

**FİRMALARIN TEMETTÜ ÖDEMELERİ İLE FIRMA DEĞERİ  
ARASINDAKİ İLİŞKİ ve BİST 100'de BİR UYGULAMA**

**Pamukkale Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
Yüksek Lisans Tezi  
İşletme Anabilim Dalı  
Muhasebe ve Finansman Programı**

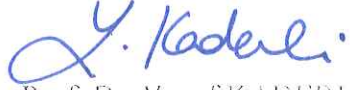
**Merve ARSLAN**

**Danışman  
Doç. Dr. Hafize MEDER ÇAKIR**

**Kasım 2016  
DENİZLİ**

## YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAY FORMU

İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı öğrencisi Merve Arslan tarafından Doç. Dr. Hafize Meder Çakır yönetiminde hazırlanan " Firmaların Temettü Ödemeleri İle Firma Değeri Arasındaki İlişki ve BİST 100’de Bir Uygulama” başlıklı tez aşağıdaki jüri üyeleri tarafından 04.11.2016 tarihinde yapılan tez savunma sınavında başarılı bulunmuş ve Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.



Prof. Dr. Yusuf KADERLİ

Jüri Başkanı



Doç. Dr. İlhan KÜÇÜKKAPLAN


Jüri Üyesi



Doç. Dr. Hafize MEDER ÇAKIR (Danışman)

Jüri Üyesi

Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun 01/12/2016..tarih ve ...27/15.... sayılı kararıyla onaylanmıştır.



**Prof. Dr. Yunus BALCI**  
Müdür

## ÖNSÖZ

Uzun süredir üzerinde çalıştığım “Firmaların Temettü Ödemeleri İle Firma Değeri Arasındaki İlişki ve BİST 100’de Bir Uygulama” konulu tezimi tamamlamış bulunmaktayım. Bu tezin hisse senedi yatırımcılarına ve Finans Bilimi’ne önemli katkılar sunacağına inanıyorum. Çalışmam boyunca desteğini benden esirgemeyen danışmanım Doç. Dr. Hafize Meder hocama teşekkürü kendime borç bilirim. Çalışmamın analiz kısmında bana çok büyük destek olan Prof. Dr. Yusuf Kaderli hocama ve Doç. Dr. İlhan Küçükkaplan hocama şükranlarımı sunarım.

Hayatımın her aşamasında maddi manevi yardım ve desteklerini sonunana kadar hissettiğim kendilerine minnettar olduğum çok kıymetli sevgili babam Ömer Arslan ve çok değerli biricik annem Selma Arslan’a sonsuz saygı, sevgi ve hürmetlerimi sunarım..

Bu tezin tasarımı, hazırlanması, yürütülmesi, araştırmalarının yapılması ve bulgularının analizinde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini; bu çalışmanın doğrudan birincil ürünü olmayan bulguların, verilerin ve materyallerin bilimsel etiğe uygun olarak kaynak gösterildiğini ve alıntı yapılan çalışmalara atıfta bulunulduğunu beyan ederim.

Merve ARSLAN





## ÖZET

### FİRMALARIN TEMETTÜ ÖDEMELERİ İLE FİRMA DEĞERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ ve BİST 100’de BİR UYGULAMA

Arslan, Merve

Yüksek Lisans Tezi

İşletme Programı

Muhasebe ve Finansman Anabilim Dalı

Tez Yöneticisi: Doç. Dr. Hafize Meder Çakır

Kasım 2016

Firmaların temettü politikası, yılsonunda elde edilen karın hangi oranda hissedarlara dağıtılacağı, hangi oranda şirket bünyesinde bırakılarak oto finansman aracı olarak kullanılacağını belirler. Bilindiği üzere bilim insanlarınca savunulan teorilere göre temettü politikasının firma değerini etkilediğine dair bir hem fikirlik mevcut değildir. Bu çalışmanın amacı, işletmelerin temettü ödeyeceklerinin kamuya duyurması sonucunda ilgili firmaların hisse senetlerinin anormal getiri elde edip etmeyeceklerini, olay etüdü (event study) metodu kullanılarak tespit edilmesidir. Böylelikle firmaların temettü dağıtma kararları ile firma değeri arasındaki ilişki ortaya konulacaktır. Uygulama, üretim sektöründe yer alan, BİST 100 Endeksi’ne kote olmuş ve 2016 yılında temettü ödemesi yapan 31 firma üzerinde yapılmıştır. Etkin piyasalar hipotezine göre yarı formda etkin piyasalarda kamuya duyurulan bilgiler, ilgili firmaların hisse senetlerinde anormal getiriye sebep olmamaktadır. Bu çalışma ile aynı zamanda Türkiye sermaye piyasasının yarı güçlü formda ne kadar etkin olduğu da ortaya konulması hedeflenmiştir. Yapılan çalışmalar sonucunda elde edilen bulgulara göre, firmaların temettü ödeyeceğini duyurmaları sonucunda, ilgili firmaların hisse senetleri fiyatlarının pozitif yönlü anormal getiri sağladıkları tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Temettü Dağıtım Politikası, Firma Değeri, BIST 100 Endeksi, Olay Etüdü, Etkin Piyasalar Hipotezi.

**ABSTRACT**  
**RELATION BETWEEN FIRM VALUE AND DIVIDEND PAYMENT:**  
**EMPIRICAL EVIDENCE FROM BIST 100**

Arslan, Merve

Master Thesis

Business Administration Department

Accounting And Finance Programme

Adviser of Thesis: Assoc. Prof. Hafize Meder akır

November 2016

**Dividend Policy is one of the most important researched areas In the field of Finance. Finance management should decide; what persantage of profit should be distrubuted to shareholders and what persantage of profit should be lefted in company will be used as self-financing tool. As known; there is not consensus on “dividend policy affects firm value. Some scientists defend, divident policy affects firm value. Contrarily some scientist defend, divident policy don’t affects firm value as Modigliani and Miller. At this study, we analyze firm value is affected by divident policy or not. To test the hypothesis (Divident policy affect firm value), is used Event Study method. On the other hand, according to Efficient Market Hypothesis, if market is efficient on semi-strong form firms can not accieve ab-normal return on stock when they announce new knowledge to public. This study confirm that, BİST is efficient on semi-strong form according to Efficient Market Hypothesis. This study purpose that, when firms announce that they will distrobute dividenet payment, these firm’s stocks will achieve ab-normal return or not. Divident payment decision have an impact on firm value or not.**

**Keywords:** Divident Dıstrubition, Firm Value, BIST 100, Event Study, Efficient Market Hypothesis.

## İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ .....	i
ÖZET .....	iii
ABSTRACT .....	iv
İÇİNDEKİLER .....	v
ŞEKİLLER DİZİNİ .....	vii
TABLolar DİZİNİ .....	viii
KISALTMALAR DİZİNİ .....	ix
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### TEMETTÜ POLİTİKASINA DAİR TEMEL KAVRAMLAR

1.1. Temettü Politikasına İlişkin Temel Kavramlar .....	2
1.1.1 Kâr Kavramı .....	2
1.1.2 Kar Payı (Temettü) Kavramı .....	4
1.1.3 Firma Değeri Kavramı .....	5
1.2. Diğer Değer Kavramları .....	12
1.2.2 Nominal Değer .....	12
1.2.3 Tasfiye Değeri .....	12
1.2.4 İşleyen Teşebbüs Değeri .....	13
1.2.5 Borsa Değeri .....	13
1.2.6 Muhasebe Değeri (Defter Değeri) .....	14

### İKİNCİ BÖLÜM

#### TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER, TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARI VE TEMETTÜ ÖDEME ŞEKİLLERİ

2.1. Temettü Politikasını Etkileyen Faktörler .....	15
2.1.1 Kanun ve Sözleşme Hükümleri .....	15
2.1.2 Vergi Düzenlemeleri .....	17
2.1.3 Yatırım Olanakları .....	18
2.1.4 Likidite Durumu .....	19
2.1.5 Ekonomik Faktörler ve Belirsizlik .....	20
2.1.6 Borçluluk Durumu .....	21
2.1.7 Kontrol Yetkisini Koruma Arzusu .....	22
2.1.8 Yöneticilerin Tutumu .....	23
2.2. Temettü Politikası Türleri .....	23
2.2.1 İstikrarlı Temettü Dağıtım Politikası .....	24
2.2.2 Sabit Tutarda Temettü Dağıtım Politikası .....	25



2.2.3. Sabit Oranda Temettü Dağıtım Politikası .....	26
2.2.4. Düzenli Sabit Bir Kar Payı + Eklemeler .....	27
2.3. Temettü Ödeme Şekilleri .....	27
2.3.1. Nakit Temettü Ödemesi .....	28
2.3.2. Hisse Senedi Olarak Temettü Ödemesi .....	28
2.3.3. İşletmelerin Kendi Hisse Senetlerini Satın Alarak Temettü Ödemesi .....	31
2.3.4. Hisse Senetlerinin Nominal Değerlerinin Azaltılması Yoluyla Hisse Senetlerinin Adedinin Artırılması İle Temettü Ödemesi ( Stock-Split) .....	31

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

#### TEMETTÜ POLİTİKASININ FİRMANIN PİYASA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ

3.1. Temettü Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisine İlişkin Savunulan Teoriler..	33
3.1.1. Temettü İlişkisizliği Teorisi (Divident Irrelevance Theory).....	33
3.1.2. Eldeki Kuş Teorisi (Bird-in-the-Hand Theory) .....	36
3.1.3. Vergi Farklılığı Teorisi .....	38
3.1.4. Bilgi İçeriği ve Sinyal Yaklaşımı.....	39
3.1.5. Vekâlet Teorisi.....	41

### DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

#### FİRMALARIN TEMETTÜ ÖDEMELERİ İLE FİRMA DEĞERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ VE BİST 100'de BİR UYGULAMA

4.1. Literatür İncelemesi .....	44
4.2. Çalışmanın Amacı ve Yöntemi.....	55
4.2.1. Olay Etüdü (Event Study) Yöntemi Metodolojisi ve Önemi .....	56
4.2.2. Çalışmada Kullanılan Veri.....	58
4.3. Hipotezler.....	60
4.4. Araştırma Bulguları .....	60
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	67
KAYNAKLAR .....	69
EKLER.....	77
ÖZGEÇMİŞ .....	84

## ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.1. Kar, Zarar ve Başabaş Noktasının Oluşumu.....	3
Şekil 2. Firma Değerini Belirleyen Kararlar .....	7
Şekil 3. Temel Analiz Yönteminin Aşamaları .....	8
Şekil 4. Finansal Yöneticinin Karar Alanları.....	11
Şekil 5. Temettü Etkisizliği ve Eldeki Kuş Temettü Dağıtım Teorileri .....	37
Şekil 6. Olay Penceresi.....	58
Şekil 7. Kar Payı Dağıtımını Yapacağını Duyuran Firmaların Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerinin Olay Tarihine Duyarlılığı .....	61
Şekil 8. 2016 Yılında Kar Payı Dağıtımını 2015 Yılına Göre Artıran Firmaların Kümülatif Anormal Getirilerinin Olay Tarihine Duyarlılığı .....	64
Şekil 9. 2016 Yılında Kar Payı Dağıtımını 2015 Yılına Göre Azaltan Firmaların Kümülatif Anormal Getirilerinin Olay Tarihine Duyarlılığı .....	66

## TABLolar DİZİNİ

<b>Tablo 1. Literatür Tablosu.....</b>	<b>52</b>
<b>Tablo 2. Analize Tabi Tutulan Hisse Senetleri.....</b>	<b>58</b>
<b>Tablo 3. 2016 Yılında Kar Payı Dağıtımını Yapacağını Duyuran Firmalara Ait Ortalama Anormal Getiriler (AAR) ve Kümülarif Ortalama Anormal Getiriler (Olay Tarihinden 5 Gün Önce ve 5 Gün Sonrası İçin).....</b>	<b>60</b>
<b>Tablo 4. 2015 Yılı Kar Payı Ödeme Oranları ile 2016 Yılı Kar Payı Ödeme Oranları .....</b>	<b>62</b>
<b>Tablo 5. 2016 Yılı Ödediği Kar Payı Oranını 2015 Yılına Göre Arttıran Firmalar ve 2016 Yılı Ödediği Kar Payı Oranını 2015 Yılına Göre Azaltan Firmalar Firmaların Listesi.....</b>	<b>63</b>
<b>Tablo 6. 2016 Yılında Kar Payı Dağıtımını 2015 Yılına Göre Arttıran Firmaların Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri.....</b>	<b>63</b>
<b>Tablo 7. 2016 Yılında Kar Payı Dağıtımını 2015 Yılına Göre Arttıran Firmaların Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri.....</b>	<b>65</b>

## KISALTMALAR DİZİNİ

<u>Kısaltmalar</u>	<u>Açıklamalar</u>
BIST :	Borsa İstanbul
TTK :	Türk Ticaret Kanunu
SPK :	Sermaye Piyasası Kanunu
AR :	Anormal Getiriler
AAR :	Ortalama Anormal Getiriler
CAR :	Birikimli Anormal Getiriler
CAAR :	Birikimli Ortalama Anormal Getiriler



## GİRİŞ

Günümüz finans literatüründe, firma sahip ve yöneticilerinin en temel hedefi firmalarının piyasa değerinin maksimize edilmesidir. Firmaların değerini belirleyem üç esas karar vardır. Bu kararlar (Akgüç, 2010: 5);

- Yatırım kararları,
- Finansman kararları,
- Temettü politikası kararları.

Finans yöneticisi firmanın yatırımına, finansmanına ve temettü dağıtımına ilişkin kararlarını alırken, firma değerini maksimum kılacak kararın hangisi olduğunu araştırmalı ve onu uygulamalıdır. Temettü politikası, firmanın yıl sonunda elde edilen karın ne kadarının ortaklara temettü olarak dağıtılıp, ne kadarının da dağıtılmayarak firma bünyesinde bırakılacağına ilişkin kararları içerir. Yatırımcılar tasarruflarını, düzenli ve yüksek oranda temettü getirisi sağlayacak hisse senetlerine yatırmayı tercih ederler. Fakat firmanın hem yüksek temettü ödemesini beklemek, hem de büyümesini beklemek birbiriyle çelişen iki amaçtır. Yüksek oranda temettü dağıtımı yapan firma daha az oto-finance yapacaktır. Firma yöneticilerinin belirledikleri temettü politikası hem firmanın büyüme seyrine engel olmamalı, hem de hissedarların temettü beklentileri karşılmalıdır (Demirel, 2014: 93).

Yatırımcılar birikimlerini, istikrarlı temettü ödemesi yapan firmaların hisse senetlerine yatırmayı tercih edeceklerdir. Firmaların istikrarlı olarak temettü ödemesi yapması, yatırımcı tarafından firmanın iyi durumda olduğu şeklinde algılanacaktır.

Bu çalışmayla, firmaların temettü ödemesi yapacağını kamuya duyurması, ilgili firmaların hisse senetlerinde anormal getiriye sebep olup olmayacağını tespit edilmesi hedeflenmektedir. Yani, firmaların temettü dağıtma kararı, ilgili firmaların değeri üzerindeki etkisi araştırılmıştır.

