faaliyet gösteren 266 şirkete ait verileri ele alınarak şirketlerin kâr payı politikalarına etki eden faktörleri en küçük kareli regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizin bağımlı değişkeni kâr payı ödeme oranı, bağımsız değişkenleri olarak kârlılık, nakit akışı, vergi, finansal kaldıraç oranı, büyüme fırsatı ve pd/dd belirlenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; üretim sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin kâr payı ödeme oranını satış büyümesi ve pd/dd oranının pozitif yönde, kârlılık oranının ise negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Diğer yandan, hizmet sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin kâr payı ödeme oranını kârlılık ve finansal kaldıraç oranının pozitif yönde, satış büyümesinin negatif yönde etkilediği sonucuna varmışlardır.

Kim ve Jang (2010) ABD’de konaklama şirketlerinin 1997-2006 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı ödemesini ve kâr payı miktarına etki eden faktörleri probit regresyon ve en küçük kareler regresyon yöntemine göre analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı ödemesi ve kâr payı miktarı bağımlı değişkenler, kârlılık, yatırım fırsatları, şirket büyüklüğü, şirket yaşı ve geçmiş yıl kârları ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Analiz sonucuna göre; kâr payı ödemesini kârlılık, yatırım fırsatları, şirket büyüklüğü, şirket yaşı ve geçmiş yıl kârlarının olumlu yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Diğer yandan, kâr payı ödeme miktarının belirlenmesinde şirketlerin sadece geçmiş yıl kârlarını dikkate aldıkları sonucuna varmışlardır.

Nnadi ve Tanna (2011) 12 Avrupa ülkesinde faaliyet gösteren 120 bankanın 1999-2009 dönemine ait verilerini ele alarak satın alınan ve alınamayan bankaların kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörleri regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde;

kâr payı verimi bağımlı değişken, hisse başına kâr, özkaynak kârlılığı, risk, vergi, finansal kaldıraç oranı, büyüme fırsatı, şirket büyüklüğü, mülkiyet yapısı ve likidite ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Çalışmada elde edilen bulgulara göre; satın alınan ve alınamayan bankaların kâr payı politikasını etkileyen ortak faktörlerin likidite, risk, finansal kaldıraç oranı ve kârlılık olduğu tespit edilmiştir. Satın alınan bankaların kâr payı politikası üzerinde risk, hisse başına kâr ve likiditenin olumlu, finansal kaldıraç oranı ve özkaynak kârlılığının olumsuz etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Diğer yandan, satın alınamayan bankaların kâr payı politikası üzerinde ise risk ve hisse başına kâr olumlu, likidite, finansal kaldıraç oranı ve özkaynak kârlılığının olumsuz etkisi olduğu bulunmuştur. Ayrıca f/k oranının satın alınan bankaların kâr payı dağıtım kararı üzerinde etkisi yokken, satın alınamayan bankaların kâr payı dağıtım politikası üzerinde negatif etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Hellström ve Inagambaev (2012) İsveç MKB’de kayıtlı finansal ve finansal olmayan şirketlerin 2006-2010 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikalarına etki eden faktörleri olağan en küçük kareler ve tobit regresyon yöntemlerini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizin bağımlı değişkeni kâr payı ödeme oranı, bağımsız değişkenleri serbest nakit akışı, büyüme, finansal kaldıraç oranı, kârlılık, risk ve şirket büyüklüğü olarak belirlenmiştir. Analiz sonucuna göre; finansal olmayan büyük şirketlerin kâr payı ödeme oranının belirlenmesinde serbest nakit akışı, büyüme ve risk faktörlerinin önemli bir etkisi varken, finansal kaldıraç oranı, kârlılık ve şirket büyüklüğü faktörlerinin herhangi bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Finansal olmayan büyük şirketlerin kâr payı ödeme oranını serbest nakit akışı pozitif yönde, büyüme ve risk faktörünün ise negatif yönde etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Diğer yandan, orta büyüklükteki finansal olmayan şirketlerin kâr payı dağıtım oranının belirlenmesinde serbest nakit akışı, finansal kaldıraç oranı, risk ve şirket büyüklüğünün önemli bir etkisinin olduğu, büyüme ve kârlılığın ise etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Finansal olmayan orta büyüklükteki şirketlerin kâr payı dağıtım oranını şirket büyüklüğünün pozitif yönde, serbest nakit akışı, finansal kaldıraç oranı ve riskin ise negatif yönde etkilediği saptanmıştır. Finansal şirketlerin kâr payı dağıtım oranı üzerinde adı geçen değişkenlerin herhangi bir etkisi olmadığı ise bulunan diğer bir sonuçtur.

Abreu ve Gulamhussen (2013) ABD’de faaliyet gösteren 462 bankanın 2004-2006 ve 2007-2009 verilerini ele alarak 2008 yılı finansal krizinin kâr payı politikası üzerindeki etkisini tobit regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı ödeme

oranı bağımlı değişken, şirket büyüklüğü, kârlılık, tarihsel büyüme fırsatları, beklenen büyüme fırsatları, bağımsızlık ve kapitalizasyon ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Kriz öncesi döneme ait analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; bankaların kâr payı ödeme politikaları üzerinde şirket büyüklüğü, kârlılık ve bağımsızlık değişkenlerinin pozitif, tarihsel büyüme fırsatlarının ise negatif etkisi olduğu, beklenen büyüme fırsatları ve kapitalizasyon değişkenlerinin ise herhangi bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Kriz sonrası döneme ait analiz sonuçlarına göre ise; bankaların kâr payı politikaları üzerinde şirket büyüklüğü, kârlılık, beklenen büyüme fırsatları, bağımsızlık ve kapitalizasyonun pozitif yönde, tarihsel büyüme fırsatlarının ise negatif yönde etkisi olduğu bulunmuştur. Temel bulgulara göre bankaların kâr payı ödemelerinin makro ekonomik içeriğe (finansal kriz öncesi ve sırasında) bağlı olduğu sonucuna varılmıştır.

Perretti v.d. (2013) ABD'deki Hisse Senedi Depozit Makbuzu-Yatırma senedi (ADR'ler) üzerinden ABD borsalarına kote olmayan ABD dışındaki 262 şirketin 1990-2009 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikalarını etkileyen faktörleri çoklu logit regresyon yöntemi kullanarak analiz etmişlerdir. Yapılan çalışma sonucunda; şirket büyüklüğü, büyüme fırsatları ve kazanılan-yatırılan sermaye karışımının ADR şirketleri için gözlemlenen kâr payı politikalarını kısmen açıkladığını tespit etmişlerdir. Ayrıca, kârlılığın ve yerel ülke makro ekonomik koşullarının (Gayri Safi Milli Hasıla, perakende satışlar, sınai üretim ve işsizlik oranı), ADR şirketlerinin kâr payı politikalarını değiştirme kararlarını önemli ölçüde etkilediğı sonucuna varmışlardır.

Almeida v.d. (2015), Lizbon MKB'de listelenen 12 şirketin 1997-2011 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikalarına etki eden faktörleri çoklu regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; hisse başına ödenen kâr payı miktarı bağımlı değişken, kâr payı ödeme oranı, geçmiş yıl kâr payı ödemesi, kâr payı verimi, kâr payı getirisi, kârlılık, fiyat-borsa kapitalizasyonu, kâr payı kârlılık endeksi, hisse başına net kâr, faaliyet gelirleri, büyüme fırsatları, yatırım fırsatları, hisse başına ciro, hisse başına varlık, şirket büyüklüğü, borç ile risk seviyesini değerlendirmeye yarayan finansal özerklik ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; Portekiz'de şirketlerin istikrarlı kâr payı politikası uyguladıkları tespit edilmiştir. Diğer yandan, kâr payı politikası ile fiyat-piyasa kapitalizasyonu, hisse başına net kâr, kârlılık arasında pozitif, kâr payı kârlılık endeksi, faaliyet gelirleri, hisse başına ciro ve hisse başına varlık ile negatif ilişki içinde



olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, kâr payı politikası ile büyüme fırsatları, yatırım fırsatları ve risk arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin varlığına rastlanmamıştır.

Shamsabadi v.d. (2016) Avustralya MKB’de kayıtlı şirketlerin 2001-2013 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikasını etkileyen faktörleri rastgele etki paneli tobit regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı ödeme oranı bağımlı değişken, kurumsal mülkiyet, şirket büyüklüğü, kârlılık, serbest nakit akışı, önceki dönem kâr payı ödemesi, büyüme fırsatları, likidite, finansal sıkıntı, küresel finansal kriz değişkenleri ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda; kâr payı ödeme oranını kurumsal mülkiyet ve şirket büyüklüğünün pozitif yönde, kârlılık, serbest nakit akışı, önceki yılın kâr payı ödemesi, büyüme fırsatları, likidite, finansal sıkıntı ve küresel finansal krizin ise negatif yönde etkilediği sonucuna varmışlardır.

Akhtar (2018) Avustralya MKB’de faaliyet gösteren 973 çokuluslu şirket ile 1776 yerel şirketin 1995-2013 dönemine ait verilerini ele alarak çokuluslu ve yerel şirketlerin kâr payı politikalarını etkileyen faktörleri sıradan en küçük kare regresyon yöntemini kullanarak analiz etmiştir. Analizde nakit kâr payı, piyasa dışı hisse geri alımlar, piyasadaki hisse geri alımları, özel nakit kâr payı, toplam kâr payı ve net kâr payı olmak üzere altı adet bağımsız değişken kullanılmıştır. Bunun yanında politik risk, döviz kuru riski, coğrafi çeşitlendirme, endüstri çeşitlendirmesi, yabancı vergi oranı, etkin vergi oranı, finansal kaldıraç oranı, nakit akışı, varlığın teminat değeri, risk, kârlılık, şirket büyüklüğü ve şirket yaşı değişkenleri bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Yapılan analize göre; kâr payı ödeme oranlarının belirlenmesinde çokulusluluk, coğrafi çeşitlilik, politik risk, döviz kuru riski ve yabancı vergi değişkenleri gibi uluslararası faktörlerin önemli bir etkisi olduğu saptanmıştır. Özellikle, Avustralya’da bulunan çokuluslu şirketlerin yerel şirketlere göre çok daha az düzenli nakit kâr payı, özel nakit kâr payı, toplam kâr payı ve net kâr payı ödedikleri tespit edilmiştir. Çokuluslu etkisi kontrol edildikten sonra, düzenli nakit kâr payı, toplam kâr payı ve net kâr payı ödemelerini açıklamada politik risk faktörünün önemli olduğu bulunmuştur. Diğer yandan, döviz kuru riski ise düzenli nakit kâr paylarını, piyasadaki hisse geri alımlarını ve toplam kâr paylarını açıklamada önemli olduğu görülmektedir. Çeşitli kâr payı ödemeleri türlerini açıklamada istatistiksel olarak anlamlı olan ikincil belirleyici faktörler; yabancı vergi oranı, nakit akışı, varlıkların teminat değeri, risk ve şirket büyüklüğü olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca, politik risk, coğrafi çeşitlilik, iki basamaklı endüstri kodu çeşitliliği, yabancı vergi oranı, etkin vergi oranları, kârlılık ve şirket büyüklüğü değişkenlerinin

çokuluslu ve yerel şirketlerin çeşitli kâr payı ödeme türlerinin eğim farkını açıklamada önemli bir rol üstlendiği anlaşılmıştır. Bu değişkenler arasında; yabancı vergi oranı, etkili vergi oranları ve kârlılık değişkenlerinin Avustralya'da bulunan çokuluslu şirketlerin yerel şirketlere göre daha az kâr payı ödemeleri arasındaki tutarsızlığı açıklamada önemli olan üç ana baskın faktör olduğu saptanmıştır. Bununla birlikte, kâr payı artırıcı faaliyetlerde, Avustralya'da bulunan çokuluslu şirketlerin Avrupa Birliği'ndeki şirketlere nispeten daha etkin olduğu ve politik risk, nakit akışı ve şirket büyüklüğünün kâr payı ödemelerini artırma olasılığının yüksek olduğu sonucuna varılmıştır. Son olarak, Avustralya'da bulunan çokuluslu şirketlerin özellikle normal nakit kâr payları, toplam kâr payları ve net kâr payları ödemelerinde yerel şirketlere göre kâr payı ödeyicisi olma olasılığının daha düşük olduğu görülmüştür.

## **2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Yapılan Çalışmalar**

Gelişmiş ülkelerde yapılan çalışmalar ile birlikte gelişmekte olan ülkelerde de kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörlere yönelik olarak çalışmalar bulunmakta olup bu çalışmalardan bazıları aşağıda ayrıntılı bir şekilde verilmiştir.

Eriotis (2005) Atina MKB'de kayıtlı 149 şirketin 1996-2001 dönemine ait verilerini ele alarak, kâr payı politikalarına etki eden faktörleri panel veri analiz yöntemini kullanarak analiz etmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; şirketlerin kâr payı politikalarını belirlerken dağıtılmış kârları ve şirket büyüklüğünü dikkate aldıklarını, genel bir kâr payı politikası benimsediklerini, kâr payı dağıtım oranlarında düzeltmeler yapılırken cari dönem kârlarında meydana gelen değişimler ile şirket büyüklüğü ölçülerinin dikkate alındığını tespit etmiştir.

Mehar (2005) Karaçi MKB'de işlem gören 180 şirketin 1981-2002 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı değişikliği yapan şirketlerin uzun vadeli getiri davranışlarını en küçük kareler yöntemini kullanarak analiz etmiştir. Analizde; kâr payı ödeme oranı bağımlı değişken, işletme sermayesi, vergi sonrası net kâr, mülkiyet yoğunluğu, kurumlar vergisi, likidite ve endüstri kolu ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda; kâr payı politikasını yatırım fırsatlarının, mülkiyet yoğunluğunun ve büyüme fırsatlarının olumlu yönde, likiditenin ise olumsuz yönde etkilediğini tespit etmiştir.

Amidu ve Abor (2006) çalışmalarında, Gana MKB'de kayıtlı 20 şirketin 1998-2003 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikalarına etki eden faktörleri panel veri analizi

ve en küçük kareler regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı ödeme oranı bağımlı değişken, kârlılık, risk, nakit akışı, kurumlar vergisi, kurumsal mülkiyet, satış büyümesi ve pd/dd oranı da bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; kâr payı ödeme oranını kârlılık, nakit akışı ve kurumlar vergisinin pozitif yönde, risk, kurumsal mülkiyet, satışlardaki büyüme ve pd/dd oranının ise negatif yönde etkilediğini tespit etmişlerdir.

Kumar (2006) Bombay MKB'de işlem gören 2575 şirketin 1994-2000 dönemine ait verilerini ele alarak kurumsal mülkiyet ve kâr payı politikaları arasındaki ilişkiyi panel veri yöntemini kullanarak analiz etmiştir. Analizde; şirketlerin kâr payı ödeme davranışındaki farklılıkları finansal yapı, yatırım fırsatları, kâr payı tarihçeleri, gelir dinamikleri ve mülkiyet yapısı değişkenlerini kullanarak belirlemeye çalışmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; kâr payı geliri sağlama eğilimleri ve yatırım fırsatlarının kâr payı politikasını pozitif yönde, borç/özsermaye oranının ise kâr payı politikasını negatif yönde etkilediğini tespit etmiştir. Ayrıca, hem şirket hem de yönetici mülkiyetinin kâr payı ödeme kararını pozitif yönde, karesel mülkiyetin ise kâr payı ödeme kararını negatif yönde etkilediğini bulmuştur. Ancak, yabancı mülkiyetin kâr payı ödemelerinde meydana gelen artış eğilimi üzerindeki etkisini tespit edememiştir.

Naceur v.d. (2006) Tunus MKB'de kayıtlı 48 şirketin 1996-2002 dönemine ait verilerini alarak hem kâr payı politikası değişikliklerini hem de kâr payı politikasına etki eden faktörleri panel veri yöntemini kullanarak iki analiz gerçekleştirmişlerdir. Analizlerde; kâr payı ödeme oranı bağımlı değişken, geçmiş dönem dağıtılan kâr payı, kârlılık, likidite, finansal kaldıraç oranı, şirket büyüklüğü ve kurumsal mülkiyet ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Analizin birinci kısmında elde edilen bulgulara göre; şirketlerin kâr payı politikalarını, hem mevcut kârlara hem de geçmiş dönemlerde dağıtılan kâr payı miktarlarını göz önüne alarak belirledikleri, ancak, kâr payı politikası üzerinde dağıtılmış kâr payı miktarlarına nazaran cari dönem kârlarının daha fazla etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Analizin ikinci kısmında elde edilen bulgulara göre; kâr payı politikalarına kârlılığın pozitif yönde, likidite ve şirket büyüklüğünün negatif yönde etkilediği, mülkiyet yoğunluğu ve finansal kaldıraç oranının ise etkisinin olmadığı sonucuna varmışlardır.

Al-Malkawi (2007) Amman MKB'de işlem gören 160 şirketin 1989-2000 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikalarını etkileyen faktörleri tobit regresyon yöntemini kullanarak analiz etmiştir. Analizde; kâr payı ödeme oranı bağımlı değişken, mülkiyet yapısı

(aile, aile dışındakiler ve devlet), kârlılık, likidite, finansal kaldıraç oranı, şirket büyüklüğü, şirket yaşı, yatırım fırsatı ve vergi oranı ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Yapılan analize göre; hem içerdekilerin hem de devletin sahip olduğu payların kâr payı ödeme oranını önemli ölçüde etkilediğini tespit etmiştir. Diğer yandan şirket büyüklüğü, şirket yaşı ve kârlılık değişkenlerinin kâr payı politikasını anlamlı ve pozitif yönde, finansal kaldıraç oranı değişkeninin önemli ölçüde anlamlı ve negatif yönde etkilediğini belirlerken, yatırım fırsatı ve vergi oranı değişkenlerinin ise kâr payı ödeme oranı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını belirlemiştir.

Al-Malkawi (2008) Amman MKB’de kayıtlı sanayi, hizmet, sigorta ve banka sektörlerinde faaliyet gösteren toplam 160 şirketin 1989-2003 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikalarını etkileyen faktörleri panel veri ve probit yöntemlerini kullanarak analiz etmiştir. Analizde; kâr payı ödeme oranı bağımlı değişken, sahiplik yapısı, şirket büyüklüğü, kârlılık, finansal kaldıraç oranı, büyüme fırsatı, yatırım fırsatı, faaliyet süresi ve ortak sayısı/toplam hisse senedi sayısı değişkenleri ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Çalışmada elde edilen bulgulara göre; kâr payı politikasına şirket büyüklüğü, kârlılık, faaliyet süresi ve sahiplik yapısının pozitif yönde, finansal kaldıraç oranının ise negatif yönde etkilediğini tespit etmiştir.

Anil ve Kapoor (2008) Hindistan CMIE veri tabanında kayıtlı bilgi teknolojileri sektöründe yer alan şirketlerin 2000-2006 dönemini kapsayan verilerini ele alarak kâr payı politikalarına etkileyen faktörleri korelasyon matrisi oluşturarak çoklu doğrusal regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; şirketlerin kâr payı dağıtım oranını bağımlı değişken, kârlılık, nakit akışı, büyüme, kurumlar vergisi, pd/dd oranı ve beta katsayısı ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Yapılan çalışma sonucuna göre; nakit akışı ve beta katsayısının kâr payı dağıtım oranını anlamlı ve pozitif yönde etkilediği, kârlılık, kurumlar vergisi, büyüme ve pd/dd oranının ise kâr payı dağıtım oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Ahmed ve Javid (2009) Karaçi MKB’de işlem gören 320 şirketin 2001-2006 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikalarını etkileyen faktörleri dinamik panel veri yöntemine göre analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı ödeme oranı bağımlı değişken, kârlılık, serbest nakit akışları, mülkiyet yapısı, likidite, yatırım fırsatları, finansal kaldıraç oranı, büyüme fırsatları ve şirket büyüklüğü ise bağımsız değişken olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; Pakistan’da bulunan şirketlerin geçmiş ve cari

dönem kâr miktarlarını ve oranlarını dikkate alarak kâr payı politikalarını oluşturduklarını, ancak, cari dönemde elde edilen kârların kâr payı politikalarının belirlenmesinde etkisinin daha fazla olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca, yüksek düzenleme hızına ve düşük kâr payı hedef ödeme oranına sahip olan finansal olmayan şirketlerin kâr payı ödemelerini yumuşatmasında istikrarsız davrandıklarını, istikrarlı net kazancı olan kârlı şirketlerin daha büyük serbest nakit akışı sağlaması nedeniyle, daha büyük kâr payı ödemesi gerçekleştirdikleri sonucuna varmışlardır. Diğer yandan elde ettikleri bulgulara göre; kâr payı dağıtım oranını mülkiyet yoğunluğu ve likiditenin pozitif yönde, firma büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı ve yatırım fırsatlarının negatif yönde etkilediğini, büyüme fırsatının ise herhangi bir etkisinin olmadığını tespit etmişlerdir.

Musa (2009) Nijerya MKB’de kayıtlı 53 şirketin 1993-2002 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikalarını etkileyen faktörleri çoklu regresyon yöntemini kullanarak analiz etmiştir. Analizde; geçmiş dönem kâr payı dağıtımı, cari kâr, serbest nakit akışı, yatırım ve net cari varlıklar metrik değişkenler olarak, büyüme fırsatı, şirket büyüklüğü ve endüstri kolu metrik olmayan değişkenler olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda; şirketlerin kâr payı politikalarının belirlenmesinde bütün metrik değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olduğu, metrik olmayan üç değişkenin ise anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna varmıştır.

Afza ve Mirza (2010) Karaçi MKB’de işlem gören 100 şirketin 2005-2007 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikalarını etkileyen faktörleri en küçük kareler regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı dağıtım oranı bağımlı değişken, toplam kâr payı ödemesi/toplam aktifler, yönetim yapısı, bireysel mülkiyet, serbest nakit akışı, nakit akım duyarlılığı, büyüklük, finansal kaldıraç oranı ve kârlılık değişkenleri ise bağımsız değişken olarak belirlenmiştir. Yapılana analize göre; kâr payı ödemelerini serbest nakit akışı ve kârlılığın pozitif yönde, yönetim yapısı, bireysel mülkiyet, finansal kaldıraç oranı, büyüklük ve nakit akım duyarlılığının ise negatif yönde etkilediklerini tespit etmişlerdir. Analiz bulgularına dayanarak potansiyel yatırımcıların şirketlerin kâr payı politikalarını önemli gördükleri sonucuna varmışlardır.

Moradi v.d. (2010) Tahran MKB’de kayıtlı 73 şirketin 2000-2008 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikalarını etkileyen faktörleri çoklu regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı dağıtım oranı bağımlı değişken, şirket büyüklüğü, beta katsayısı, f/f oranı, finansal kaldıraç oranı, büyüme oranı ve kârlılık ise

bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre; kârlılığın kâr payı dağıtım oranını pozitif yönde, f/k oranı, finansal kaldıraç oranı ve beta katsayısı ise negatif yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Diğer yandan, şirket büyüklüğü ve büyüme oranı ile kâr payı ödeme oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin varlığını tespit edememişlerdir.

Osman ve Mohammed (2010) Suudi Arabistan MKB’de kayıtlı olan finansal (banka) ve finansal olmayan (yatırım ve hizmet) şirketlerin 1989-2004 dönemine ait verilerini ele alarak panel veri, tobit ve probit regresyon yöntemlerini kullanarak şirketlerin kâr payı politikalarını etkileyen faktörleri analiz etmişlerdir. Analizde; finansal sistem içerisinde yer alan ve sayıları bir yıldan diğer yıla göre değişen 14 ile 37 arasında şirketi, finansal olmayan sistem içerisinde yer alan ve sayıları bir yıldan diğer yıla göre değişen 37 ile 105 şirketi örnekleme dâhil etmişlerdir. Analizde; kâr payı ödeme oranı bağımlı değişken, kârlılık, şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı, faaliyet riski, devlet mülkiyeti, büyüklük, aktif varlıklar ve büyüme fırsatları bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Yapılan çalışma sonucuna göre; finansal olmayan şirketlerin kâr payı dağıtım oranını kârlılık, şirket büyüklüğü, devlet mülkiyeti ve şirket yaşının pozitif yönde, finansal kaldıraç oranı ve faaliyet riskinin negatif yönde etkilediği, temsil maliyetleri, aktif varlıklar ve büyüme fırsatlarının ise istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığını tespit etmişlerdir. Diğer yandan, finansal sistem içerisinde yer alan şirketlerin kâr payı dağıtım oranını kârlılık ve şirket büyüklüğünün pozitif yönde etkilediği, finansal kaldıraç oranı, temsil maliyetleri, mülkiyet yapısı, şirket yaşı, aktif varlıklar ve büyüme fırsatının ise kâr payı dağıtım oranına istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna varmışlardır. Ayrıca çalışmada, finansal ve finansal olmayan şirketlerin kâr payı ödeme olasılığını etkileyen faktörlerin bir karşılaştırması yapılmıştır. Karşılaştırma sonucunda, kârlılık, büyüklük ile faaliyet riski değişkenlerinin ortak faktörler olduğu, finansal olmayan şirketlerin kâr payı ödeme kararında finansal kaldıraç oranı, devlet mülkiyeti ve şirket yaşının güçlü bir etkisinin olduğu, ancak, finansal şirketlerin kâr payı politikaları üzerinde her hangi bir etkisinin olmadığı sonucuna varmışlardır. Diğer yandan, hem finansal hem de finansal olmayan şirketlerin temsil maliyetlerinin, aktif varlıkların ve büyüme fırsatlarının kâr payı ödeme kararında herhangi bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Adil v.d. (2011) Karaçi MKB’de kayıtlı 100 şirketin 2005-2009 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikalarını etkileyen faktörleri panel veri yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizin bağımlı değişkeni kâr payı ödeme oranı, bağımsız değişkenleri

olarak ise hisse başına kâr, özkaynak kârlılığı, hisse başı nakit akışı ve büyüklük belirlenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; hisse başına kâr ve hisse başına nakit akışının şirketlerin kâr payı dağıtım oranını anlamlı ve pozitif yönde etkilediği, ancak özkaynak kârlılığının ve büyüklüğünün kâr payı dağıtım oranını pozitif yönde etkilemesine rağmen istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkisinin olmadığını tespit etmişlerdir. Şirketlerin kâr payı ödeme kararını hisse başına kâr ve hisse başına nakit akışı değişkenleri olmak üzere iki değişkeninin etkilediği sonucuna varmışlardır.

Marfo-Yiadam ve Agyei (2011) Gana MKB’de kayıtlı bankacılık sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin 1999-2003 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikasını etkileyen faktörleri panel veri yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizin bağımlı değişkeni kâr payı ödeme oranı, bağımsız değişkenleri olarak ise kârlılık, serbest nakit akışı, finansal kaldıraç oranı, faaliyet riski, büyüme, teminat miktarı, şirket yaşı, kâr paylarındaki değişim ve mülkiyet yapısı belirlenmiştir. Analiz sonucunda; kârlılık, finansal kaldıraç oranı, kâr paylarındaki değişim ve teminat miktarı değişkenlerinin kâr payı ödeme oranını anlamlı ve pozitif yönde, büyüme, faaliyet riski ve şirket yaşı değişkenlerinin ise kâr payı ödeme oranını anlamlı ve negatif yönde etkilediği sonucuna varmışlardır. Diğer yandan, serbest nakit akışı ve mülkiyet yapısı değişkenleri ile şirketlerin kâr payı ödeme oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkisinin varlığını tespit edememişlerdir.

Imran (2011) Karaçi MKB’de işlem gören mühendislik sektöründe faaliyet gösteren 36 şirketin 1996-2008 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikasını etkileyen faktörleri panel veri yöntemini kullanarak analiz etmiştir. Analizde; kâr payı ödeme oranı bağımlı değişken, geçmiş yıl kâr payı dağıtım oranı, hisse başına kâr, kârlılık, büyüme fırsatı, şirket büyüklüğü, serbest nakit akışı ve likide oranı bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Yapılan analize göre; geçmiş yıl kâr payı dağıtım oranı, hisse başına kâr, kârlılık, büyüme fırsatı ve şirket büyüklüğü değişkenlerinin kâr payı ödeme oranını anlamlı ve pozitif yönde, nakit akışı değişkeninin ise kâr payı ödeme oranını anlamlı ve negatif yönde etkilediğini tespit etmiştir. Diğer yandan, likidite oranı değişkeni ile kâr payı ödeme oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığı sonucuna varmıştır.