Etkin piyasalar hipotezine göre, yarı güçlü formda etkin piyasalarda, firmalar kamuya duyurdukları hiçbir bilgi ile hisse senetlerinde anormal getiri elde edemezler. Bu çalışma ile hem firmaların temettü dağıtma kararları kamuya duyurulduğunda, firma değerinin bundan nasıl etkilendiği tespit edilmiş olacaktır. Hem de Türkiye’de sermaye piyasasının yarı güçlü formda ne ölçüde etkin olduğu ortaya konulmuş olacaktır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### TEMETTÜ POLİTİKASINA DAİR TEMEL KAVRAMLAR

Çalışmanın birinci bölümünde kar, kar payı, firma değeri ve diğer değer kavramları (nominal değer, tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değeri, borsa değeri ve muhasebe değeri) kavramları açıklanmıştır.

#### 1.1. Temettü Politikasına İlişkin Temel Kavramlar

Çalışmanın birinci bölümünde sırasıyla, temettü politikası ile ilgili temel kavramalar (kar, kar payı, firma değeri), temettü politikasını etkileyen faktörler ve temettü politikası türleri açıklanmıştır.

##### 1.1.1 Kâr Kavramı

Kar, işletmelerin ekonomik hedefler silsilesinin, ilk basamağıdır. Kar; yöneticileri, işletme sahiplerini ve çalışanları harekete geçiren en önemli faktördür. Çünkü işletme daha çok kar ettiği zaman, işletme sahipleri; sermayesini, diğer çıkar grupları ise; gelirlerini artıracaklardır (Akkuş, 2010: 23). Dar anlamıyla karın, bir işten elde edilmiş kazanç olarak tanımlanması mümkündür (Yılmaz, 1996: 443).

Günümüzde en yaygın anlamıyla kar, ilgili hesap dönemi sonundaki öz sermayenin, ilgili dönem başındaki öz sermayeden fazla olmasıdır. Dönem sonunda kar gerçekleşti diyebilmek için, bilançoda aktif ve pasif kalemlerinde oluşan değişikliğin, öz sermayede bir artış sağlıyor olması gerekmektedir. Dönem sonunda elde edilen gelire kar denemez. Elde edilen gelirden, dönem boyunca söz konusu faaliyet için katılan maliyetler, faaliyet giderleri ve diğer giderler düşüldükten sonra arta kalan pozitif miktardır kar. Ayrıca, dönem sonunda saptanan kar, dönem sonundaki öz sermaye miktarının, dönem başındaki öz sermaye miktarına nazaran bir artışa neden olmasını gerektirir. Şayet dönem sonu öz sermaye miktarı, dönem başı öz sermaye miktarı ile aynı ise, gerçekleşen işlem temettü dağıtımı değil, öz sermayenin itfasıdır (Usta, 2008: 71-72).

Kar işletmelerin içinde bulunduğu dönemin performansı hakkında bilgi veren en önemli kriterdir. Pazar konjonktürü karı etkilediği gibi, işletme politikası da karı etkilemektedir. Karı etkileyen politikalardan başlıcaları; yatırım, finansman ve kar payı politikalarıdır (Bülbül, 2003: 1).

Genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri doğrultusunda hesap dönemi karı şu şekilde formülize edilir:



“ KAR = [(Net Satışlar + Diğer Gelirler) – (Satışların Maliyeti + Faaliyet Giderleri + Diğer Giderler)]”

Bu şekilde tanımlanan kara “ Ticari Kar” da denir. Ticari kardan, yasal olarak ödenmesi gereken tutar düşüldükten sonra kalan tutara “ Dağıtımdan Önceki Kar” denir.

Mal ve hizmet üreten işletmelerin var oluş nedeni toplumun istek ve ihtiyaçlarını karşılamaktır. Toplumdaki bireyler için fayda maksimizasyonu sağlarken, firmalar mevcudiyetlerini sürdürebilmek ve büyüebilmek için karlarını da maksimize etmeyi hedefler. Kar maksimizasyonu tüm işletmelerin en temel hedeflerinden birisidir. Kar; Dönem sonunda elde edilen satış gelirinin, o dönemde katlanılan maliyet ve giderlerden fazla olmasıdır. Kar birçok analizde gösterge olarak kullanılır. Kar en önemli performans kriterlerindedir. Yüksek kar, büyümenin, başarının, başarılı yönetimin sinyalleridir (Özenalp, 2000: 3, Omağ, 2007: 3).

Ekonomik sınırların ortadan kalktığı, rekabetin hat safhada olduğu, teknolojik ilerlemenin çok hızlı olduğu günümüz koşullarında, işletmeler var olabilmek, büyüebilmek, rekabet üstünlüğü elde edebilmek, sahiplerinin gelirlerini maksimum kılmak için her dönem sonunda kar etmeyi hedefler. Her dönem sonunda karlarını maksimum düzeye çıkarmak için mümkün merteye maliyetleri minimum düzeye indirip, satış fiyatını ise üst seviyeye çekmenin çeşitli yollarını ararlar. Bu hedeflerine ulaşabilmek için en uygun yatırım alanlarına ve üretim konularına yönelip bu yatırımın finansman kararını en uygun şekilde vermek için çabalarlar (Sabuncuoğlu ve Tokol, 1997: 18-19).

**Toplam Gelir > Toplam Gider → KAR**

**Toplam Gelir < Toplam Gider → ZARAR**

**Toplam Gelir = Toplam Gider → BAŞABAŞ NOKTASI**

**Şekil 1.1. Kar, Zarar ve Başabaş Noktasının Oluşumu**

**Kaynak:** Demirel, 2014: 5

Kar işletme performansını belirleyen en temel kriterlerdendir. Eğer firma kar ederse işletme sahibinin sermayesinin artmasına sebep olacaktır. Kar demek bir faaliyetten sağlanan faydadır. İşletme varlığını devam ettirebilmek, var olabilmek, büyüebilmek, yeni yatırımlar yapabilmek, rekabet üstünlüğü sağlayabilmek için kar

etmek zorundadır. Kar firmalar için ne kadar hayati ise, yatırımcılar, tedarikçiler, devlet gibi işletme dışı faktörler için de bir o kadar kıymetlidir ( Demirel, 2014: 3).

İşletmeler küçük ya da büyük ölçekli işletme olmaları fark etmeksizin varlıklarını devam ettirebilmek için kar etmek zorundadırlar. Gelecek belirsizdir ve risklidir. İşletme kar ettiği dönemlerde tüm karı dağıtmayıp bünyesinde yedek akçe olarak barındırmalıdır ki gelecekte gerçekleşmesi muhtemel zararlardan kendisini koruyabilsin (Şimşek, 2005: 153).

### **1.1.2. Kar Payı (Temettü) Kavramı**

Temettü kavramı, geçmişte de günümüzde de genel olarak aynı şekilde tanımlanmıştır. Temettü, İşletmelerin dönem sonundaki kazancının, hissedarlar arasında dağıtılması olarak tanımlanmıştır (Frankfurter and Wood, 2003: 3).

Firma ortakları firmaya yatırdıkları sermayeleri oranında artık firmanın sahiplerindedir. Hisse senedi satın alma yoluyla kişiler firmaya sermaye sağlayarak, firma sahipliği ya da ortaklığına hak kazanırlar. Dönem sonunda hisseleri oranınca işletmede gerçekleşen kardan pay almaya hak kazanırlar. Firma sahip ya da ortakları bu haklarını, hisse senetlerini göstermeden, hisse senedinde yer alan kar payı kuponlarını kullanarak değerlendirirler (Selimler, 2001: 4). İşletmelerin dönem sonunda elde edilen toplam kardan, hisseleri oranınca pay sahiplerine ya da ortaklara dağıttığı kısma “temettü” ya da “kar payı” adı verilir (Özdemir, 1999: 417) Yasalara uygun olarak ihraç edilen hisse senetleri, sahiplerine kar payı hakkı sağlamaktadır. Hisse senetleri sahiplerinin elde ettikleri kar payları, işletmeye sağladıkları sermayenin getirisi olarak tanımlanmaktadır (Omağ, 2007: 7).

İşletmeler fon sağlamak için hisse senedi ihraç ederler. Yatırımcılar ise birikimlerini değerlendirmek için hisse sendi satın alırlar ve işletmenin ortaklarından biri olurlar. Temettü aslında ortakların işletmeye yapmış oldukları yatırımların getirisi ve kazancıdır. Ortaklar birikimlerini hisse senedi satın alarak değerlendirirken aslında iki türlü kazanç sağlamayı umarlar: 1- Sermaye Kazancı 2- Temettü. Sermaye Kazancı; Hisse senetlerinin satış fiyatının alış fiyatından yüksek olması durumudur. Yani hisse senedinin değer kazanması durumudur. Temettü: Dönem sonunda işletmenin ortaklarının, dağıtılabilir net kardan aldıkları paydır (Okka, 2009: 531). Temettü ödemesi dağıtılabilir net kardan yapılır. Hesap döneminin net karından, vergi ve diğer yasal yükümlülükler ve geçmiş yıllara ait zararlar çıkarıldığında dağıtılabilir net kara



ulaşılır. Bu tutar üzerinde işletme ortaklarına kar payı ya da temettü ödemesi gerçekleştirilir (Adaoğlu, 2009: 5).

İşletme finans yöneticisinin en temel amacı, işletmenini piyasa değerini maksimize etmektir. Dolayısıyla firma sahiplerinin de servetleri maksimize olacaktır. Firma sahipleri firma değerini yani hisse senedi fiyatlarını, firmanın ne miktarda ve hangi oranda temettü dağıttığına göre değerlendirmektedir. Genel olarak işletme sahipleri düzenli olarak ve yüksek miktarda temettü geliri elde etmeyi umaralar (Usta, 2008: 77–78). İşletme yöneticileri, işletme sahiplerinin temettü beklentileri ile işletmenin uzun vadede piyasa değeri arasında optimal dengeyi sağlamaları gerekmektedir. İşletme yöneticilerinin en temel vazifelerinden biri, işletmelerin optimal öz sermaye yapılarını belirlemek konusunda karar almaktır. İşletmenin optimum borç /öz sermaye oranını; öz sermayenin ne kadarının ek sermaye artışı yolu ile, ne miktarının oto finansman (dağıtılabılır karın temettü olarak dağıtılmayıp, işletme bünyesinde tutulması) yöntemi ile sağlanacağı konusunda karara varmasıdır. Dolayısıyla temettü politikası işletmenin finansman politikasının ayrılmaz bir parçasıdır ( Usta, 2008: 77). İşletme ortakları yani yatırımcılar kısa vadeli düşünüp karar alırken, işletme yöneticileri daha uzun vadeli düşünüp karar alırlar. İşletme yöneticileri karın dağıtılmayıp, gelecek dönemlerde yatırımın finansmanı olarak değerlendirmeyi tercih ederlerken, hissedarlar temettü getirisi olarak karın kendilerine dağıtılmasını isteyebilirler. İşletme yöneticileri hissedarların beklentileri ve refahı ile işletme çıkarları arasında denge sağlamak zorundadır (Çelik, 2013: 115).

İşletmelerin en temel amacı firma değerinin maksimizasyonu yani hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının artmasıdır. Bunun gerçekleşebilmesi için işletme hissedarlarının beklentileri doğrultusunda temettü dağıtımını yapmak durumundadır. (Demirel, 2014: 8). Block ve Hirt'in (2010) yaptığı çalışmada; gerçekleştirilen kar payı ödemelerinin hissedarlar için bilgi içeriği sağladığı tespit edilmiştir. Block ve Hirt'in (2010) tespitine göre; temettü ödemelerinin devam etmesi ya da artması durumu pozitif bir sinyal veriyor iken, temettü ödemelerinin azalması ya da temettü ödemesinin yapılmaması negatif sinyal olarak algılandığı tespit edilmiştir.

### **1.1.3. Firma Değeri Kavramı**

Günümüz finans literatüründe işletmelerini en temel hedefi, pay senetlerinin piyasa değerini maksimum kılmaktır. Firma değerinin maksimize olması en basit ifade ile ortakların servetlerinin en yüksek seviyeye çıkartılmasıdır (Pike ve Neale, 1999: 11).

Küçük işletmelerde yönetici ile sahip aynı kişidir. Büyük çaplı işletmelerin çok sayıda ortakları olduğundan dolayı sahiplik ile yöneticilik birbirinden ayrılması zaruridir. Bu ayırım, sahipler ile yöneticilerin amaçlarının ortak olması ile mümkündür. Finans literatüründe bu ortak amaç firma değerinin maksimizasyonu olarak tanımlanmıştır (Omağ, 2007:17).

Firma değeri, işletmenin pazarda, yani borsada ya da tezgâh üstü piyasada (organize olmamış piyasada) pay senetlerinin alış ve satış fiyatlarını ifade eder (Okka, 2009a: 20):

Bir işletmenin firma değeri, işletmenin pay senetlerinin piyasa değeri ile pay senedi adedi çarpılarak hesap edilir (Korkmaz ve Karaca, 2013: 169).

Pay Senetlerinin Piyasa Değeri × Hisse Senedi Adedi → **İşletmenin Piyasa Değeri**

Firma değerini maksimize etme kararı ile kar maksimizasyonu hedefleri birbirinden farklıdır. Hesap sonunda karı ve hisse başına geliri maksimum kılma amacı, firma değerini maksimum kılma amacının yanında daha sığdır. Gelecek risk ve belirsizlikleri bünyesinde barındırır. Bir firmanın değeri gelecekte elde etmesi muhtemel gelire ve bu gelirin elde edilmesindeki risk derecesine bağlıdır. İki firmanın elde edeceği muhtemel gelirin eşit olduğunu farz edelim. Hangi firmanın bu geliri elde etmesindeki risk düzeyi düşük ise, o firmanın piyasa değeri (hisse senedi fiyatı) daha yüksektir (Akgüç, 2010: 2 ).

Firma sahiplerinin ve finansal yöneticilerinin birincil ve ortak finansal hedefleri, firmanın cari değerinin maksimize edilmesi olmalıdır. Bazı yöneticilerden hedeflerinin ‘karı en yüksek düzeye çıkarmak’ olduğunu işitebiliriz. İlk önce bakıldığında bu cümlede her ne kadar göze batan bir şey olmasa da, aslında firma yöneticilerinin iyi tanımlanmış temel amacı karın en üst düzeye çıkarılması olmamalıdır. Birincil amaç kar maksimizasyonu yerine firma hissedarlarının servetlerinin yani firma değerinin maksimizasyonu olmalıdır. Bunun üç nedeni vardır (Brealey vd., 1997: 12):

1. “ Karı en yüksek düzeye çıkarmak”, “hangi yılın karını ” sorusunu cevapsız bırakır.
2. Bir işletme gelecekteki kâr artışını, bu yıl kâr payı dağıtmayıp serbest kalan fonları yatırmak yoluyla sağlayabilir. İşletme ek yatırım üzerinden çok düşük bir getiri oranı elde ediyorsa, bu da yatırımcıların faydasını maksimize eden opsiyon değildir.