Kuswanto ve Kharisma (2012, June) Endonezya MKB’de kayıtlı bankacılık ve üretim sektörlerinde faaliyet gösteren toplam 133 şirketin 2008-2010 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikalarına etkileyen faktörleri çoklu regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizin bağımlı değişkeni kâr payı ödeme oranı, bağımsız değişkenleri olarak

ise içeriden bilgi sahibi olma, diğer şirketlerin mülkiyeti, hissedar dağılımı, büyüme, net kâr marjı, aktif kârlılık oranı, özkaynak kârlılık oranı ve serbest nakit akışı belirlenmiştir. Çalışmada elde edilen bulgulara göre; bankacılık sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin kâr payı politikasını etkileyen tek değişkenin özkaynak oranı olduğu, ancak, üretim sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin kâr payı politikasına hiçbir değişkenin etkilemediği sonucuna varmışlardır.

Trang (2012) Hochiminh MKB ve Hanoi MKB’de listelenen 116 şirketin 2009 dönemine ait verilerini ele alarak bu şirketlerin özelliklerinin ve kurumsal yönetiminin kâr payı politikasını etkileyip etkilemediğini çoklu regresyon yöntemini kullanarak analiz etmiştir. Analizde; kârlılık, firma büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı, likidite, varlık yapısı, endüstri türü, büyüme fırsatları ve faaliyet riski şirketlerin özellikleri olarak; yönetim mülkiyeti, mülkiyet yoğunluğu, yönetim kalitesi ile birlikte yönetim kurulu ise kurumsal yönetim özellikleri olarak ele alınmıştır. Analiz çalışmasında kullanılan 12 bağımsız değişken vardır. Kârlılık, şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı, likidite, varlık yapısı, büyüme fırsatları, faaliyet riski, yönetim sahipliği, mülkiyet yoğunluğu ve yönetim kurulu kompozisyonu olarak on değişken ölçek değişkenleri olarak, endüstri türleri ve denetim kalitesi olmak üzere iki değişken nominal değerler olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; kâr payı ödeme oranı ile kârlılık, endüstri türü ve denetim kalitesi arasında pozitif yönlü, faaliyet riski ile negatif yönlü bir ilişki varken, diğer değişkenler ile anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Mehta (2012) Abu Dhabi MKB’de kayıtlı gayrimenkul, enerji sektörü, inşaat sektörü, telekomünikasyon sektörü, sağlık ve sanayi sektörleri (banka ve yatırım kaygıları hariç) alanında faaliyet gösteren 149 şirketin 2005-2009 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikasını etkileyen faktörleri korelasyon ve çoklu regresyon yöntemini kullanarak analiz etmiştir. Analizde; bağımlı değişken kâr payı ödeme oranı, bağımsız değişkenler olarak ise kârlılık, risk, şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı, özkaynak oranı, f/k oranı, aktif kârlılık oranı, hisse başına kâr ve likidite oranı belirlenmiştir. Analiz sonucuna göre; kâr payı ödeme oranını şirket büyüklüğü, kârlılık ve riskin pozitif yönde, f/k oranının negatif yönde etkilediği, ancak, diğer değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna varmıştır.

Ranti (2013) Nijerya MKB’de kayıtlı 50 şirketin 2006-2011 dönemini kapsayan verilerini ele alarak kâr payı politikalarını etkileyen faktörleri regresyon yöntemini



kullanarak analiz etmiştir. Analizde; bağımlı değişken kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenler olarak ise finansal performans, şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı ve yönetim kurulu bağımsızlığı belirlenmiştir. Yapılan analize göre; finansal performans, şirket büyüklüğü ve yönetim kurulu bağımsızlığının kâr payı politikaları üzerinde güçlü bir pozitif etkisinin, finansal kaldıraç oranının ise negatif etkisinin olduğu sonucuna varmıştır.

Badu (2013) Gana MKB’de kayıtlı finans sektöründe faaliyet gösteren 11 şirketin 2005-2009 dönemini kapsayan verilerini ele alarak bu şirketlerin kâr payı politikalarına etki eden faktörleri panel veri yöntemi kullanarak analiz etmiştir. Analizde; bağımlı değişken kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenler olarak da kârlılık, büyüme, şirket yaşı, likidite, finansal kaldıraç oranı ve teminat kapasitesi belirlenmiştir. Çalışmada elde edilen bulgulara göre; Gana’daki şirketlerin kâr payı politikaları üzerinde şirket yaşı ve likiditenin anlamlı ve pozitif etkisinin olduğu ancak teminat kapasitesinin anlamlı olmayan bir etkisinin bulunduğunu tespit etmiştir. Bu nedenle, Gana'daki finansal kurumların kâr payı politikasının ana belirleyicilerinin şirket yaşı, teminat kapasitesi ve likidite olduğu sonucuna varmıştır.

Musiega v.d. (2013) Nairobi MKB’de kayıtlı finansal olmayan sektörde faaliyet gösteren 50 şirketin 2007-2011 dönemini kapsayan verilerini ele alarak bu şirketlerin kâr payı politikalarına etki eden faktörleri tanımlayıcı istatistik ve çoklu regresyon yöntemlerini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizin bağımlı değişkeni kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenleri olarak da kârlılık, büyüme fırsatları, mevcut kazançlar ve likidite belirlenmiştir. Ayrıca, şirket büyüklüğü ve faaliyet riski de ılımlı değişkenler olarak analize dahil edilmiştir. Yapılan çalışma sonucuna göre; Nijerya’daki şirketlerin kâr payı dağıtım oranı ile kârlılık, mevcut kazançlar ve büyüme fırsatları arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Nijerya’daki finansal olmayan şirketler için kâr payı ödemelerinin temel belirleyicilerinin mevcut kazançlar, kârlılık, büyüme fırsatları, şirket büyüklüğü ve faaliyet riskinin olduğu sonucuna varmışlardır.

Maladjian ve Khoury (2014) Beyrut MKB’de kayıtlı finansal sektörde faaliyet gösteren bankaların 2005-2011 dönemini kapsayan verilerini ele alarak, bu şirketlerin kâr payı politikalarına etki eden faktörleri en küçük kareler tekniği ve dinamik panel veri regresyon yöntemlerini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; bağımlı değişken kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenler olarak da kârlılık, büyüme fırsatları, likidite, şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı, şirket riski ve geçmiş yıl kârı belirlenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; Lübnan’daki bankaların kâr payı politikalarının şirket büyüklüğünden, şirket

riskinden ve önceki yılın kâr payından anlamlı ve pozitif yönde, ancak, büyüme fırsatlarından ve kârlılığında negatif yönde etkilendiğini tespit etmişlerdir. Diğer yandan, bankaların temsil maliyetlerini azaltmak amacıyla kâr payı ödemediğini, kâr payı politikasını belirlerken kâr payı istikrarının göz önünde bulundurulduğu ve daha fazla kâr payı ödemesi yapmaktan ziyade elde edilen kazançların iç finansman olarak kullanıldığı sonucuna varmışlardır.

Ahmad ve Wardani (2014) Endonezya MKB’de kayıtlı 98 şirketin 2006-2009 dönemini kapsayan verilerini ele alarak bu şirketlerin kâr payı politikalarına etki eden faktörleri logit regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizin bağımlı değişkeni kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenleri kârlılık, likidite, finansal kaldıraç oranı, şirket büyüklüğü ve büyüme fırsatları olarak belirlenmiştir. Analiz sonucuna göre; Endonezya’daki şirketlerin kâr payı politikalarının kârlılık ve şirket büyüklüğü ile pozitif yönde, likidite ve finansal kaldıraç oranı ile negatif yönde ilişkili olduğu, ancak, büyüme fırsatları ile anlamlı bir ilişkisinin olmadığını tespit etmişlerdir. Ayrıca, aynı anda tüm bağımsız değişkenlerin kâr payı politikalarına önemli ölçüde etkilediği sonucuna varmışlardır.

Boţoc ve Pirtea (2014) aralarında Çin, Hindistan, Rusya ve Türkiye’nin de olduğu 16 gelişmekte olan ülkede bulunan toplam 2.636 şirketin 2003-2011 dönemine ait verilerine genelleştirilmiş momentler sistemi tekniğini kullanarak analiz gerçekleştirmişlerdir. Analizin üç temel amacı vardır. Bunlar; likidite ve nakit yönetiminin kâr payı ödeme politikasını etki edip etmediği, birbirine bağlı bu çalışmanın yardımıyla, önceki sonuçların kâr paylarının yeniden ortaya çıkması durumunda yeni dönem için geçerli olup olmadığını kontrol etmek ve gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin kâr payı politikalarının gelişmiş ülkelerdeki şirketlere benzeyip benzemediğini tespit etmektir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; ilk olarak likidite ve nakit yönetiminin kâr payı ödemelerini etkilediğini tespit ederek Artık Fonlar Teorisi’ne destek bulmuşlardır. Özellikle, ülkelerde yatırımcı koruması yüksek olduğunda, kâr payı ödemelerini açıklamak için nakit gereksinimlerinin daha önemli olduğu, yatırımcı korunmasının zayıf olduğu durumlarda likiditenin daha önemli olduğu sonucuna varmışlardır. İkinci olarak, iyi bir üne sahip olmak için şirketlerin, zayıf yatırımcı koruması olan ülkelerde riskten bağımsız olarak daha yüksek kâr payı ödediklerini tespit ederek kâr payı ikame modeline destek bulmuşlardır. Üçüncü olarak, Yaşam Döngüsü Teorisi’nin aksine geleneksel önlemlerden faaliyet döngüsünün, kâr payı ödemesini açıklamada yetersiz olduğunu bulmuşlardır. Analiz sonuçları önceki sonuçlarla karşılaştırıldığında, önemsiz büyüme fırsatları ve sermaye yapısının Uzlaşma Teorisi’ni kabul eden finansal kaldıraç oranının

olumlu etkisini temel farklar olarak tespit etmişlerdir. Genel olarak, gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin, gelişmiş ülkelerdeki şirketlere nispeten benzeyen kâr payı ödeme planlarına sahip olduğu sonucuna varmışlardır.

Ahmed (2015) Birleşik Arap Emirlikleri MKB’de kayıtlı bankacılık sektöründe faaliyet gösteren 18 bankanın 2005-2012 dönemini kapsayan verilerini ele alarak likidite ve kârlılığın kâr dağıtım politikasına etkisini araştırmak amacıyla korelasyon ve regresyon tekniklerini kullanarak analiz etmiştir. Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre; kâr payı ödeme oranını likiditenin olumlu yönde, kârlılığın ise olumsuz yönde etkilediğini tespit etmiştir.

Kazmierska-Józwiak (2015) Varşova MKB’de kayıtlı finansal olmayan sektörlerde faaliyette bulunan şirketlerin 2000-2012 dönemini kapsayan verilerini ele alarak kâr payı politikasına etki eden faktörleri panel veri tekniğini kullanarak analiz etmiştir. Analizde; bağımlı değişken kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenler olarak da kârlılık, likidite, finansal kaldıraç oranı, şirket büyüklüğü ve f/k oranı belirlenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; Polonya’da finansal olmayan şirketlerin kâr payı politikasına kârlılık ve finansal kaldıraç oranının negatif yönde, şirket büyüklüğü, likidite ve f/k oranının ise istatistiksel olarak anlamsız pozitif bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Araştırma sonucunda Polonya’da finansal olmayan şirketlerin kâr payı politikalarını kârlılık ve finansal kaldıraç oranının daha fazla etkisinin olduğu sonucuna varmıştır.

King’wara (2015) Nairobi MKB’de kayıtlı finansal olmayan sektörlerde faaliyette bulunan 30 şirketin 2008-2012 dönemini kapsayan verilerini ele alarak kâr payı politikasına etki eden faktörleri tobit regresyon tekniğini kullanarak analiz etmiştir. Analizin bağımlı değişkeni kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenleri olarak da kârlılık, finansal kaldıraç oranı, şirket büyüklüğü, büyüme oranı, pd/dd oranı ve aktif varlık kârlılık oranı belirlenmiştir. Analiz sonucunda; Kenya’da finansal olmayan şirketlerin kâr payı politikasının kârlılık, pd/dd oranı ve aktif varlıklar kârlılık oranı ile anlamlı olarak pozitif ilişkili, büyüme oranı ve finansal kaldıraç oranı ile anlamlı olarak negatif ilişkili olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca şirket büyüklüğü ile kâr payı politikası arasında negatif ilişki olmasına karşın bunun anlamlı olmadığı sonucuna varmıştır.

Ahmed ve Murtaza (2015) Karaçi MKB’de kayıtlı dört farklı sektörde (petrol, çimento, enerji ve şeker) faaliyet gösteren 38 şirketin 2003-2011 dönemini kapsayan verilerini ele

olarak kâr payı politikasına etki eden faktörleri ve kâr payı ödemesinin gelecekte büyümeye etkisini analiz etmişlerdir. Çalışmada tanımlayıcı istatistik ve en küçük kareler regresyon yöntemi kullanılmış ve analizin birinci kısmı için bağımlı değişken olarak kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenler olarak da şirket büyüklüğü, likidite, kârlılık, finansal kaldıraç oranı ve hisse başına kâr belirlenmiştir. Analizin ikinci kısmı için ise; bağımlı değişken olarak şirket büyümesi, bağımsız değişken olarak ise kâr payı ödeme oranı belirlenmiştir. Analizin birinci kısmında elde edilen bulgulara göre; genel olarak likidite, hisse başına kâr, finansal kaldıraç oranı, şirket büyüklüğü ve kârlılığın finansal olmayan şirketlerdeki kâr payı ödeme oranını olumlu yönde etkilediği sonucuna varılmıştır. Şirketlerin kâr payı ödeme oranı ile değişkenler arasındaki ilişki şu şekilde gerçekleşmiştir. Enerji sektöründe kârlılık, şirket büyüklüğü ve likidite, çimento sektöründe şirket büyüklüğü, hisse başına kâr, finansal kaldıraç oranı ve kârlılık, şeker sektöründe finansal kaldıraç oranı ve likidite, petrol sektöründe ise şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı, kârlılık ve likiditenin kâr payı ödeme oranı ile anlamlı bir ilişkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Analizin ikinci kısmında elde edilen bulgulara göre ise; kâr payı ödeme oranı ile gelecekteki şirket büyümesi arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Echchabi ve Azouzi (2016) Tunus MKB’de kayıtlı şirketlerin 2003-2012 dönemini kapsayan verilerini ele alarak Yasemin Devrimi’nin şirketlerin kâr payı politikaları üzerindeki etkisini en küçük kareler ve panel veri yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; bağımlı değişken kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenler kârlılık, şirket riski, net nakit akışı, büyüme fırsatları, pd/dd oranı ve kukla değişken olarak da Yasemin Devrimi belirlenmiştir. Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre; net nakit akışının ve pd/dd oranının kâr payı ödemesi üzerinde önemli bir etkisinin olduğu, Yasemin Devrimi de dahil olmak üzere diğer değişkenlerin ise kâr payı ödemesi üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Hassonn v.d. (2016) Filistin MKB’de kayıtlı 21 şirketin 2008-2012 dönemini kapsayan verilerini ele alarak kâr payı politikasına etki eden faktörleri hem şirket hem de finans yöneticileri bazında olmak üzere iki kısımda en küçük kareler tekniğini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizin bağımlı değişkeni olarak kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenleri olarak da kârlılık, finansal kaldıraç oranı, varlık yapısı, serbest nakit akışları, şirket büyüklüğü, faaliyet riski, büyüme fırsatları, beta katsayısı, likidite ve mülkiyet yapısını belirlemişlerdir. Analizin birinci kısmında 21 şirkete ait veriler tanımlayıcı istatistiksel ile

regresyon analizine tabi tutulmuş, analiz sonucunda; şirketlerin kâr payı ödeme politikası üzerinde kârlılığın ve şirket büyüklüğünün pozitif, finansal kaldıraç oranı, varlık yapısı ve serbest nakit akışlarının negatif etkisinin olduğu saptanmıştır. Diğer yandan, şirketlerin kâr payı politikası üzerinde faaliyet riski, büyüme fırsatları, beta katsayısı, likidite ve mülkiyet yapısının etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Analizin ikinci kısmında 11 finans yöneticisinin görüşleri anket yöntemi ile toplanmış ve regresyon analizine tabi tutulmuştur. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; finans yöneticilerinin kâr payı politikasını belirlerken kârlılık ve serbest nakit akışlarını dikkate aldıklarını, ancak, diğer faktörleri fazla önemsemedikleri sonucuna varılmıştır. Analiz bulgularının genel değerlendirilmesine göre, listelenen şirketlerin finans yöneticileri ile yapılan görüşmelerden elde edilen bulgular ile desteklendiğinden, onların görüşleri ve eylemleri arasında tutarlılık olduğu, şirketlerdeki finans yöneticilerinin kâr payı politikasında en etkili oyuncu olduğu, kâr payı politikasının çoğunlukla yıllık bazda gözden geçirildiği ve çoğu durumda şirketlerin açık ve uzun vadeli bir hedef ödeme oranına sahip olduğu tespit edilmiştir.

Khan ve Ahmad (2017) Karaçi MKB’de kayıtlı ilaç şirketlerinin 2009-2014 dönemini kapsayan verilerini ele alarak kâr payı politikasına etki eden faktörleri korelasyon ve çoklu regresyon tekniklerini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; bağımlı değişken olarak kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenler olarak da kârlılık, büyüme fırsatları, faaliyet riski, likidite, şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı, kurumlar vergisi ve denetim türünü belirlemişlerdir. Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre; kâr payı dağıtım oranına kârlılık ve denetim türünün pozitif yönde, büyüme fırsatları ve likiditenin ise negatif yönde etki ettiğini tespit etmişlerdir. Diğer yandan, faaliyet riski, şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı ve kurumlar vergisi ile kâr payı dağıtım oranı arasında anlamlı bir ilişkinin varlığını bulamamışlardır. Pakistan’da büyüme fırsatları yüksek olan şirketlerin daha az kâr payı, düşük likidite veya yüksek kâr elde eden şirketlerin daha fazla kâr payı ödediği tespit edilirken, dört büyük denetim şirketi tarafından denetlenen şirketlerin daha fazla kâr payı ödediği sonucuna varmışlardır.

Cristea ve Cristea (2017) Romanya MKB’de kayıtlı finansal olmayan 701 şirketin 2007-2016 dönemini kapsayan verilerini ele alarak kâr payı politikasına etki eden faktörleri panel veri tekniğini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; bağımlı değişken olarak kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenler olarak da şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı, büyüme fırsatı, kârlılık, likidite ve ekonominin genel durumunu belirlenmiştir. Yapılan

analize göre; kâr payı dağıtım oranına kârlılık ve likiditenin pozitif yönde, şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı, büyüme fırsatı ve ekonominin genel durumunun ise negatif yönde etki ettiğini tespit etmişlerdir.

Alber ve Alhabetour (2017) Suudi Arabistan MKB’de kayıtlı finansal sektörde olan ve olmayan 67 şirketin 2006-2014 dönemini kapsayan verilerini ele alarak kâr payı politikasına etki eden faktörleri doğrusal ve lojistik regresyon tekniğini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizin bağımlı değişkeni olarak kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenleri olarak da kârlılık, likidite, finansal kaldıraç oranı, aktif varlıklar büyüme hızı, kazanç artış hızı, büyüme fırsatı, şirket büyüklüğü, şirket yaşı ve geçmiş dönem kâr payı ödemesi belirlenmiştir. Analiz sonucunda; finansal olmayan şirketlerin kâr payı dağıtım oranına kârlılığın, şirket büyüklüğünün, şirket yaşının ve geçmiş dönem kârının pozitif yönde, finansal kaldıraç oranı ve büyüme fırsatlarının negatif yönde etki ettiği, likidite, aktif varlıklar büyüme oranı ve kazanç artış hızının önemsiz bir etkisi olduğu sonucuna varmışlardır. Finansal şirketlerin kâr payı dağıtım oranına şirket büyüklüğünün, şirket yaşının ve geçmiş dönem kârının pozitif yönde, finansal kaldıraç oranının negatif yönde etki ettiği, likidite, aktif varlıklar büyüme oranı, büyüme fırsatlarının ve kazanç artış hızının önemsiz bir etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Hung v.d. (2018) Vietnam MKB’de kayıtlı şirketlerin 2006-2017 dönemini kapsayan verilerini ele alarak kâr payı politikalarını etkileyen faktörleri en küçük kareler regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; bağımlı değişken olarak kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenler olarak da kârlılık, şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı ve büyüme fırsatları belirlenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; kâr payı ödeme oranı ile kârlılık arasında anlamlı ve pozitif yönde, büyüme fırsatlarının ise anlamlı ve negatif yönde bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Diğer yandan, kâr payı ödeme oranı ile şirket büyüklüğü arasında pozitif, finansal kaldıraç oranı ile negatif bir etki tespit edilse de istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olduğu bulunamamıştır. Vietnam Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören şirketlerin kâr payı politikası üzerinde kârlılık ve büyüme fırsatı faktörlerinin etkili olduğu sonucuna varmışlardır.

Jabbouri ve Attar (2018) Fas MKB’de kayıtlı 64 şirketin 2004-2015 dönemini kapsayan verilerini ele alarak kâr payı politikalarını etkileyen faktörleri panel veri regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizin bağımlı değişkeni olarak kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenleri olarak da kârlılık, beklenen kazanç seviyesi, şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı, büyüme, likidite, geçmiş dönem kâr payı ödeme örnekleri, serbest

nakit akışı, kurumsal hisse senedi ve ekonomik konjonktür olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda; kâr payı ödeme oranına kârlılık, şirket büyüklüğü, likidite, serbest nakit akışları, kurumsal hisse senedinin anlamlı ve pozitif yönde, finansal kaldıraç oranı, büyüme ve ekonomik konjonktürün ise anlamlı ve negatif yönde etki ettiğini tespit etmişlerdir. Diğer yandan, kâr payı ödeme oranı ile beklenen kazanç seviyesi ve geçmiş dönem kâr payı ödeme örnekleri arasında ise anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilememiştir.

Lestari (2018) Endonezya MKB’de kayıtlı 32 üretim şirketinin 2011-2015 dönemini kapsayan verilerini ele alarak kâr payı politikalarını etkileyen faktörleri çoklu regresyon yöntemini kullanarak analiz etmiştir. Analizde; bağımlı değişken olarak kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenler olarak da kârlılık, nakit akışı, serbest nakit akışı, finansal kaldıraç oranı, büyüme fırsatı, yatırım fırsatı, şirket büyüklüğü, en büyük ortak, şirket riski ve gecikmiş kâr payı olarak belirlenmiştir. Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre; kâr payı ödeme oranını kârlılık, serbest nakit akışı ve gecikmiş kâr payının pozitif, nakit akışı ve şirket büyüklüğünün negatif yönde etkilediği, finansal kaldıraç oranı, büyüme fırsatı, yatırım fırsatları, en büyük ortak ve şirket riski arasında negatif bir ilişki bulunsa da istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığını tespit etmiştir. Endonezya Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören şirketlerin kâr payı politikası üzerinde kârlılık, serbest nakit akışı, gecikmiş kâr payı, nakit akışı ve şirket büyüklüğünün etkisi olduğu sonucuna varmıştır.

### **2.3. Türkiye’de Yapılan Çalışmalar**

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de araştırmacılar tarafından şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörlerin tespitine yönelik yapılan çalışmalar bulunmakta olup aşağıda bu çalışmalardan bazıları özetlenerek verilmiştir.

Adaoğlu (2000); gelişmiş ülke piyasalarında olduğu gibi Türkiye’nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülke piyasalarında da istikrarlı kâr payı politikası uygulamalarının olup olmadığını tespit etmeye çalışmıştır. Çalışmasında, Türkiye’de 1995 yılında kâr payı politikasında yapılan önemli değişiklikler dikkate alınarak araştırma süresi 1985-1994 ve 1995-1997 olmak üzere iki zaman dilimine ayrılarak belirlenmiş ve veriler İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda (İMKB) işlem gören tüm sanayi ve ticaret şirketlerinden elde edilmiştir. Analiz modelinin tahmininde panel verili modellerin tahmininde kullanılan üç yaygın regresyon tekniği olan havuzlanmış sıradan en küçük kareler, sabit etkiler modeli (en küçük kareler kukla değişken modeli) ile rastgele efekt modeli (hata bileşenleri modeli)

kullanılmış ve F-istatistiği (F-stat) ile Hausman testi (H) gibi uygun test istatistikleri uygulanmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; Türkiye’de bulunan şirketlerde Avrupa ve ABD piyasalarından farklı olarak istikrarsız bir kâr payı politikası izlendiği ve bu politika uygulamasının özellikle 1995 yılında yapılan yapısal değişiklik ile daha da arttığı tespit edilmiştir. Ayrıca, kâr payı politikasının ana belirleyicisinin cari kazançlar olduğu sonucuna varmıştır.

Yılmaz (2003) İMKB’de işlem gören 310 şirketin 1986-2001 yıllarına ait verilerini ele alarak şirketlerin sektörler bazında nakit kâr payı dağıtım oranları ile ortalama net nakit kâr payı dağıtım oranlarını inceleyerek kâr payı politikalarını istatistik olarak analiz etmiştir. Analiz sonucunda; şirketlerin nakit kâr payı ödemesi gerçekleştirdiği, ancak, dağıtılan nakit kâr paylarının bedelli sermaye artırımını ile geri toplandığı, özellikle 1995 yılından itibaren yapılan yasal düzenleme sonucunda iç kaynaklar kullanılarak hissedarlara önemli miktarlarda bedelsiz hisse senedi dağıtıldığı tespit edilmiştir. Diğer yandan, şirketlerin kâr payı politikalarının sektörler itibarıyla farklılık gösterdiği ortaya konmuştur. Mali sektörde faaliyet gösteren şirketlerin imalat sektöründe faaliyet gösteren şirketlere nazaran 1986-1994 dönemi itibarıyla daha fazla nakit kâr payı ödemesi gerçekleştirdiği, 1995-2001 dönemi itibarıyla durumun tersine döndüğü, özellikle 1994 ile 2000-2001 yılları arasında yaşanan ekonomik krizler sonucunda şirketlerin faaliyetlerinin olumsuz yönde etkilendiği ve bunun sonucunda, nakit kâr payı ödemelerinde, imtiyazlı şirketler hariç (elektrik-su-gaz), ciddi düşüşler yaşandığı ve sektörler itibarıyla nakit kâr payı ödeme oranı karşılaştırılmasındaki sıralama yerlerinin değiştiği sonucuna varılmıştır. Ayrıca, incelenen dönem itibarıyla istikrarlı kâr payı ödeme politikasını takip eden sektörlerin gıda, içki ve tütün sektörü ile toptan ve perakende ticaret sektörü olduğu anlaşılmıştır.

Adaoğlu (2008) İMKB’de işlem gören finansal ve kamu kurumları hariç diğer endüstrilerde faaliyet gösteren şirketlerin 1986-2007 döneminde kaybolan kâr paylarının, kâr payı ödeme gerçekleştirme sayısındaki düşüşün, büyüklüğün etkisinin ve bazı gelişmiş ve gelişmekte olan pazarlarda bulunan kâr payı/kazanç yoğunluğu artışının olup olmadığını parametrik ve parametrik olmayan tek değişkenli istatistiksel yöntemleri (t testi, Mann-Whitney testi, ANOVA F testi, Kruskal-Wallis H testi ve Pearson korelasyon testi) kullanarak test etmiştir. Yapılan analiz sonucuna göre; 1985-2006 mali yıllarında nakit kâr payı ödemesi yapan şirketlerin sayısının azaldığı, ancak, 2003-2006 mali yıllarında kazançlarla birlikte kâr payı ödeme miktarında artış olduğu, başka bir ifadeyle büyüklük ile kâr payı ödeme arasında



pozitif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca, 2003 yılında yapılan zorunlu kâr payı politikası düzenlemesinin eski haline getirilmesinin, sanayicileri daha fazla kâr payı ödemeye zorlamak açısından başarılı olmadığı sonucuna varılmıştır.

Arslan (2008); İMKB’de kayıtlı ve 2003 ila 2006 yılları arasında en az bir defa kâr payı dağıtımı gerçekleştirmiş olan şirketlerin, kâr payı dağıtımına yönelik yöneticilerin algılarını test etmeye çalışmıştır. Çalışmada, Baker ve Powell tarafından 2000 yılında geliştirilen ve daha sonra Baker v.d. tarafından da 2007 yılında yöneticilerin kâr payı dağıtımına ilişkin algılarını ölçmek amacıyla hazırlanan anket kullanılmıştır. Söz konusu anket 165 şirket yöneticisine gönderilmiş ve bu anketlerden 71 adedi geri gelmiş, ancak, 67 adedi değerlendirilmeye alınarak t testi analizi gerçekleştirilmiştir. Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre; kâr payı dağıtım sürecine ilişkin olarak yöneticilerin kâr payı dağıtım oranının istikrarlı olmasından daha ziyade kâr payı dağıtım miktarının istikrarlı olmasını değerli bulduklarını tespit etmiştir. Yöneticilerin, şirket gelirlerinin sürdürülebilir değişimlere bağlı olarak kâr payı dağıtım ayarlaması yapılmasını ve istikrarlı kâr payı ödemesinin gerçekleştirilmesi gerektiğini düşündüklerini ortaya koymuştur. Ayrıca, hedef kâr payı dağıtım oranının belirlenmesine ilişkin anket sorusuna verilen cevapların istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir.

Kirkulak ve Kurt (2010) İMKB’de kote edilen finansal ve kamu hizmet şirketleri hariç halka açık şirketlerin önemli düzenlemeler ve finansal krizleri ile karakterize olan 1991-2006 yıllarına ait verilerini ele alarak kâr payı ödeme kararlarını etkileyen faktörleri logit regresyon yöntemini kullanarak test etmişlerdir. Bağımlı değişken olarak kâr payı ödeme oranı, bağımsız değişkenler olarak cari yıl kazancı, geçmiş yıl kazancı, finansal kaldıraç oranı ve aktif büyüme oranı kullanılmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; 1991-2006 yılları arasında hem kâr payı ödeyici sayısında, hem de kâr payı miktarında bir düşüş olduğu ve şirketlerin kâr payı dağıtım kararına etkileyen en önemli faktörün cari kazançlar olduğu tespit edilmiştir. Kâr payı dağıtım kararına cari kazanç, aktif kârlılık oranı ve 1997 yılında yaşanan Asya Krizi pozitif yönde, 2001 yılında yaşanan mali kriz negatif yönde etkilediği, finansal kaldıraç oranı, geçmiş yıl kazançları ve 1998 yılında yaşanan Rusya Krizi’nin herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır. Ayrıca, kâr payı azaltma kararını geçmiş yıl kazançları, finansal kaldıraç oranı ve 1998 yılında yaşanan Rusya Krizi’nin pozitif yönde, cari kazançlar ve aktif büyüme oranının negatif yönde etkilediği, 1997 yılında yaşanan Asya Krizi ile 2001 yılında yaşanan mali krizin herhangi bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Yıldız v.d. (2014) BİST’de işlem gören 118 sanayi şirketinin 2003-2010 dönemine ait verilerini ele alarak nakit kâr payı politikasını etkileyen faktörleri en küçük kareler ve panel veri yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; nakit kâr payı ödeme oranı bağımlı değişken, kârlılık, büyüme fırsatları, şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı, halka açıklık oranı, vergi yükümlülüğü, yatırım fırsatları, likidite, yönetim bağımsızlığı, serbest nakit akışı ve faaliyet riski ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Yapılan çalışma sonucuna göre; kârlılık, büyüme fırsatları, şirket büyüklüğü, vergi yükümlülüğü ve likidite değişkenlerinin nakit kâr payı politikasına anlamlı ve pozitif yönde, finansal kaldıraç oranı değişkeninin önemli ölçüde anlamlı ve negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Diğer yandan halka açıklık oranı, yatırım fırsatları, yönetim bağımsızlığı, serbest nakit akışı ve faaliyet riski değişkenlerinin ise nakit kâr payı ödeme oranı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Arsoy ve Yıldız (2015) BİST’de işlem gören 168 sanayi şirketinin 2003-2012 dönemine ait verilerini ele alarak nakit ödenen brüt kâr payı ödeme oranını açıklayan etkenleri bulmak ve ödenecek kâr payı oranını tahmin etmek amacıyla çoklu doğrusal regresyon yöntemi kullanılarak analiz etmişlerdir. Analizde; nakit kâr payı ödeme oranı bağımlı değişken, başta şirket yaşı olmak üzere 43 adet de bağımsız değişken kullanılmıştır. Çalışmada en iyi tahmini yapan modeli ortaya çıkarmak amacıyla boyut indirgeme yapılan ve yapılmayan farklı çoklu doğrusal regresyon modelleri oluşturulmuş ve bu modellerin tahmin performansı ortalama mutlak hata yüzdesi temel alınarak karşılaştırılmıştır. Çalışma sonucunda; bağımlı değişken olan cari dönem nakit ödenen brüt temettü oranını yaklaşık olarak %2,45 hata ile tahmin eden çoklu doğrusal regresyon modeli elde edilmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; hisse senedi kapanış (bölünmemiş), hisse başına kâr, özkaynak oranı, hazır değer oranı, aktif kârlılık oranı, net satışlar, toplam varlık özsermaye oranı ve toplam varlıklar bağımsız değişkenlerinin cari dönem nakit brüt kâr payı ödeme oranını tahmin etmede en etkili değişkenler olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, yazındaki diğer araştırmalar ile uyumlu olarak, istikrarlı büyüme ve ölçek ekonomisine sahip olma, yüksek kârlılık seviyesini her dönem artırma, yüksek likiditeye ve sağlam bir nakit akımına sahip olma gibi özelliklerin sanayi şirketlerinde nakit kâr payı ödemesini belirleyen temel faktörler olduğu sonucuna varılmıştır.

Aydın ve Çavdar (2015) BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde kayıtlı 19 şirketin 2007-2014 dönemine ait verilerini ele alarak kurumsal yönetim ile kâr payı politikası

arasındaki potansiyel ilişkiyi olağan en küçük kareler panel regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı ödeme oranı bağımlı değişken, kurumsal yönetim, mülkiyet yoğunluğu, yönetsel mülkiyet, toplam yabancı mülkiyet, özkaynak oranı ve şirket büyüklüğü ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda; toplam yabancı mülkiyet ve şirket büyüklüğü değişkenlerinin kâr payı politikasını anlamlı ve pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Diğer yandan, kurumsal yönetim seviyesi ile kâr payı politikası arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki belirlenemediğinden, bu değişkenin kâr payı dağıtım politikası üzerinde herhangi bir etkisi olmadığı sonucuna varılmışlardır.

Ersoy ve Çetenak (2015) BİST’de kayıtlı 116 şirketin 2004-2009 dönemine ait verilerini ele alarak sahiplik yoğunlaşması ile kâr payı politikası arasındaki ilişkiyi rassal etkili tobit ve sistem genelleştirilmiş momentler yöntemlerini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı verimi bağımlı değişken, sahiplik yoğunlaşması bağımsız değişken, aktif kârlılık oranı, finansal kaldıraç oranı, pd/dd oranı ve yatırım harcamaları kontrol değişkenleri olarak belirlenmiştir. Çalışmada muhtemel doğrusal olmayan ilişkileri tespit etmek amacıyla sahiplik yoğunlaşması değişkenine kümeleme analizi uygulanmış ve söz konusu değişken düşük, orta ve yüksek sahiplik yoğunlaşması olmak üzere üç gruba ayrılmıştır. Diğer taraftan, şirketlerin büyüme hızlarının kâr payı dağıtım kararlarında farklılıklara neden olabileceği düşüncesiyle, yine kümeleme analizi kullanılarak, şirketler aktif büyüme oranları ortalamalarına göre yüksek hızda büyüyen ve düşük hızda büyüyen olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Çalışma sonucunda; aktif kârlılık oranı ve sahiplik yoğunlaşmasının kâr payı verimini pozitif yönde, finansal kaldıraç oranı, pd/dd oranı ve yatırım harcamaları değişkenlerinin ise negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Sadece kâr payı dağıtan şirketler göz önüne alındığında, aktif kârlılık oranı ve sahiplik yoğunlaşması kâr payı politikasını pozitif yönde, pd/dd oranı ve yatırım harcamaları değişkenlerinin ise negatif yönde etkilediği, finansal kaldıraç oranının ise herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır. Kâr dağıtan şirketlerden oluşan örneklem, düşük ve yüksek hızda büyüyen şirketler şeklinde iki gruba ayrıldığında, düşük hızda büyüyen şirketlerin kâr payı dağıtım kararlarında finansal kaldıraç oranı ve sahiplik yoğunlaşmasının herhangi bir etkisinin olmadığı, ancak, aktif kârlılık oranı değişkeninin pozitif, pd/dd oranı değişkeninin ise negatif yönde etkilediği görülmüştür. Hızlı büyüyen şirketlerde ise sahiplik yoğunlaşması ve aktif kârlılık oranı değişkenleri kâr payı dağıtım kararını pozitif, pd/dd ve yatırım harcamaları değişkenlerinin ise negatif yönde etkilediği ortaya konulmuştur.

Fettaoğlu (2015) çalışmasının ilk aşamasında, BİST’de işlem gören ve kesintisiz olarak kâr payı ödemesi gerçekleştiren 32 adet şirketin 2010-2013 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı dağıtım kararı üzerinde etkili olan faktörleri tespit etmek amacıyla regresyon yöntemini kullanarak test etmiştir. Regresyon analizinde bağımlı değişken olarak kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenler olarak ise borçlanma derecesi, hisse başına kâr, net parasal giriş, brüt kâr marjı, işletme büyüklüğü, likidite, pay başına kâr yedekleri, satışlardaki büyüme, varlık büyümesi ve enflasyon oranı belirlenmiştir. Analizin ikinci aşamasında ise çalışmada yer alan şirketler, kâr payı verimi ortalamasının üzerinde olan ve ortalamasının altında olan şirketler olarak sınıflandırılarak söz konusu şirketleri birbirinden ayıran değişkenlerin neler olduğunu belirlemek amacıyla ayırma (diskriminant) analizi uygulanmıştır. Analizin ilk aşamasında elde edilen bulgulara göre; kâr payı ödeme oranı ile pay başına kâr yedekleri arasında pozitif yönlü, brüt kâr marjı değişkeni ile negatif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilirken diğer değişkenler ile kâr payı ödeme arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Analizin ikinci aşamasında elde edilen bulgulara göre ise; kâr payı verimi yüksek olan işletmelerin düşük olan işletmelere göre hem net parasal girişlerinin hem de borçlanma derecesinin daha fazla olduğu sonucuna varmıştır.

Kuzucu (2015b) BİST’de listelenen finans sektöründe faaliyet gösteren şirketler hariç 142 şirketin 2006-2013 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikasını etkileyen faktörleri panel veri, sabit etkiler ve havuzlanmış en küçük kareler regresyon yöntemlerini kullanarak test etmiştir. Analizde; kâr payı dağıtım oranı bağımlı değişken, likidite, finansal kaldıraç oranı, büyüme oranı, şirket büyüklüğü, kârlılık, f/k oranı, pd/dd oranı, endüstri, aile kontrolü, şirket yaşı ve yabancı mülkiyet ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; kâr payı ödeme oranı ile şirket büyüklüğü, f/k oranı ve şirket yaşı arasında pozitif yönlü, büyüme oranı, kârlılık, finansal kaldıraç oranı ve aile kontrolü arasına negatif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Diğer yandan, kâr payı dağıtım oranı ile likidite, pd/dd, endüstri ve yabancı mülkiyet arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna varmıştır.

Kuzucu (2015c) BİST’de listelenen finansal olmayan 216 şirketin kurumsal kâr payı politika davranışını incelemek amacıyla anket yöntemi uygulamış ve 38 şirketin finansal yöneticisi ankete cevap vermiştir. Anket sonuçları kesitsel regresyon ve t testi yöntemleri ile test edilmiştir. Analiz sonucunda; nakit kâr payı ödeme oranı ile kârlılık arasında oldukça önemli pozitif ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Avrupa ve ABD’de de bulunan şirketlerde

olduğu gibi Türkiye’de bulunan Şirketlerin kâr payı kararında kazançlar en önemli faktör olarak görölmektedir. Diğer yandan, kâr payı politikasının ortak belirleyicileri olarak kazançlardaki sürdürülebilir değişme, istikrar, gelecekteki kazançların seviyesi ve kazançların bir kısmını pay sahiplerine dağıtma isteği olduğu sonucuna varmıştır. Ayrıca, ankete katılanların çoğu kâr payı odaklı olduklarını ve kâr payı veriminin kâr payı hedeflemesi için en yaygın ölçü olduğunu belirtmelerine rağmen ABD’deki Şirketlerin aksine hisse geri alımları kâr payı ödemelerine alternatif olarak görmediklerini beyan etmişlerdir.

Abdioğlu (2016) BİST 100 Endeksi içerisinde yer alan Şirketlerin 2005-2013 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı dağıtım oranlarını etkileyen faktörleri rassal etkiler Tobit yöntemini kullanarak test etmiştir. Analizde; bağımlı değişken olarak kâr payı ödeme oranı, bağımsız değişkenler olarak Şirket büyüklüğu, finansal kaldıraç oranı, pd/dd oranı, kârlılık, nakit akışı ve yönetimsel mülkiyet belirlenmiştir. Analiz sonucuna göre; kâr payı ödeme oranı ile pd/dd değer oranı, kârlılık ve nakit akışı arasında pozitif, Şirket büyüklüğu ve finansal kaldıraç oranı arasında ise negatif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Yönetimsel mülkiyetin kâr payı dağıtımı üzerinde herhangi bir etkisinin olmamasına rağmen, sadece kâr payı ödeyen Şirketler dikkate alındığında bu değişken ile kâr payı dağıtımı arasında negatif bir ilişki olduğu saptanmıştır. Daha sonraki aşamada seçilen örneklem düşük kaldıraçlı ve yüksek kaldıraçlı Şirketler olarak ikiye ayrılarak finansal kaldıraç oranı, yönetimsel mülkiyet ve kâr payı ödemesi arasında ikame olup olmadığı araştırılmış ve bunun için anlamlı bir sonuç bulunamamıştır.

Cengiz v.d. (2016) BİST imalat sektöründe faaliyet gösteren 70 Şirketin 2011-2014 dönemine ait verileri dikkate alınarak Şirketlerin kazanç yönetimi uygulamalarının kâr payı dağıtım politikaları üzerindeki etkisini panel veri, korelasyon ve regresyon yöntemlerini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı dağıtım politikası bağımlı değişken, kazanç yönetimi uygulamaları bağımsız değişken olarak ve kârlılık, Şirket büyüklüğu ve finansal kaldıraç oranı kontrol değişkenler olarak kullanılmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; kâr dağıtım politikası ile Şirket büyüklüğu ve kârlılık arasında pozitif anlamlı bir ilişki, kazanç yönetimi uygulamaları ve finansal kaldıraç oranı ile pozitif olmakla birlikte anlamsız bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Çelik v.d. (2016) BİST’de listelenen üretim sektöründe faaliyet gösteren Şirketlerin 2017-2011 dönemine ait verileri dikkate alınarak Şirketlerin risk ve kurumsal yönetim faktörlerinin kâr payı politikaları üzerindeki etkisini logit ve probit regresyon yöntemlerini

kullanılarak test etmişlerdir. Analizde; kâr payı politikası bağımlı değişken, risk ve kurumsal yönetim faktörleri bağımsız değişken olarak belirlenmiştir. Çalışma sonucuna göre; kâr payı politikası ile kurumsal yönetim arasında pozitif, risk faktörü ile negatif ve anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir

Al-Najjar ve Kılınçarslan (2016) finans sektörü ve kamu sektörü hariç BİST’de listelenen 264 şirketin 2003-2012 dönemine ait verilerini kullanarak mülkiyet yapısının kâr payı politikası üzerindeki etkisini panel veri regresyon tekniklerini (logit ve tobit modelleri) kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı ödeme olasılığı, kâr payı ödeme oranı ve kâr payı verimi değişkenleri bağımlı değişken, yabancı mülkiyet, yurtiçi kurumsal mülkiyet, devlet mülkiyeti ve azınlık mülkiyeti bağımsız değişkenler, kârlılık, şirket yaşı, şirket büyüklüğü, yatırım fırsatları ve borç politikası değişkenleri ise kontrol değişkenleri, yıl ve endüstri ise kukla değişkenler olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; kâr payı politikası ile yabancı mülkiyet ve devlet mülkiyeti değişkenleri arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiş, ancak, aile mülkiyeti, yurtiçi kurumsal mülkiyet ve azınlık mülkiyeti arasında anlamlı bir ilişkinin varlığı saptanamamıştır. Diğer yandan, kâr payı politikası ile kârlılık, şirket yaşı ve şirket büyüklüğü arasında pozitif, yatırım fırsatları ve borç politikası arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Bu nedenle, daha kârlı, daha olgun ve daha büyük ölçekli şirketlerin kâr payı ödeme (ve daha yüksek kâr payları dağıtmaları) ihtimalinin yüksek olduğu, yüksek büyüme fırsatlarına sahip ve daha fazla borcu olan şirketlerin ise kâr payı ödeme (ve daha düşük kâr payları dağıtmaları) olasılığının düşük olduğu sonucuna varmışlardır.

Erdaş (2017) BİST 30 Endeksi kapsamında yer alan 30 şirketin 2010-2015 dönemine ait verilerini ele alarak şirketlerin kâr payı politikalarını etkilen faktörleri en küçük kareler ve panel veri regresyon yöntemlerini kullanarak analiz etmiştir. Analizde; kâr payı dağıtım oranı bağımlı değişken, aktif kârlılık oranı, şirket büyüklüğü, şirket yaşı, finansal kaldıraç oranı, nakit oranı, hisse başına kâr, büyüme fırsatı, hisse senedi piyasa değeri, işlem hacmi ile halka açıklık oranı bağımsız değişkenler olarak belirlemiştir. Analiz sonucuna göre; kâr payı dağıtım oranı ile şirket büyüklüğü, nakit oranı, hisse başına kâr ve hisse senedi piyasa değeri pozitif yönlü, finansal kaldıraç oranı ve şirket yaşının karesi değişkenleri ile negatif yönlü bir ilişki içerisinde olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca aktif kârlılık oranı, büyüme fırsatı, işlem hacmi ile halka açıklık oranı değişkenlerinin kâr payı dağıtım oranı üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır.

Al-Najjar ve Kılınçarslan (2017) BİST’de işlem gören 264 şirketin 2003-2012 dönemine ait verilerini ele alarak 2003 yılı sonrası için çeşitli kurumsal ve yasal düzenlemelerin kâr payı politikası üzerindeki etkisini en küçük kareler (OLS) regresyon ve logit regresyon yöntemlerini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı ödeme oranı bağımlı değişken, aile mülkiyeti, yabancı mülkiyet, yurtiçi kurumsal varlıklar, devlet mülkiyeti, diğer mülkiyet, mülkiyet dağılımı, kurul büyüklüğü ve aile yöneticileri bağımlı değişken, kârlılık, şirket yaşı, şirket büyüklüğü, yatırım fırsatları ve borç düzeyi değişkenleri kontrol değişkeni, endüstri ise kukla değişken olarak kullanılmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; cari ve geçmiş yıl kârlarının kâr payı dağıtım oranını belirlemede esas alındığı, şirketlerin hedef kâr payı ödeme oranlarına sahip oldukları ve önceki dönemlerin aksine nakit kâr paylarını ayarladıkları tespit edilmiştir. Başka bir ifadeyle gelişmiş ülkelerdeki gibi olmasa da şirketlerin istikrarlı kâr payı politikası uyguladıkları sonucuna varmışlardır. Diğer yandan, şirketlerin mülkiyet yapılarında kontrolün ailelerde olmasına karşın yabancı ve yerli finansal yatırımcılar ile devlet gibi diğer büyük hissedarların olduğu yüksek oranda konsantre mülkiyet yapılarına sahip olduğunu ortaya koymuşlardır. Aile kontrolünde olan şirketlerin istikrarlı kâr payı politikası izledikleri, cari dönem kâr paylarında düzeltmeye gittikleri, aile mülkiyeti yoğun olmayan (yabancı mülkiyet, yurtiçi kurumsal varlıklar, devlet mülkiyeti, dağınık mülkiyet) şirketlerin ise hedef kâr payı ödeme oranlarını önemli ölçüde düşürdükleri ve kâr payı düzeltmesini kaldırdıkları sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca, kâr payı politikasına kârlılık, şirket yaşı ve şirket büyüklüğünün pozitif yönde, yatırım fırsatları ve borç düzeyinin ise negatif yönde etkilediğini tespit etmişlerdir.

Bostancı v.d. (2018) BİST’de işlem gören 106 şirketin 2009-2015 dönemine ait verileri ele alınarak kâr payı ödeme kararlarını etkileyen şirketlere özgü faktörleri dinamik panel regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı ödeme oranı bağımlı değişken, şirket büyüklüğü, kârlılık, likidite, şirket yaşı, borç düzeyi, pd/dd oranı, mülkiyet yapısı ve önceki dönem kâr payı ödemesi ise bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Analiz sonucunda; kâr payı ödeme oranı ile önceki dönem kâr payı ödemesi, kârlılık, pd/dd oranı, likidite ve şirket büyüklüğü arasında pozitif ilişki, şirket yaşı, mülkiyet yapısı ve borç düzeyi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca, nakit ve/veya hisse senedi olarak ödenen kâr paylarının bir önceki yılın kâr payı ödemesinden etkilendiği, şirketlerin hedef kâr payı ödeme oranına sahip olduğu, bu oranın yıllar içinde değişiklik göstermediği ve aynı şekilde davranıldığı sonucuna ulaşmışlardır.

Dinçergök ve Pirgaip (2018) BİST’de işlem gören imalat sektöründe faaliyet gösteren 165 şirketin 2005-2017 dönemine ait verilerini ele alarak şirketlerin nakit akışı belirsizliklerinin nakit kâr payı dağıtım tutarına ve olasılığına etkilerini ortaya çıkarmak amacıyla klasik panel veri ve panel logit veri modellerini kullanarak analize tabi tutmuşlardır. Analizde; nakit kâr payları tutarı ve nakit kâr payı dağıtım olasılığı bağımlı değişken, hisse senedi fiyatındaki oynaklık, serbest nakit akışı/toplam varlıklar, aktif büyüklük, finansal kaldıraç oranı, aktif kârlılık oranı, pd/dd oranı ve dağıtılmamış kârlar/toplam özsermaye oranı ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; şirketlerin kâr payı politikalarına nakit akışı beklentilerine göre şekillendirdiği; şirketlerin nakit akışı belirsizlikleriyle karşılaşmaları hâlinde nakitlerini kâr payı olarak dağıtmak yerine bünyelerinde tutmayı tercih ettikleri tespit edilmiştir. Diğer yandan, kâr payı dağıtımını serbest nakit akışı/toplam varlıklar, aktif büyüklük, aktif kârlılık oranı, pd/dd oranı ve dağıtılmamış kârlar/toplam özsermaye oranının pozitif yönde, finansal kaldıraç oranının ise negatif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır.

An-Najjar ve Kılınçarslan (2018) BİST’de işlem gören finans ve hizmet sektöründe faaliyet gösteren şirketler hariç halka açık 264 şirketin 2003-2012 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikalarına etki eden faktörleri logit, tobit ve en küçük kareler regresyon yöntemlerini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı ödemesi, kâr payı ödeme oranı ve kâr payı verimi bağımlı değişkenler, kârlılık, büyüme, faaliyet riski, borç politikası, serbest nakit akışı, likidite, maddi duran varlıklar/toplam aktifler, şirket yaşı, şirket büyüklüğü bağımsız değişkenler, endüstri ise kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Yapılan analize göre; kâr payı politikası ile kârlılık, şirket yaşı ve şirket büyüklüğü arasında pozitif yönlü, büyüme ve borç politikası arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca, kâr payı politikası ile faaliyet riski, serbest nakit akışı, likidite ve maddi duran varlıklar/toplam aktifler arasında anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilememiştir.

Karcıoğlu v.d. (2018) BİST’de işlem gören şirketlerin 2006-2010 dönemine ait verilerini ele alarak kâr payı politikalarına etki eden faktörleri tobit regresyon yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı ödeme oranı bağımlı değişken, kârlılık, şirket büyüklüğü, şirket yaşı, faaliyet riski, yatırım fırsatları, finansal kaldıraç oranı, satış büyümesi ve likidite değişkenleri ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Çalışmada elde edilen bulgulara göre; kâr payı ödeme oranı ile şirket büyüklüğü arasında pozitif, finansal kaldıraç oranı, yatırım fırsatları ve satış büyümesi arasında negatif ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.



Diğer yandan, kâr payı ödeme oranı ile kârlılık, likidite ve faaliyet riski arasında anlamlı bir ilişkinin varlığı saptanamamıştır.

Taşçı ve Korkmaz (2018) BİST 100 Endeksi'nde listelenen holdingler ve mali sektör kuruluşları hariç 43 şirketin 2004-2016 dönemine ait verilerini ele alarak 2008 yılı kriz öncesi ve sonrası kâr payı politikasını etkileyen faktörleri panel veri yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizin bağımlı değişkeni kâr payı ödeme oranı, bağımsız değişkenleri olarak şirket büyüklüğü, kârlılık, yatırım fırsatları, olgunluk, özkaynak kârlılık oranı ve likidite belirlenmiştir. Analiz kriz öncesi, kriz sonrası ve tüm dönemler olmak üzere üç dönem için gerçekleştirilmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; tüm dönemler için kâr payı dağıtım oranı ile kârlılık, yatırım fırsatları, olgunluk arasında pozitif yönlü, kriz öncesi dönem için bağımsız değişkenler ile anlamlı bir ilişki olmadığı, kriz sonrası dönemde ise yatırım fırsatları ve likidite ile pozitif ve anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Tekin ve Gör (2018) BİST 100 Endeksi'nde yer alan sportif faaliyetler ve finans sektörleri haricindeki 74 şirketin 2009-2016 dönemi verilerini ele alarak kâr payı politikalarına etki eden faktörleri panel veri yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Analizde; kâr payı dağıtım politikası bağımlı değişken, muhafazakâr muhasebe politikaları, halka açıklık oranı, kurumsal yatırımcı yüzdesi, şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı, kârlılık, sektör ve şirket yaşı bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Analiz sonucunda; kâr payı politikası ile muhafazakâr muhasebe politikaları, kurumsal yatırımcı yüzdesi ve şirket büyüklüğü arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olmasına rağmen diğer değişkenler arasında anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilememiştir.

Topaloğlu ve Korkmaz (2019) BİST 100 Endeksi'nde listelenen ve mali sektörde faaliyet gösteren şirketler hariç 33 şirketin 2010-2016 dönemine ait verilerini ele alarak şirketlerin kâr payı politikalarına etki eden mikro ve makro faktörleri panel veri yöntemini kullanılarak analiz etmişlerdir. Analizin bağımlı değişkeni nakit kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenleri varlık yapısı, likidite oranı, aktif kârlılık oranı, finansal kaldıraç oranı, büyüme fırsatı, şirket büyüklüğü, pd/dd, altın fiyatı, enflasyon oranı ve faiz oranı olarak belirlenmiştir. Analiz sonucuna göre; nakit kâr payı dağıtım oranı ile aktif kârlılık oranı, finansal kaldıraç oranı ve pd/dd oranı arasında anlamlı ve pozitif ilişki, varlık yapısı, büyüme fırsatı, şirket büyüklüğü ve enflasyon oranı arasında anlamlı ve negatif ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca, likidite oranı, altın fiyatı ve faiz oranı ile nakit kâr payı dağıtım oranı arasında ise anlamlı herhangi bir ilişki olmadığı sonucuna varmışlardır.