3. Farklı muhasebe müdürleri kârları farklı şekillerde hesap edebilirler. Bu sebeple, kullanılan muhasebe kuralları dizisine göre kar miktarları değişebilir. Kullanılan bir muhasebe kuralları dizisinde karlar yükselirken, kullanılan başka muhasebe kuralları dizisine göre karlar azalabilir.

Şirketler firma değerlerini maksimum kılmak için 3 kriter hususunda, çok dikkatli karar vermelidir;



**Şekil 2. Firma Değerini Belirleyen Kararlar**

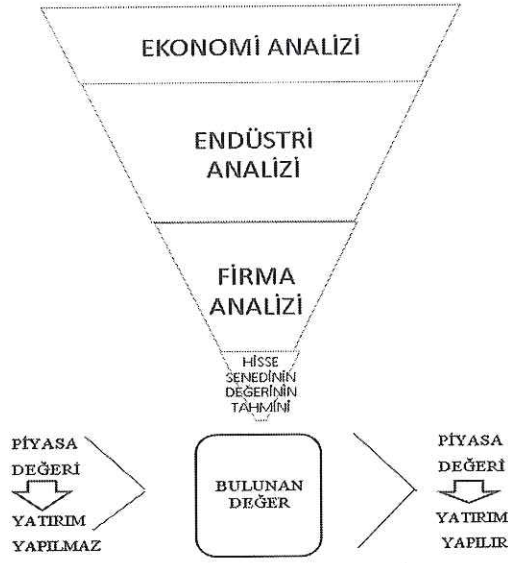
Kaynak: Bakır, 1976: 1

- Yatırım kararları (Investment Policy)
- Finansal Kararlar (Financial Policy)
- Temettü Kararları (Dividend Policy)

Günümüz finans literatüründe, firma değeri maksimizasyonun en temel hedef olduğunu ifade edilir. Firma değerini belirleyen kararlar vardır. Bunlar; Firmaların yatırım kararları, hangi iktisadi varlıklara (aktif değerlere) ve ne miktarda yatırım yapılacağına dair kararları içerir. Ayrıca tüm bu kararlar varlık yapısını ve aktif büyüklüğünü gösterir. Finansal Kararlar, yatırım kararlarını gerçekleştirebilmek için gerekli olan fonların nasıl sağlanacağına dair kararları içerir. Temettü dağıtımına ilişkin kararlar, firmaların temettü dağıtıp dağıtmayacakları, dağıtacaklarsa ne kadarını ne nasıl dağıtacakları hususundaki kararlarını içerir (Akgüç, 2010: 3).

Firmaların faaliyetlerine devam edebilmeleri ve rekabet üstünlüğü sağlayabilmeleri için kar etmek zorundadırlar. Dağıtılabilir net kar üzerinden hissedarlarına temettü dağıtmak, firmanın piyasa değerini olumlu yönde etkileyecektir. Yatırımcıların tercihi ise piyasa değeri yüksek olan işletmenin hisse senetlerini satın alma yönünde olacaktır.





### Şekil 3. Temel Analiz Yönteminin Aşamaları

**Kaynak:** Ercan ve Ünsal, 2005: 122

İşletmelerin, hem büyümeleri, hem de düzenli ve yüksek temettü dağıtımları hedeflenirse, bu iki amaç birbiriyle çelişir. Çünkü büyümek için yeni yatırımlar gerekir ki işletme dağıtılabılır karları ortaklara dağıtmayıp, şirket bünyesinde bırakıp yatırımların finansmanında kullanmayı tercih edebilir. Fakat yüksek temettü dağıtımı, daha az oto finansman yani şirket bünyesine daha az kar bırakmaktır. Bu sebeple, finans yöneticileri bu iki amaç arasında denge kurmak zorundadır ve ortakların refahını baz alarak adım atmalıdır (Ceylan, 2003: 231). İşletmelerin dönem sonunda, faaliyetlerinden sağladıkları karı, ortaklarına temettü olarak dağıtması kararı, karın oto finansman olarak şirket bünyesinde bırakılması kararından daha uygun bir karar ve strateji olduğunu söylemek mümkündür. Çünkü karın oto finansman amacı ile şirket bünyesinde bırakılması sonucunda, ortakların temettü gelirleri düşmekte ve dolayısıyla refah seviyeleri düşmektedir (Omağ, 2007: 7)

Finansal analiz ve planlama aşamalarında, kar payları ile ilgili kullanılan oran temettü dağıtım rasyosudur. Bu oran, firmanın ödediği kar payının (temettünün), net kara bölünmesi ile bulunur (Omağ, 2007: 7).

Dağıtılan Kar Payı (Ödenen Temettü)

$$\text{Temettü Dağıtım Rasyosu} = \frac{\text{Dağıtılan Kar Payı (Ödenen Temettü)}}{\text{Net Kar}}$$

Kar payı ödeme rasyosu ( Dağıtılan kar payı / Net kar), yatırımcılara firmanın yaşam döngüsünde hangi evrelerinde olduğu hakkında bir bilgi de sağlar. Firma ilk

kurulduğu yıllarda yüksek oranda temettü dağıtması çok mümkün değildir. Firma yaşam eğrisinin büyüme evresinde de yüksek oranda temettü dağıtamaz, karları yatırımın finansmanı olarak değerlendirmesi beklenir. Firma olgunluk aşmasında iken diğer aşamalara nazaran daha yüksek miktarda temettü dağıtması beklenir (Block ve Hirt, 2000: 542). Karlı yatırım fırsatlarının az, ekonomik konjonktürün durgun, yabancı kaynağa ulaşmanın kolay ve ekonomik olduğu dönemlerde kar payı ödeme rasyosu yüksektir, yani firma yüksek oranda temettü dağıtmıştır. Piyasada karlı yatırım fırsatlarının olduğu, yabancı kaynaklara erişmenin zor ya da çok maliyetli olduğu dönemlerde ise firma dönem sonunda elde ettiği karı, temettü olarak dağıtmayıp oto finansman aracı olarak kullanmayı tercih ettiği için, temettü dağıtım rasyosunda düşüş olur (Khan ve Jain, 2004: 25-1).

İşletme yöneticileri, temettü politikasının işletmenin geleceği ve firma değerinin maksimizasyonu için hayati olduğunun bilincindedirler. Bir işletmenin temettü politikasını hayati kılan nedenler, özetle şu şekildedir (Berk, 2003: 308):

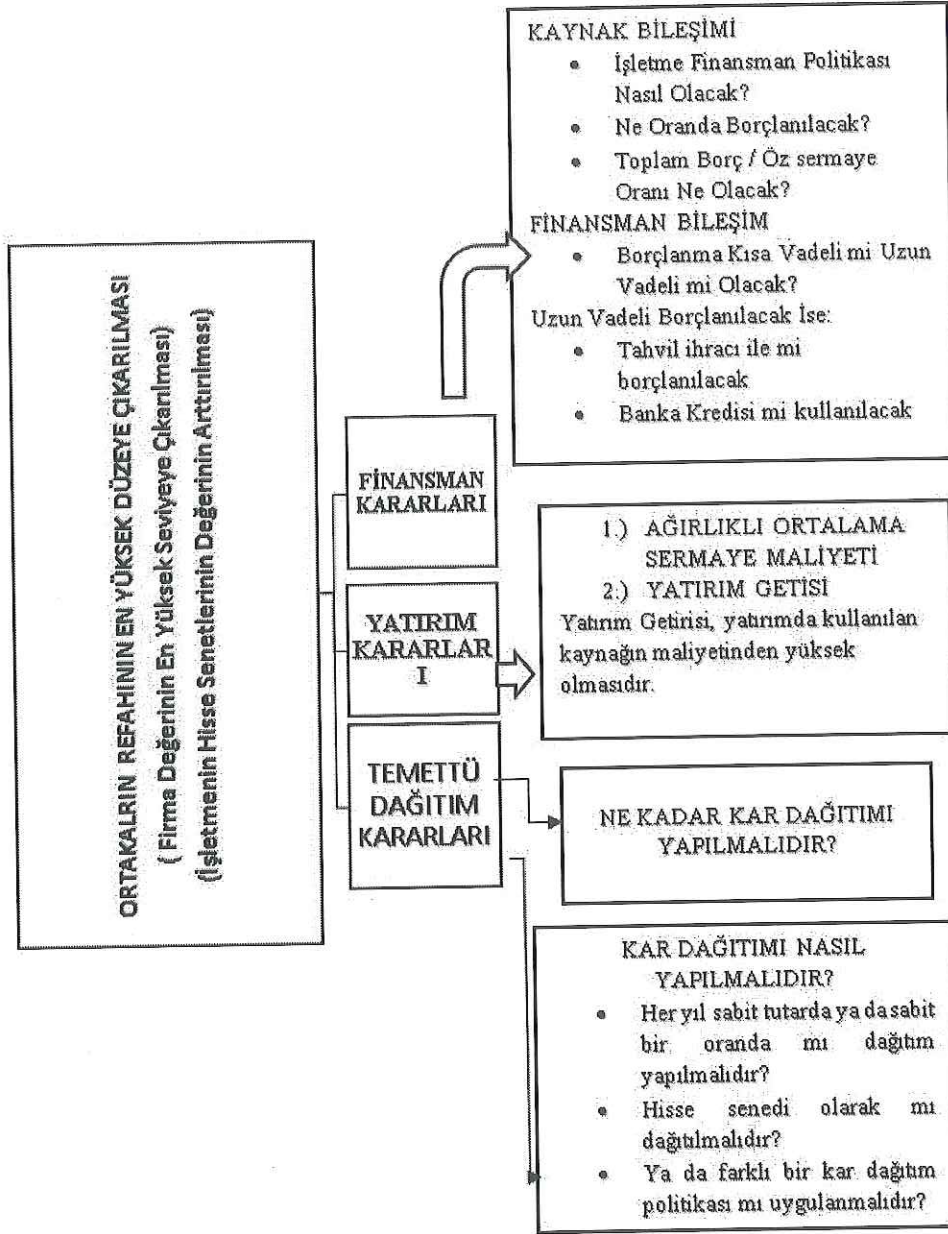
- Temettü politikası, yatırımcı davranışlarını etkiler. Örneğin firma temettü dağıtmaz ya da düşük temettü dağıtırsa hissedarlar bu duruma olumsuz tepki gösterirse, bazı sorunlar ortaya çıkabilir. Ayrıca işletme yöneticileri temettü politikasını belirlerken, hissedarların çıkarlarını maksimum kılmayı göz önünde bulundurmaları zorundadırlar. Aksi takdirde hissedarlar, pay senetlerini satarlar. Bu durumda firmanın piyasa değeri olumsuz etkilenerek, piyasa değerinde düşüş gerçekleşir.
- Temettü politikası, işletmenin finanslama programını ve sermaye bütçesini etkiler. Karlar temettü olarak dağıtılmayarak, firmanın yatırımlarının finansmanında oto finansman aracı olarak kullanılabilir. Yani yatırımlar için yeni bir kaynaktır.
- Firmaların uyguladıkları kar payı politikası, firmaların nakit akımını etkiler. Likidite sıkıntısı olan firmalar, kar payı ödemelerini sınırlarlar. Firmalar dağıtmadığı kar payları ile dönen varlıklarını finanse etmeyi tercih edebilirler.
- Hissedarlara ödenen kar payları, şirket bünyesinde bırakılan karlardan gerçekleştirildiği takdirde, ortakların şirketteki varlıkları azalmakta ve borç/öz sermaye oranı artmaktadır. Bu da gelecek zamanlarda elde edilecek temettü gelirinde azalışa neden olacaktır.

Sonuç olarak görülüyor ki; işletmelerin temettü politikaları, işletmenin piyasa değerini, büyüme hızını, ortakların servetlerini ve refahlarını etkileyecek kritik ve önemli bir unsurdur. Bu sebeple, net karın hangi oranlarda, hangi ölçüler içerisinde dağıtılarak, kar payı ve dağıtılmamış karlar arasında bölüneceği, firma yönetiminin alacağı en kritik kararlardandır (Akgüç, 2010: 778)

İşletme yöneticisinin en temel amacı firma değerinin maksimizasyonudur. Firmanın piyasa değerini en yüksek seviyeye çıkarması ile işletmenin piyasada hisse senedi fiyatları yükselmiş olur ve hissedarların servetleri ve refahları da en yüksek seviyeye çıkmış olur. İşletme yöneticisinin bu amaca ulaşabilmesi için en uygun yatırım kararını, finansman kararını ve temettü politikası kararını verebilmeli ve uygulayabilmelidir.  $Max V = f(I, F, D)$  firma değerini maksimize eden kararlar bir fonksiyon olarak bu şekilde ifade edilebilmektedir (Akgüç, 2010: 3).

İşletmenin piyasa değerini, işletme yöneticilerinin alacağı üç karar belirler. 1. Yatırım kararları, 2. Sermaye yapısı kararları, 3. Temettü politikası kararlarını. İşletme yöneticisi, firma değerini ve ortakların servetlerini en yüksek seviyeye çıkarmak için, söz konusu kararların optimallerini bulmalı ve bunlar arasında denge oluşturacak bir karara ulaşmalıdır. Bu üç unsura ilişkin alınabilecek kararlardan bazıları Şekil-3'de gösterilmektedir (Demirel, 2014: 19).





**Şekil 4. Finansal Yöneticinin Karar Alanları**

**Kaynak:** (Demirel, 2014: 19).

Finans yöneticileri firmanın piyasa değerini maksimize etmek için, temettü dağıtım kararına ilişkin, şu sorulara en uygun cevabı vermelidir. Bu sorulara verilecek cevaplar üzerinden alınacak kararlar ortakların refahını ve firma değerini belirleyecektir (Sayılğan, 2006: 11-12).

1. Temettü dağıtımı yapılacak mı? Yapılacak ise ne oranda temettü dağıtılacak? Firmanın mevcut dönem sonunda ya da geçmiş dönemlerde, faaliyetleri sonucunda gerçekleşen karın hangi oranda dağıtılacağına ilişkin kararları kapsar. Faaliyetler sonucunda elde edilen kar dağıtılmayıp, yatırımın

finansmanı olarak (oto finansman) değerlendirilmesi işletme yöneticileri tarafında alınabilecek alternatif bir karardır. Bu durum ortakların refahını etkileyecektir. Finans yöneticisi ortakların refahını en yüksek dereceye çıkarma hedefi ile karın dağıtılıp dağıtılmayacağına, dağıtılacak ise ne oranda dağıtılacağına karar vermelidirler.

2. Temettü dağıtımı nasıl yapılacak? İşletme yönetimi karın dağıtılmasına karar vermiş ise sırada karın ne şekilde dağıtılacağına belirlenmesi vardır. Ortaklara dağıtılacak temettü nakit olarak mı? Hisse senedi olarak mı? Yoksa aynı mal olarak mı dağıtılacak? Ayrıca işletme her yıl sabit tutarda, sabit oranda ya da artan oranda mı temettü dağıtımı yapacak?

İşletme yönetiminin vereceği bu kararlar firma değerini, ortakların refahını etkileyeceğinden dolayı kritik nitelikte kararlardır.