### 3. BÖLÜM

## 3. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN MİKRO VE MAKRO ETKENLER: BİST 100 FİRMALARI ÜZERİNE BİR UYGULAMA

### 3.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Finansal yöneticiler şirketlerin amaçları doğrultusunda yatırım ve finansman kararları alırlar. Yatırım kararları, bilançonun varlık yapısının büyüklüğü ile ilgili kararları kapsar. Finansman kararları, şirketlerin varlık yapısının oluşumuna neden olan kaynak bileşimi ile ilgili kararlarını ve kâr payı kararlarını kapsar. Özellikle kâr payı politikası kararları özkaynak yapısının belirlenmesinde aktif rol oynadığından şirketin finansal yapısı üzerinde etkisi vardır. Diğer yandan, kâr payı politikaları yöneticiler tarafından belirlendiği için şirket hakkındaki bilgileri içerir ve şirketin büyüme ve yatırım kararları üzerinde de etkisi vardır. Kâr payı ödemeleri nakit yapıldığı için şirket yöneticilerinin almak zorunda olduğu en önemli kararlardan birisidir. Bu nedenle, şirketler yeni ortaklar bulmak ve şirkete ait olan hisse senetlerine olan talebi artırmak için etkin bir kâr payı politikası oluşturmak zorundadırlar. Ayrıca, kâr payı dağıtımında meydana gelen artışlar, pazarda şirketlerin gelecek dönemlerde elde edeceği gelir ve nakit girişleri hakkında olumlu bir sinyal olarak algılanarak hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olur. Tam tersine, kâr payı ödemelerinin azaltılması ise olumsuz bir haber olarak algılanarak hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olur. Ayrıca şirketlerde temsilcilik maliyetini azaltmak için yöneticilerin kullanımında bulunan parasal fazlalığın ortaklara kâr payı olarak dağıtılması, söz konusu fonların kârlı olmayan alanlarda kullanım olasılığını da azaltır.

Kâr payı politikası ile elde edilen kârın hissedarlara hangi oranda dağıtılacağı, nakit olarak mı yoksa hisse senedi şeklinde mi dağılacağı ve nasıl uygulanacağı ile ilgili kararların alınmasını içerir. Birbiriyle ilişkili birden çok değişkenin dikkate alınmasını zorunlu hale getiren kâr dağıtım politikası, şirketler ve hissedarlar dışında, şirkete yatırım yapan kişi ve kurumları da yakından ilgilendirir. Bu nedenle, şirket yöneticilerinin optimum kâr payı politikası belirlemesi oldukça zor olmaktadır.

Lintner'in (1956) şirketlerin kâr payı politikalarını etkileyen faktörlerin tespitine yönelik çalışması bu konuda yapılan ilk çalışmadır. Bu çalışmanın ardından, kâr payı

politikası ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi açıklamaya yönelik bir dizi çalışma yapılarak teoriler ve yaklaşımlar ortaya konulmuştur.

Kâr payı dağıtım politikasının gerek büyüme potansiyeline katkısı gerekse, gelecekte özkaynak sağlama konusunda etkin bir role sahip olması, bir şirketin kâr payı dağıtım politikası oluşturmasında hangi faktörlerin etki ettiğini belirlemek ve bunların etkisini incelemek, iyi bir kâr payı politikası oluşturulmasına katkı sağlayacaktır. Bu amaçla, finans literatüründe hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarına etki eden faktörlerin tespitine yönelik olarak yapılan çalışmalar incelenmiştir. Literatürde kâr payı dağıtım politikalarına etki eden faktörlerin tespitine yönelik çalışmalarda genelde mikro faktörlerin inceleme konusu yapıldığı, ancak, makro faktörlere yönelik çalışmaların az olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle, bu çalışma ile Türkiye’de BİST 100 Endeksi içerisinde yer alan şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen mikro ve makro faktörlerin neler olduğu ve bu faktörlerin araştırma kapsamındaki şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarına hangi ölçüde etki ettiği panel veri analizi yöntemi ile test edilmektedir. Araştırma sonucunda elde edilecek bulgular ile literatürde bu alandaki boşluğun doldurulması ve ileride yapılacak çalışmalara yön vermesi amaçlanmaktadır.

### **3.2. Araştırmanın Veri Seti ve Yöntemi**

Araştırmada BİST 100 Endeksi’nde yer alan ve 2009-2018 yılları arasında kâr payı dağıtımını gerçekleştiren şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkileyen mikro ve makro faktörler tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu nedenle, literatür taraması yapılarak şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörlerin tespitine yönelik çalışmalar incelenmiş, BİST 100 Endeksi’nde yer alan şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarına etki edeceği düşünülen faktörler uygun hipotezler kurularak test edilmiştir.

Araştırmaya dahil edilmek üzere BİST 100 Endeksi’nde yer alan ve 2009-2018 yılları arasında kesintisiz olarak kâr payı dağıtımını gerçekleştiren 21 şirket olduğu belirlenmiştir. Endeks içinde olmasına rağmen sürekli kâr payı dağıtımını gerçekleştirilmeyen şirketler ile mali tablolarındaki farklılıklar nedeniyle finansal kurumlar araştırma kapsamı dışında tutulmuştur. Çalışma kapsamındaki şirketlere ilişkin veriler 2008 yılında ekonomik kriz yaşanması nedeniyle 2009 yılından itibaren başlatılmıştır. Çalışmada kullanılan ve panel veri setine dahil edilen mikro faktörler, şirketlerin 2009-2018 yılları arasındaki yıllık mali tablolarından yararlanılarak oluşturulmuştur. Söz konusu şirketlere ait veriler [kap.org.tr](http://kap.org.tr),

finnet2000.com/F2000Plus, halkyatirim.com.tr internet sitelerinden elde edilmiştir. Panel veri setine dahil edilen makro faktörler ise tcmb.gov.tr, tr.investing.com, tuik.gov.tr internet sitelerinden derlenerek hazırlanmıştır. İstatistiksel modelin test edilmesinde ise, stata 13 paket programından yararlanılmıştır.

Veri türlerinin farklı özelliklere sahip olmasına bağlı olarak literatürde farklı ekonomik analiz yöntemleri kullanılmaktadır. Ekonomik analizlerde genelde ya yatay kesit ya da zaman serisi verilerinin daha fazla kullanıldığı görülmektedir. Yatay kesit çalışmaları kesit boyutunu, zaman serisi çalışmaları ise zaman boyutunu dikkate alır. Diğer yandan, 2000’li yıllardan itibaren hem kesit boyutunu hem de zaman boyutunu dikkate alan panel veri analiz yöntemi daha fazla kullanılmaya başlanmıştır (Çetin ve Ecevit, 2010: 171).

Panel veri analizinin yapılmasındaki amaç, parametre tahmininde örneklem gözlemi sonucu elde edilen bilgiyi iyi bir şekilde kullanmaktır. Bu amaç doğrultusunda bireysel veya zaman farklılıklarını yansıtan modeller oluşturulabilir. Bu modellerle gözlemlenemeyen veya ölçülemeyen değişkenlerin birim veya zaman bağlı özellikler tahmin edilebilir. Gözlemlenemeyen veya ölçülemeyen açıklayıcı değişkenlere ait etkiler, gözlemlenemeyen etki ya da gözlemlenemeyen heterojenlik olarak isimlendirilir (Akman, 2012: 107).

Panel veri analizinin diğer bir özelliği ise nitel ve nicel değişkenlerin aynı modelde birlikte belirlenmesine yardımcı olmasıdır. Örneğin sabit etkili panel modelinde birim ve/veya zaman dönemleri arasında nitel değişkenlerin etki farklılığı kukla değişkenler yardımıyla ölçülebiliyorken, nicel değişkenlerin etki farklılığı açıklayıcı değişkenlere ait tepki katsayılarıyla ölçülür. Model tahmininde sadece zaman serilerini ya da yatay kesit serilerinin kullanılması birimlerin heterojenliğinin modele dahil edilmemesine sebep olur (Gökbulut, 2009: 144-145).

Panel verileri kullanmanın bir takım avantajları vardır. Panel veri kullanmanın yatay kesit veya zaman serisi analizlerine göre başlıca avantajları şunlardır: Panel veri analizi, kesitsel verilerden ve zaman serisi verilerinden daha fazla serbestlik derecesi ve daha fazla gözlem bulunması model parametrelerinin daha doğru tahmin edilmesine yardımcı olur. Kesit veya zaman serisi verilerinden farklı olarak birimler arası ilişkiyi daha iyi analiz ederek daha karmaşık davranış modellerinin kurulmasını ve test edilmesini sağlar. Ayrıca eksik veya gözlemlenmemiş birimlerin etkisini kontrol altına alarak farklı birimlere ait verileri toplaması ve homojenlik ile heterojenlik sorununun araştırılmasına yardımcı olduğundan dinamik

ilişkileri ortaya çıkarır. Panel verilerinde hem kesit boyutunun hem de zaman boyutunun bir arada kullanılması hesaplamayı ve istatistiksel çıkarımı kolaylaştırır (Hsiao, 2007: 2-6).

Parametrelerin birime, zamana veya her ikisine göre değişmesine bağlı olarak çeşitli modeller geliştirilmiştir. Analizlerde eğim katsayısı sabit veya sabit katsayısı değişken olan modeller yaygın olarak kullanılır. Sabit katsayısı değişken modeller, dışlanan değişkenlerin etkilerinin sabit terim veya hata terimiyle ifade edilmesine göre “Sabit Etkiler Modeli” ve “Rassal Etkiler Modeli” ismini alır. İki modelde de hata terimleri tüm her birimde ve her zamanda bağımsız, sıfır ortalama ve sabit varyanslı normal dağıldığı varsayılır (Çatalbaş ve Yarar, 2015: 106)

Aşağıda k değişkenli genel panel veri regresyon modeli verilmiştir. Eşitlikte bağımsız değişkenlerce gözlemlenemeyen, zamanla değişiklik göstermeyen, ancak, kesitlere göre değişen etkiler söz konusudur ve birimlere ait farklı özellikler hata terimi içerisinde yer alır (Özer ve Çiftçi, 2003-2004: 229-230):

$$Y_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

Burada Y bağımlı değişkeni, X bağımsız değişkeni,  $\beta$  eğim parametresini,  $\varepsilon$  hata terimini, i birimleri ve t zamanı ifade eder. Sabit etkiler modelinde her bir yatay kesit biriminin farklı bir sabit değer oluşturduğu varsayılır. Bu model  $\beta$  katsayıları değişmemekle birlikte sabit katsayılar sadece yatay kesit verilerinde, sadece zaman verilerinde veya her ikisinde değişiklik gösterir. Veri farklılaşması zamana göre değişiklik gösterirse tek yönlü sabit etkiler modeli, hem kesit verileri hem de zamana göre değişiklik gösterirse çift yönlü sabit etkiler modeli adı verilir.

Sabit etkili modellerde serbestlik etkisi veri kaybı meydana getirdiğinden bu sorunu gidermek için yatay kesit ya da yatay kesit ve zamana bağlı olarak meydana gelen değişiklik modele hata teriminin bir bileşeni olarak dahil edilirse oluşan modele de rassal etkiler modeli denir (Özer ve Çiftçi, 2008: 229-230; Gümüş v.d., 2017: 14).

### 3.3. Araştırma Değişkenleri ve Test Edilecek Hipotezler

Bir şirketlerin hissedarlara dağıttığı gelir, kâr payı olarak ifade edilir. Bir şirket gelirini hissedarlara dağıtmaya karar verdiğinde söz konusu gelirin pay sahiplerine dağıtılacak oranının ne olması gerektiği, dağıtımın nakit mi yoksa hisse senetlerini geri almak suretiyle hissedarlara geçip geçmediği ve dağılımın ne kadarının istikrarlı olması gerektiği ile ilgili bir

takım sorunlar ortaya çıkar. Bu nedenle, kâr payı ödemesi literatürde çok tartışmalı bir konudur ve halen açıklanmayı bekleyen bir bulmacadır.

Kâr payı dağıtım kararı, yatırım ve finansman kararları üzerindeki önemli etkisi nedeniyle temel bir finansman sorunudur. Bir şirket daha az bir kâr payı ödemesi veya ödememesi kararı verdiğinde, şirket daha fazla iç kaynağa sahip olacağından, dış kaynak ihtiyacı önemli derecede azalacaktır. Diğer yandan, bir şirket daha yüksek kâr payı ödemesi kararı alırsa bu durumda daha az iç kaynağa sahip olacak, böylece şirketin daha fazla borç ve dış kaynak ihtiyacı artacaktır. Kâr payı politikası bir şirketin sermaye yapısını etkilediğinden, aynı zamanda yatırım kararı ve özsermayesi üzerinde de etkili olacaktır.

Kâr payı politikasının önemi göz önünde bulundurulduğunda, şirketler açısından optimal bir kâr payı kararı çok önemlidir. Kâr payı politikasının, kâr payı olarak dağıtılacak en uygun kısmı, hissedarlara ödeme yapmak için kazanç elde etmesinin çelişen önceliği ya da beklenen kârlı projelere yapılan yatırımlar ve uygun kâr payı biçiminin seçimi gibi tartışmalı konulardır.

Araştırmacılar, bir firmanın kâr payı politikasını etkileyen faktörler hakkında birçok farklı teori öne sürmüşlerdir. Bazı teoriler vergileri, kurum masraflarını, asimetrik bilgileri (sinyalleme) ve davranışsal açıklamaları içerir. Bu arada, diğer araştırmacılar kâr payı davranışını açıklamak için önerilen farklı modeller geliştirmişler ve deneysel olarak test etmişlerdir. Bu konudaki araştırmaların bolluğuna rağmen, rapor edilen kanıtlar sonuçsuz kalmış, ayrıca, çalışmalar çoğunlukla gelişmiş ülkeler bağlamında gerçekleştirilmiştir.

Literatür incelemesi yapıldıktan sonra şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörler arasında en çok kullanılanlar tespit edilerek araştırma hipotezleri aşağıda sırasıyla verilmiştir.

### **Kârlılık:**

Şirketlerin en önemli amaçlarından birisi hiç şüphesiz kârlarını maksimum düzeye çıkarmaktır. Kârlılık, gerek faaliyetlerin sürdürülebilmesi için finansman ihtiyacının giderilmesinde, gerekse paydaşların refah seviyelerinin artırılmasında önemli bir unsurdur. Bu nedenle, yüksek kârlara sahip şirketlerin daha yüksek miktarlarda ve oranlarda kâr payı dağıtacağı beklenir. Çünkü bu tür şirketler daha istikrarlı gelir elde etmeleri dışında daha fazla serbest nakit akışına sahiptirler. Diğer yandan, kârları sürekli dalgalanma gösteren şirketlerin

gelecekte elde edebileceği kârların tahmini güçleşir. Bu nedenle, çoğu zaman finans yöneticisi gelecekte elde edilebilecek gelirlerin belirsizliği nedeniyle yüksek kâr payı ödemeleri gerçekleştirmek istemez.

Literatür incelendiğinde, kârlılık değişkenleri olarak aktif kârlılık oranı, özkaynak kârlılık oranı ve hisse başına kâr değişkenlerinin kullanıldığı belirlenmiştir. Bu çalışmada kârlılık değişkeni olarak, aktif kârlılık oranı ve hisse başına kâr değişkenleri olmak üzere iki değişken belirlenmiştir.

Aktif kârlılık oranı, şirket varlıklarının kârlılığın yaratılmasında ne derecede etkin kullanıldığını gösteren bir orandır. Aktif kârlılık oranı çalışma kapsamında kurulan modele dahil edilerek hipotez aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

**H<sub>1</sub>:** Kârlılık şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir.

Hisse başına kâr daha çok yatırımcılar tarafından dikkate alınan bir oran olmakla beraber, yatırımcıların ellerinde bulunan her bir hisselerin ne kadar kâr elde ettiğini ifade eder. Hisse başına kâr değişkeni çalışma kapsamında kurulan modele dahil edilerek hipotez aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

**H<sub>2</sub>:** Hisse başına kâr şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir.

### **Yatırım fırsatı:**

Yoğun rekabetin yaşandığı piyasalarda şirketler varlıklarını sürdürebilmek için yatırım fırsatlarını değerlendirmek zorundadırlar. Şirketler rekabet avantajını, ancak, net bugünkü değeri pozitif olan yatırımları gerçekleştirebildikleri ölçüde sağlarlar. Şirketlerin bu yatırımları gerçekleştirebilmesi ciddi anlamda finansman ihtiyacını ortaya çıkarır. Dolayısıyla, hem borçlanma maliyetinin yüksek olduğu hem de sermaye piyasalarına erişim olanağı olmayan şirketler, faaliyetlerinden elde ettikleri kârları dağıtmak istemezler. Bu durumda olan şirketler yüksek kâr payı ödemek yerine düşük kâr payı ödemeyi tercih ederler. Diğer yandan, yatırım fırsatları kısıtlı veya az olan şirketler, yatırımcıların beklentilerini karşılamak adına yüksek kâr payı ödemeyi benimserler.

Literatür incelendiğinde, yatırım fırsatı değişkeni olarak pd/dd değişkeninin daha fazla kullanıldığı tespit edilmiştir. Bu çalışmada, yatırım fırsatı olarak pd/dd değişkeni çalışma kapsamında kurulan modele dahil edilerek hipotez aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

**H<sub>3</sub>:** Yatırım fırsatı şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir.

**Büyüklik:**

Büyük şirketler daha yüksek likiditeye sahip olduklarından küçük şirketlere nazaran daha yüksek oranlı kâr payı politikası tercih ederler. Bu tür şirketlerin sermaye piyasalarına başvurma imkânlarının daha fazla olması sermaye maliyetlerini de düşürebilmektedir. Küçük şirketler daha düşük likiditeye sahip olmaları nedeniyle, finansal açıdan sıkıntı çekmeleri büyük şirketlere göre daha fazla olmaktadır. Diğer yandan, yatırımlar için finansman imkânlarının kısıtlı olması, bu tür şirketlerin daha fazla içsel fonlara eğilim göstermesine neden olmaktadır. Özellikle kâr payı ödemeleri nakit çıkışı gerektirdiğinden, likiditesi düşük olan küçük şirketler daha düşük oranlarda kâr payı politikası belirlemektedirler.

Literatür incelendiğinde, şirket büyüklüğü olarak toplam varlıkların doğal logaritması kullanıldığı belirlenmiştir. Bu çalışmada, toplam varlıkların doğal logaritması çalışma kapsamında kurulan modele dahil edilerek hipotez aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

**H<sub>4</sub>:** Büyüklük şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir.

**Likidite:**

Kâr elde eden bir şirketin kârlarını hemen yatırımcıya dağıtacağı anlamına gelmez. Çünkü kâr payı ödemeleri nakit çıkışı gerektirdiğinden büyük ölçüde likiditeye ihtiyaç duyulur. Dolayısıyla, kârlılık ile likidite aynı anlama gelmemektedir. Bu nedenle, kârlılığı yüksek olan bir şirketin likiditesi düşük veya kârlılığı düşük olan bir şirketin likiditesi yüksek olabilir. Likidite oranları, bir şirketin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesi ile çalışma sermayesinin belirlenmesinde önemli bir gösterge olarak kullanılır. Dolayısıyla, likiditesi yüksek olan şirketler likiditesi düşük olan şirketlere nazaran daha yüksek miktarlarda ve oranlarda kâr payı dağıtma olanağına sahiptirler. Likiditesi düşük olan şirketlerin, hem yeni yatırımları gerçekleştirme hem de kâr payı politikalarında istikrarlı bir artış yakalama şansları daha düşük olabilmektedir. Yatırımcıların bu tür şirketleri daha az tercih etmeleri, bu tür şirketlerin hisse senetlerinin piyasa değerinin daha düşük olmasına neden olmaktadır.

Literatür incelendiğinde, şirketlerin likiditesinin kâr payı politikası üzerindeki etkisinin araştırıldığı birçok çalışma tespit edilmiştir. Bu çalışmalarda likidite oranları olarak nakit oranı, cari oran ve asit-test oranlarının kullanıldığı belirlenmiştir. Bu çalışmada, likidite



oranı olarak asit-test oranı tercih edilmiş ve çalışma kapsamında kurulan modele dahil edilerek hipotez aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

**H<sub>5</sub>:** Likidite şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir.

#### **Borçluluk oranı:**

Yatırımlar için gerekli olan finansman ya özsermaye ile ya da borçla karşılanır. Şirketler borçlanma yolunu tercih ederlerse bu borcun bir vadesi vardır ve vade sonunda hem anapara hem de faiz ödemelerinin yapılması gerekir. Bu nedenle, şirketlerin vadesi gelen borçlarını ödeme zorunluluğu vardır. Borç sözleşmeleri, borcun ödenmemesine karşın bir takım yaptırımlar içerecek şekilde düzenlenir. Özellikle sermaye maliyetinin yüksek olduğu durumlarda şirketler borçlarını ödeyebilmek için faaliyetleri sonucunda elde ettikleri kârları dağıtmayarak borç ödemelerinde kullanırlar. Yüksek borç oranına sahip şirketler daha düşük oranlı kâr payı politikasını tercih ederler.

Literatür incelendiğinde, borçluluk oranı olarak finansal kaldıraç oranı değişkeninin kullanıldığı belirlenmiştir. Finansal kaldıraç oranı; varlıkların ne kadarının borçla finanse edildiğini gösterir. Bu çalışmada, finansal kaldıraç oranı çalışma kapsamında kurulan modele dahil edilerek hipotez aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

**H<sub>6</sub>:** Borçluluk oranı şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir.

#### **Halka açıklık oranı:**

Şirketlerin sahiplik yapısı, kâr payı politikasının belirlenmesinde önemli bir role sahiptir. Hissedarlar sahip olunan hisse oranında yönetime katılma, karar alma ve kararların uygulanma sürecinde aktif rol oynarlar. Ancak, hisseleri tabana yayılmış şirketlerde ellerinde hisse olanlar hak sahibi olmakla birlikte hiçbirinin sahip olduğu hisseler çoğunluğu oluşturamaması nedeniyle karar alma ya da yönetim faaliyetlerine doğrudan katılamazlar. Sermayesi tabana yayılmış şirketlerde özellikle çoğunluğu elinde bulunduran hissedarlar, küçük hissedarların refahını değil kendi refahlarını maksimuma çıkarma eğilimde olurlar. Bu durum sermayesi tabana yayılmış şirketlerde, yönetici ve çoğunluk hissedarlar ile küçük hissedarlar ve potansiyel yatırımcılar arasında bilgi asimetrisinin doğmasına neden olur. Çünkü yöneticiler ve çoğunluk hisselerine sahip hissedarlar, küçük hissedarlara göre şirket ile ilgili daha fazla bilgiye sahiptirler. Kâr payı politikası, bilgi asimetrisinin ortadan kaldırılmasında en önemli araçlardan birisidir.

Literatür incelendiğinde, şirketlerin sahiplik yapısının kâr payı politikası üzerindeki etkisinin araştırıldığı birçok çalışmada halka açıklık oranı değişkeninin kullanıldığı tespit edilmiş ve çalışma kapsamında kurulan modele dahil edilerek hipotez aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

**H<sub>7</sub>:** Halka açıklık oranı şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir.

#### **Şirket yaşı:**

Şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarını belirlerken şirket yaşı önemli bir faktördür. Yeni kurulan, gelişmekte olan veya olgunlaşmış bir şirketin kâr payı politikaları birbirinden farklılık gösterir. Özellikle yeni kurulmuş veya gelişmekte olan şirketler büyümek için daha fazla yatırıma ve bunun için daha fazla finansmana ihtiyaç duyarlar. Bu tür şirketlerin yabancı kaynak bulması zor olduğundan içsel fonlara daha fazla ihtiyaç duyarlar. Bu nedenle, bu tür şirketlerde daha düşük oranlı kâr payı politikası izlenir. Büyümesini gerçekleştirmiş olgun şirketler ise daha az yatırım fırsatlarına sahip olduklarından daha yüksek oranlı kâr payı politikası belirlerler. Bu nedenle, şirket yaşı değişkeni çalışma kapsamında kurulan modele dahil edilerek hipotez aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

**H<sub>8</sub>:** Şirket yaşı şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir.

#### **Maddi varlık yapısı:**

Maddi varlık yapısı şirketlerin toplam sabit varlıklarının toplam aktiflere bölünmesi ile ifade edilir. Şirketler, hem büyüme hedeflerini gerçekleştirmek hem de istikrarlı kâr elde edebilmek için duran varlıklara yatırım yapmak zorundadır. Ayrıca faaliyetlerin sürdürülebilmesi için de bu varlıklara yatırım yapmak gereklidir. Duran varlık yapısı uzun vadede faaliyetlerde kullanılmak amacıyla satın alınan varlıklardan oluşur ve bu varlıkların finansmanı ya iç fonlarla ya da borçlanma yoluyla sağlanır. Bu varlıklar özellikle yüksek kaldıraç oranlarına sahip şirketlerde alacak sahiplerinin teminat kısmını oluşturur. Aktif yapı içerisinde yer alan sabit varlıkların paraya çevrilebilme yetenekleri olması, şirketin likidasyon değerini artırarak iflas halinde düşük fiyatla değerlendirme olasılığını da azaltır. Maddi varlık yapısı değişkeni çalışma kapsamında kurulan modele dahil edilerek hipotez aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

**H<sub>9</sub>:** Maddi varlık yapısı kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir.

### **Ekonomik büyüme:**

Ekonomik büyüme yurt içinde üretilen nihai mal ve hizmetlerin miktarı ile fiyatlarının çarpımı olarak ifade edilir. Ekonominin genişlemeye başladığı dönemlerde şirketlerin üretim artışına bağlı olarak kârları artar. Bu nedenle şirketler, üretim artışını karşılamak için yeni yatırımlara yönelirler. Dolayısıyla, yatırım için daha fazla finansman kaynağına ihtiyaç duyarlar. Şirketler ihtiyaç duyduğu bu fonları daha az maliyetli olduğu için içsel kaynaklarla karşılama yoluna gittiklerinden düşük oranlı kâr payı politikası belirlerler. Tam tersi, ekonomik büyümenin yavaşladığı dönemlerde ise talep yetersizliği nedeniyle yatırım fırsatları azalacağından şirketler daha yüksek oranlı kâr payı politikası belirleyebilirler.

Literatür incelendiğinde ekonomik büyüme değişkeni olarak genel olarak GSYİH değişkeninin kullanıldığı tespit edilmiş olup çalışma kapsamında kurulan modele dahil edilerek hipotez aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

**H<sub>10</sub>:** Ekonomik büyüme şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir.

### **Enflasyon:**

Enflasyon fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen sürekli artış olarak tanımlanmaktadır. Üretilen mal ve hizmetlerin fiyatlarının artması şirket kârlılığını nominal olarak artırır. Ayrıca, reel sermaye getirisinin artmasına bağlı olarak hisse senetlerinin fiyatı da artış gösterecektir. Buna bağlı olarak şirketler daha yüksek oranlı kâr payı dağıtım politikası belirleyebilirler. Diğer yandan, enflasyon ortamlarında belirsizliğin artması şirketleri daha ihtiyatlı davranmaya itebilir. Enflasyonist ortamda talep artışına bağlı olarak üretim artışı söz konusu olsa da ekonomideki diğer faktörler bu artıştan olumsuz olarak etkilenebilir. Özellikle amortismanlara ayrılan payların finansman için yetersiz olması ve borç faiz oranlarında meydana gelen artışlar şirketlerin ihtiyaç duyduğu fonların maliyetini artırdığı için, şirketler kârlarını dağıtmak yerine finansman ihtiyacının karşılanmasında kullanma yolunu tercih edebilirler. Bu durumda şirketler daha düşük oranlarda kâr payı politikası izlemek zorunda kalırlar. Literatürde, enflasyon oranı olarak genelde Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) değişkeninin kullanıldığı belirlenerek bu tez çalışması kapsamında kurulan modele dahil edilmiş ve hipotez aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

**H<sub>11</sub>:** Enflasyon şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir.

Hipotezde, fiyat artışlarının şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarını etkilediği varsayımını ifade etmektedir.

### **Faiz**

Şirketler yatırımlarının finansmanında öncelikle içsel kaynakları kullanmayı tercih ederler. Ancak, şirketlerin yatırımları finanse edecek yeterli sermayesi yoksa ya da azsa, bu finansmanı dış kaynaklardan sağlama yoluna gideceklerdir. Ayrıca şirketler borcun kaldırıcı etkisinden yararlanmak amacıyla da borç para talep edebilirler. Diğer yandan, borcun vadesinde anapara ile birlikte faiz ödeme yükümlülüğünün şirketler açısından bir maliyeti vardır. Eğer faiz oranları yatırımdan beklenen getiri oranından büyük ise şirketler borç almaktan vazgeçerler. Dolayısıyla, faiz oranlarının yatırımlar üzerinde doğrudan, kârlılık üzerinde dolaylı olarak etkisi vardır. Şirketler eğer ekonomide faiz oranları düşük ise uygun şartlarda dış finansman elde edeceklerinden kâr payı oranını yüksek, faiz oranları yüksek olduğunda dış finansman maliyeti artacağından düşük belirlerler. Bu yüzden faiz oranları kâr payı politikası üzerinde etkili olmaktadır.

**H<sub>12</sub>:** Faiz şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir.

Faiz değişkeni çalışma kapsamında kurulan modele dahil edilerek hipotez yukarıdaki şekilde kurulmuştur.

### **Döviz kuru**

Döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalar şirketlerin kârlılığını doğrudan etkilemektedir. Eğer bir şirket dış kaynak finansmanını döviz cinsinden daha fazla gerçekleştiriyorsa kurlarda meydana gelebilecek artış borç ödeme maliyetlerini ve yükümlülüğünü artırıcı etki meydana getirecektir. Diğer yandan, şirketlerin üretimde kullandıkları ham maddeleri dışarıdan temin etmesi de benzer bir etki meydana getirecektir. Her iki durumda da maliyetlerin artmasına bağlı olarak şirketin kârlılığı azalacaktır. Eğer ekonomide kur riski artmaktaysa, şirketler belirsizliğin artmasına bağlı olarak düşük oranlı kâr payı politikası belirlemek zorunda kalmaktadırlar. Bu nedenle, döviz kuru değişkeni çalışma kapsamında kurulan modele dahil edilerek hipotez şu şekilde kurulmuştur.

**H<sub>13</sub>:** Döviz kuru şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir.

Hipotezlerin test edilmesinde kullanılan değişkenler ve hesaplama yöntemleri Çizelge 3.1’de gösterilmiştir.

Çizelge 3.1. Hipotezlerin Test Edilmesinde Kullanılan Değişkenler ve Hesaplama Yöntemleri

<b>Bağımlı Değişken</b>	<b>Hesaplama Yöntemi</b>
Kâr Payı Dağıtım Oranı	Ödenen kâr payı miktarı/Net kâr
<b>Bağımsız Değişkenler</b>	<b>Hesaplama Yöntemi</b>
Kârlılık	Net kâr/Toplam varlıklar
Hisse başına kâr	Net kâr/Hisse senedi sayısı
Yatırım Fırsatı	pd/dd oranı
Büyüklük	Toplam varlıkların doğal logaritması
Likidite	(Dönen varlıklar–Stoklar)/Kısa vadeli borçlar
Borçluluk Oranı	Toplam yabancı kaynaklar/Toplam varlıklar
Halka açıklık oranı	İşlem gören hisse senedi sayısı/Toplam hisse senedi sayısı
Şirket Yaşı	Şirket kuruluş yılı-1
Maddi Varlık Yapısı	Sabit varlıklar/Toplam varlıklar
Ekonomik Büyüme	GSYİH yıllık değişim %
Enflasyon	TÜFE yıllık %
Faiz	2 yıllık Tahvil Faiz dönem sonu oranı
Döviz Kuru	Dönem sonu dolar döviz kuru

### 3.4. Model ve Bulguların Yorumlanması

BİST 100 Endeksi’nde listelenen şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen mikro ve makro faktörlerin analizi için aşağıdaki iki regresyon modeli geliştirilmiştir. İlk regresyon denklemi (Model 1) bağımsız mikro değişkenlerin kâr payı dağıtım oranı üzerindeki etkisini ölçmeyi amaçlarken, ikinci regresyon denklemi (Model 2) bağımsız makro değişkenlerin kâr payı dağıtım oranı üzerindeki etkisini ölçmeyi amaçlamaktadır.

#### Model 1

$$KPDO_{it} = \beta_1 AKO_{it} + \beta_2 HBK_{it} + \beta_3 PDDD_{it} + \beta_4 VARLIK_{it} + \beta_5 LIKIT_{it} + \beta_6 FKO_{it} + \beta_7 HAO_{it} + \beta_8 YAS_{it} + \beta_9 MADDI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.2)$$

#### Model 2

$$KPDO_{it} = \beta_1 GSYIH_{it} + \beta_2 TUFE_{it} + \beta_3 FAIZ_{it} + \beta_4 DOVIZ_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.3)$$

Yukarıda iki modele ilişkin olarak denklemler verilmiştir. Model 1’in bağımlı değişkeni kâr payı dağıtım oranı (KPDO), bağımsız değişkenleri ise kârlılık (AKO), hisse başına kâr (HBK), yatırım fırsatı (PDDD), büyüklük (VARLIK), likidite (LIKIT), borçluluk oranı (FKO), halka açıklık oranı (HAO), Şirket yaşı (YAS) ve maddi varlık yapısı (MADDI) olarak belirlenmiştir. Model 2’nin bağımlı değişkeni kâr payı dağıtım oranı, bağımsız

değişkenleri olarak ekonomik büyüme (GSYİH), enflasyon (TUFÉ), faiz (FAİZ) ve döviz kuru (DOVİZ) belirlenmiştir.

Modellerdeki değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistik verileri Çizelge 3.2’de verilmiştir.

Çizelge 3. 2. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler (2009-2018 Dönemi)

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Std. Sapma	Min	Max
<b>KPDO</b>	210	84.77862	174.9907	1.19	1396
<b>AKO</b>	210	8.426333	7.696064	-6.8	71.95
<b>HBK</b>	210	1.760476	2.161656	.09	13.79
<b>PDDD</b>	210	2.510905	2.72707	.27	16.64
<b>VARLIK</b>	210	21.87888	1.917624	17.06103	26.73048
<b>LIKİT</b>	210	5.305905	31.55059	.42	402.99
<b>FKO</b>	210	47.90267	22.87339	1.77	86.38
<b>HAO</b>	210	33.03738	15.04527	12.32	71.52
<b>YAS</b>	210	46.02381	13.37084	14	83
<b>MADDİ</b>	210	49.46081	18.44121	3.78	97.91
<b>GSYİH</b>	210	14.24	5.470366	.4	20.2
<b>TUFÉ</b>	210	9.467	4.016699	6.16	20.3
<b>FAİZ</b>	210	10.436	3.395613	6.13	18.84
<b>DOVİZ</b>	210	2.667	1.155517	1.49	5.29

Çizelge 3.2’de çalışmanın değişkenlerine ait tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Bağımlı değişken olan kâr payı dağıtım oranı değişkeninin ortalamasının yaklaşık %85 olduğu görülmektedir. Bağımsız değişkenlere ilişkin olarak ortalaması en yüksek olan değişkenler sırasıyla maddi varlık yapısı (49.46), borçluluk oranı (47.90), şirket yaşı (46.02) ve halka açıklık oranı (33.03) değişkenleri, en düşük ortalamaya sahip olan değişkenin ise hisse başına kâr (1.76) olduğu görülmektedir.

Kâr payı dağıtım oranı ile mikro ve makro faktörler arasındaki ilişkiye yönelik korelasyon analizi aşağıda Çizelge 3.3’de verilmiştir.

Çizelge 3.3. Kâr Payı Dağıtım Oranı ile Mikro ve Makro Faktörler Arasındaki İlişkiye Yönelik Korelasyon Analizi (2009-2018 Dönemi)

	<b>KPDO</b>
<b>AKO</b>	0.1040
<b>HBK</b>	0.6472
<b>PDDD</b>	0.2175
<b>VARLIK</b>	-0.2623
<b>LIKIT</b>	0.0019
<b>FKO</b>	-0,1608
<b>HAO</b>	-0.0609
<b>YAS</b>	0.1818
<b>MADDI</b>	-0.1932
<b>GSYIH</b>	0.0557
<b>TUFE</b>	0.0572
<b>FAIZ</b>	0.0626
<b>DOVIZ</b>	0.1159

Çizelge 3.3’de kâr payı dağıtım oranı ile mikro ve makro faktörler arasındaki ilişkiye yönelik korelasyon analizine yer verilmiştir. Korelasyon analizine göre; kâr payı ödemeleri ile şirket yaşı, kârlılık, yatırım fırsatları, hisse başına kâr, enflasyon, ekonomik büyüme, faiz, döviz kuru değişkenleri arasında pozitif, maddi varlık yapısı, borçluluk oranı, büyüklük, halka açıklık oranı değişkenleri arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Diğer yandan, kâr payı ödeme oranı ile likit değişkeni arasında önemli bir korelasyon yoktur.

Panel veri analizi kullanmanın hem yatay kesit hem de zaman serilerine göre avantajları olmasına karşın analizin zaman serisi verilerini içermesi bazı sorunlar yaratır. Bu sorunlardan en önemlisi panel veri setinin durağan olup olmamasıdır. Bir zaman serisinin durağan olabilmesi için ortalamasının, varyansının ve oto-kovaryansının zamandan bağımsız olarak sabit kalması gerekir. Bu koşulu sağlamayan zaman serilerine durağan olmayan zaman serileri denir ve bu seriler birim kök içerir. Analizde kullanılacak verilerin durağan olmaması rastlantısal eğilim etkisi oluşmasına neden olarak sahte regresyon sorununu ortaya çıkarır. Sahte regresyonda değişkenlere ilişkin anlamlı değerlere ulaşılsa bile ilişki sahte olduğundan bu durumda model parametrelerini yorumlamak anlamsızlaşır. Bu nedenle, modelin tahmininde önce serinin durağan olup olmadığı yani paneli oluşturan yatay kesit birimlerinin birbirinden bağımsız olup olmadığı tespit edilmelidir. Eğer veriler durağan değilse öncelikli olarak bu verilerin durağan hale getirilmesi gerekir(Yeşildağ, 2016: 61; Demirci, 2017: 388).

Panel birim kök testleri birinci ve ikinci nesil testler olarak ikiye ayrılır. Birinci nesil testler paneli oluşturan yatay kesit birimlerinin homojenliğine veya heterojenliğine bağlı olarak kendi içerisinde ikiye ayrılır. Levin, Lin ve Chu (2002), Breitung (2005) ve Hadri (2000) verilerin homojen olduğu savunurken, Im, Pesaran ve Shin (2003), Maddala ve Wu (1999), Choi (2001) ise verilerin heterojen olduğu savunur. Birinci nesil birim kök testleri panel yatay kesit birimlerinin bağımsız olduğunu ve bu kesitlerden birisine gelecek etkinin tüm yatay kesitleri etkilediği varsayılır. Bu yaklaşımı mantıklı bulmayan ve paneli oluşturan yatay kesit birimlerinden birisine gelecek etkinin diğer birimlere farklı etkilemesi gerektiğini savunan Taylor ve Sarno (1998), Breuer v.d. (2002), Phillips ve Sul (2003), Bai ve Ng (2004), Moon ve Perron(2004) ve Pesaran (2007) tarafından ikinci nesil birim kök testleri geliştirilmiştir. Bu nedenle, ikinci nesil birim kök testleri yatay kesit birimleri arasındaki bağımlılığı dikkate alır (Göçer v.d., 2012: 457; Tülümce ve Zeren, 2013: 295).

Analizde değişkenlerin durağan olup olmadığının tespiti için PP Fisher birim kök testi uygulanmış olup kurulan hipotezler aşağıda verilmiştir.

**H<sub>0</sub>**: Seride birim kök vardır ( $H_0: \rho=1$ ).

**H<sub>1</sub>**: Seride birim kök yoktur ( $H_1: \rho<1$ ).

Çizelge 3.4. Panel Birim Kök Test Sonuçları

Değişken	PP Fisher Test	
	İstatistik	p
<b>KPDO</b>	533,33	0,000
<b>AKO</b>	643,22	0,000
<b>HBK</b>	433,65	0,000
<b>TOBIN</b>	890,42	0,000
<b>VARLIK</b>	764,43	0,000
<b>LIKIT</b>	864,55	0,000
<b>KALDIRAC</b>	1256,75	0,000
<b>HAO</b>	902,25	0,000
<b>YAS</b>	1034,90	0,000
<b>MADDI</b>	854,49	0,000
<b>GSYIH*</b>	644,56	0,000
<b>TUFE*</b>	550,86	0,000
<b>FAIZ*</b>	854,23	0,000
<b>DOVIZ*</b>	752,86	0,000

Not: \* simgesi duragan olmayan serilerin düzey I(1) fark işlemi uygulanarak serinin duragan hale getirildiğini gösterir.



Yapılan birim kök testi sonucunda p (olasılık) değeri 0'a yakın çıkması serilerin durağan 1'e yakın çıkması birim kök içerdiği anlamına gelir. PP Fisher testinde enflasyon, ekonomik büyüme, faiz ve döviz kuru makro değişkenlerinin birinci dereceden farkları alınarak durağan hale getirilmiştir. Çizelge 3.4'de görüldüğü üzere birim kök testi sonucuna göre değişkenlerde birim kök olmadığı yani durağan olduğu sonucuna varıldığından birim kök olduğunu iddia eden boş hipotez ( $H_0$ ) kabul edilmemiştir.

Panel veri analizlerinde rassal etkiler yönteminin mi yoksa sabit etkiler yönteminin mi kullanılacağına karar verilebilmesi için Hausman Testi yapılmalıdır. Sabit etkiler modelinde eğim katsayıları zaman ve yatay kesit birimlerinde aynı sabit katsayının yatay kesit birimlerine göre farklılık göstermesi beklenir. Rassal etkiler modelinde yatay kesit birimlerdeki etki sabit olmadığı için sabit parametre içerisinde değil, rassal olması nedeniyle hata payı içerisinde yer alır. Başka bir ifadeyle rassal etkiler modellerinde yatay kesite ilişkin etkilerin rassal dağılım sonucu meydana geldiği ileri sürülür. Hausman testinde rassal etkiler modeli ile tespit edilen katsayılar sabit etkiler modeli ile tespit edilen katsayılar ile karşılaştırılır. Yapılan test sonucunda p (olasılık) değerinin 0.05 den büyük çıkması katsayılar arasında anlamlı bir ilişki olmadığını gösterdiğinden analizlerde rassal etkiler modeli, p (olasılık) değerinin 0.05 den küçük çıkması katsayılar arasında anlamlı bir ilişki olduğunu gösterdiğinden analizlerde sabit etkiler modeli seçilir (Uludağ ve Gökmen, 2011; 79; Ocak, 2013; 114; Keskin ve Gökalp, 2016: 21).

Analizde Hausman testine ilişkin hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuştur.

$H_0$ : Rassal etkiler yoktur.

$H_1$ : Rassal etkiler vardır.

Çizelge 3. 5. Hausman Test Sonuçları

Model	Chi <sup>2</sup> testi	P
Model 1	74,78	0.000
Model 2	56,97	0,000

Literatürde genel olarak rassal etkiler modelleri ile sabit etkiler modellerinin birbirine benzer sonuçlar verdiği görülmektedir. Çizelge 3.5'de görüldüğü üzere Hausman testi analiz sonuçlarına bakıldığında p (olasılık) değerinin 0.05'de küçük çıkmasından dolayı analizde sabit etkiler modelinin seçilmesi uygun görülmüştür. Modellerde kullanılan verilerde rassal etkiler vardır şeklinde kurulan hipotez olan ve açıklayıcı değişkenler ile  $\epsilon$  arasında korelasyon

olmadığını iddia eden boş hipotez ( $H_0$ ) kabul edilmemiştir. Boş hipotezin reddedilmesi nedeniyle analizlerde sabit etkiler modelinden yararlanılacaktır.

Regresyon analizlerinin diğer varsayımından birisi de aynı hatalara ilişkin olarak korelasyon ilişkisinin var olup olmadığıdır. Hata terimleri birbiriyle ilişkili ise kullanılan modelde otokorelasyon ilişkisi olduğu anlamına gelir. Bu durumda birbirini takip eden hata terimleri ( $\epsilon_t$ ) arasındaki korelasyonun sıfıra eşit olduğu varsayımı ihlal edilmiş olur. Eğer ( $\epsilon_t$ ) ile ( $\epsilon_{t-1}$ ) arasındaki ilişkide otokorelasyon bulunmuyorsa beklenen değerlerin ve kovaryansların sıfıra eşit olduğu anlamına gelir. Modelde otokorelasyon mevcutsa parametrelerin en küçük kareler tahmincileri tutarlı ve sapmasız olacak, ancak, parametreler etkinlik fonksiyonlarını kaybedeceklerdir. Başka bir ifadeyle hata teriminin varyans tahmincilerinin sapmalı olması parametre tahmincilerinin sapmalı olmasına neden olacaktır (Yıldırta, 2011: 192).

Panel veri analizinde modele ait oto-korelasyon varlığı sadece Durbin-Watson veya Breusch-Godfrey testi kullanılarak test edilmez. Bu nedenle, çalışmada modele ait oto-korelasyon varlığını test etmek için Bhargava, Franzini ve Narendranathan'a ait Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi (LBI) ile Durbin Watson testi kullanılmıştır. Bhargava, Franzini ve Narendranathan'a ait Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi (LBI) ile Durbin Watson testi sonuçlarının ikiden küçük çıkması modelde oto-korelasyon olduğu anlamına gelir.

Analizde değişkenlere ilişkin oto-korelasyon varlığını test etmek için hipotezler şu şekilde kurulmuştur.

$H_0$ : Birinci dereceden otokorelasyon yoktur.

$H_1$ : Birinci dereceden otokorelasyon vardır.

Çizelge 3. 6. Oto-Korelasyon Test Sonuçları

Model	Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi (LBI)	Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi
Model 1	1,88	2,03
Model 2	1,98	2,06

Çizelge 3.6’da görüldüğü üzere hem Model 1 hem de Model 2’nin değerlerinin ikiden küçük çıkması, modellerde oto-korelasyon olduğu anlamına gelir. Analiz sonuçlarına göre geliştirilen modellerde otokorelasyon olduğu için boş hipotez ( $H_0$ ) red edilmiştir.

Panel veri analizlerinde bir diğer varsayım, hata terimlerinin birimlere göre bağımsız olmasıdır. Analizlerde yatay kesit birimler boyunca hataların eşanlı korelasyona sahip olduğu görülebilmektedir. Bu durum heteroskedastide ve otokorelasyon meydana getirerek korelasyon matrisinin birim matris olmasını önler. Bu nedenle, temel hipotez olan birimler arası korelasyon olup olmadığının test edilmesi gerekir (Tatoğlu, 2013: 103). Pesaran (2004) N’nin büyük olduğu ve T’nin küçük olduğu durumlarda birimler arası korelasyonu varlığını test etmek için Breusch-Pagan testine alternatif olarak önerir. Bu nedenle, araştırmada birimler arasında korelasyon varlığını test etmek amacıyla Pesaran CD Testi kullanılmıştır.

Analizde değişkenlere ait çoklu yatay kesit bağımlılığı testi için aşağıdaki hipotezler kurulmuştur.

$H_0$ : Yatay kesit bağımlılığı yoktur.

$H_1$ : Yatay kesit bağımlılığı vardır

Çizelge 3. 7. Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları

Model	Pesaran CD Testi	
	Değer	p
Model 1	22.534	0,0000
Model 2	18.644	0,0000

Çizelge 3.7’de görüldüğü üzere modellerin p değeri 0.05’ten küçük çıktığından modellerde yatay kesit birimleri arasında korelasyon olduğu tespit edildiğinden  $H_0$  hipotezi reddedilmiştir.

Regresyon analizlerinde hata terimiyle ilgili diğer varsayımlarından birisi de sabit varyans regresyonudur. Sabit varyans varsayımının geçerli olmaması halinde bu durum değişen varyans olarak ifade edilir. Değişen varyans durumunda modelde a arttıkça bi’nin varyansı artıyorsa bi’nin aynı varyansı bulunmadığı anlamına gelir. Modelde değişen varyans olması parametre tahmincisinden itibaren modelin tamamını etkiler. Sabit varyans varsayımı geçerli olmazsa, parametre tahmincisinden itibaren modelle ilgili tüm konularda etki olabilmektedir. Bu durum en küçük kareler tahmincilerinin yansız, kovaryans ve varyans tahmincilerinin etkin olmaması nedeniyle hipotez testinin geçerliliğini kaybetmesine sebep

olabilmektedir. Diğer yandan, belirli anlamlılık düzeyinde tahmin aralığı genişleyebilmektedir (Albayrak, 2008: 112; Kutlar ve Babacan, 2012: 29; Güriş v.d., 2013: 154).

Sabit etkiler modelinde, birimlere göre değişen varyans sorunu olup olmadığının belirlenmesi amacıyla modelde çoklu varyans sorununu test etmek için Değiştirilmiş Wald testi kullanılmıştır. Panel veri analizlerinde hata terimlerinin normal dağılım gösterdiği varsayımları altında standart Wald, LR, LM testleri kullanılır. Diğer yandan, hata terimlerinin normal dağılım göstermediği durumlarda Değiştirilmiş Wald Testi kullanılır (Tatoğlu, 2013: 81).

Değişkenlere ilişkin olarak çoklu varyans test hipotezleri aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

**H<sub>0</sub>:** Değişen Varyans yoktur.

**H<sub>1</sub>:** Değişen Varyans vardır.

Çizelge 3. 8. Çoklu Varyans Test Sonuçları

Model	Değiştirilmiş Wald Testi	
	Chi <sup>2</sup>	P
Model 1	7651.21	0,001
Model 2	8432.21	0,001

Çizelge 3.8’de görüldüğü üzere Değiştirilmiş Wald Testi sonuçlarına göre geliştirilmiş modeller için p (olasılık) değeri 0.05’ten küçük çıktığı için **H<sub>0</sub>** hipotezi reddedilmiştir. Başka bir ifade ile varyans birimlere göre değiştiğinden heteroskedasite meydana gelmekte, geliştirilen modellerde değişen varyans problemi ortaya çıkmaktadır.

Geliştirilen regresyon modelinde birimler arası korelasyon, oto-korelasyon ve heteroskedasite bulunmaktadır. Dolayısıyla, birim matris ile hata terim varyansının birbirine eşit olmaması modelin etkinliğini etkileyerek modelde tutarsızlığına sebep olmaktadır. Geliştirilen modelde birimler arası korelasyon, oto-korelasyon ve heteroskedasite sorunlarından en az bir tanesinin bulunması, sonuçların uygun yöntemler ile tahmin edilmesi ya da parametre tahminlerine dokunmadan standart hataların düzeltilmesi gerekir (Tatoğlu, 2013: 193). Bir diğer ifadeyle, panel veri setinin taşıdığı varsayımlar olan heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyonun varlığı halinde dirençli tahminciler ve yöntemlerinden yararlanılır. Dirençli tahmincilerde Huber Eicker ve White tahmincisi,

Arellano Froot ve Rogers tahmincisi, Wooldridge tahmincisi, Newey-West tahmincisi, Anselin'in en çok olabilirlik tahmincisi, Parks-kmenta tahmincisi, Beck-kactz tahmincisi, Driscoll ve Kraay tahmincisi gibi tahminci yöntemleri kullanılmaktadır (Tülümce ve Zeren, 2013: 829). Araştırmada birimler arası korelasyon, otokorelasyon ve değişen varyans varlığı olması,  $T < N$  durumunda da uygulanabilmesi nedeniyle Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilmiş robust tahminci yardımıyla standart hatalar düzeltilmiştir. Beck-Katz (1995) robust tahminci yardımıyla geliştirilen modellerdeki oto-korelasyon, birimler arası korelasyon ve değişen varyans sorunları ortadan kaldırılmıştır.

Çizelge 3. 9. Robust (Dirençli) Tahminci Sonuçları (Model 1)

<b>Bağımlı Değişken</b>	: KPDO			
<b>Yıllar</b>	: 2009-2018			
<b>Yıl Sayısı</b>	: 10			
<b>Şirket Gözlem Sayısı</b>	: 21			
<b>Toplam Gözlem Sayısı</b>	: 210			
<b>Değişkenler</b>	<b>Etkinlik</b>	<b>Std. Hata</b>	<b>t-istatistiği</b>	<b>P Değeri</b>
<b>AKO</b>	-3.21181	1.4987	-2.14	0.032
<b>HBK</b>	28.8049	12.472	2.31	0.021
<b>PDDD</b>	23.7150	6.2178	3.81	0.000
<b>VARLIK</b>	-20.821	10.437	-1.99	0.046
<b>LIKIT</b>	.0028671	.09086	0.03	0.975
<b>FKO</b>	-2.3392	1.5588	-1.50	0.033
<b>HAO</b>	-2.817	1.3004	-2.17	0.030
<b>YAS</b>	5.72615	1.8657	3.07	0.002
<b>MADDI</b>	-2.9262	2.036	-1.44	0.151
<b>Wald Chi<sup>2</sup></b>	34.56			
<b>P İstatistiği</b>	0.0001			
<b>R<sup>2</sup></b>	0.5245			

Çizelge 3.9'da kâr payı dağıtım oranını etkileyen mikro değişkenlere ilişkin oluşturulan Model 1'in Robust tahmincisi ile yapılan analiz sonuçları gösterilmiştir. Geliştirilen modelde BİST 100 Endeksi'nde yer alan 21 şirketin 2009-2018 yıllarına ait verileri kullanılmıştır. Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilen Robust tahmincisi testi ile modele ait otokorelasyon, yatay kesit birim korelasyonu ve değişen varyans sorunu ortadan kaldırılmıştır. Çizelge 3.9'da %5 anlamlılık düzeyinde p değeri istatistiksel olarak anlamlıdır. Analiz kapsamında incelenen bağımsız değişkenlerin, kâr payı dağıtım oranında meydana gelen değişimin ( $R^2$ ) %52.45'ini açıklamaktadır.

Çizelge 3.9'da görüldüğü üzere kâr payı dağıtım oranını en fazla etkileyen mikro faktör hisse başına kâr değişkenidir. Hisse başına kâr katsayısındaki 1 birimlik değişim, kâr payı dağıtım oranında 28.80'lik bir değişime neden olmaktadır. Diğer yandan, yatırım fırsatı

katsayısındaki 1 birimlik değişimin kâr payı dağıtım oranını 23.71'lik, büyüklük katsayısındaki 1 birimlik değişimin 20.82; şirket yaşı, borçluluk oranı, halka açıklık oranı ve kârlılık değişkenlerinin katsayılarındaki 1 birimlik değişimin ise kâr payı dağıtım oranında sırasıyla 5.72, -2.33, -2.81 ve -3.21'lik değişime neden olmaktadır.

Kârlılık, şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırma modelinin test sonuçları %5 anlamlılık düzeyinde ( $p= 0.032$ ) istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Araştırma verilerine göre şirketlerin kârlılığı kâr payı dağıtım politikasına negatif yönlü (-3.21181) etki etmektedir. Kârlılığın negatif olması, kâr payı dağıtım politikası ile ters yönlü bir ilişki olduğunu gösterir. Şirketlerin kârlılığındaki 1 birimlik değişim kâr payı dağıtım politikasında yaklaşık olarak 3.21'lik bir azalışa neden olmaktadır. Şirketlerin varlık getirisi arttıkça kâr payı dağıtım politikası azalmaktadır. Kârlılık şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir şeklinde kurulan  $H_1$  hipotezi kabul edilmiştir.

Hisse başına kâr, şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırma modelinin test sonuçları %5 anlamlılık düzeyinde ( $p= 0.021$ ) istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Araştırma verilerine göre şirketlerin hisse başına kârı kâr payı dağıtım politikasına pozitif yönlü (28.8049) etki etmektedir. Hisse başına kârın pozitif olması kâr payı dağıtım politikası ile doğru yönlü bir ilişki olduğunu gösterir. Hisse başına kâr oranında 1 birimlik değişim kâr payı dağıtım politikasında yaklaşık olarak 28.8'lik bir artışa neden olmaktadır. Hisse başına kâr şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir şeklinde kurulan  $H_2$  hipotezi kabul edilmiştir.

Yatırım fırsatları şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırma modelinin test sonuçları %5 anlamlılık düzeyinde ( $p= 0.000$ ) istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Araştırma verilerine göre şirketlerin yatırım fırsatları kâr payı dağıtım politikasına pozitif yönlü (23.7150) etki etmektedir. Yatırım fırsatında meydana gelen 1 birimlik değişim kâr payı dağıtım politikasında yaklaşık olarak 23.72'lik bir artışa neden olmaktadır. Yatırım fırsatları şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir şeklinde kurulan  $H_3$  hipotezi kabul edilmiştir.