## 1.2. Diğer Değer Kavramları

Finans literatüründe piyasa değeri kavramı dışında, farklı bazı değer kavramları mevcuttur. Başlıca değer kavramları, nominal değer, işleyen teşebbüs değeri, tasfiye değeri, borsa değeri, gerçek değer ve muhasebe değeri (defter değeri) olarak maddeler halinde açıklanmıştır.

### 1.2.2. Nominal Değer

Nominal değer, pay senedinin üzerinde yazılı olan, toplam sermayenin miktarını belirlemek amacıyla pay senedinin ilk ihracında belirlenen değer olarak finans literatüründe tanımlanır (Ceylan, 2005: 154). Nominal değer uygulamada iki mühim işlevi vardır. İlki muhasebe kaydına temel oluşturmasıdır. İkinci önemli işlevi ise hisse senedini elinde bulunduran hissedara ödenecek kar payının belirlenmesi hususundadır. TTK hükümlerine göre, bir pay senedinin minimum nominal değerinin 1 Kuruş olabileceği ve birer kuruş olarak artırılabilmesi Türk Ticaret Kanununda belirtilmektedir (Omağ, 2007:22).

### 1.2.3. Tasfiye Değeri

Firmanın varlıklarının, belli bir zaman periyodu içinde mecburi olarak satılması sonucunda elde edilen gelirden, işletme borçları düşüldükten sonra kalan tutarın, pay senedi adedine bölünmesi ile elde edilen rakama "tasfiye değeri" denir. Bulunan tasfiye değeri, pay senedinin piyasa değerinin alt sınırını belirler. Yani bir işletmenin piyasa değeri minimum tasfiye değerine eşit olabilir. Bu çerçevede örneğin bir işletmenin pay



senedinin piyasa değeri, tasfiye değerinin altındaysa, ilgili işletmenin tasfiye edilmesi söz konusu olabilir (Omağ, 2007:22).

$$\text{Tasfiye Değeri} = \frac{\text{Toplam Varlık} - \text{Toplam Borç}}{\text{Hisse Senedi Adedi}}$$

Toplam Varlık: İşletmenin varlıklarının belirli bir zaman periyodunda zorunlu olarak satılması sonucu elde edilen tutardır.

#### 1.2.4. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri, firmanın faaliyetlerine devam ettiği zaman zarfında, hisse başına elde edilen geliri temsil eder. Formülize edildiğinde tasfiye değerini elde ettiğimiz formülü kullanırız. Fakat toplam varlık değerini hesap ederken tasfiye değeri ve işleyen teşebbüs değeri farklılık gösterir. Tasfiye değerini hesaplamak için kullandığımız “toplam değer” tutarı işletmenin varlıklarının zorunlu olarak satılmasıyla elde edilir. İşleyen teşebbüs değerini hesaplarırken kullandığımız, “toplam varlık” tutarını hesaplarırken işletmenin cari piyasa değeri ile birlikte pazar payı, şerefiye, firma itibarını da kapsayan maddi ve maddi olmayan tüm değerleri kapsar. Bu değerlerden toplam borç tutarı düşülür ve tutar hisse senedi adedine bölünür. Elde edilen değer, işleyen teşebbüs değeridir (Omağ, 2007: 23).

$$\text{İşleyen Teşebbüs Değeri} = \frac{\text{Toplam Varlık} - \text{Toplam Borç}}{\text{Hisse Senedi Adedi}}$$

Toplam Varlık = Maddi ve maddi olmayan tüm değerleri kapsar.

#### 1.2.5. Borsa Değeri

Borsa değeri bazı kaynaklar tarafından “piyasa değeri” olarak da adlandırılır. Pay senetleri için en objektif değer borsada değeri olduğu ifade edilir. Borsa değeri objektif değer olmasının yanında kullanımı çok yaygın değildir. Bunun en temel sebebi de borsanın zayıf ve ya güçlü olduğu dönemlerde, elde edilen borsa değerinin pay senedinin gerçek değerinin çok üstünde ya da çok altında yanıltıcı sonuç vermesidir. Bu çerçevede gerçek değer piyasa konjonktüründen bağımsız olarak oluşan değerdir. Piyasanın durgun ya da canlı olmasıyla gerçek değer değişmez fakat borsa değeri, borsanın durumuna paralel olarak dalgalanma gösterir. Buna ek olarak bir de şu problem vardır. Pazardaki tüm firmalar borsaya kote değildir. Borsaya kote olmayan

firmaların borsa değerlerinin olmaması alternatif bazı farklı değerlendirme yöntemlerinin uygulanmasını zaruri kılmaktadır (Omağ, 2007:23).

#### 1.2.6. Muhasebe Değeri (Defter Değeri)

Muhasebe değeri finans literatüründe defter değeri olarak da bilinir. Muhasebe değeri, şirket bilançosunda yer alan “öz sermaye” kalemi tutarının, toplam hisse senedi adedine bölünmesi ile elde edilen değerdir.

$$\text{Muhasebe Değeri (Defter Değeri)} = \frac{\text{Öz Sermaye}}{\text{Hisse Senedi Adedi}}$$



## İKİNCİ BÖLÜM

### TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER, TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARI VE TEMETTÜ ÖDEME ŞEKİLLERİ

Çalışmanın ikinci bölümünde temettü politikası kararlarına etki eden faktörler açıklanmıştır. Bu faktörler; kanun ve sözleşme hükümleri, vergi düzenlemeleri, yatırım olanakları, likidite durumu, ekonomik faktörler ve belirsizlik, borçluluk durumu, kontrol yetkisini koruma arzusu ve yöneticilerin tutumudur. Çalışmanın devamında temettü politikası türlerine değinilmiştir. Bunlar; İstikrarlı Temettü Dağıtım Politikası, Sabit Tutarda Temettü Dağıtım Politikası, Sabit Oranda Temettü Dağıtım Politikası, Düzenli Sabit Bir Kar Payı + Eklemelerdir. Bu bölümde son olarak temettü ödeme şekillerine değinilmiştir. Temettü ödeme şekilleri; nakit temettü ödemesi, hisse sendi olarak temettü ödemesi, işletmelerin kendi hisse senetlerini geri satın alarak temettü ödemesi ve hisse senetlerinin nominal değerlerinin azaltılması yoluyla hisse senetlerinin adedinin artırılması ile( Stock-Split) temettü Ödemesidir.

#### 2.1. Temettü Politikasını Etkileyen Faktörler

Bir işletme uygulayacağı temettü politikası ile ilgili karar aşamasında iken, birçok faktörün etkisinde kalmaktadır. Temettü politikası da bu faktörlerin etkisi altında şekillenmektedir. Temettü dağıtım kararı verilirken, aşağıda sıralanacak olan faktörler yöneticiler tarafından iyi analiz edilmelidir (Van Horne, 1995: 338). Bu faktörler her ne kadar temettü politikası kararlarını etkiliyor olsa bile, gerçekte bazı firmaların uyguladıkları temettü politikası bu faktörlerden etkilenmiyor da olabilir (Özenalp 2000: 5).

Bir işletmede temettü politikası kararlarını etkileyen faktörler, yasal sınırlamalar, vergi düzenlemeleri, yatırım olanakları, likidite durumu, ekonomik faktörler ve belirsizlik, borçluluk durumu, kontrol yetkisini koruma arzusu, ortakların tercihleri olarak sıralanabilir.

##### 2.1.1. Kanun ve Sözleşme Hükümleri

İşletmelerin temettü politikası kararlarını etkileyen en önemli unsurlardan biri yasal düzenlemeler ve şirket esas sözleşmesine bulunan hükümlerdir. Kanun hükümleri ve şirket sözleşmesinde yer alan hükümler temettü politikasının yasal sınırlarını çizer. İşletme yöneticileri kar dağıtımını gerçekleştirirken bu sınırlardan dışarı çıkamazlar. Bu sınırlar dışında bir politika belirleyemez ve uygulayamazlar.

İşletmelerin temettü politikalarını belirleyen yasal düzenlemeler ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Ülkeden ülkeye farklılık gösteren yasal düzenlemeler, şirketlerin uygulayacakları temettü politikalarının, temettü dağıtma şekillerinin ve temettü dağıtmada kaynakların belirlenmesinde sınırları belirlemektedir (Korgun, 1999: 16). Gelişmiş piyasalarda temettü dağıtım hususunda daha liberal yasal düzenlemelerle karşılaşılırken, Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalarda temettü dağıtımına ilişkin yasal düzenlemeler daha katıdır. Aynı zamanda gelişmiş piyasalarda borç verenleri ve azınlık hissedarları koruyabilmek için temettü dağıtımında bazı yasal kısıtlamalar uygulanmaktadır (Adaoğlu, 1999: 1-2)

Temettü dağıtımını kararlarını almakta yetkili olan genel kurul, kanun ve şirket sözleşmesinde yer alan hükümlerce sınırlanmaktadır. Genel kurul temettü dağıtımını hususunda karar verirken evvela kanun hükümlerini göz önünde bulundurmamakla mükelleftir. Daha sonra şirket ana sözleşmesinde var olan hükümleri yerine getirmelidir (Arslanboğa, 1990: 25)

Ülkemizde temettü ödemesi ile ilgili hukuki yapı Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu ile oluşturulmuştur (Türko, 2002: 529). Sermaye Piyasası Kanunu'nda sadece halka açık anonim şirketlerin temettü dağıtımına ilişkin yasal düzenlemeler mevcut iken, Türk Ticaret Kanunu'nda böyle bir ayırım yoktur. TTK'da yer alan hükümler geneldir (Arslanboğa, 1990: 26)

Kanun hükümlerine göre, temettü ödemeleri ancak ve ancak safi kardan ve bu amaçla ayrılmış yedek akçelerden gerçekleştirilebileceği esasına dayandırılmıştır. Bu demek oluyor ki, işletme ancak cari yılda ya da geçmiş yıllarda faaliyetleri sonucu sağlamış olduğu kardan temettü ödemesi yapabilir. Mevzuatta temettü dağıtımına ilişkin üç temel ilke benimsenmiştir;

i) Net kar ilkesi,

ii) Esas sermayenin korunması ilkesi,

iii) Temettü dağıtacak olan işletmenin borçlarını ödeme gücüne sahip olması ilkesi

(i) Net kar ilkesi ile temettü ödemeleri yalnızca, cari yıl net karından, geçmiş dönemde işletme bünyesinde bırakılan dağıtılmamış karlardan ya da temettü dağıtmak amacı ile ayrılan yedek akçe veya dağıtılabılır durumdaki olağanüstü yedek akçeler ile gerçekleştirilebilir. (ii) Esas sermayeyi koruma ilkesi (temettü ödemesinin esas sermayeyi olumsuz şekilde etkilememesi) ile öz sermayenin kar payı olarak dağıtılmamasının önüne geçilmektedir ayrıca bu ilke ile hissedarların ve işletmeden alacaklı olanların korunması amaçlanmaktadır. (iii) Temettü dağıtacak işletmenin



borçlarını ödeyebilme gücüne sahip olması ilkesi ile toplam borç miktarı, net varlıklarından fazla olan işletmelerin temettü ödemesi yapmaları yasaklanmaktadır. Ülkemizde anonim şirketler, geçmiş yıl zararlarını kapatmadan, yasal yedek akçelerini ayırmadan, gelir vergisi, kurumlar vergisi gibi yasal yükümlülükleri için yeterli karşılıkları ayırmadan, temettü ödemesi gerçekleştiremezler (Akgüç, 2010: 783).

Net kar ilkesine göre, temettü dağıtımı yapılabilmesi için, gerçek anlamda kazanılmış kar olmalıdır. Yani, dönem sonundaki öz sermayenin dönem başındaki öz sermayeden fazla olması gerekmektedir. Dönem sonundaki sermayenin, dönem başındaki öz sermayeden fazla olması durumunda fiilen gerçekleşmiş kar söz konusudur. Bu durumda temettü dağıtımı yapılabilir. (Bakır, 1976: 70).

Net kar ilkesine göre, temettü dağıtımı yasal olarak şu kar kalemleri üzerinden yapılır:

- ✓ Cari yıl net karı,
- ✓ Geçmiş dönemde işletme bünyesinde bırakılan, dağıtılmamış kar,
- ✓ Temettü dağıtmak amacı ile ayrılan yedek akçe ya da dağıtılabılır durumdaki olağanüstü yedek akçeler.

Esas sermayenin korunması ilkesi, firma cari dönemde kar etmemiş ise, geçmiş dönemlerden firmada bırakılan dağıtılmamış kar mevcut değil ise, kar payı ödemesi gerçekleştirilemeyeceğini ifade eder. (Arslanboğa, 1990: 26). Bu ilke ile işletmeye fon sağlayan ortakların ve alacaklıların korunması amaçlanmıştır. (Kaba, 2009: 61).

Temettü dağıtacak işletmenin borçlarını ödeyebilme gücüne sahip olması ilkesi, bir işletmenin temettü dağıtabilmesi için, net varlıklarının toplam borç tutarından fazla olması gerekmektedir. Borçların varlıkları aştığı durumda iflas gerçekleşir. Böyle bir durumda işletmenin ilk olarak borçlarını ödemesi gerekmektedir. (Bakır, 1976: 71).

Kanun hükümlerine aykırı olmamak şartıyla şirket sözleşmesince farklı bir temettü politikası belirlenebilir ve uygulanabilir. Kanun hükümleri ve şirket sözleşmesinde yer alan hükümler temettü politikasının yasal sınırlarını oluşturmaktadır.

### 2.1.2. Vergi Düzenlemeleri

Ortakların vergi durumları, şirketlerin temettü politikalarını belirleyen en önemli unsurlardandır. Vergi düzenlemelerine ilişkin aşağıda maddeler halinde yer alan unsurlar, işletmelerin temettü politikası kararlarını etkiler (Akgüç 2010:787)

- İşletmelerin dağıttıkları karlarla, işletme bünyesinde bırakılan karların farklı oranlarda vergilendirilmesi,

- İşletme hissedarlarının gelir vergisi bakımından içinde buldukları gelir dilimleri dolayısıyla, mükellef oldukları vergi oranlarının farklı olması,
- Değer kazanan hisse senetlerinin satışıyla meydana gelen sermaye kazançlarının vergilendirilip vergilendirilmeyeceği kararı,
- Gerçekleşen sermaye kazançlarına uygulanan vergi oranları.

Kar payı gelirlerinin yüksek oranda vergilendirildiği ve sermaye kazançlarına vergi uygulanmadığı ya da düşük oranda vergi uygulandığı durumlarda, karlar temettü olarak dağıtılmayıp, firma bünyesinde tutulur (Berk, 1998: 307). Eğer kar paylarına uygulanan vergi oranları, sermaye kazançlarına uygulanan vergi oranlarından daha ağır ise, şirketler kar payı politikalarını değiştirerek kar paylarını sermaye kazancına dönüştürebilirler. Firmalar kendi çıkarları için en düşük düzeyde nakit olarak temettü ödemelidirler. Vergi ödemek zorunda olan her hissedar böyle bir finansal stratejiyi hoş karşılayacaktır (Breadly vd., 2007: 453).