Şirket büyüklüğü şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırma modelinin test sonuçları %5 anlamlılık düzeyinde ( $p= 0.046$ ) istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Araştırma verilerine göre şirket büyüklüğü kâr payı

dağıtım politikasını negatif yönlü (-20.821) etki etmektedir. Şirket büyüklüğündeki 1 birimlik değişim kâr payı dağıtım politikasında yaklaşık olarak 20.82'lik bir azalışa neden olmaktadır. Büyüklük şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir şeklinde kurulan **H<sub>4</sub>** hipotezi kabul edilmiştir.

Borçluluk oranı şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırma modelinin test sonuçları %5 anlamlılık düzeyinde ( $p= 0.033$ ) istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Araştırma verilerine göre borçluluk oranı kâr payı dağıtım politikasını negatif yönlü (-2.3392) etki etmektedir. Borçluluk oranındaki 1 birimlik değişim kâr payı dağıtım politikasında yaklaşık olarak 2.34'lük bir azalışa neden olmaktadır. Borçluluk oranı şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir şeklinde kurulan **H<sub>6</sub>** hipotezi kabul edilmiştir.

Halka açıklık oranı şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırma modelinin test sonuçları %5 anlamlılık düzeyinde ( $p= 0.030$ ) istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Araştırma verilerine göre halka açıklık oranı kâr payı dağıtım politikasını negatif yönlü (-2.817) etki etmektedir. Halka açıklık oranındaki 1 birimlik değişim kâr payı dağıtım politikasında yaklaşık olarak 2.82'lik bir azalışa neden olmaktadır. Halka açıklık oranı şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir şeklinde kurulan **H<sub>7</sub>** hipotezi kabul edilmiştir.

Şirket yaşı şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırma modelinin test sonuçları %5 anlamlılık düzeyinde ( $p= 0.002$ ) istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Araştırma verilerine göre halka açıklık oranı kâr payı dağıtım politikasını pozitif yönlü (5.72615) etki etmektedir. Şirket yaşında 1 birimlik değişim kâr payı dağıtım politikasında yaklaşık olarak 5.73'lük bir artışa neden olmaktadır. Şirketin yaşı şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir şeklinde kurulan **H<sub>8</sub>** hipotezi kabul edilmiştir.

Diğer yandan, Model 1'de bulunan likidite ve maddi varlık yapısı değişkenleri ile şirketlerin kâr payı dağıtım politikası arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiye rastlanmadığından **H<sub>5</sub>** ve **H<sub>9</sub>** hipotezleri red edilmiştir.

Çizelge 3. 10. Robust (Dirençli) Tahminci Sonuçları (Model 2)

<b>Bağımlı Değişken</b> : KPDO				
<b>Yıllar</b> : 2009-2018				
<b>Yıl Sayısı</b> : 10				
<b>Şirket Gözlem Sayısı</b> : 21				
<b>Toplam Gözlem Sayısı</b> : 210				
<b>Değişkenler</b>	<b>Etkinlik</b>	<b>Std. Hata</b>	<b>t-istatistiği</b>	<b>P Değeri</b>
<b>GSYİH</b>	.46074	1.5438	0.30	0.765
<b>TUFE</b>	-12.985	6.5064	-2.00	0.046
<b>FAIZ</b>	4.991996	5.30758	0.94	0.347
<b>DOVIZ</b>	50.214	22.907	2.19	0.028
<b>Wald Chi<sup>2</sup></b>	15.73			
<b>P İstatistiği</b>	0.0203			
<b>R<sup>2</sup></b>	0.0527			

Çizelge 3.10'da kâr payı dağıtım oranını etkileyen makro değişkenlere ilişkin oluşturulan Model 2'nin Robust tahmincisi ile yapılan analiz sonuçları gösterilmiştir. Geliştirilen modelde BİST 100 Endeksi'nde yer alan 21 şirketin 2009-2018 yıllarına ait verileri kullanılmıştır. Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilen Robust tahmincisi testi ile modele ait otokorelasyon, yatay kesit birim korelasyonu ve değişen varyans sorunu ortadan kaldırılmıştır. Çizelge 3.10'da görüldüğü üzere %5 anlamlılık düzeyinde p değeri istatistiksel olarak anlamlıdır ve model yeterli açıklama gücüne sahiptir. Analiz kapsamında incelenen makro bağımsız değişkenler, kâr payı dağıtım oranında meydana gelen değişimin ( $R^2$ ) %5.27'sini açıklamaktadır.

Çizelge 3.10'da kâr payı dağıtım oranı üzerinde etkili olan makro ekonomik değişkenlerin döviz kuru ve enflasyon değişkenleri olduğu, döviz kuru katsayısındaki 1 birimlik değişimin kâr payı dağıtım oranında 50.21'lik, enflasyon katsayısındaki 1 birimlik bir değişimin ise kâr payı dağıtım oranında -12.98'lik değişime neden olmaktadır.

Enflasyon şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırma modelinin test sonuçları %5 anlamlılık düzeyinde ( $p= 0.046$ ) istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Araştırma verilerine göre enflasyon oranı kâr payı dağıtım politikasını negatif yönlü (-12.985) etki etmektedir. Enflasyon oranında 1 birimlik değişim kâr payı dağıtım politikasında yaklaşık olarak 12.99'lük bir azalışa neden olmaktadır. Enflasyon oranı şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir şeklinde kurulan  $H_{11}$  hipotezi kabul edilmiştir.

Döviz kuru şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırma modelinin test sonuçları %5 anlamlılık düzeyinde ( $p= 0.028$ ) istatistiksel



olarak anlamlı çıkmıştır. Araştırma verilerine göre döviz kuru kâr payı dağıtım politikasına pozitif yönlü (50.214) etki etmektedir. Dövizde 1 birimlik değişim kâr payı dağıtım politikasında yaklaşık olarak 50.21'lik bir artışa neden olmaktadır. Döviz kuru şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir şeklinde kurulan  $H_{13}$  hipotezi kabul edilmiştir.

Model 2'de bulunan ekonomik büyüme ve faiz değişkenleri ile şirketlerin kâr payı dağıtım politikası arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiye rastlanmadığından  $H_{10}$  ve  $H_{12}$  hipotezleri red edilmiştir.



## 4. SONUÇ

Finansal açıdan değerlendirildiğinde yöneticilerin yatırım ve finansman kararlarından sonra aldıkları en önemli karar kâr payı politikasının nasıl uygulanması gerektiği ile ilgili kararlardır. Kâr payı politikası kararları elde edilen kârın ne kadarının şirket içerisinde bırakılacağı ne kadarının hissedarlara dağıtılacağı ile ilgili kararları içermektedir. Şirket içerisinde alıkonulan kârların yatırımların finansmanında kullanılması ve dağıtılan kârların hissedarların gelirlerinde artışa neden olabilmesi, kâr payı politikası kararlarının ne kadar önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Bu nedenle, kâr payı politikası kararları hem şirket değerini hem de hissedarların servetini doğrudan etkilediğinden bu kararların çok dikkatli bir şekilde alınması gerekmektedir. Hiç şüphesiz şirket için uygun bir kâr payı politikası kararının verilebilmesi, ancak, bu kararları etkileyen faktörlerin tespiti ile daha doğru bir sonuç yaratabilecektir.

Kâr payı politikasını etkileyen faktörlerin tespitine yönelik ilk çalışma Lintner (1956) tarafından yapılmıştır. Lintner sermaye yatırımının sürdürülebilmesi için şirketlerin hedef bir kâr payı ödeme oranı belirlediklerini ve istikrarlı bir kâr payı politikasını izlediklerini ortaya koymuştur. Lintner'in öncü çalışmasının ardından yapılan çalışmalarda kâr payı politikası ile ilgili olarak birçok alternatif teori ortaya konmuştur. Bu teorilerin odak noktasını; kâr payı dağıtım kararlarının şirket değerini hangi oranda etkilediği oluşturmaktadır. Bazı yazarlar kâr payı dağıtım kararlarının şirket değerini etkilediğini savunurken bazıları ise tersi yönde etkilemediği görüşünü savunmaktadırlar.

Kâr Payı İlgisizliği Teorisi; mükemmel sermaye piyasaları, rasyonel davranış ve tam belirlilik varsayımları altında kâr payı politikası şirketin piyasa değerini ve sermaye maliyetini etkilemediğini savunmaktadır. Eldeki Kuş Teorisi; gelecekteki nakit akışı belirsizliğinin yatırımcıları sermaye kazancı yerine kâr payı geliri tercih etmesine sebep olacağını ve daha yüksek bir ödeme oranının sermaye maliyetini azaltarak şirket değerini artıracaklarını iddia etmektedir. Vergi Tercihi Teorisi; düşük kâr payı ödeme oranlarının gerekli getiri oranını düşürerek hisse senetlerinin piyasa değerlemesini artırdığını ileri sürmektedir. Sermaye kazançlarına kıyasla kâr paylarının vergi dezavantajı bulunmaktadır. Teori ayrıca, yatırımcıları daha yüksek kâr payı getirili hisse senetleri için daha yüksek risk almaya, elde edecekleri kârların vergi öncesi gelirlerini telafi edecek kadar olması gerektiğini savunmaktadır. Sinyal Teorisi'ne göre; yöneticiler, şirket hakkında daha fazla bilgiye sahip olduklarından kâr payı politikası kararları şirket hakkında potansiyel bilgi içermektedir.

Dolayısıyla, yatırımcılar kâr payı politikasında meydana gelen değişikliği daha fazla dikkatle takip etmek zorundadırlar. Şirketin kâr payını artırma kararı olumlu sinyal, azaltma kararı olumsuz sinyal olarak algılandığından, yöneticiler, kâr payı politikalarında çok fazla değişiklik yapmak istememektedirler.

Temsil Maliyetleri ve Serbest Nakit Akışı Teorisi'ne göre; yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsil maliyetlerinin kâr payı ödemeleri ile düşürülebileceği, şirketin fazla olan serbest nakit akışının hissedarlara dağıtılması ile daha fazla pozitif değere sahip yatırımların gerçekleştirilmesi ile şirket değerinin artacağını ileri sürmektedirler. Müşteri Etkisi Teorisi'ne göre; yatırımcılar tüketim/tasarruf tercihlerine uyan hisse senedi türlerine yönlendirilebilir. Eğer kâr payı geliri, sermaye kazançlarından daha yüksek bir oranda vergilendiriliyorsa, yüksek vergi dilimindeki yatırımcılar düşük kâr payı ödemesi yapan şirketleri tercih edebilirler. Yaşam Döngüsü Teorisi; şirketlerin farklı yaşam evrelerinde farklı kâr payı dağıtım politikasını nasıl izlediklerini açıklamaya çalışır. Diğer yandan, davranış temelli birçok teori, yatırımcıların neden kâr payı ödemelerini çekici bulduklarını açıklamaya çalışır. Kâr payı politikasını açıklamaya çalışan teoriler arasında tam bir görüş birliğinin sağlanamadığı söylenebilir.

Bir şirket ister yeni doğmuş, ister devam etmekte olsun, finansman yokluğunda varlıklarını devam ettiremez. Finansal tabloların en büyük ve en riskli hesaplarından birisini kâr payları oluşturur. Bu tür harcamalar, bir şirketin gelecekteki mali performansını ve hayatta kalmasını önemli ölçüde etkilediğinden doğru kâr payı politikası kararlarının alınabilmesi için bu kararlara etki eden faktörlerin iyi analiz edilmesi gerekir. Bu tür faktörlerin tespiti sadece politikayı belirlemesi gereken yönetim için değil, aynı zamanda portföyleri planlayan yatırımcılar ve şirketin işleyişini anlamak ve değerlendirmek isteyen ekonomistler için de oldukça önemlidir.

Kâr payı politikasını etkileyen faktörlerin tespitine yönelik olarak literatürde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde birçok çalışma mevcuttur. Ancak, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik sistemlerinin işleyişi birbirinden farklı olduğu gibi bu farklılık zaman ile sınırlı olmayıp ülkeden ülkeye de değişebilmektedir. Bu nedenle, kâr payı politikasına etki eden genelde işletmeye özgü olan mikro faktörler değil aynı zamanda makro ekonomik faktörlerin de araştırılması gerekir. Çünkü ekonomide bulunan diğer faktörlerin, hem şirketler hem de yatırımcılar üzerinde olumlu/olumsuz birçok etkisi olabilmektedir.

Çalışmada Türkiye’de BİST 100 Endeksi’nde işlem gören şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkileyen eden mikro ve makro faktörler 2009-2018 yılları arasındaki veriler dikkate alınarak tespit edilmeye çalışılmıştır. Daha önce yapılmış benzer çalışmalarda olduğu gibi yatırım ve kâr dağıtım kararları, diğer şirketlerden farklı mevzuat hükümlerine tabi olan finansal kurumlar ve en az bir defa dahi nakit kâr payı dağıtmamış şirketler örneklem dışında tutulmuştur. Söz konusu elemelerden sonra, ortalama 21 şirkete ait toplam 210 gözlem değerine ulaşılmıştır.

BİST 100 Endeksi’nde işlem gören şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen mikro ve makro faktörlerin analizi için iki regresyon modeli geliştirilmiştir. Model 1’in bağımlı değişkeni kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenleri ise kârlılık, hisse başına kâr, yatırım fırsatı, büyüklük, likidite, borçluluk oranı, halka açıklık oranı, şirket yaşı ve maddi varlık yapısı olarak belirlenmiştir. Model 2’nin bağımlı değişkeni kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenleri olarak ekonomik büyüme, enflasyon, faiz ve döviz kuru olarak ele alınmıştır.

Bu tez çalışmasının ampirik kısmında 2009-2018 yılları arasında BİST 100 Endeksi’nde işlem gören şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkileyen mikro faktörler Model başlığı altında oluşturulan denklem (3.2) ve makro faktörler ise denklem (3.3) yardımı ile test edilmiştir. Çalışmanın ilk aşamasında geliştirilen modellere ilişkin olarak tanımlayıcı ve açıklayıcı istatistiksel bilgiler ile korelasyon matrisi oluşturulmuştur. Çalışmanın sonraki aşamalarında ise durağanlık, analizde hangi yöntemin belirleneceğine ilişkin Hausman testi, oto-korelasyon varlığına ilişkin olarak Baltagi-Wu’nun Yerel En İyi Değişmez Testi (LBI) ve Bhargava, Franzini ve Narendranathan’ın Durbin Watson testi, birimler arası korelasyonu belirlemek için Pesaran CD testi, çoklu varyans olup olmadığına ilişkin olarak Değiştirilmiş Wald Testi uygulanmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre, modellerin uygulanmasında sabit etkiler regresyon modelinin uygulanmasına karar verilmiştir. Araştırmada birimler arası korelasyon, otokorelasyon ve değişen varyans varlığı tespit edilmiş,  $T < N$  durumunda da uygulanabilmesi nedeniyle Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilmiş Robust tahminci yardımıyla standart hatalar düzeltilmiştir. Beck-Katz (1995) Robust tahminci yardımıyla geliştirilen modellerdeki oto-korelasyon, birimler arası korelasyon ve değişen varyans sorunları ortadan kaldırılmıştır.

Analiz kapsamında Model 1’de incelenen bağımsız değişkenler, kâr payı dağıtım oranında meydana gelen değişimin ( $R^2$ ) %52.45’ini, Model 2’de incelenen bağımsız

değişkenler, kâr payı dağıtım oranında meydana gelen değişimin ( $R^2$ ) %5.27'sini açıklamaktadır.

Analiz sonucunda kârlılığın, şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Literatürde söz konusu değişkenler arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu savunan çalışmalar da bulunmaktadır. Örneğin, Naceur v.d. (2006), Yiedom ve Agyei (2011), Trang (2012), Ersoy ve Çetenak (2015), Al-Najjar ve Kılınçarslan (2017), Taşçı ve Korkmaz (2018) ve Topaloğlu ve Korkmaz (2018) çalışmalarında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Diğer yandan elde edilen sonuç; Kania ve Bacon (2005), Gill v.d. (2010), Ahmed (2015), Sakınç ve Güngör (2015), Akhtar (2018) ve Shamsabadi v.d. (2016) tarafından elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir. Literatüre göre kârlılığı yüksek ve daha fazla likiditeye sahip şirketler daha fazla kâr payı dağıtırlar. Ancak, analize konu olan dönem 2008 yılı finansal krizin yaşandığı yıldan sonraki dönemi kapsamaktadır. Dolayısıyla, yaşanan bu ekonomik krizin şirketlerin kârlılığını olumsuz yönde etkilediği, şirketlerin hem kârlarını artırmak hem de diğer şirketlerle rekabet edebilmeleri için yeni yatırımlara yöneldiği, yatırım yapılan varlıklardan elde edilen gelir artışına bağlı olarak varlıkların getirisi arttığı ve farklı alanlara yeniden yatırım yapıldığı söylenebilir. Başka bir ifadeyle elde edilen kârın, kâr payı ödemesi yerine kısmen veya tamamen yeni yatırımlara yönlendirildiği ifade edilebilir.

Çalışma kapsamında; hisse başına kârın şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Şirketlerin hisse başına kârlılığı arttıkça kâr payı dağıtım oranı da artış göstermektedir. Analize konu şirketler BİST 100 Endeksi içerisinde yer alan seçilmiş ve listelere girmiş büyük şirketler olması nedeniyle, sahiplik yapısı ile yönetim yapısı birbirinden ayrılmakta, yönetim profesyonellere devredilmektedir. Yaşanan 2008 küresel ekonomik kriz, tüm sektörleri olumsuz yönde etkilese de profesyonel yönetim anlayışına sahip büyük şirketlerin krizden daha kârlı çıkabildikleri ve piyasa değerlerini artırabildikleri söylenebilir. Çalışmada elde edilen sonuçlar; Al-Malkawi (2007), Afza ve Mirza (2010), Imran (2011), Kuzucu (2015b) ve Erdaş (2017) tarafından elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir.

Analiz verileri, yatırım fırsatlarının şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını pozitif yönde etkilediği sonucunu göstermektedir. Literatürde, Temsil Maliyetleri Teorisi'ne göre yatırım fırsatları kâr payı politikasını negatif yönde etkilemektedir. Şirketlerde yönetim ile sahipliğin birbirinden ayrılması, çıkar çatışmalarına bağlı olarak temsil sorununun ortaya

çıkmasına neden olmaktadır. Özellikle yöneticilere, hem mevcut konumlarını korumak hem de büyümeden kaynaklanan teşviklerden yararlanmak için daha fazla kaynağı kontrol etmek istemektedirler. Şirketler tarafından hissedarlara dağıtılmayan kârlar nakit fazlalığı oluşturur. Şirkette bulunan bu fazlalık negatif net bugünkü değere sahip yatırımların da içinde bulunduğu aşırı yatırımların yapılmasına neden olur. Bu nedenle, hissedarlar yöneticilerin faaliyetlerini izlemek ve kontrol etmek için temsil maliyeti olarak adlandırılan bir takım maliyetlere katılmak zorunda kalırlar. Şirketler tarafından gerçekleştirilen yüksek kâr payı ödemeleri temsil maliyetlerinin azaltılmasına yardımcı olur. Kâr payı ödemelerini artırmak, yöneticilerin kontrolü altındaki serbest nakit akışını azaltarak, negatif net bugünkü değere sahip projelere veya zayıf projelere yatırım yapılmasını önler. Bu durumda yöneticiler, şirket amaçları doğrultusunda bugünkü değeri pozitif olan yatırımlara öncelik vermek zorunda kalırlar. Bugünkü değeri pozitif olan yatırımların artması, şirketlerin nakit ihtiyacını artıracığından içsel fon kaynaklarına ihtiyaç artmaktadır. Diğer yandan, şirketin kâr payı ödemesini artırması likiditeyi azaltacağından daha fazla dış finansman kullanılmasını gerektirir. Şirketler hem yatırım fırsatlarını değerlendirmek hem de dış finansman maliyetini düşürmek için kâr payı ödemelerini azaltırlar. Literatürde Amidu ve Abor (2006), Ahmed ve Javid (2009), Echchabi ve Azouzi (2016), Ersoy ve Çetenak (2015), Al-Najjar ve Kılınçarslan (2016) ve Al-Najjar ve Kılınçarslan (2017) yatırım fırsatları ile kâr payı dağıtım politikası arasında negatif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Merkez Bankası verilerine göre, Türkiye ekonomisi küresel ekonomik krizin yaşandığı 2008 yılı hariç diğer yıllarda ciddi anlamda büyüme trendi yakalamıştır. Türkiye ekonomisinde yaşanan bu büyüme trendine paralel olarak şirketlerin ciddi yatırım fırsatları yakalayarak hem istikrarlı kârlılık hem de nakit akışı elde ettiği söylenebilir. Diğer yandan, hem sermaye piyasasına olan güveni artırmak hem de yatırımcılara olumlu sinyal vermek için de daha fazla kâr payı ödemesi gerçekleştirilebilir. Böylece şirketler, hem hisse senetlerinin fiyatını korumak hem de yeni hisse senedi çıkarırken daha fazla sermaye elde edilmesini amaçlayabilirler. Analizden elde edilen sonuçlar; Gill v.d. (2010), Musiega v.d. (2013), Yıldız v.d. (2014), King'wara (2015), Abdioğlu (2016), Bostancı v.d. (2018), Dinçergök ve Pirgaip (2018), Taşçı ve Korkmaz (2018) ve Topaloğlu ve Korkmaz (2018) tarafından elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir.

Yapılan analize göre, işletme büyüklüğünün şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Ancak, literatürde büyük şirketlerin daha fazla kâr payı dağıtma eğiliminde oldukları saptanmıştır. Büyük ve kârlı şirketlerin likidite sorunu

yaşamaması, kâr payı dağıtım oranlarının yüksek belirlenmesine neden olmaktadır. Ayrıca bu şirketlerin sermaye piyasalarına başvurma imkânlarının daha fazla olması yatırımlar için gerekli sermaye maliyetini de düşürmektedir. Diğer yandan, büyük şirketler temsil maliyetlerini düşürmek için de daha fazla kâr payı ödeme eğilimindedirler. Literatürde Adil ve İmran (2011), Ranti (2013), Hassonn (2016), Yıldız v.d. (2014), Cengiz v.d. (2016) ve Tekin ve Gör (2018) şirket büyüklüğü ile kâr payı politikası arasında pozitif ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Küresel ekonomik krizin yaşandığı 2008 yılı ve sonrasında satın alma gücünün düşmesine bağlı olarak tüketici talebinin olumsuz yönde etkilenmesi, şirketlerin satışlarında ciddi oranda düşmeler meydana getirmiş ve kârlarında istikrarsızlığa neden olmuştur. Diğer yandan, Türkiye gibi sermaye piyasası tam olarak kurumsallaşamamış ülkelerde borsalarda yaşanan dalgalanmalar şirketlerin değerlerini olumsuz yönde etkilemiştir. Krize bağlı olarak enflasyon ve faiz oranlarında meydana gelen artışlar sermaye maliyetini artırdığından, şirketlerin içsel fonlara eğilimi artmıştır. Dolayısıyla, şirketler varlıklarını devam ettirmek ve rekabet ortamında ayakta kalabilmek için kâr dağıtım oranlarını azaltma yolunu tercih etmektedirler. Elde edilen sonuç; Ahmed ve Javid (2009), Afza ve Mirza (2010), Abdioğlu (2016), Cristea ve Cristea (2017) ve Topaloğlu ve Korkmaz (2018) tarafından elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir.

Analiz sonuçlarına göre, borçluluk oranının şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Şirketlerin gelirlerinde meydana gelen dalgalanmalara bağlı olarak mevcut kâr payı politikalarını sürdürmeleri zorlaşmaktadır. Ancak, bu durumda bile şirketler yatırımcılar tarafından negatif işaret olarak algılanmasının önüne geçebilmek için var olan kâr payı politikalarında azaltmaya gitmemektedirler. Bu nedenle şirketler, daha düşük oranlarda kâr payı politikası izleme yolunu tercih etmektedirler. Sermaye piyasaları kurumsallaşamamış olan ülkelerde şirketler faaliyetlerini sürdürmek, büyüme ve yatırım fırsatlarından yararlanmak için ihtiyaç duydukları fonları daha yüksek maliyetle para piyasalarından elde etmektedirler. Para piyasalarından elde edilen bu yüksek maliyetli fonlar, şirketlerin likiditeleri üzerinde ciddi anlamda baskı yaratmaktadır. Borcun geri ödemesi sırasında yaşanacak likidite sorunu şirketleri finansal kriz ile karşı karşıya bırakmaktadır. Bu doğrultuda şirketler likidite sıkıntısına bağlı riskleri minimize etmek amacıyla daha düşük oranlarda kâr payı dağıtmaktadırlar. Elde edilen sonuç; Eije ve Megginson (2006), Nnadi ve Tanna (2011), Ranti (2013), Ersoy ve Çetenak (2015), Al-Najjar ve Kılınçarslan (2017) ve Karcıoğlu v.d. (2018) tarafından elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir.

Halka açıklık oranının şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını pozitif yönde etkilediği çalışmada ulaşılan bir başka sonuçtur. Şirketlerin halka açıklık oranının artması, sermayenin daha fazla tabana yayılmasına neden olmaktadır. Bu durum şirketlerin sahiplik yapısının dağılmasına neden olarak sahiplik yapısında meydana gelen yoğunlaşmayı azaltmaktadır. Sahiplik yoğunluğunun azalması, yönetimin daha fazla profesyonellere bırakılmasına neden olmaktadır. Yönetimin kurumsallaşması şirket amaçları ile hissedar amaçlarının maksimize edilmesine yardımcı olmaktadır. Elde edilen sonuç; Wei ve Xiao (2009), Thanatawee (2013), Rezaloie v.d. (2013), Sakınç ve Güngör (2015), Özvar ve Ersoy (2017) ve Tekin ve Gör (2018) tarafından elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir.

Analiz sonucunda şirket yaşının şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Şirketlerin içinde buldukları yaşam evreleri ile kâr payı politikaları arasında bir ilişki mevcuttur. Şirket yaşına bağlı olarak şirketlerin piyasadaki itibarları artmakta ve şirketlerin kredibilitesi de bundan olumlu yönde etkilenmektedir. Başka bir ifade ile itibarı yüksek şirketler daha düşük maliyetle finansman imkanına sahip olmaktadırlar. Bu tür şirketler daha yüksek kâr payı dağıtım eğiliminde olurlar. Elde edilen sonuç; Kubo ve Saito (2006), Al-Malkawi (2008), Kim ve Jang (2010), Badu (2013), Al-Najjar ve Kılınçarslan (2016) ve Alber ve Alhabtour (2017) tarafından elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir.

Yapılan çalışma sonuçlarına göre, enflasyonun şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Literatürde Basse (2009), Basse ve Reddeman (2011), Mundati (2013), Ghafoor v.d. (2014) ve Mirbagherijam (2014) çalışmalarında enflasyon ile kâr payı politikası arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir. Literatürde sermaye piyasasının enflasyona karşı etkili bir koruma aracı olarak hareket edeceğine dair kuvvetli bir inanç bulunmaktadır. Enflasyon, sermayenin nominal değerini artırarak, hisse senetlerinin fiyatlarının yükselmesine neden olmaktadır. Şirketlerin gelirleri enflasyon ortamlarında artış göstermekte ve nominal olarak yüksek kârlar elde etmektedir. Dolayısıyla şirketler, enflasyon ortamlarında daha yüksek kâr payı politikası belirlemektedirler. Ancak, analiz dönemi itibarıyla şirketlerin enflasyon ile kâr payı dağıtım politikası arasında negatif ilişki çıkmasının nedeni, ayrılan olağan ve olağanüstü yedeklerden elde edilen fazlalığın, şirketlerin devamlılığı için yeterli olmamasından kaynaklanmaktadır. Diğer yandan, analiz sonucunda kâr payı dağıtım politikası ile yatırım fırsatlarının pozitif, kârlılığın negatif çıkması bu ergümanı destekler niteliktedir. Enflasyon ortamında kârlar artsa



bile, faiz oranlarının artmasına bağı olarak şirketlerin yatırım maliyetlerinin artması daha fazla içsel kaynak kullanımına yönlendirmelerine neden olmaktadır. Elde edilen sonuç; Brahmaiah v.d. (2018) ve Topaloğlu ve Korkmaz (2018)' tarafından elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir.