Büyük ölçekli şirketlerde, düşük vergi düzeyli hissedarlar ile yüksek vergi düzeyli hissedarlar arasında çıkar çatışması gerçekleşebilir. Yüksek vergi düzeyindeki hissedarların tercihleri mümkün olan en düşük kar payı ödemesi olacaktır. Yani karın dağıtılmayarak firmanın sermaye stoğuna” yatırılıp alıkonan kardan yüksek bir getiri elde etmeyi tercih edebilirler. Düşük vergi düzeyindeki hissedarlar ise yüksek kar payı ödemesini tercih edebilirler. Bu tür sorunların yaşandığı büyük ölçekli şirketlerde temettü politikası, birbiriyle çakışan yüksek ve düşük kar payı ödemelerini uzlaştıracak olan orta düzeyde bir temettü ödeme şeklindedir. Eğer şirkette baskın olan grup, düşük kar payı ödemesini tercih eden grup ise, bunu istemeyen hissedarlar hisselerini satarak, yüksek kar payı verimli hisseler ile mübadele edilmiş olunacaktır ( Weston ve Copeland, 1992: 661).

### 2.1.3. Yatırım Olanakları

Firmaların temettü ödeme tutarında, sahip oldukları yatırım fırsatlarına göre dalgalanmalar meydana gelir. Karlı yatırım fırsatlarının çok olduğu dönemlerde, firmaların kar payı ödeme oranlarında düşüş görülecektir. Ancak, işletmelerin uygun ve karlı yatırım fırsatları bulmakta güçlük çektiği dönemlerde, temettü ödemeleri yüksek olacaktır (Usta,2008:80).

Karlı yatırım fırsatlarının çok olduğu dönemlerde, nakit olarak temettü dağıtımı yapılmamalıdır. Çünkü bu karlı yatırım fırsatlarının değerlendirilebilmesi için kaynağa



ihtiyaç vardır. Dönem sonunda elde edilen kar şirket bünyesinde bırakılarak oto finansman aracı olarak değerlendirilmelidir. Karlı yatırım fırsatlarının olmadığı dönemlerde ise karın tamamının hissedarlara kar payı olarak dağıtılması daha uygun olacaktır (Usta, 2008:82).

Yüksek enflasyonist piyasa şartlarında, düşük maliyette kredi sağlayamayan firmalar, dönem sonunda elde ettikleri karı ortaklara temettü olarak dağıtmayıp, şirket bünyesinde bırakırlar. Yeni yatırımların finansman aracı olarak dağıtılmamış karları değerlendirmek, yüksek enflasyonist dönemlerde uygulanabilecek en iyi stratejidir (Ünsal, 1998: 50).

Yeni yatırım olanaklarını çok olduğu dönemlerde firma hızla büyümeyi hedefleyebilir. Firma ne kadar hızlı büyürse finansman ihtiyacının artacağı da açıktır. Hızlı büyüyen firmaların gelecek dönemlerde yeni finansman kaynaklarına olan ihtiyacı artacağından, kazanmış olduğu karlar ile öz kaynağını güçlendirmeyi tercih etmelidir (Akgüç, 2010: 785).

#### **2.1.4. Likidite Durumu**

Şirketlerin likidite durumu, temettü dağıtma kararıyla yakın ilişki içindedir. Bilindiği gibi temettü dağıtımı nakit çıktısı gerektiren bir uygulamadır. İşletmelerin nakit olarak temettü ödeyebilmeleri için ellerinde belli büyüklükte nakit bulundurmaları zorunludur (Bakır, 1976: 67). Temettü dağıtım kararında, işletmenin likidite durumu en önemli faktördür.

İşletmelerin temettü dağıtım politikaları,

- Bir nakit çıkışı olduğundan,
- Bir işletmenin genel likiditesini temsil ettiğinden,
- İşletmelerin nakit pozisyonu ifade ettiğinden dolayı,

İşletmelerin likidite durumu, kar payı politikalarında kritik bir öneme sahiptir (Horne ve Wachowicz, 2001: 499).

Temettü ödemeleri uygulamada nakit olarak gerçekleşmektedir. Firmanın dönem sonunda yüksek tutarda kar elde etmesi ya da geçmiş dönemlerden yüksek miktarda dağıtılmamış karlar bulundurması, firmanın büyük tutarda kar payı ödemesi yapacağı anlamına gelmez. Çünkü firma bu karı farkı amaçlar için değerlendirmek de isteyebilir. Örneğin firma bu kar ile borçlarını ödemeyi tercih edebilir ya da bu karı oto finansmanda değerlendirerek yeni yatırımlara dönüştürebilir (Yükçü, 1999: 1012).

Daha iyi ifade edilirse, şirketin karlılığı ile likidite durumu farklı şeylerdir. Firma karlılığının yüksek olması, işlemenin likiditesinin yüksek olduğunu göstermez. Karlılık ile likidite durumunu birbirinden ayırmak gereklidir. İşletme çok kar etti ise yüksek miktarda temettü dağıtacağı ile ilişkilendirmek doğru olmaz. Her ne kadar karı yüksek olsa bile işletme yeterince likit olmayabilir. Yani temettü dağıtabilecek nakde sahip olamayabilir (Samuels vd., 1995: 620).

İşletme elinde yeteri kadar nakit bulunduruyor ise temettü ödemesi kolay olacaktır. Fakat işletme nakit sıkıntısı yaşıyorsa, temettü ödemede güçlük çeker ve hatta kar payı ödemesini geciktirebilir (Okka, 2009a: 475). İşletme nakit sıkıntısı yaşarken temettü ödemesi yapabilmek için borçlanmayı tercih ederse, işletmenin borç /öz sermaye oranı olumsuz etkilenir. (Bakır, 1976: 67).

#### **2.1.5. Ekonomik Faktörler ve Belirsizlik**

Enflasyon, firmaların finansal yapılarını ve yönetim politikaları etkileyen en önemli faktörlerdendir. Fiyatlar genel düzeyinde meydana gelecek değişme işletmelerin sermaye yapılarına etkiler (Usta, 2008:82). Enflasyonist piyasa şartlarıyla gün geçtikçe artan fiyatlar nedeniyle işletmelerin çalışma sermayesine olan ihtiyacı artacak, amortisman yolu ile ayrılan fonlarda sabit kıymetlerin yenilenmesine yetmeyecektir. İşletme bu şartlarda var olabilmek ve günlük faaliyetlerini aynen sürdürebilmesi için artan fon ihtiyacını temin edecek bir kaynak sağlaması gerekir. Bu kaynak dağıtılmamış karlardır. Enflasyonist piyasa şartlarında işletmelerin karlılıkları yüksek görünmesine rağmen çalışma sermayesine olan ihtiyacın artması nedeni ile temettü ödemesi yapılmaz (Kaplanoğlu, 2005: 66).

Hızlı enflasyon dönemlerinde ödenen temettü miktarı tutar olarak artsa bile, enflasyonun etkisi altında karlar fiktif olarak şişkin hesaplanır ve böyle dönemlerde işletmelerin fon ihtiyacı da artar. Tüm bu sebepler dolayısıyla kar payı ödeme oranının (Dağıtılan kar payı/ net kar) düşmesi normal bir durumdur (Akgüç, 2010: 792).

Enflasyonist ortamda,

- İşletme sermayesinin korunması,
- Üretim gücünün azalmaması,
- İşletme faaliyetlerin sürekliliği için,

gerçek karın tespit edilmesi ve dağıtımın gerçek kar üzerinden yapılması bir zorunluluktur.(Usta, 2008: 83).



Enflasyonist piyasa şartlarında giderlerin, tarihi değerleri üzerinden kayıt edilmesi ve işlemlerin ona göre yürütülmesi, gelirlerin ise cari değerleri üzerinden veya cari değerlerine çok yakın değerler üzerinden işlem görmesi, işletmelerin karlarını aşırı derecede büyütecektir. Bilançoda, gider konusu olan varlıkların tarihi maliyetleri ile görünmesi sonucu gerçek olmayan karlar hesaplanacaktır. Eğer işletmeler varlıkların cari değerini ve ya yenilenme maliyetini dikkate almazlarsa, karlılık oranları olduğundan yüksek görülecektir. Karlılığın olduğundan yüksek görülmesi yanlışlığı ile işletme bir de yüksek oranda temettü ödemesi yaparsa, firma temettü dağıttığını zannederek işletme sermayesinin bir kısmını dağıtmış olacaktır (Usta, 2008: 83).

Geçmiş dönemlerde satışları ve karları istikrarlı olan firmalar gelecek dönemlerde elde etmeleri muhtemel karı daha iyi tahmin etme olanağına sahiptir. Karları istikrarlı seyreden işletmeler, satış ve karlarında büyük dalgalanmalar gösteren işletmelere göre, elde ettikleri karların daha büyük bir kısmını kar payı olarak dağıtırlar. Her yıl satış ve karlarında büyük dalgalanmalar gösteren, İstikrarsız olan işletmeler, gelecek zamanda elde etmeyi ümit ettikleri karı elde edip edemeyeceğı hakkında kaygıları vardır. Bu sebeple yüksek kar sağladıkları dönemlerde karın büyük kısmını yedek akçe olarak ayırırlar ki karın düşük olduğu dönemlerde, bu amaçla ayırdıkları yedek akçeleri temettü olarak dağıtırlar (Akgüç, 2010:786).

Firmaların gelecekte elde etmeyi bekledikleri karlarda dalgalanma genişliği riski arttıkça, işletmenin daha düşük oranda temettü ödemesi gerçekleştirir. Bunun nedenlerinden birisi de işletmenin borçlarını ödeyememe riskine düşmekten kendini korumak istemesidir. Dış kaynak kullanımı ödeyememe riskini artırdığından, karda istikrarı sağlayamamış olan işletmeler, karlarının yüksek olduğu dönemlerde, karın hepsini kar payı olarak dağıtmak yerine, karın büyük bir kısmını yedek akçe olarak ayırır (Aslanoğlu, 1996: 55).

#### **2.1.6. Borçluluk Durumu**

Borç / öz sermaye oranı yüksek olan işletmeler, elde ettikleri karları kar payı olarak dağıtmak yerine, işletme bünyesinde bırakmayı tercih ederler. Böylelikle borç faizleri ve anapara taksitleri ödenir ve firmanın sermaye yapısı güçlendirilir. Sonuç olarak kredi değerliliğı arttığından, zaman içinde işletmenin sermaye maliyetinin düşmesini sağlanabilir (Berk, 2003: 314).



Firma borçlarını ödemek için ya elinde hazır olan fonları kullanacak ya da yeniden borçlanma yolunu tercih edecektir. Büyük ve tanınmış firmaların, sermaye piyasasından fon sağlamaları daha kolay olacaktır. Firmanın borçlanma yeteneği ne kadar büyük ise firmanın esnekliği de o kadar büyük olacaktır ve nakit olarak temettü ödeme gücü de o kadar büyük olacaktır (Usta, 2008: 79).

İşletmelerin zamanı gelince borçlarını ödemek zorunlulukları vardır. İşletmeler vadesi gelen borçlarını 3 farklı şekilde ödeyebilir (Ceylan, 2003: 233);

- Yeniden borçlanarak, eski borçları ödeme (röfinansman),
- Öz sermaye artışı sağlayarak,
- Karları dağıtmayıp işletme bünyesinde bırakarak.

Ağır borç yükü altında olan işletmeler, faaliyetleri sonunda sağlamış oldukları karı kar payı olarak dağıtmak yerine borçlarını ödemek için kullanmaları, işletmelerin var olabilmesi için çok daha rasyonel bir tercih olacaktır (Akgüç, 2010: 785). Borç oranı epey yüksek olan firmaların, sağladıkları karı temettü olarak dağıtmayarak, borçlarını ödeme aracı olarak dağıtılmamış karları kullandıkları bilinmektedir (Okka, 2009: 542).

#### **2.1.7. Kontrol Yetkisini Koruma Arzusu**

Özellikle kapalı aile şirketleri, bir strateji olarak büyümeyi oto finansman aracılığı ile gerçekleştirir. Yani sağlamış oldukları karları kar payı olarak dağıtmaktansa, şirket bünyesinde bırakarak, yatırımların finansmanında değerlendirmeyi tercih ederler (Akgüç, 2010: 786). Çünkü firmanın kontrolünün, ihraç edilecek hisse senetlerince etkilenmesini istemezler. Bu sebeple de ek fon ihtiyaçlarını firma içinde oluşan kaynaklardan sağlamayı tercih ederler. Ek fon ihtiyaçlarını karşılayacak işletme içi kaynak da dağıtılmamış karlardır. İçsel finanslama (internal financing) stratejisi ile kontrol firma içinde kalmış olur (Berk, 2003: 313). Çünkü ihraç edilen her hisse senedi ile firmaya sermaye sağlayan ortaklar, hisselerinin büyüklüğü oranında işletmede kontrol yetkisine sahip olur (Kaplanoğlu, 2005: 67).

Özellikle kapalı aile şirketleri, büyümeyi finanse etmek için yeni pay senedi ihracını tercih etmez.

Halka açık anonim şirketlerin, büyümeyi finanse edebilmek için oto finansman aracını tercih etmesinin 2 gerekçesi vardır (Akgüç, 2010: 786):

- Sermayeyi güçlendirmek için hisse senedi ihraç edilirse, var olan ortakların kar oranlarının azalacağı düşünülür.

- Yeni ortaklar, hisselerinin büyüklüğü oranında firmada söz sahibi olacağından, işletme yönetimindeki egemen durumlarının sarsılacağına inanırlar.
- Firma borçlanarak büyümeyi finanse etmeyi tercih ederse (borç / öz sermaye) oranı yükselecek dolayısıyla finansal risk artacağından, borçlanma rasyonel bir tercih olmayacaktır.

Tüm bu gerekçeler nedeni ile firmalar sağlanan kardan dağıtım yapmayarak ya da sınırlı temettü dağıtımını yaparak, işletme bünyesinde bırakmayı tercih ederler ki işletme dış kaynak kullanmadan büyümeyi finanse edebilsin.

### **2.1.8. Yöneticilerin Tutumu**

Bazı yöneticiler için işletmelerin mali yapısını sağlam tutulması, uzun vadede rekabet üstünlüğünün sağlanması, istikrarlı istihdam düzeninin oluşturulması gibi hedefler hissedarların servetlerini maksimize etmekten daha öncelik olabilmektedir. Bu perspektiften bakan yöneticiler, firmanın hisse senetlerinin değerini olumsuz etkilese bile, temettü dağıtım oranlarını minimum düzeyde tutmayı tercih ederler (Akgüç, 2010: 787).

Ancak bazı yöneticiler için başarı ölçütü, firmanın piyasada hisse senetleri fiyatlarıdır. Bu perspektiften bakan yöneticiler de pay senetlerinin borsa değerini yükseltebilmek amacıyla, kar payı ödeme oranlarını yükseltirler (Akgüç, 2010: 787).

Başarı kriterleri farklı olan yöneticilerin, hedeflerindeki farklılıklar doğrultusunda, uygulanan temettü politikası da farklılıklar gösterir.

### **2.2. Temettü Politikası Türleri**

Firmalar için temettü dağıtım kararlarının önemini vurguladıktan, işletmenin piyasada pay senetleri fiyatı (işletme değeri) ile temettü politikası kararları arasında var olan ilişkiyi açıkladıktan ve temettü politikası kararlarını etkileyen faktörleri açıkladıktan sonra, temettü politikası türlerinin neler olduğunu ve şirketler tarafından nasıl uygulandığına çalışmamızın bu kısmında ele alınmıştır.

Temettü politikası, işletmenin faaliyetleri sonucunda dönem sonunda sağlanan karın, hissedarlar ve işletme arasında dağılımını ifade eder.

Firmada dönem sonunda elde edilen brüt kardan vergi ve diğer yasal yükümlülükler düşüldükten, varsa geçmiş yılların zararları da düşüldükten sonra dağıtılabilir kar kalır. Bu kar ya hissedarlara kar payı olarak dağıtılır ya da dağıtılmamış kar (yedek akçe) olarak işletme bünyesinde bırakılır. Dağıtılmamış karın ne kadarının



hissedarlara kar payı olarak ödeneceği, ne kadarının yedek akçe olarak ayrılacağı kararı temettü politikasını kavramını ifade eder .

İşletme yönetimi temettü dağıtma kararı aldıktan sonra bir plana göre temettü dağıtım politikası belirlenmelidir. Temettü politikası belirlenirken iki amaç gerçekleştirmelidir (Yükçü, 1999: 1013);

- İşletme ortaklarının servetlerini mümkün olan en yüksek seviyeye çıkarmalıdır.
- Firma için gerekli finansmanı sağlamalıdır.

Firmalar, temettü politikalarını oluştururken aslında şu iki unsur arasında denge sağlayacak ve firma değerini maksimize edecek optimum temettü politikasını belirleyecektir (Brigham, 1986: 534).

- i) Bu gün ne kadar temettü ödemesi yapılacak?
- ii) Gelecekte yeni yatırımları finanse etmek için ne kadar yedek akçe ayrılacak?

Finansal yönetici, hem firma için uygun bir finansman kaynağı sağlamak, hem de hissedarların servetlerini maksimum kılmak hedefiyle bu iki amaç arasında denge sağlayacak optimum temettü politikasını belirlemelidir. Farklı temettü politikaları aşağıda maddeler halinde açıklanmaktadır.

### **2.2.1. İstikrarlı Temettü Dağıtım Politikası**

İstikrarlı temettü politikası ile hissedarlara ödenen kar paylarında düşüş gözlenmeksizin belli bir seviyeyi korumaları ve uzun vadede ödenen kar paylarında artış gözlemlenmesi kastedilir (Bolak, 1998: 259).

Özellikle kurumsal yatırımcıların tasarruflarını, istikrarlı temettü dağıtımını yapan yani dağıttıkları temettü miktarında düzenli bir artış eğilimi olan firmaların hisse senetlerini satın alarak değerlendirmeyi tercih ettikleri görülür. İstikrarlı kar payları ile hissedarların yıllık gelirleri sürekli bir artış gösterir (Usta, 2008: 84).

Yaşam giderlerini karşılamak için birikimlerini pay senetlerine yatıran yatırımcının, kar payı ödemelerinde dalgalanma gösteren işletmelerin hisse senetlerini satın almaları rasyonel bir davranış olarak görülmemektedir. Bu nedenle, istikrarlı kar payı ödemesi gerçekleştiren işletmelerin pay senetlerinin piyasa değerinin, kar payı ödemelerinde dalgalanmalar gösteren işletmelerin pay senetlerinin piyasa değerinden yüksek olduğu görülmektedir (Akgüç, 2010: 790).

Yatırımcı gözünde istikrarlı temettü dağıtımını yapan firmanın riski düşük olduğuna dair bir inanç oluşur. Firma zarar etse bile temettü dağıtımını gerçekleştirdiğinde,



potansiyel yatırımcılar için, firmanın durumunun iyi olduğuna dair sinyal verir. Bu tür firmaların piyasada pay senetlerinin fiyatları göreceli olarak yüksek seyreder (Berk, 2003: 312).

Özellikle hisse başına gelire önem veren yatırımcılar ile hayat sigorta şirketleri, emeklilik fonları, tasarruf sandıkları ve benzeri finansman kurumları, güvenli ve düzenli gelir getiren, istikrarlı temettü politikası benimseyen firmaların pay senetlerine yatırım yapmayı tercih ettikleri görülmektedir (Berk, 2003: 321).

İşletmelerin düzenli ve istikrarlı temettü dağıtabilmeleri için almış oldukları başlıca tedbirleri, aşağıdaki maddeler halinde ifade etmek mümkündür (Akgüç, 2010: 790);

- Artan karın tamamını hemen dağıtmayarak, karları arttığı müddetçe, temettü oranını basamak- basamak (tedrici olarak) arttırmak,
- Kar artışında uzun vadede sürekli yükseliş gözlemlenmeden, cari temettü dağıtım oranını yükseltmemek,
- Karlarda uzun süre devam eden ciddi düşüşler olmadan, temettü oranını değiştirmemektir.

### **2.2.2 Sabit Tutarda Temettü Dağıtım Politikası**

Sabit tutarda temettü politikasını uygulayan işletmenin faaliyet kazancı bir önceki yıla kıyasla artsın ya da azalsın, ödedikleri temettü miktarında değişme olmaz. Bu sebeple sabit tutarda temettü politikasını benimseyen firmanın hissedarları bu politikayı güvenilir bulmaktadır. Sabit tutarda kar dağıtımını gerçekleştiren firmanın pay senetlerinin piyasa değerinin istikrarlı olacağı da hissedarlar tarafından umulmaktadır (Türko,1999: 533).

Firmanın performansına bakılmaksızın, her yıl sabit olan belli tutarda temettü dağıtımını gerçekleştirmektedir. Firma bu durumda hissedarların gözünde işletmenin durumu hakkında olumlu bir izlenim vermektedir. Cari yılda faaliyet karı düşen bir işletmenin ödediği kar payı miktarında azalma olmayacağından, hissedarların refahı olumsuz etkilenmekten korunmuş olacaktır (Yükçü, 1999: 1015-1016).

Özellikle kar payı gelinine önem veren yatırımcılar, her yıl sabit tutarda temettü dağıtan işletmelerin pay senetlerini tercih etmektedir. Ayrıca, kurumsal nitelikte olan işletmeler de daha önceden temettü kazancı belli olan işletmelerin pay senetlerine yatırım yapmayı rasyonel bulmaktadır (Türko, 2002: 528).

Her yıl sabit tutarda temettü dağıtımı, yatırımcıların geleceğin belirsizlik riskinden korunmaları açısından cazip görünüyor olsa bile, firmaların pay senetleri bu tür bir politika ile sabit gelir getiren bir menkul değere dönüşmektedir. (Usta, 2008: 84). Sabit tutarda temettü politikası, firmaların piyasada pay senetlerinin değerlerinin (firma değerlerinin) artması konusunda kısıtlayıcı bir etkisi olduğu açıktır. Bu politikayı uygulayan işletmelerin hisse senetlerinin piyasa fiyatında ciddi bir artış olmamaktadır. Birikimlerini hisse senetleri ile değerlendiren yatırımcıların beklentilerinden birisi de değer artışından yararlanarak sermaye kazancı elde etmektir. Sermaye kazancı ise hisse senedinin satış fiyatının, alış fiyatından yüksek olması durumunda elde edilecek bir kazançtır. Bu nedenle her yıl sabit tutarda temettü dağıtımının yapılması, birikimlerini pay senetlerine kanalize ederek değer artışından kaynaklanan sermaye kazancı umut eden yatırımcılar için cazip bir seçim olmayacaktır (Akgüç, 2010: 790).

### 2.2.3. Sabit Oranda Temettü Dağıtım Politikası

Temettü politikalarından birisi de hissedarlara sabit oranda temettü dağıtımı yapılmasıdır. Sabit oranda temettü politikasıyla, işletme faaliyet kazançlarının belli bir yüzdesini, her temettü döneminde ortaklara ödemeyi planlar (Gitman, 2003: 570).

Sabit oranda temettü dağıtımı ile her yıl dönem karının belirli bir oranı temettü olarak dağıtılır. Şirket sözleşmesinde, temettü oranı belirtilmiş olabilir. Ortakların sayısına göre, karın dağıtılacak kısmı değişir (Berk, 2003: 312). Firmaların uyguladıkları her yıl sabit oranda temettü dağıtımı “Dağıtılan Kar Payı / Net Kar” şeklinde formülize edilir (Usta, 2008:84). İşletmenin karlarında azalma olduğunda ya da faaliyetlerin zarar ile sonuçlandığı durumlar, sabit oranda temettü dağıtım politikasının temel sorunudur. Bu durumlarda temettü ödemesi çok azalır ve hatta hiç ödeme gerçekleşmez (Berk, 2003: 84).

Bu politika, ödenecek temettünün belli bir yüzdesini ifade ettiği için değişken niteliklidir. Her yıl sağlanan karlarda meydana gelen dalgalanmalara paralel olarak, hissedarlara ödenecek temettü miktarlarında da dalgalanmalar olacaktır. Bu sebeple, işletmenin karlılığı ile beraber aynı güvensizlik riskini üzerinde taşıyan bir temettü politikasıdır (Yüksel, 1982: 289).

Sabit oranda temettü politikasının, firma değeri üzerinde olumlu etkisi olma ihtimali hemen hemen hiç yoktur. Uygulamada çok az firma tarafından benimsenen bir politikadır (Weston ve Brigham, 1992:693).



Sabit tutarda temettü politikası halka açık anonim şirketler tarafından daha çok tercih edilirken, sabit oranda temettü politikası daha çok halka kapalı aile şirketleri tarafından uygulanmaktadır (Ceylan, 2003: 236).

Sabit oranda temettü politikasının uygulamadaki problemi aslında firmanın kazancının düşmesi ile ortaya çıkar. Temettü ödemesi önceden belirlenmiş oran ile gerçekleşeceğinden, karın düşmesi ile ortaklara ödenecek temettü miktarı da düşer hatta belki hiç ödeme gerçekleşmez. Böyle bir durumda işletmenin pay senetlerinin piyasa değerinde düşüş görülür (Gitman, 2003: 570).

#### **2.2.4. Düzenli Sabit Bir Kar Payı + Eklemeler**

İşletmelerin her yıl sabit tutarda kar payı ödemeleri durumunda, kar payı cari yılın performansından bağımsız hale gelmektedir. İşletmelerin faaliyet karının oldukça yükselme eğiliminde olduğu dönemlerde de daha önceden belirlenen tutarın kar payı olarak dağıtılması, hissedarları memnun etmemektedir. Bu sebeple işletmeler belirlenen sabit tutarda temettü dağıtımının yanında cari yılın performansına bağlı olarak hissedarlara ekstra temettü ödemesi yapmayı tercih ederler. Böylece pay senetlerinin piyasada daha cazip hale gelerek, firma değerinin olumlu şekilde etkilenmesi hedeflenir (Gönenli, 1988: 392).

Bu temettü politikasında işletme yönetimi tarafından asgari bir kar payı oranı ya da tutarı saptanır. Her cari yılda gerçekleşen net kara göre bu asgari tutar ya da orana eklemeler yapılarak temettü dağıtımı yapılır. Bu tür bir politikada her yıl ödenen temettü miktarı, belli bir sınırın altına düşmemek kaidesi ile dalgalanmalar gösterir. Hissedarlar için, her yıl asgari tutarda bir gelir garantilenmekle birlikte performansa bağlı olarak değişik tutarlarda ek temettü geliri elde etmiş olurlar (Akgüç, 2010: 791).

#### **2.3. Temettü Ödeme Şekilleri**

İşletmelerin temettü ödeme şekli genel kurulda belirlenir ve ilan edilir. Temettü ödeme tarihleri ilan edildiğinde, ortaklara temettünün nasıl ödeneceği de ilan edilir. Firma yöneticileri, gelecekteki muhtemel nakit ihtiyacına, sermaye bütçesine, ekonomik gelişme trendine, geçmişte uyguladıkları temettü politikalarına gibi etkenleri değerlendirerek, temettü ödeme şekline karar verirler ve ilan ederler (Okka, 2009b: 535).

İşletmeler temettü ödemelerini şu şekillerde gerçekleştirir:

- Nakit temettü ödemesi,



- Hisse senedi olarak temettü ödemesi,
- İşletmelerin kendi hisse senetlerini satın alarak temettü ödemesi,
- Hisse senetlerinin nominal değerlerinin azaltılması yoluyla hisse senetlerinin sayısının artırılması (Stock-Split)

Ülkemizde işletmelerin en çok uyguladıkları temettü ödeme şekli, nakit olarak temettü ödemesidir. Temettünün nakit olarak ödenebileceği gibi, nakit dışında da ödemede yapılabilir (Özdemir, 1999: 423). İşletmenin likidite sıkıntısı yok ise temettüyü nakit olarak öder. Hissedarlar için temettünün nakit olarak ödenmesi daha memnun edicidir. Hissedarlar elde ettikleri nakdi başka yatırımlarla değerlendirebilir ya da borçları varsa onları ödeyebilir. Fakat işletmeler nakde ihtiyacı olduğu dönemlerde, temettü ödemesini nakit olarak gerçekleştirmeyi istemezler. Böyle bir durumda işletme temettü ödemesini hisse senedi olarak veya farklı şekillerde gerçekleştirir (Okka, 2009a: 479).

### **2.3.1. Nakit Temettü Ödemesi**

Nakit temettü ödemesi, işletmenin hissedarlarına yaptığı nakit ödemedir (Brealey vd., 1997: 438). İşletmelerin temettü ödemesinde başvuracakları ilk kaynak, işletmenin nakit kaynağıdır. İşletmelerin nakit varlıkları yeterli ise temettü ödemesini nakit olarak yapabilirler. Nakden temettü ödemesi, şirketten nakit çıkışını gerektirdiğinden, şirketin likidite durumu son derece önemlidir. Şirketin likidite durumu iyi analiz edilmeli daha sonra temettünün nakden ödenmesine karar verilmelidir (Frankfurter and Wood, 2003).

Temettü ödemelerinin para (nakit) olarak gerçekleştirilmesi uygulamada en çok karşılaşılan yöntemdir. Temettü ödemesi hissedarların gelirlerinde artışa, işletmenin aktiflerinde ise bir azalamaya neden olur (Usta, 2008:85).

Nakit temettü ödeme süreci birbirini takip eden şu süreçler ile işler; Önce hisse başına dağıtılacak temettü miktarı firma tarafından ilan edilir. Ardından belli tarihler arasında hissedarların temettü başvuruları kabul edilir. Belirlenmiş olan daha ileri bir tarihte firma tarafından hissedarlara nakden temettü ödemesi gerçekleşir (Türko, 2002: 531-532).