Analiz sonucunda, döviz kurunun şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Çalışmada ele alınan şirketler BİST 100 kapsamında yer alan şirketlerdir. Bu kapsamda bu şirketlerin iş yaptığı alan sadece ulusal sınırlar içerisinde değil, aynı zamanda uluslararası boyuttadır. Özellikle yüksek kur artışları (ister sabit, ister dalgalı kur sisteminde olsun) şirketlerin daha fazla ihracat geliri elde etmelerini sağlamaktadır. Bu ise şirketlerin kârlılıklarının artması doğal sonucunu yaratmaktadır. Ayrıca dış bağlantıları fazla olan şirketler, portföylerini kur riskini azaltabilmek için çeşitlendirmektedirler. Bu da olası kur artışlarından bu şirketlerin kazançlı çıkmaları sonucuna neden olabilmektedir. Özellikle yüksek kur artışı dönemlerinde dolarizasyonun artışı da bu kapsamda benzer etkiyi ortaya çıkararak şirketlerin kârlılıklarının artmasına neden olmaktadır. Elde edilen sonuç; Elly ve Hellen (2013) ve Goel (2016) tarafından elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir.

Çalışmada elde edilen bulgulara göre, BİST 100 Endeksi'nde işlem gören şirketlerin kâr payı dağıtım politikası ile Model 1'de bulunan likidite ile maddi varlık yapısı değişkenleri, Model 2'de bulunan ekonomik büyüme ve faiz değişkenleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır. Ancak, temel analize konu olan değişkenlerin şirketler üzerinde her zaman bir etkiye neden olduğu gerçeği de göz önünde bulundurulmalıdır. Ayrıca sermaye piyasası tam olarak kurumsallaşamamış ülkelerde yapılan analizlerde bir değişken olarak ifade edilemeyen politika faktörü de tüm değişkenlerin yapısını ve işleyişini bozucu bir etki meydana getirebilmektedir.

Analiz sonucu elde edilen sonuçlara göre, BİST 100 Endeksi'nde işlem gören şirketlerin kâr payı dağıtım politikaları üzerinde makro faktörlerden daha fazla içsel faktörlerin etkisi olduğu söylenebilir. Çalışmanın sonuçları kâr payı politikalarının oluşturulması sürecinde hangi faktörlerin göz önünde bulundurulması gerektiği konusunda şirket yöneticilerine, portföylerin oluşturulmasında yatırımcılara ve kâr payı ödeme politikalarının önemli miktarda nakit çıkışına sebep olması nedeniyle şirketlerin kârlılık ve likidite durumları hakkında şirketlere fon desteği sağlayan finansal kuruluşlara önemli bilgiler sunmaktadır.

Hem mikro ve hem de makro ekonomik faktörler, şirketlerin gelirlerini ve kârlılıklarını etkilemektedir. Bu çalışmada ulusal ve uluslararası literatürde mikro ve makro faktörler piyasaların değişen koşullarına uygun olarak genişletilerek ele alınmıştır. Piyasalar çok değişken ve çok uzun vadeli öngörülemez yapılar olduğunda işletmelerin kârlılığı da bununla orantılı olarak değişmekte ve azalmaktadır. Tersine piyasaların öngörülebilirliğinin artması, şirket kârlarının ve dağıtım politikalarının olumlu olarak etkilenmesine neden olmaktadır. Bu kapsamda işletme kârlılıklarının ve bu doğrultuda yürütülen politikaların istenen başarıyı getirebilmesi, yukarıda ifade edilen mikro ve makro faktörlerin belirlenip, iyi bir şekilde analiz edilebilmesiyle daha fazla mümkün olabilecektir.

## 5. KAYNAKLAR

- Abdioğlu, N. (2016). On The Determinants of Corporate Dividend Policy: A Tobit Model Approach. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 14(1), 332-345.
- Abreu, J. F., & Gulamhussen, M. A. (2013). Dividend Payouts: Evidence from US Bank Holding Companies in The Context of The Financial Crisis. *Journal of Corporate Finance*, (22), 54-65.
- Adaoğlu, C. (2000). Instability in The Dividend Policy of The Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations: Evidence from an Emerging Market. *Emerging Markets Review*, 1(3), 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*, 2(2), 113-135.
- Adil, C. M., Zafar, N., & Yaseen, N. (2011). Empirical Analysis of Determinants of Dividend Payout: Profitability and Liquidity. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(1), 289-300.
- Adjaoud, F., & Ben-Amar, W. (2010). Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation?. *Journal of business finance & accounting*, 37(5-6), 648-667.
- Afza, T., & Mirza, H. H. (2010). Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. *International Business Research*, 3(3), 210-221.
- Ahmad, G. N., & Wardani, V. K. (2014). The Effect of Fundamental Factor to Dividend Policy: Evidence in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Business and Commerce*, 4(2), 14-25.
- Ahmed, H. & Javid, A. Y. (2009). The Determinants of Dividend Policy in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 28, 56-61.
- Ahmed, I. E. (2015). Liquidity, Profitability and The Dividends Payout Policy. *World Review of Business Research*, 5(2), 73-85.
- Ahmed, S., & Murtaza, H. (2015). Critical Analysis of The Factors Affecting The Dividend Payout: Evidence from Pakistan. *International Journal of Economics, Finance, and Management Sciences*, 3(3), 204-2012.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim* (Yenilenmiş Yedinci baskı). İstanbul: Avcıol Basım Yayın.

- Akhtar, S. (2018). Dividend Payout Determinants for Australian Multinational and Domestic Corporations. *Accounting & Finance*, 58(1), 11-55.
- Akman, E. (2012). *Sermaye Yapısını Belirleyen İşletmeye Özgü Faktörler: İMKB'de İşlem Gören Sanayi Firmaları Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Bülent Ecevit Üniversitesi, İşletme Anabilim Dalı, Zonguldak.
- Aksoy, E. E. (2017). *Finansal Yönetim: Teorik Yaklaşımlar, Çözümlü Örnekler ve Öneri Yaklaşımlar*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Aksöyek, İ., ve Yalçiner, K. (2014). *Çözümlü Problemleriyle Finansal Yönetim*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Aktaş, R., Doğanay, M. M., Gökmen, Y., ve Somuncu, K. (2017). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.
- Albayrak, A. S. (2008). Değişen Varyans Durumunda En Küçük Kareler Tekniğinin Alternatifi Ağırlıklı Regresyon Analizi ve Bir Uygulama. *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, 10(2), 111- 134.
- Alber, N., & Alhabtour, A. (2017). Determinants of Dividend Policy in Saudi Listed Companies. 1-10. <https://ssrn.com/abstract=2909270>, (Erişim Tarihi: 22.08.2018).
- Al-Kuwari, D. (2009). Determinants of The Dividend Policy of Companies Listed on Emerging Stock Exchanges: The Case of The Gulf Cooperation Council (GCC) Countries. *Global Economy & Finance Journal*, 2(2), 38-63.
- Allen, F., & Michaely, R. (1995). Dividend Policy., R. A. Jarrow, V. Maksimovic & W. T. Ziemba (Editors), *Handbooks in Operations Research and Management Science* içinde (793-837). Amsterdam: Elsevier Science B.V.
- Alli, K. L., Khan, A. Q., & Ramirez, G. G. (1993). Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis. *Financial Review*, 28(4), 523-547.
- Al-Malkawi, H. A. N. (2007). Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of The Tobit Model. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 23(2), 44-70.
- Al-Malkawi, H. A. N. (2008). Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data. *International Journal of Business*, 13(2), 177-195.

- Al-Malkawi, H. A. N., Rafferty, M., & Pillai, R. (2010). Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. *International Bulletin of Business Administration*, 9(1), 171-200.
- Almeida, L. A. G., Pereira, E. T., & Tavares, F. O. (2015). Determinants of Dividend Policy: Evidence From Portugal. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios-RBGN*, 17(54), 701-719.
- Al-Najjar, B., & Kılınçarslan, E. (2016). The Effect of Ownership Structure on Dividend Policy: Evidence From Turkey. *Corporate Governance (Bingley)*, 16(1), 135-161.
- Al-Najjar, B., & Kılınçarslan, E. (2017). Corporate Dividend Decisions and Dividend Smoothing: New Evidence From An Empirical Study of Turkish Firms. *International Journal of Managerial Finance*, 13(3), 304-331.
- Al-Najjar, B., & Kılınçarslan, E. (2018). Revisiting Firm-Specific Determinants of Dividend Policy: Evidence from Turkey. *Economic Issues*, 23(1), 3-34.
- Alzomaia, T. S., & Al-Khadhiri, A. (2013). Determination of Dividend Policy: The Evidence From Saudi Arabia. *International Journal of Business and Social Science*, 4(1), 181-192.
- Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 7(2), 136-145.
- Anbar, A. (2006). Hisse Senetleri İMKB'de işlem Gören İşletmelerde Kâr Payı Dağıtım Politikası. *Mali Çözüm Dergisi*, 16(75), 217-228.
- Andres, C., Betzer, A., Goergen, M., & Renneboog, L. (2009). Dividend Policy of German Firms: A Panel Data Analysis of Partial Adjustment Models. *Journal of Empirical Finance*, 16(2), 175-187.
- Anil, K., & Kapoor, S. (2008). Determinants of Dividend Payout Ratios-A Study of Indian Information Technology Sector. *International Research Journal of Finance and Economics*, 15(1), 63-71.
- Apak, S., ve Demirel, E. (2013). *Finansal Yönetim* (İkinci baskı). İstanbul: Papatya Yayıncılık Eğitim.
- Arslan, Ö. (2008). Firma Yöneticilerinin Temettü Dağıtımlarına Dair Algıları. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26, 1, 85-98.
- Arsoy, M. F., ve Yıldız, B. (2015). Temettü Tahmini ve Borsa İstanbul Sanayi Sektörü Üzerine Bir Araştırma. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 16(2), 155-174.
- Ateşgaoğlu, E. (2012). *Vergi Hukuku Bakımından Anonim Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı*. İstanbul: Oniki Levha Yayıncılık A.Ş.

- Atmaja, L. S. (2009). Dividend Policy in Australia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 13(2), 260-270.
- Atrill, P. (2009). *Financial Management For Decision Makers* (5th Ed.). Edinburgh Gate: Prentice Hall
- Aydın, A. D., ve Çavdar, S. Ç. (2015). Corporate Governance and Dividend Policy: An Empirical Analysis from Borsa Istanbul Corporate Governance Index (Xkury). *Accounting and Finance Research*, 4(3), 66-76.
- Aydın, N., Başar, M., ve Coşkun, M. (2017). *Finansal Yönetim* (Beşinci baskı). Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aydın, Ü., ve Ağan, B. (2016). Rasyonel Olmayan Kararların Finansal Yatırım Tercihleri Üzerindeki Etkisi: Davranışsal Finans Çerçevesinde Bir Uygulama. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 12(2), 95-112.
- Badu, E. (2013). Determinants of Dividend Payout Policy of Listed Financial Institutions in Ghana, *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(7), 185-191.
- Baker, H. K., & Gallagher, P. L. (1980). Management's View of Stock Splits. *Financial Management*, 9(2), 73-77.
- Baker, H. K., & Kapoor, S. (2015). Dividend Policy in India: New Survey Evidence. *Managerial Finance*, 41(2), 182-204.
- Baker, H. K., & Smith, D. M. (2006). In Search of A Residual Dividend Policy. *Review of Financial Economics*, 15(1), 1-18.
- Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate Dividend Policy Revisited. *Managerial Finance*, 41(2), 126-144.
- Baker, H. K., Dewasiri, N. J., Yatiwelle Koralalage, W. B., & Azeez, A. A. (2019). Dividend Policy Determinants of Sri Lankan Firms: A *Triangulation Approach*. *Managerial Finance*, 45(1), 2-20.
- Baker, H. K., Mukherjee, T. K., & Paskelian, O. G. (2006). How Norwegian Managers View Dividend Policy. *Global Finance Journal*, 17(1), 155-176.
- Baker, H. K., Powell, G. E., & Veit, E. T. (2002). Revisiting The Dividend Puzzle: Do All of The Pieces Now Fit?. *Review of Financial Economics*, 11(4), 241-261.

- Baker, H. K., Singleton, J. C., & Veit, E. T. (2011). *Survey Research in Corporate Finance: Bridging The Gap between Theory and Practice*. New York: Oxford University Press.
- Baker, H. K., Veit, E. T., & Powell, G. E. (2001). Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms. *Financial Review*, 36(3), 19-38.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004a). A Catering Theory of Dividends. *The Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004b). Appearing and Disappearing Dividends: The Link to Catering Incentives. *Journal of financial economics*, 3(2), 271-288.
- Bakır, P. (1975). *İşletmeler Açısından Temettü Politikası*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, İstanbul İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi İşletme Ekonomisi Kürsüsü, İstanbul.
- Bancel, F., Bhattacharyya, N., Mittoo, U., (2005). *Cross-Country Determinants of Payout Policy: A Survey of European Firms*. Working Paper, University of Manitoba. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=683111](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=683111), (Erişim Tarihi: 23.08.2018).
- Banerjee, B. (2015). *Fundamentals of Financial Management* (2nd Ed.). New Delhi: PHI Learning Private Limited.
- Basse, T. (2009). Dividend Policy and Inflation in Australia: Results from Cointegration Tests. *International Journal of Business and Management*, 4(6), 13-16.
- Basse, T., & Reddemann, S. (2011). Inflation and The Dividend Policy of US Firms. *Managerial Finance*, 37(1), 34-46.
- Başar, M. (2013). Kâr Dağıtım Politikası, N. Aydın (Editör), *Finansal Yönetim II* içinde (128-150) (İkinci baskı). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 2770.
- Başkaya, H. (2012). *Halka Açık Firmalarda Kâr Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Olay Etüdü İle Ölçülmesi*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Bathala, C. T., & Rao, R. P. (1995). The Determinants of Board Composition: An Agency Theory Perspective. *Managerial and Decision Economics*, 16(1), 59-69.
- Beck, K., & Katz J.N. (1995). What to Do (and Not to Do) with Time-Series Cross-Section Data. *American Political Science Review*, 89, 634-647.

- Benabou, R., & Pycia, M. (2002). Dynamic Inconsistency and Self-Control: A Planner–Doer Interpretation. *Economics Letters*, 77(3), 419-424.
- Berk, J., & Demorza, P. (2014). *Corporate Finance* (3th Ed.). Boston: Pearson Education, Inc.
- Berk, N. (2015). *Finansal Yönetim* (Onbirinci baskı). İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Besley, S. & Brigham, E. F. (2008). *Essentials of Managerial Finance* (14th ed.). South-Western: Thomson Corporation.
- Bhat, S. (2008). *Financial Management Principles and Practice* (2nd Ed.). New Delhi: Excel Books.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in The Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10, 259-270.
- Bierman, H. (2010). *An Introduction to Accounting and Managerial Finance: A Merger of Equals*. Singapore: World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd.
- Block, S. B., Hirt, G. A., & Danielsen, B. R. (2011). *Foundations of Financial Management* (4th Ed.). New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Bolak, M. (1998). *İşletme Finansı* (Gözden geçirilmiş ilaveli yeni baskı). İstanbul: Birsen Yayınevi.
- Bose, C. (2010). *Fundamentals of Financial Management* (2nd Ed.). New Delhi: PHI Learning Private Limited.
- Bostancı, F., Kadioğlu, E., ve Sayılğan, G. (2018). Determinants of Dividend Payout Decisions: A Dynamic Panel Data Analysis of Turkish Stock Market. *International Journal of Financial Studies*, 6(4), 1-16.
- Boțoc, C., & Pirtea, M. (2014). Dividend Payout-Policy Drivers: Evidence from Emerging Countries. *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(4), 95-112.
- Boztosun, D. (2006). *Temettü Dağıtma Kararının Farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Brahmaiah, B., Srinivasan, P., & Sangeetha, R. (2018). Determinants of Corporate Dividend Policy in India: A Dynamic Panel Data Analysis. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(2), 1-13.



- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2003). *Principles of Corporate Finance* (7th Ed.). Pennsylvania: The McGraw-Hill Companies.
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2007). *Intermediate Financial Management* (9th ed.). Mason: Thomson/South-Western
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2011). *Financial Management: Theory & Practice* (13th ed.). Mason: South-Western, a part of Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Gapenski, L. C. (1991). *Financial Management Theory and Practice* (6th Ed.). Chicago: The Dryden Press.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2009). *Fundamentals of Financial Management* (12th Ed.). South Western: Cengage Learning.
- Broyles, J. (2003). *Financial Management And Real Options*. SouThern Gate, Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
- Budiarso, N. S. (2017). Propensity To Pay Dividend: Testing For Life Cycle and Free Cash Flow Theories. *Journal of Accounting, Finance And Auditing Studies*, 3(2), 1-15.
- Budiarso, N. S., Subroto, B., & Pontoh, W. (2019). Dividend Catering, Life-Cycle, and Policy: Evidence from Indonesia. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1-15.
- Bulan, L., & Subramanian, N. (2009). Dividends and Dividend Policy., H. K. Baker (Editör), *The Firm Life Cycle Theory of Dividends* içinde (201-213). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Bulan, L., Subramanian, N., & Tanlu, L. (2007). On The Timing of Dividend Initiations. *Financial Management*, 36(4), 31-65.
- Bulut, E., ve Er, B. (2018). Davranışsal Kurumsal Finans Ekseninde Kurumsal Finansal Kararlar: Bir Literatür Değerlendirmesi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (20), 33-50.
- Büker, S., Aşkoğlu, R. ve Sevil, G. (2014). *Finansal Yönetim* (Sekizinci baskı). Ankara: Sözkesen Matbaacılık.
- Canbaş, S., ve Vural, G. (2016). *Finansal Yönetim Açıklamalı Örnekler ve Problemler* (Üçüncü baskı). Adana: Karahan Kitabevi.
- Canova, L., Rattazzi, A. M. M., & Webley, P. (2005). The Hierarchical Structure of Saving Motives. *Journal of Economic Psychology*, 26(1), 21-34.

- Cengiz, S., Dilsiz, M. Ş., ve Aslanoğlu, S. (2016). Kar Dağıtım Politikasının Kazanç Yönetimi Uygulamaları Üzerindeki Etkisi. *Journal of Accounting & Finance*, (70), 39-54.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2008). *İşletmelerde Finansal Yönetim* (Dördüncü basım). Bursa: Ekin Kitabevi.
- Ceylan, A. (2004). *İşletmelerde Finansal Yönetim* (Birinci basım). Bursa: Ekin Kitabevi.
- Chandra, P. (2011). *Financial Management Theory and Practice* (8th Ed.). New Delhi: Tata McGraw Hill Education Private Limited.
- Cizre, D. (2013). Determinants of Dividend Policy an Empirical Study for Turkey. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Clayman, M. R., Fridson, M. S., & Troughton, G. H. (2012). *Corporate Finance: A Practical Approach* (2nd ed). Hoboken, New Jersey: Wiley & Sons, Inc.
- Copeland, T. E., & Weston, J. F. (1988). *Financial Theory and Corporate Policy*. Boston: Addison-Wesley Publishing Company, Inc.
- Coulton, J. J., & Ruddock, C. (2011). Corporate Payout Policy in Australia and A Test of The Life Cycle Theory. *Accounting & Finance*, 51(2), 381-407.
- Cristea, C., & Cristea, M. (2017). Determinants of Corporate Dividend Policy: Evidence From Romanian Listed Companies. MATEC Web of Conferences, 126, 04009. <https://doi.org/10.1051/mateconf/201712604009>, (Erişim Tarihi: 21.08.2018).
- Çatalbaş, G. K., ve Yarar, Ö. (2015). Türkiye'deki Bölgeler Arası İç Göçü Etkileyen Faktörlerin Panel Veri Analizi ile Belirlenmesi. *Alphanumeric Journal*, 3(1), 99-117.
- Çatıkkaş, Ö., Çelikdemir, N. Ç., ve Yatbaz, A. (2016). Kâr Payı Avansı Dağıtımında Vergisel Boyut ve Muhasebeleştirme: Örnek Uygulama. *Öneri Dergisi*, 12(45), 439-461.
- Çelik, S. (2013). Kar Payı Politikası ve Yaşam Döngüsü Teorisi: İMKB İmalat Sektöründe Ampirik Bir Uygulama. *Anadolu University Journal of Social Sciences*, 13(2), 115-122.
- Çelik, Ş., Yenice, S., ve Onat, O. K. (2016). Temettü Ödemelerinin Belirleyicileri ve Firma Değeri: Kavramsal Bir Model ve Tahminlemesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 31(2), 115-146.
- Çetin, M., ve Ecevit, E. (2011). Sağlık Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: OECD Ülkeleri Üzerine Bir Panel Regresyon Analizi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 11(2), 166-182.

- Damodaran, A. (2015). *Applied Corporate Finance* (4th Ed.). Hoboken: John Wiley&Sons Inc.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend Policy and The Earned/Contributed Capital Mix: A Test of The Life-Cycle Theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.
- Demir, Y. (2001). İşletmelerin Kâr Payı Dağıtım Politikaları ve Firma Değerliliğinin Vergi Uygulamaları ile İlişkisine Teorik Bir Yaklaşım. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1), 55-71.
- Demirci, N. S. (2017). İmalat Sanayi Sektöründe Kârlılığın Belirleyicileri: TCMB Sektör Bilançolarıyla Panel Veri Analizi (1996-2015). *Ege Academic Review*, 17(3), 381-394.
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why Do Firms Pay Dividends?. International Evidence on The Determinants of Dividend Policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62-82.
- Dewasiri, N. J., Koralalage, W. B. Y., Azeez, A. A., Jayarathne, P. G. S. A., Kuruppuarachchi, D., & Weerasinghe, V. A. (2019). Determinants of Dividend Policy: Evidence from an Emerging and Developing Market. *Managerial Finance*, 45(3), 413-429.
- Dhanani, A. (2005). Corporate Dividend Policy: The Views of British Financial Managers. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7-8), 1625-1672.
- Dinçergök, B., ve Pirgaip, B. (2018). Kâr Payı Dağıtım ve Nakit Akışı Belirsizliği İlişkisi: BİST İmalat Sektörü Firmalarında Bir Uygulama. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 10(4), 422-442.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Echchabi, A., & Azouzi, D. (2016). Determinants of Dividend Payout Ratios in Tunisia: Insights in Light of The Jasmine Revolution. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 2(1), 1-13.
- Eije, H. V., & Megginson, W. (2006). *Dividend policy in The European Union*. University of Oklahoma, University of Groningen. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=891035](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891035), (Erişim Tarihi: 20.08.2018).
- Elly, O. D., & Hellen, K. W. (2013). Relationship between Inflation and Dividend Payout for Companies Listed at The Nairobi Securities Exchange. *International Journal of Education and Research*, 1(6), 1-8.

- Emery, D. R., Finnerty, J. D., & Stowe, J. D. (1998). *Principles of Financial Management*. New Jersey: Prentice-Hall Inc.
- Eraslan, M., ve Koç, S. (2017). Kâr Payı Ödemelerinin Hisse Başına Kâra Etkisinin Analizi: BİST Çimento Sektöründe Bir Uygulama. *Al Farabi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(2), 158-180.
- Ercan, M. K., ve Ban, Ü. (2014). *Değere Dayalı İşletme Finansı*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Erdaş, M. L. (2017). Kar Payı Dağıtım Politikasını Etkileyen İşletmelere Özgü Faktörlerin Belirlenmesi: Borsa İstanbul-30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Journal of Life Economics*, 4(2), 49-76.
- Erdoğan, M., (2009). *Finansal Yönetim* (Dördüncü baskı). İstanbul: Aktif Yayınevi.
- Ergin, E. (2011). İMKB Şirketleri İçin Yeni Olanak: Hisse Senedi Geri Satın Alımı. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (49), 66-74.
- Eriotis, N. (2005). The Effect of Distributed Earnings and Size of The Firm to Its Dividend Policy: Some Greek Data. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 4(1), 67-74.
- Ersoy, E., ve Çetenak, E. (2015). Sahiplik Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama (The Impact of Ownership Concentration on Dividend Payout Policy: Evidence From Turkey). *Ege Academic Review*, 15(4), 509-521.
- Ertaş, F. C., ve Karaca, S. S. (2010). Kâr Dağıtımının İlanı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (47), 58-68.
- Fabozzi, F. J., & Drake, P. P. (2009). *Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Fabozzi, F. J., & Peterson, P. P. (2003). *Financial Management and Analysis* (2nd Ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.
- Fama, E. F. (1974). The Empirical Relationships between The Dividend and Investment Decisions of Firms. *The American Economic Review*, 64(3), 304-318.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?. *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
- Ferris, S. P., Sen, N., & Ho, P. Y. (2006). God Save The Queen and Her Dividends: Corporate Payouts in The United Kingdom. *The Journal of Business*, 79(3), 1149-1173.

- Fettaoğlu, S. (2015, Mayıs). İşletmelerde Kâr Payı Dağıtım Politikasını Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Araştırma. Sözlü Bildiri, 14. *Ulusal İşletmecilik Kongresi Kitabı*. Aksaray, 1039-1042.
- Filbeck, G. (2009). Dividends and Dividend Policy., H. K. Baker (Editör), *Asymmetric Information and Signaling* içinde (163-177). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Fleming, G., Heaney, R., & McCosker, R. (2005). Agency Costs and Ownership Structure in Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(1), 29-52.
- Frankfurter, G. M., & Wood Jr, B. G. (2002). Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests. *International Review of Financial Analysis*, 11(2), 111-138.
- Frankfurter, G. M, Wood Jr, B. G., & Wansley, J. (2003). *Dividend Policy: Theory and Practice*. San Diego: Academic Press.
- Funmilola, Y. O., Adeniyi, A. A., & Abiodun, O. S. (2019). Dividend Policy and Banks' Profitability in Nigeria. *Nile Journal of Business and Economics*, 4(10), 52-68.
- Geçgel, E. (2018). *Anonim Şirketlerde Kâr Payı Avansı* (Birinci baskı). İstanbul: Oniki Levha Yayıncılık A.Ş.
- Ghafoor, A., Khan, M. A., Shah, S. A., & Khan, H. H. (2014). Inflation and Dividend Behavior of Pakistani Firms: An Empirical Investigation Using ARDL. *International Journal of Business and Management*, 9(9), 86-95
- Gill, A., Biger, N., & Tibrewala, R. (2010). Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3(1), 8-14.
- Gitman, L. J. & Zutter, C. J. (2012 ). *Principles of Managerial Finance* (13th. Ed.). Boston: Prentice Hall.
- Glen, J. D., Karmokolias, Y., Miller, R. R., & Shah, S. (1995). *Dividend policy and behavior in emerging markets*, IFC Discussion Paper No: 26.
- Goel, A. (2016). Impact of Macro-economic Variables: Dividend Policy of Indian Companies. *SCMS Journal of Indian Management*, 13(2), 111-121.
- Gopal, C. R. (2008). *Financial Management* (Test Cum Suggested Answer). New Delhi: New Age International (P) Ltd.
- Goshen, Z. (1995). Shareholder Dividend Options. *The Yale Law Journal*, 104(4), 881-932.

- Göçer, İ., Mercan, M., ve Hotunluoğlu, H. (2012). Seçilmiş OECD Ülkelerinde Cari İşlemler Açığının Sürdürülebilirliği: Yatay Kesit Bağımlılığı Altında Çoklu Yapısal Kırılmalı Panel Veri Analizi. *Maliye Dergisi*, 163, 449-470.
- Gökbulut, R. İ. (2009). *Hissedar Değeri ile Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişki ve İMKB Üzerine Bir Araştırma*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Finans Ana Bilim Dalı, İstanbul.
- Gönenli, A. (1991). *İşletmelerde Finansal Yönetim* (Yedinci baskı). İstanbul: İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları.
- Gua, W., & Ni, J. (2008). Institutional Ownership and Firm's Dividend Policy. *Corporate Ownership & Control*, 5(2), 128-136.
- Gümüş, U. T., Şakar, Z., AKKIN, G., ve Şahin, M. (2017). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değer İlişkisi: BİST'de İşlem Gören Çimento Firmaları Üzerine Bir Analiz. *Karadeniz Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(16), 1-23.
- Günalp, B., Kadioğlu, E., ve Kılıç, S. (2010). Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisi Olup Olmadığının İMKB'de Test Edilmesi. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 28(2), 47-69.
- Gürel, E. (2008). *Kâr Dağıtım Politikalarının Etkinliği ve İMKB Uygulaması*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Güriş, S., Çağlayan, E. ve Güriş, B. (2013). *Eviews ile Temel Ekonometri* (2.Baskı). İstanbul: Der Yayınları.
- Gürsoy, C. (2007). *Finansal Yönetim İlkeleri* (Birinci baskı). İstanbul: Doğu Üniversitesi Yayınları, Yayın No 1, Kurtiş Matbaacılık.
- Hassonn, A., Tran, H., & Quach, H. (2016). The Determinants of Corporate Dividend Policy: Evidence From Palestine. *Journal of Finance and Investment Analysis*, 5(4), 29-41.
- Hellström, G., & Inagambaev, G. (2012). Determinants of Dividend Payout Ratios; A Study of Swedish Large and Medium Caps; A degree project. Sweden: Umeå School of Business and Economics. <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:538687/FULLTEXT02>, (Erişim Tarihi: 19.08.2018).
- Higgins, R. C. (1972). The Corporate Dividend-Saving Decision. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 7(2), 1527-1541.

- Hoberg, G., & Prabhala, N. R. (2009). Disappearing Dividends, Catering, and Risk. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 79–116.
- Hooi, S. E., Albaity, M., & Ibrahimy, A. I. (2015). Dividend Policy and Share Price Volatility. *Investment Management and Financial Innovations*, 12(1), 88-96.
- Hsiao, C. (2007). Panel Data Analysis—Advantages And Challenges. *Test*, 16(1), 1-22.
- <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>, (20.05.2019).
- <https://www.finnet2000.com/F2000Plus>, (10.05.2019).
- <https://www.halkyatirim.com.tr/>, (Erişim Tarihi: 10.05.2019).
- <https://www.kap.org.tr/tr/>, (15.05.2019).
- [https://www.tcmb.gov.tr/kurlar/kurlar\\_tr.html](https://www.tcmb.gov.tr/kurlar/kurlar_tr.html), (20.05.2019).
- Hung, D. N., Ha, N. V., & Binh, D. T. (2018). Factors Influencing The Dividend Policy of Vietnamese Enterprises. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 10(2),16-29.
- Hussain, H., Md-Rus, R., & Al-jaifi, H. A. A. (2018). Life Cycle Theory of Dividends: A Review of Literature. *International Journal of Business and Tehnopreneurship*, 8(1), 45-54.
- Imran, K. (2011). Determinants of Dividend Payout Policy: A Case of Pakistan Engineering Sector. *The Romanian Economic Journal*, 41(14), 47-59.
- Ishikawa, H. (2011). Empirical Analysis on The Dividend Life-Cycle Theory: Evidence From Japan. *The Japanese Accounting Review*, 1, 39-60.
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of Corporate Dividend Policy in Emerging Markets: Evidence From MENA Stock Markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283-298.
- Jabbouri, I., & Attar, A. E. (2018). Dividend Policy of Firms Listed on Casablanca Stock Exchange: A Panel Data Analysis. *International Journal of Business and Emerging Markets*, 10(1), 57-79.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*,76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *The Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070.
- Juma'h, A. H., & Pacheco, C. J. O. (2008). The Financial Factors Influencing Cash Dividend Policy: A Sample of US Manufacturing Companies. *Inter Metro Business Journal*, 4(2), 23-43.
- Kadioğlu, E. (2008). *The Announcement Effect of Cash Dividend: Evidence From Turkish Capital Market*. MSc Dissertation Thesis, University of Leeds, Business School, Leeds.
- Kajola, S. O., Adewumi, A. A., & Oworu, O. O. (2015). Dividend Pay-Out Policy and Firm Financial Performance: Evidence From Nigerian Listed Non-Financial Firms. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 3(4), 1-12.
- Kalay, A., & Lemmon, B. (2008). Payout Policy., B. E. Eckbo (Editör), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance Volume 2*. içinde (4-57). Amsterdam: Elsevier Ltd.
- Kania, S. L., & Bacon, F. W. (2005). What Factors Motivate The Corporate Dividend Decision?. *ASBBS E-Journal*, 1(1),97-107.
- Kar, A., Özer, Ö., Şantaş, F., ve Budak, F. (2012). Kar Dağıtımının Hisse Senedi Değeriyle İlişkisi: Spor Hizmetleri Sektörü Üzerine Bir Uygulama. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 4(1), 1-9.
- Karabulut, R., ve Şeker, K. (2018). Kâr Payı Dağıtım Oranlarının Borçlanma Araçları Üzerinde Etkisi. *Al Farabi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(3), 78-102.
- Karcioğlu, R., Ağırman, Ö. Ü. E., ve Özcan, A. G. D. M. (2018, Ocak). Dividend Payments and The Influence of Determinant Factors: A Study on Borsa Istanbul. Sözlü Bildiri, *The Sustainable Development of Economy And Administration: Problems and Perspectives, Baku Engineering University International Scientific and Practical Conference*. Bakü, 375-379.
- Kargın, S. (2006). *Temettü Politikasının Temsil Maliyetleri Üzerindeki Etkisi ve Kurumsal Yönetime Katkısı*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.
- Kariuki, B. N. (2014). *The Relationship between Dividend and Financial Performance of Saving and Credit Cooperative Societies Registered By SACCO Society Regulatory Authority in Nairobi County*. Unpublished MBA Project, University of Nairobi, Nairobi.
- Kartal, M. T. (2017). Kâr Dağıtım Politikası., A. Gündoğdu (Editör), *Finansal Yönetim Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler* içinde (449-478) (Birinci baskı). Ankara: Seçkin Yayınevi.



- Karyağdı, N. (2014). *Tüm Yönleriyle Kâr Dağıtımı* (Dördüncü baskı). İstanbul: Oluş Yayıncılık.
- Kaźmierska-Jóźwiak, B. (2015). Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies. *Procedia Economics and Finance*, 23, 473-477.
- Keown, A. J., Martin, J. D., Petty, J. W., & Scott, D. F. (2005). *Financial Management: Principles and Applications* (10th Ed.). London: Pearson Education International.
- Keskin, R., ve Gökalp, F. (2016). Çalışma Sermaye Yönetiminin Firma Karlılığı Üzerine Etkisi: Panel Veri Analizi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 17(1), 15-25.
- Khan, A. F., Ahmad, N. (2017). Determinants of Dividend Payout: An Empirical Study of Pharmaceutical Companies of Pakistan Stock Exchange (PSX). *Journal of Financial Studies & Research*, 1-16.
- Kılıç, Y., Buğan, M. F., ve Özbezek, B. D. (2016). Asimetrik Bilgi ve Sinyal Teorisi: Temettü ve Kazanç İlişkisinde Panel Nedensellik Yaklaşımı. *Sciences*, 15(4), 1132-1145.
- Kırbaş, A. (2015). *Temettü Duyurularının Hisse Senedi Getirilerine Olan Etkilerinin Analizi: Borsa İstanbul Şirketlerinde Bir Uygulama*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Kim, J., & Jang, S. S. (2010). Dividend Behavior of Lodging Firms: Heckman's Two-Step Approach. *International Journal of Hospitality Management*, 29(3), 413-420.
- Kim, S., & Seo, J. Y. (2014). A Study on Dividend Determinants for Korea's Information Technology Firms. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 10(2), 1-12.
- King'wara, R. (2015). Determinants of Dividend Payout Ratios in Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(1), 48-51.
- Kirkulak, B., ve Kurt, G. (2010). Are Dividends Disappearing or Shrinking? Evidence From The Istanbul Stock Exchange. *Emerging Markets Finance and Trade*, 46(2), 38-52.
- Koç, İ. Ö. (2016a). Şirketlerin Temettü Dağıtımının, Asimetrik Bilgi Varlığında İşaret Olarak Değerlendirilmesi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 53(613), 33-45.
- Koç, İ. Ö. (2016b). *Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı*. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık Eğitim Danışmanlık Tic. Ltd. Şti.

- Komrattanapanya, P., & Suntraruk, P. (2013). Factors Influencing Dividend Payout in Thailand: A Tobit Regression Analysis. *International journal of accounting and financial reporting*, 3(2), 255-268.
- Konieczka, P., & Szyszka, A. (2013). Do Investor Preferences Drive Corporate Dividend Policy?. *International Journal of Management and Economics*, 39(1), 70–81.
- Korgun, A. (1999). Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri. Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Yeterlilik Etüdü, Rapor Sayısı XIV-12/6-4, 1-46. <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/468>, (Erişim Tarihi: 10.08.2018).
- Kubo, K., & Saito, T. (2006). Dividend Policy and Financial Incentive of Top Managers: Case In Japan. *Japanese Economic Review*. 1-25.
- Kumar, B. R., & Sujit, K. S. (2018). Determinants of Dividends among Indian Firms—An Empirical Study. *Cogent Economics & Finance*, 6(1), 1-18.
- Kumar, J. (2006). Corporate Governance and Dividends Payout in India. *Journal of Emerging Market Finance*, 5(1), 15-58.
- Kuswanto, A., & Kharisma, A. (2012, December). Factors That Influence on Dividend Policy. *In Conference In Business, Accounting, And Management (CBAM)*, 1(1), 23-33.
- Kutlar, A., ve Babacan, A. (2012). *Stata Uygulaması ile Ekonometriye Giriş*. Orion Kitabevi: Ankara.
- Kutukız, D. (1997). *Finansal Açidan Anonim Şirketlerde Kar Payı Dağıtım Politikası ve Türkiye Uygulaması*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal bilimler Enstitüsü, Malatya.
- Kuwornu, J. K., & Owusu-Nantwi, V. (2011). Macroeconomic Variables and Stock Market Returns: Full Information Maximum Likelihood Estimation. *Research Journal of Finance and Accounting*, 2(4), 49-63.
- Kuzucu, N. (2015a). *Corporate Dividend Payout Policy: Empirical Evidence From Borsa Istanbul and A Survey of Managerial Perspective*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Kuzucu, N. (2015b). Determinants of Dividend Policy: A Panel Data Analysis for Turkish Listed Firms. *International Journal of Business and Management, Forthcoming*, 10(11), 149-160.

- Kuzucu, N. (2015c). A Survey of Managerial Perspective on Corporate Dividend Policy: Evidence from Turkish Listed Firms. *International Journal of Research in Business and Social Science*, 4(2), 1-19
- Labhane, N. B., & Mahakud, J. (2016). Determinants of Dividend Policy of Indian Companies: A Panel Data Analysis. *Paradigm*, 20(1), 1-20.
- Lasher, W. R. (2008). *Practical Financial Management* (5th Ed.). South-Western: Thomson Corporation.
- Lestari, H. S. (2018, January). Determinants of Corporate Dividend Policy in Indonesia. *In IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, 106 (1), 1-6. <https://iopscience.iop.org/article/10.1088/1755-1315/106/1/012046>, (Erişim Tarihi: 23.08.2018).
- Li, W., & Lie, E. (2006). Dividend Changes and Catering Incentives. *Journal of Financial Economics*, 80(2), 293–308.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Livoreka, B., Hetemi, A., Shala, A., Hoti, A., & Asllanaj, R. (2014). Theories on Dividend Policy Empirical Research in Joint Stock Companies in Kosovo. *Procedia Economics and Finance*, (14), 387-396.
- Loader, D. (2002). *Understanding The Markets*. Oxford: Butterworth-Heinemann.
- Lotto, J. (2020). On an Ongoing Corporate Dividend Dialogue: Do External Influences Also Matter in Dividend Decision?. *Cogent Business & Management*, 7(1), 1-13.
- Lusztig, P., & Schwab, B. (2014) *Managerial Finance in A Canadian Setting* (4th Ed.). Canada: Butterworth-Heinemann.
- Maladjian, C., & Khoury, R. E. (2014). Determinants of The Dividend Policy: An Empirical Study on The Lebanese Listed Banks. *International Journal of Economics and Finance*, 6(4), 240-256.
- Maness, T. S. (1988). *Intruduction to Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Inc.
- Manos, R. (2003). Dividend Policy and Agency Theory: Evidence From Indian Firms. *South Asia Economic Journal*, 4(2), 275-300.

- Marfo-Yiadom, E., & Agyei, S. K. (2011). Determinants of Dividend Policy of Banks in Ghana. *International Research Journal of Finance and Economics*, 61(61), 99-108.
- Marseguerra, G. (1998). *Corporate Financial Decisions and Market Value*. Heidelberg: Physica-Verlag.
- Mathur, S. B., & Rangarajan, Dr. C. (2015). *Financial Management Theory And Practice*. New Delhi: Trinity Press.
- Mazgit, İ. (2013). Endeks Kapsamında Olmanın Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: BİST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Sosyoekonomi*, 20(2), 225-264.
- McLaney, E. (2009). *Business Finance Theory and Practice* (8th Ed.). Edinburgh Gate: Pearson Education Ltd.
- Meggison, W. L., & Smart, S. (2009). *Introduction to Corporate Finance*. Mason: South-Western Cengage Learning.
- Mehar, A. (2005). Corporate Governance and Dividend Policy. *Pakistan Economic and Social Review*, 43(1), 93-106.
- Mehta, A. (2012). An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy-Evidence From The UAE Companies. *Global Review of Accounting and Finance*, 3(1), 18-31.
- Michael, N. B. (2013). Agency Conflict and Corporate Dividend Policy Decisions in Nigeria. *Asian Economic and Financial Review*, 3(8), 1110-1121.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares, *Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of finance*, 40(4), 1031-1051.
- Mirbagherijam, M. (2014). Asymmetric Effect of Inflation on Dividend Policy of Iran's Stocks Market. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 4(2), 337-350
- Mohamed, N., Hui, W. S., Omar, N. H., Rahman, R. A., Mastuki, N., & Azis, M. A. (2010). Empirical Analysis of Determinants of Dividend Payment: Profitability and Liquidity. *Accounting Research*. 1-20
- Moradi, M., Salehi, M., & Honarmand, S. (2010). Factors Affecting Dividend Policy: Empirical Evidence of Iran. *Business Excellence*, 4(1), 45-62.

- Moyer, R. C., McGuigan, J. R., & Kretlow, W. J. (2006). *Contemporary Financial Management* (10th Edt.). South Western, USA: Thomson Corporation.
- Mueller, D. C. (1972). A Life Cycle Theory of The Firm. *The Journal of Industrial Economics*, 20(3),199-219.
- Mundati, Z. W. (2013). The Effects of Macroeconomic Variables on The Dividend Payout of Firms Listed At The Nairobi Securities Exchange. Doctoral Thesis, University of Nairobi, Nairobi.
- Muneer, S., & Butt, B. Z. (2013). Dividend Signaling Power on Organizations' Future Earnings: A Brief Review of Dividend Theories. *Актуальні проблеми економіки*, 141(3), 380-387.
- Murtaza, M., Iqbal, M. M., Ullah, Z., Rasheed, H., & Basit, A. (2018). An Analytical Review of Dividend Policy Theories. *Journal of Advanced Research in Business and Management Studies*, 11(1), 62-76.
- Musa, I. F. (2009). The Dividend Policy of Firms Quoted on The Nigerian Stock Exchange: An Empirical Analysis. *African Journal of Business Management*, 3(10), 555-566.
- Musiega, M. G., Alala, O. B., Douglas, M., Christopher, M. O., & Robert, E. (2013). Determinants of Dividend Payout Policy Among Non-Financial Firms on Nairobi Securities Exchange, Kenya. *International journal of scientific & Technology Research*, 2(10), 253-266.
- Naceur, S. B., Goaid, M., & Belanes, A. (2006). On The determinants and Dynamics of Dividend Policy. *International Review of Finance*, 6(1-2), 1-23.
- Neves, E., Pindado, J., & De la Torre, C. (2006). *Dividends: New Evidence on The Catering Theory*. Working Paper, 14/06, Nuevas Tendencias en Direction de Empresas, Universidad de Salamanca, 1-31.
- Nnadi, M., & Tanna, S. K. (2011). Multivariate Analyses of Factors Affecting Dividend Policy of Acquired European Banks. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1779510>, (Erişim Tarihi: 20.08.2018).
- Ocak, M. (2013). Yönetim Kurulu ve Üst Yönetimde Yer Alan Kadınların Finansal Performansa Etkisi: Türkiye'ye İlişkin Bulgular. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 60, 107- 126.
- Ogilvie, J. (2009). *CIMA Official Learning System Financial Strategy*. Amsterdam: Elsevier Ltd.
- Osman, D., & Mohammed, E. (2010). Dividend Policy in Saudi Arabia. *The International Journal of Business and Finance Research*, 4(1), 99-113.

- Özdemir, M. (2016). *Finansal Yönetim* (Üçüncü baskı). İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Özer, M. ve Çiftçi, N. (2008). Ar-Ge Tabanlı İçsel Büyüme Modelleri ve Ar-Ge Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: OECD Ülkeleri Panel Veri Analizi. *SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 8(16), 219-240.
- Özvar, K., ve Ersoy, E. (2017). Sahiplik Yapısının Kar Dağıtım Kararlarına Etkisi: Panel Tobit Yöntemiyle Bir Analiz. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 9(17), 129-147.
- Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency Theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74-95.
- Pandey, I. M. (2015). *Essential of Financial Management* (4th Ed.). New Delhi: Vikas Publishing House Pvt Ltd.
- Panigrahi, S., & Zainuddin, Y. (2015). Dividend Policy Decisions: Theoretical Views and Relevant Issues. *Reports on Economics and Finance*, 1(1), 43-58.
- Paramasivan, C., & Subramaniam, T. (2009). *Financial Management*. New Delhi: New Age International (P) Limited.
- Pekkaya, M. (2006). Kâr Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(4), 183-209.
- Periasamy, P. (2009). *Financial Management* (2nd Ed.). New Delhi: Tata Mcgraw-Hill Education Private Limited.
- Perretti, G. F., Allen, M. T., & Weeks, H. S. (2013). Determinants of Dividend Policies for ADR Firms. *Managerial Finance*, 39(12), 1155-1168.
- Peseran, H. (2004). General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels, University of Cambridge (Vol. 435). Working Paper. <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/s00181-020-01875-7.pdf>, (Erişim Tarihi: 20.06.2020).
- Priya, P. V., & Mohanasundari, M. (2016). Dividend Policy and Its Impact on Firm Value: A Review of Theories and Empirical Evidence. *Journal of Management Sciences and Technology*, 3(3), 59-69.
- Pruitt, S. W., & Gitman, L. J. (1991). The Interactions between The Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major US Firms. *Financial review*, 26(3), 409-430.

- Rafailov, D., & Trifonova, M. (2011). *The Effect of Firm Characteristics on Dividend Decisions of Bulgarian Companies*. 1-16. <http://ssrn.com/abstract=1940945>, (Erişim Tarihi: 08.08.2018).
- Ranti, U. O. (2013). Determinants of Dividend Policy: A study of selected listed Firms in Nigeria. *Manager*, (17), 107-119.
- Rezaloie, Abbas, Zariean, Moein Ve Bjarkenari, Mohammad Aghaie (2013). Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy in Iran. *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*, 4(7): 1984-1990.
- Ricciardi, V., & Simon, H. K. (2000). What is Behavioral Finance?. *Business, Education & Technology Journal*, 2(2), 1-9.
- Riyanti, D., & Yulianto, A. (2018). Catering Theory of Dividend in Dividend Policy: Evidence From Indonesia. *Management Analysis Journal*, 7(2), 180-188.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2010). *Fundamentals of Corporate Finance* (9th Ed.). New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Sakınç, İ., ve Güngör, S. (2015). The Relationship between Ownership Structure and Dividend: An Application in Istanbul Stock Exchange. *Journal of Economics and Development Studies*, 3(4), 19-30.
- Samuels, J. M., Wilkes, F. M., & Brayshaw, R. E. (2000). *Management of Company Finance* (6th Ed.). London: International Thomson Business Press.
- Sapmaz, D. (2009). *Anonim Ortaklık Kurucu İntifa Senetlerinde Kâr Payı Hakkı*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Özel Hukuk Ana Bilim Dalı, İstanbul.
- Satyabrad, G. A., & Raghu, G. A. (2010). *Advanced Financial Management*. Delhi: Himalaya Publishing House.
- Sayılgan, G., ve Gürdal, K. (2004). Yatırım ve Yönetim Kararları Açısından Kâr Kavramındaki Değişim. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22(1), 115-135.

- Sayılgan, G., ve Süslü, C. (2011). The Effect of Macroeconomic Factors on Stock Returns: A Study of Turkey and Emerging Markets. *Journal of BRSA Banking and Financial Markets*, 5(1), 73-96.
- Shamsabadi, H. A., Min, B. S., & Chung, R. (2016). Corporate Governance and Dividend Strategy: Lessons from Australia. *International Journal of Managerial Finance*, 12(5), 583-610.
- Shao, L., Kwok, C. C., & Guedhami, O. (2010). National Culture and Dividend Policy. *Journal of International Business Studies*, 41(8), 1391-1414.
- Sharma, F. C. (2016). *Financial Management*. New Delhi: SBPD Publications.
- Shefrin, H. (2009). Bevarial of Dividends., Baker, H. K. (Editor), *Dividends and Dividend Policy* içinde (179-199). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Shefrin, H., & Statman, M. (2003). The Contributions of Daniel Kahneman and Amos Tversky. *The Journal of Behavioral Finance*, 4(2), 54-58.
- Shim, J. K. & Siegel, J. G. (2007). *Financial Management* (3rd ed.). New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Simon-Oke, O. O., & Ologunwa, O. P. (2016). Evaluation of The Effect of Dividend Policy on The Performance of Corporate Firms in Nigeria. *FUTA Journal of Management and Technology*, 1(1), 111-120.
- Sinha, P. K. (2012). *Financial Management for Lovely Professional University*. New Delhi: Excel Books Private Limited.
- Smith, C. W. (1989). Agency Costs., J. Eatwell, M. Milgate & P. Newman, (Eds.), *The New Palgrave: Finance içinde* (53-56). London: The Macmillan Press Limited.
- Smith, D. M. (2009). Residual Dividend Policy., Baker, H. K. (Editor), *Dividends and Dividend Policy* içinde (115-126). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Stacescu, B. (2006). Dividend Policy in Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*, 20(2), 153-183.
- Şahin, E. E., ve Başaran, N. (2018). Nakit Akışı Kaynaklı Temsil Maliyetlerinin Test Edilmesi: Lojistik Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11(2), 247-256.
- Tanushev, C. (2016). Theoretical Models of Dividend Policy. *Economic Alternatives*, 3, 299-316.



- Taşçı, H., ve Korkmaz, T. (2018). 2008 Finansal Krizinin BİST 100 Endeksindeki Firmalarının Temettü Dağıtım Politikalarına Etkisi. *Business and Economics Research Journal*, 9(3), 605-618.
- Tatoğlu, F. Y. (2013). *Panel Veri Ekonometrisi* (2. Baskı). İstanbul: Beta Yayınevi.
- Tekin, A. (2004). İşletmelerin İzledikleri Temettü Dağıtım Politikasının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 1(2), 25-38.
- Tekin, B., ve Gör, Y. (2018). Şirketlerde Kar Payı Dağıtım Kararı ile Muhasebede Muhafazakârlık Kavramı Arasındaki İlişkinin Analizi: BİST100 Örneği. *Uluslararası Yönetim ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 5(9), 47-58.
- Thanatawee, Y. (2013). Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Finance*, 5(1), 121-132.
- Topaloğlu, E. E., ve Korkmaz, T. (2019). Determination of Micro and Macro Factors Affecting Cash Dividend Payout Policies By Panel Data Analysis: A Research on BİST 100 Index. *Journal of Economics Finance and Accounting*, 6(1), 1-18.
- Trabelsi, D., Aziz, S., & Lilti, J. J. (2018). A Behavioral Perspective on Corporate Dividend Policy: Evidence From France. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(1), 102-119.
- Trang, N. T. X. (2012). Determinants of Dividend Policy: The Case of Vietnam. *International Journal of Business, Economics and Law*, 1(1), 48-57.
- Turaboğlu, T. T. (2004). Vekalet-Temsil-Problem ve Maliyetler. *Ekonomik Yaklaşım*, 15(51), 109-124.
- Tükenmez, M., Susmuş, T., Özkan, S., & Kutay, N. (1999). *Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğine Göre Finansal Yönetim*. İzmir: Vizyon yayınları.
- Tülümce, S. Y., ve Zeren, F. (2013). OECD Ülkelerinde Sağlığın Yakınsamasının Analizi: Panel Birim Kök Testi. *Suleyman Demirel University Journal of Faculty of Economics & Administrative Sciences*, 18(2), 287-300.
- Uludağ, B. K. ve Gökmen, H. (2011). Türk Bankacılık Sektörünün Kârlılığının Dinamik Yaklaşımla Test Edilmesi. *Sözlü Bildiri. İktisat İşletme ve Finans*, 26(308), 71-98.
- Usta, Ö. (2002). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*. İzmir: Anadolu Matbaacılık.

- Van Horne, J. C. (2002). *Financial Management and Policy (12th Ed.)*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of Financial Management (13th Ed.)*. Harlow: Pearson Education.
- Vishwanath, S. R. (2007). *Corporate Finance: Theory and Practice (2nd Ed.)*. New Delhi: SAGE Publications India.
- Wei, G., and Xiao, J. Z. (2009). Equity Ownership Segregation, Shareholder Preferences, and Dividend Policy in China. *The British Accounting Review*, 41(3), 169-183.
- Yeşildağ, E. (2016). Makroekonomik Faktörlerin Borsa İstanbul'daki Endeks Getirilerine Etkisinin Arbitraj Fiyatlamaya Modeli ile Analizi. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, CİEP Özel Sayısı*, 51-76.
- Yıldirtan, D. (2011). *E-Views Uygulamalı Temel Ekonometri*. İstanbul: Türkmen Kitapevi.
- Yıldız, B. (2012). *Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: İMKB Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Bülent Ecevit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Zonguldak.
- Yıldız, B., Gökbulut, R. I., ve Korkmaz, T. (2014). Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: BİST Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(10), 185-206.
- Yılmaz, E. (2014). Halka Açık Olmayan Sermaye Şirketlerinde Kâr Payı Avansının Dağıtılması, Muhasebeleştirilmesi ve Vergilendirme Boyutu. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi (Muvu)/Journal Of Accounting & Taxation Studies (Jats)*, 7(1), 17-30.
- Yılmaz, M. K. (2003). Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Temettü Politikaları Üzerine Bir Analiz: Nakit Temettü-Sektör Davranışı İlişkisi. *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Dergisi*, (7), 25-26, 17-40.

# ÖZGEÇMİŞ

## KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Erkan DENDEŞ  
Doğum Yeri ve Tarihi : Aydın 20.10.1972

## EĞİTİM DURUMU

Lisans Öğrenimi : Adnan Menderes Üniversitesi İktisat Fakültesi  
Lisansüstü Öğrenimi : Adnan Menderes Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü /  
İktisat ABD / Yüksek Lisans  
Bildiği Yabancı Diller : İngilizce

## BİLİMSEL FAALİYETLERİ

### Makaleler:

Dendeş, E. (2004). *Türkiyede milli emlak gelirlerinin genel bütçe içindeki payı ve Aydın ili uygulaması*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Aydın.  
Eser, M., Özdemir, A. ve Dendeş, E. (2016). Ön Lisans Eğitimi Alan Öğrencilerin Kadın Akademisyenlerin Çalışma Yaşamındaki Durumlarına Yönelik Algıları. *Ataturk University Journal Of Economics & Administrative Sciences*, 30(5), 1369-1381.  
Koroğlu, Ç., Dendeş, E., ve Dendeş, A. E. (2019). Hedef Maliyetleme ve Hedef Maliyetlemenin Bir Üretim İşletmesinde Uygulanması. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12(2), 301-315.  
Koroğlu, Ç., Kaderli, Y. ve Dendeş, E. (2017). Yeni Türk Ticaret Kanununda Muhasebe Denetimi Açısından Yapılan Düzenlemeler. *International Journal Of Academic Value Studies (Javstudies)*, 3(13), 337-346.

## İŞ DENEYİMİ

Şef (1998-2005) Aydın Defterdarlığı Milli Emlak Müdürlüğü  
Öğretim Görevlisi (2005-Devam Etmekte) Aydın Adnan Menderes Üniversitesi  
Karacasu Memnune İnci Meslek Yüksekokulu, Karacasu \ Aydın

## İLETİŞİM

E-posta Adresi : edendes@adu.edu.tr  
Telefon : 0 506 503 56 09  
Tarih : 30.09.2020