### **2.3.2. Hisse Senedi Olarak Temettü Ödemesi**

Firmalar hissedarlarına temettü ödemelerini her zaman nakit olarak gerçekleştirmezler. İşletmeler hisse senedi olarak da temettü ödemesi yaparlar. Hisse

senedi şeklinde temettü ödemesi, işletmenin ortaklarına ek hisse senedi vermeleri şeklinde yaptıkları ödemedir (Emery vd., 1998: 486). İşletme hisse senedi ile temettü ödemeyi tercih ettiğinde, işletmenin gelirinde ya da riskinde bir değişim gözlemlenmeksizin, işletmenin dolaşımında bulunan pay senedi sayısı arttırmış olur (Weston ve Copeland, 1987: 687). Aslında işletme hisse senedi olarak temettü ödemesi yaparak, birikmiş kar hesaplarını öz kaynak hesabına aktarmıştır (Moyer vd., 2008: 527). Temettünün hisse senedi olarak ödenmesi yönteminde işletme elde edilen karı ana sermayeye katarak sermaye artırımına gider. Sermayeye katılan kar oranında da pay senedi çıkararak, hissedarlara kar paylarına karşılık olarak verir (Usta, 2008: 85).

Daha net bir şekilde ifade edilecek olursa, işletmeler sermaye artışlarının bir kısmını ve ya tümünü sağlamak için mevcut ortaklara bedelsiz hisse senedi verir. Elde edilen karı şirket bünyesinde tutan ve öz kaynaklarına aktaran işletme hissedarlarına ek hisse vererek temettü ödemesi yapar. Bu yöntem ile temettü ödendiğinde işletme bilançosunun öz sermaye bölümünün yeniden düzenlenmesi gerekir (Akgüç, 2010: 792). Dağıtılmayan karlar, pay senedi şeklinde dağıtılan temettü miktarı kadar tutar sermaye hesabına transfer edilir. Bu işlemler sonucunda ortakların işletme içindeki payı değişmez. Toplam hisse senedi sayısı artar böylelikle hisse başına kar, hisse başına dağıtılan kar ve hisse fiyatı düşer. Genellikle bir hisse senedi şeklinde dağıtılan temettü, dağıtılmayan karları tüketir. Bir firmanın pay senedi olarak dağıtılan kar payı ilan etme gücü dağıtılmayan karları tarafından sınırlanmaktadır (Brigham, 1995: 488).

Ülkemizde de hisse sendi vererek temettü ödemesi yapıldığı görülmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun halka açık pay senetlerini Borsa'da işlem gören anonim ortaklıkların dönem sonunda elde ettikleri karlarının hisse senedi vermek yolu ile dağıtılabileceğine ilişkin kararı, hisse senedi olarak temettü ödeme uygulamasını yaygınlaştırmıştır (Akgüç, 2010: 795).

Hisse senedi olarak temettü ödemesinin firma ve ortaklar açısından bazı üstünlükleri vardır. Bunlar aşağıdaki gibi özetlenebilir (Akgüç, 2010: 792-793):

- Firma nakit çıkışı olmadan temettü dağıtmıştır. Karı işletme bünyesinde bırakmak ile dağıtmak arasındaki çelişki son bulmuştur. Üstelik kar işletme bünyesinde bırakılarak, temettü dağıtılmıştır. Bu sayede işletme karlı yatırım fırsatlarını finanse edecek kaynağı sağlamış olur.
- İşletmeler, sermaye artışı gerçekleştirdiği dönemlerde, sermaye artışının bir kısmını da bedelsiz pay senedi vermek yoluyla sağlamaktadırlar. Sermaye



artışına katılma hissedarlar için cazip olmakta, psikolojik olarak olumlu etki yapmaktadır.

- Hissedarlar ellerinde tuttukları pay senetlerini, ihtiyaç olduğunda nakde dönüştürebilirler. Yani aşamalı da olsa kar paylarını nakit olarak alma olanaklarını korumaktadırlar.
- Bazı ülkelerde hisse senedi olarak temettü ödenmesinin ortaklar açısından vergi avantajı vardır. Ancak, ülkemizde hisse senedi olarak temettü dağıtımının ortaklar açısından vergi avantajı yoktur.
- İşletme hisse senedi ile temettü ödediğinde, şirket mülkiyeti daha geniş kitlelere yayılma olanağı bulacaktır. Pay senedi ile temettü ödemesi yapan firmaların ortak sayısının genellikle daha çok olduğu gözlenmiştir. Ortak kompozisyonunu değiştirmek isteyen ya da halka açılmak isteyen firmalar için bu temettü ödeme şekli avantajlı olacaktır.
- Pay senedi vermek yoluyla temettü ödemek demek, pay senetleri nominal değeri daha düşük pay senetlerine bölmek demektir. Bunun faydası, bir pay senedinin piyasa fiyatının aşırı derecede yükselmesini engellemesidir. Hisse senetlerinin piyasa fiyatının aşırı derecede yükselmesi, onun sermaye piyasasındaki dolaşımını, alım satımını zorlaştırır. Hisse senedi vermek yoluyla temettü ödemesi bir yandan hisse senedi sunumunu artırmakta; bir yandan da hisse senetlerinin aşırı değer kazanması engelleyerek, sermaye piyasasında canlılık sağlamakta, hisse senetlerinin alım-satımını kolaylaştırarak, küçük tasarruf sahiplerinin de elde etmesine yardımcı olmaktadır.

İşletmelerin bazı durumlarda hisse senedi olarak temettü dağıtması, nakit temettü dağıtmasından daha rasyonel bir karar olabilir. Aşağıda maddeler halinde sayılan koşullar bunlardan bazılarıdır (Akgüç, 2010: 794):

- i) İşletmenin büyüme evresinde bulunması,
- ii) İşletme için karlı yatırım fırsatlarının olması,
- iii) Firmanın karlarının hepsini nakit olarak dağıtmak istememesi,
- iv) Ortak sayısının artırılarak mülkiyetin daha yaygınlaşmasının hedeflenmesi

gibi durumlar olduğunda işletmeler hisse senedi ile temettü ödemeyi tercih ederler.



### 2.3.3. İşletmelerin Kendi Hisse Senetlerini Satın Alarak Temettü Ödemesi

Firmalar genellikle hissedarlarına nakit olarak temettü ödemeyi tercih ederler. İşletmelerin kendi hisse senetlerini satın alarak da temettü ödemesi nakden temettü ödemesine bir alternatiftir (Emery vd., 1998: 484).

Bir işletme nakit temettü ödemesinde kullanacağı fonları, kendi pay senetlerini satın almak için de kullanmayı tercih edebilir. Ülkemizde yasal olarak firmaların kendi hisse senetlerini satın alma yolu ile dolaylı olarak temettü dağıtmaları mümkün değildir. Türk Ticaret Kanununu, çok istisnai durumlarda işletmelerin kendi hisse senetlerini satın almak yoluyla temettü dağıtımına müsaade etmiştir. Geri satın alınan pay senetleri de, sermayenin azaltılması kararı sonucu satın alınmış ise yok edilmeli, diğer durumlarda işletme tarafından ilk fırsatta elden çıkartılmalıdır (TTK. Mad. 329). Sermayenin azaltılması da çok uzun işlemleri gerektirir (TTK. Mad. 396-398) bu nedenle de sıkça tekrar edilmesi imkânsızdır (Akgüç, 1994: 776).

Uygulamada firmaların kendi hisse senetlerini satın alması yoluyla temettü ödemesi ülkemizde olmamasına rağmen, diğer ülkelerde nakit temettü ödemesine bir alternatif oluşturmuştur. Hisse senedi geri satın alarak temettü ödemesi, özellikle vergiden kaçınılmak istenilen durumlarda, önemli bir alternatiftir. Temel olarak iki şekilde geri satın alma biçimi mevcuttur (Brigham, 1995: 489):

- İşletmenin ortaklarına nakden kar payı olarak dağıtabileceği nakde sahip iken, firma nakit temettü dağıtımını yapmak yerine hisse senetlerini geri satın almayı tercih ettiği durumdur.
- Firmanın öz kaynak ağırlıklı bir sermaye yapısına sahip olduğundan bunu değiştirmek amacıyla borçlanarak aldığı borcu hisseleri geri satın almak için kullandığı durumdur.

Firmaların kendi hisse senetlerini geri satın alması ile dolaşımda bulunan pay senedi sayısı azalacak böylelikle de hisse başına düşen kazanç artacaktır. Hisse başına gelir artınca, bu durum yatırımcılar açısından iyi bir sinyal olarak algılanacaktır. En nihayetinde firmanın hisse senedinin piyasa değeri artacaktır (Gitman, 2003: 575).

### 2.3.4. Hisse Senetlerinin Nominal Değerlerinin Azaltılması Yoluyla Hisse Senetlerinin Adedinin Artırılması İle Temettü Ödemesi ( Stock-Split)

Piyasa fiyatı yüksek olan hisse senetlerinin, sermaye piyasasında alım-satımı zorlaşır. Sermaye piyasasında dolaşımı güçleşen pay senetlerinin piyasa fiyatını

düşürerek el değiştirmesini kolaylaştırmak için firmaların alabileceği tedbirlerden birisi de, hisse senetlerinin nominal değerini belli bir oranda azaltılması yoluyla hisse senetlerinin sayısını artırmaktır. Bu uygulama ile hissedarların elindeki hisse senetlerinin sayısı artar; ancak hisse senetlerinin nominal değerlerinde de aynı oranda azalma olduğu için her bir hissedarın görelî payında bir değişme meydana gelmez (Akgüç, 2010:795). Hisse senetlerinin bölünmesi, işletmenin sermaye yapısı etkilemez (Gitman, 2003: 574).

Hisse senedi bölünmesi temel olarak, işletmelerin likiditesini artırmak amacı ile uygulanan bir yöntemdir. Firmanın hisse senedi fiyatı, firma likiditesini olumsuz etkileyecek kadar yüksek seviyeye çıkmışsa, işletme yönetimi pay senedini belli oranlarda bölme kararı verebilir (Sayılğan, 2006: 346).

Türk Ticaret Kanunu, şirket genel kuruluna esas sermaye miktarı aynı kalmak üzere, esas sözleşmeyi değiştirmek suretiyle pay senetlerini, itibari (nominal) değeri daha az olan pay senetlerine bölmek hakkını vermiştir (TTK. mad.400). Ülkemizde bazı yabancı sermaye iştirakli firmaların, hisse senetlerinin bölünmesi ve hisse senedi vererek temettü ödemesini birlikte yaptığına rastlanmaktadır (Akgüç, 2010: 796).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TEMETTÜ POLİTİKASININ FİRMANIN PİYASA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ

#### 3.1. Temettü Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisine İlişkin Savunulan Teoriler

Finans yönetiminin üç temel politikası; yatırım, finansman ve temettü dağıtım politikasıdır. Bu politikalara dair alınan kararlar ve gerçekleştirilen uygulamalar firmanın piyasa değerini etkileyecektir. Temettü politikası, işletmenin kazancının ne kadarının ortaklara kar payı olarak dağıtılıp, ne kadarının firmada bırakılacağına dair kararları içerir. Bu politika ile finans yöneticisinin en temel hedefi, firma değerinin maksimizasyonudur. (Ercan ve Ban, 2005: 257).

Geçmişten günümüze kadar temettü politikaları üzerinde birçok çalışma yapılmıştır. Ancak bilim insanları arasında temettü politikası kararlarının firma değerini etkilediğine dair bir hem fikirlik mevcut olmamıştır. Bazı bilim insanlarına göre temettü dağıtım kararları firma değerini etkilemezken, bazı bilim insanlarına göre ise temettü politikası firma değerini etkileyen en kritik kararlardandır. Çalışmamızın bu bölümünde temettü dağıtım politikası kararlarının firma değeri üzerinde etkileri üzerinde çalışılmış olan teoriler ele alınacak ve detayları ile açıklanacaktır.

Geçmişten günümüze temettü dağıtım kararları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi ele alan teoriler şunlardır:

- Temettü etkisizliği teorisi (Divident irrelevance theory),
- Eldeki kuş teorisi (Bird-in-the-hand theory),
- Vergilendirme tercihi teorisi (Tax differential theory),
- Davranışsal Finans,
- Asimetrik Bilgi ve Sinyal Yaklaşımı,
- Serbest Nakit Akım Hipotezi ve Fazla Yatırım teorisi,
- Vekâlet Maliyetleri teorisi

##### 3.1.1. Temettü İlişkısizliği Teorisi (Divident Irrelevance Theory)

1961 yılında, Merton H. Miller ve Franco Modigliani tarafından temettü politikası ile ilgili ilk teorik çalışma yapılmıştır. Gerçekleştirdikleri bu teorik çalışmada, temettü dağıtım politikası kararının firma değeri üzerinde olumlu ya da olumsuz hiçbir etkisinin olmadığını savunulmuştur. Modigliani ve Miller ikilisine göre bir işletmenin hisse senedi piyasa fiyatı, firmanın temettü politikasından hiçbir şekilde



etkilenmez.(Akgüç, 2010: 857). Dönem sonunda elde edilen karın temettü olarak ödenmesi ya da firma bünyesinde bırakılması, işlemenin hisse senetlerini piyasa değerini etkilememektedir. Başka bir ifade ile işletme eğer temettü dağıtım politikasında bir değişikliğe giderse, bu firma değerinde bir artış ya da azalışla sonuçlanmayacaktır. Modigliani ve Miller tarafından savunulan temettü etkisizliği teorisine göre firma değeri, firma riski ve firmanın kazanma gücünden etkilenmektedir (Ercan ve Ban, 2005:259). Modigliani ve Miller, yatırımcıların nakit temin etmek için kar paylarına ihtiyaçları olmadığından dolayı, daha yüksek kar paylı hisseler için daha yüksek fiyatlar ödemeyeceklerini savunur. Bundan dolayı işletmeler temettü politikaları hakkında endişelenmemelidirler Bu sonuç, Modigliani ve Miller 'in Temettü etkisizliği teorisi olarak tanımlanır (Bradley vd., 2007: 446).

Modigliani ve Miller tarafından savunulan temettü etkisizliği teorisi belli varsayımlar çerçevesinde geçerli olur (Modigliani ve Miller, 1961: 412):

- “Mükemmel sermaye piyasası şartlarında”, piyasadaki alıcı ve satıcılar alım-satım işlemleri sonucunda menkul kıymet fiyatlarını etkileyebilecek güce hakim değildirler. Asimetrik bilgi ve ahlaki riziko yoktur. Tüm yatırımcılar hisse senetleri hakkında en doğru bilgiye istedikleri an karşılıksız, hiçbir maliyete katlanmaksızın erişebilmektedir. Piyasadaki işlemler ücret ödenmeksizin gerçekleşmektedir. Yani MM modelinde, vergiler, mali aracılara ödenen komisyonlar ve diğer işlem giderleri yok sayılmaktadır.
- Yatırımcılar daima “rasyonel davranış” gösterirler. Bu demektir ki, bir yatırımcı daima çok serveti az servete tercih eder. Yatırımcılar servetini ister kar payı olarak ister sermaye kazancından (değer artışından) sağlasın, tasarruf sahipleri için her ikisi de eşdeğerdedir. Yatırımcı için önemli olan servetinin artmasıdır. Bunun, temettü geliriyle ya da sermaye kazancıyla gerçekleşmesi yatırımcı için fark etmez.
- “Tam belirlilik” ilkesi esastır. Yatırımcının, firmaların geleceğe ilişkin yatırım planlarının ve firmaların gelecekteki kar hedeflerinin gerçekleşeceği hakkındaki tam güvenini ifade eder, gerçekleşmeme riski yoktur. Yatırımcılar hisse senetlerinin gelecek dönemlerde kendilerine sağlayacağı kar payını doğru olarak tahmin edebilmektedirler.

Modigliani ve Miller tarafından savunulan teoriye göre, firma değerini belirleyen unsurlar şunlardır (Bradley vd., 2007: 445):

- Firmanın gelecekte kazanma gücü,
- Firmanın riski,
- İşletmenin yatırım politikası.

Temettü dağıtım politikasının, firma değeri üzerinde olumlu ya da olumsuz hiçbir etkisinin olmadığını Modigliani ve Miller ikilisi aşağıdaki gibi göstermektedir (Ercan ve Ban, 2005: 260-261):

$P_0$  = Hisse senedinin piyasa fiyatı

$P_1$  = Hisse senedinin  $t = 1$  zamandaki piyasa fiyatı

$D_1$  = İlk ödenecek temettü

$n$  =  $t_0$  zamanda ihraç edilen yeni pay senedi adedi

$m$  =  $t_1$  zamanda ihraç edilen yeni pay senedi adedi

$I$  =  $t_1$  zamandaki toplam yeni yatırımlar

$X$  =  $t_1$  zamanda sağlanan net kar

$k_s$  = Öz sermayenin maliyeti

Hisse senedinin bugünkü fiyatı:

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{(1+k_s)}$$

İfadesinde işletmenin sermaye yapısının tümü, öz kaynaklardan oluştuğu kabul edildiğinde, hali hazırda mevcut olan ( $n$ ) adet hisse senedi ile eşitliğin her iki tarafını da çarptığımızda eşitlik bozulmayacaktır.

$$nP_0 = \frac{nD_1 + nP_1}{(1+k_s)}$$

İşletmenin  $t_1$  döneminde  $m$  adet yeni pay senedi ihraç ettiği ve bunları  $P_1$  fiyatı ile sattığı kabul edilirse, yeni elde edilen kaynak ( $m.P_1$ ) olacaktır. Eşitliğin sağ kısmına;  $- m P_1 + m P_1$  ifadesi eklenirse eşitlikte bozulma olmayacaktır.

$$nP_0 = \frac{nD_1 + nP_1 - mP_1 + mP_1}{(1+k_s)}$$

$$nP_0 = \frac{nD_1 + (n+m)P_1 - mP_1}{(1+k_s)}$$

İşletme hiç borç kullanmadığı için işletmenin kaynakları ve kullanımları şu şekilde gösterilir.

$$\underbrace{m.P_1 + X}_{\text{Kaynaklar}} = \underbrace{I + n.D_1}_{\text{Kullanımlar}}$$

Kaynaklar Kullanımlar

Buradan ( $m P_1 = I + n D_1 - X$ ) olarak ifade edilebilir. Bu ( $m.P_1$ ) değeri yukarıda ki eşitlikte yerine yazıldığında;

$$nP_0 = \frac{\cancel{nD_1} + (n+m)P_1 - (I + \cancel{nD_1} - X)}{(1+k_s)}$$

$$nP_0 = \frac{(n+m)P_1 - I + X}{(1+k_s)}$$

Bu son ifadeden de anlaşıldığı gibi, MM Temettü etkisizliği teorisine göre, firmanın bir sonraki dönemde ödeyeceğini ifade eden  $D_1$ , firma değerini etkilememektedir. Eğer  $D_1$  (firmanın bir sonraki dönemde ödeyeceği kar payı) firma değerini etkiliyor olsaydı;  $D_1$  ifadesinin eşitliğin sağ tarafında yer alıyor olması gerekecekti.

### 3.1.2. Eldeki Kuş Teorisi (Bird-in-the-Hand Theory)

Myron Gordon ve Fohn Lintner tarafından ortaya konan bir teoridir. Modigliani-Miller ikilisinin Temettü etkisizliği teorisinin aksine, firmaların temettü politikasının firma değerini etkilediğini savunmuşlardır. Gordon ve Lintner temettü ödemelerinin azalmasına paralel olarak, sermaye maliyetini  $k_s$ 'nin arttığını ifade etmişlerdir. Çünkü kar paylarından bekledikleri 1TL 'nin değeri, sermaye kazançlarından beklenen 1TL'nin değerinden daha fazladır. Bu teoride eldeki kuş: kar payı getirisini, daldaki kuş: sermaye kazancını ifade eder (Ercan ve Ban, 2005:262-263).

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g_d$$

Yukarıdaki eşitlikte yer alan ifadelerin temsil ettiği anlamlar aşağıdaki gibidir:

$k_s$ : Sermaye maliyeti

$D_1 / P_0$ : Temettü getirisi



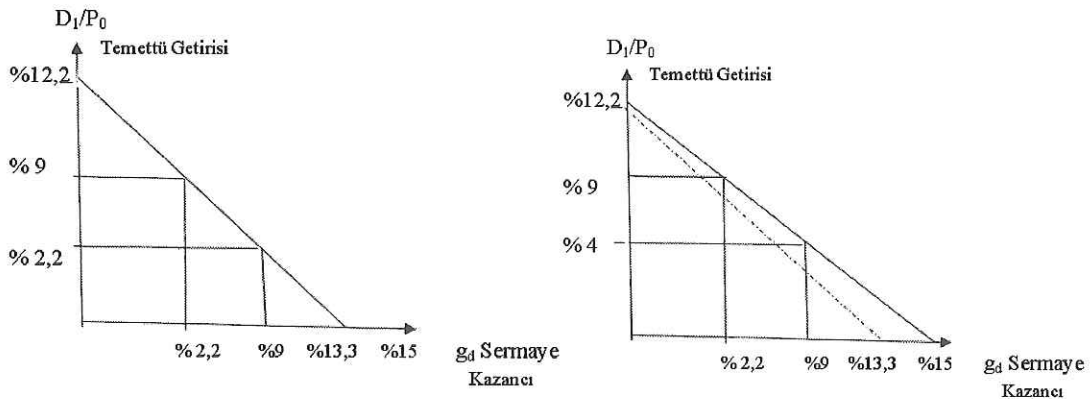
$g_d$ : Sermaye kazancı

Gordon ve Lintner tarafından savunulan eldeki kuş teorisi en açık ifade ile şunu savunur: Temettü olarak bugün elde edilecek 1 TL, ilerde sermaye kazancı olarak elde edilecek 1 TL'den daha değerlidir.

MM teoremine göre  $k_s$  sabit bir değerdir. MM teorisine göre işletmenin temettü politikası firma değerini etkilemez. İşletme ister kazancının tamamını temettü olarak dağıtsın ister hiç temettü dağıtmasın firma değeri bundan etkilenmez. Gordon ve Lintner'e göre kar payı kazancın risk düzeyi sermaye kazancına kıyasla çok daha düşüktür. Yani ortakların bugün kar payı elde etmeleri, sermaye kazancına kıyasla daha garantidir. Bundan dolayı işletme sermaye kazancı sağlamaya çalıştıkça, işletmenin sermaye maliyetinin artacağını savunur. İşletme yönetimi, yıllonunda elde ettiği kazancı kar payı olarak dağıtmayıp işletme bünyesinde bırakılmasını tercih ettiği durumlarda, dağıtılmamış karlar yatırımlarla değerlendirilip kazanç sağlanana kadar uzun bir süre geçer. Sürenin uzamasıyla ortakların kazanç beklentileri de artacaktır. Bu sebeple ortakların bugün kar payı geliri elde etmesi, yarın elde edecekleri sermaye kazancından daha değerlidir (Ercan ve Ban, 20005: 262).

MM modeli (Temettü İltisizliği)

Gordon-Lintner (Eldeki Kuş)



Kaynak: Ercan ve Ban, 2005: 263

Yukarıda yer alan grafikte de görüldüğü, işletme yönetimi dönem sonunda sağladığı tüm kazancı ortaklarına temettü olarak dağıtırsa, ortakların bekledikleri getiri değişmemektedir. Bu noktada Modigliani-Miller ile Gordon, Lintner hem fikirdir. Dönem sonunda elde edilen kazancın tümü kar payı olarak dağıtıldığında her iki görüşe göre de sermaye kazancı tutarı sıfırdır. İşletmenin dönem sonunda sağlanan karı

temettü olarak dağıtmayıp firmada alıkoyduğu durumda ise MM'nin temettü etkisizliği teorisi ile Gordon, Lintner eldeki kuş teorisi arasında görüş farklılığı vardır. MM temettü etkisizliği teorisine göre karların firmada bırakıldığı durumda, ortakların bekledikleri getiri oranında bir değişmeye olmaz. Fakat Gordon, Lintner eldeki kuş teorisine göre, karların temettü olarak dağıtılmayıp tamamının firmada bırakılması durumu hissedarlar açısından riskli görülür ve hissedarların bekledikleri getiri oranının yükselmesine sebep olur. Ortakların beklentilerinin artması demek hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının düşmesi demektir. Gordon ve Lintner'e göre ortaklara hiç temettü ödenmediği durumlarda ortakların kazanç beklentilerinin artar ve buna bağlı olarak firma değeri olumsuz etkilenir (Ercan ve Ban, 2005: 263).

### 3.1.3. Vergi Farklılığı Teorisi

Temettü etkisizliği teorisi (Modigliani-Miller) ve eldeki kuş teorisi (Gordon-Lintner) ele alınırken vergi unsuru dikkate alınmamıştır. Ancak birikim sahipleri için vergi unsuru yatırım kararları için kilit noktalardandır. Birçok ülkede, hissedarlar, nakit olarak elde ettikleri temettü kazançları üzerinden gelir vergisi ödemek zorundadır. İşletmeler hissedarlarını vergi ödeme yükümlülüğünden korumak, ortakların servetlerini en çoklamak için hisse senetlerini geri satın alma yoluyla temettü ödemeyi tercih ederler (Gürel, 2008: 15).

Ortakların elde edecekleri kar payı geliri ve sermaye kazancı farklı dönemlerde tahakkuk eder ve her ikisi birbirinden farklı oranlarda vergilendirilir (Usta, 2005: 263). Bu teorinin ortaya atılmasındaki esas amaç, vergi unsurunun temettü politikası seçimini nasıl etkilediğinin ve en nihayetinde firma değeri üzerinde nasıl etkilerinin olduğunun araştırılmasıdır (Jarrow vd., 1995: 802). Ekonomistlere göre, hem birikim sahiplerince alınan yatırım kararları hem de firmaların temettü politikası kararları vergi unsurundan etkilenir. Vergi unsuru gelecek dönemlerde beklenen kazancı ve firma değerini ciddi anlamda etkiler (Deeptee ve Roshan, 2009: 4).

İşletmelerin temettü ödemesini nakden yapması en yaygın yöntem olmakla beraber bu durum hissedarları yüksek oranda vergi ödemek zorunda bırakır ve hissedarların servetleri olumsuz şekilde etkilenir. İşletmeler bu durumda ortakların servetlerinin olumsuz şekilde etkilenmesini önlemek için pek yaygın bir yöntem olmayan, hisse senetlerini geri satın almak yöntemiyle temettü ödemesi yaparlar (Jarrow vd., 1995: 802).



Vergi tercihi teorisine göre, kar payları sermaye kazancından daha yüksek oranda vergilendirildiğinde, hissedarlar daha fazla vergi ödemek istemediklerinden, sermaye kazancını temettü kazancına tercih ederler (Baker ve Powell, 2005: 411). Temettü kazançları dönem sonunda, sermaye kazancı ise hisse senetleri elden çıkarıldığında oluşmaktadır. Bu durumda sermaye kazancı, pay senetleri satılıncaya kadar vergilendirilmeyeceğinden hissedar paranın zaman değeri kavramına göre de avantajlı durumdadır(Sayılğan, 2006: 340).

Bir ülkede sermaye birikimi teşvik edilmek isteniyorsa, devlet kar paylarına uygulanan vergi oranlarını artırarak, işletmeleri temettü dağıtmamaya teşvik eder. Tam aksine dağıtılmamış karlara uygulanan vergi oranlarının artırılması suretiyle temettü geliri özendirilmiş olunur (Ercan ve Ban, 2005: 264).

Yatırımcılar bazı durumlarda düşük oranda temettü ödemesini, yüksek oranda temettü ödemesine tercih ederler. Hatta bazen kazancın tamamının firmada bırakılarak, sermaye kazancı sağlamayı tercih ederler. Bu durum vergi tercihi etkisi teorisi ile üç sebeple açıklanır (Brigham vd., 1999: 451-452):

- Temettü gelirinin sermaye kazancından daha yüksek oranda vergilendirildiği durumlarda, hissedarlar servetlerini maksimize etmek amacıyla sermaye kazancı elde etmeyi tercih ederler.
- Sermaye kazancı oluşması için hisse senedinin satılması gerekir. Yani sermaye kazancı uman hissedarlar, hisse satılana kadar vergi ödemezler. Paranın zaman değeri etkisi ile açıklarsak, gelecek zamanda ödenecek olan vergi, bugün ödenen vergiden daha az maliyetlidir.
- Hissedar ölünceye kadar pay senedini elinde tuttuğu takdirde, sermaye kazancı vergisi ödemek zorunda kalmayacaktır.

#### **3.1.4. Bilgi İçeriği ve Sinyal Yaklaşımı**

İşletme yöneticileri, firmanın gelecekteki durumundan umutlu ise temettü dağıtım oranlarını artıma yoluna gider. Eğer yönetimin, işletmenin gelecekte mali durumunda sıkıntılı günler olacağına dair kaygıları varsa, temettü dağıtımında kısıtlamaya gidecektir. Firmaların temettü dağıtım politikasındaki her değişim aslında yatırımcı için bir sinyal yani bilgi vermektedir ve yatırımcı davranışları buna göre şekillenecektir. Yatırımcı davranışına göre de işletmenin hisse senetleri piyasa fiyatı da olumlu ya da olumsuz olarak etkilenecektir (Black, 1989: 217-218).



Sinyal yaklaşımına göre, temettü dağıtım politikası firma değerini olumlu ya da olumsuz olarak etkilemektedir. Bilgi içeriği ve sinyal yaklaşımına göre temettü dağıtım politikaları, firmanın karlılığı hususunda yatırımcıya bilgi ya da sinyal bildirir. Firma temettü dağıtımını artırarak aslında yatırımcıya firmanın karlı olduğunu ve gelecekte de karlarını istikrarlı olarak artırmayı beklediğini ima eder. Sinyal yaklaşımı, firmaların temettü politikasının basit bir duyurusu değildir. Sinyalleme etkisi, firmanın temettü dağıtımında ek artırımlar olacağını ifade eder. Firma yöneticisi tarafından düzenli şekilde temettü dağıtım oranının artırılması, yatırımcıda firmanın karlılığı hususunda olumlu izlenim bırakır. Bunun sonucunda da firmanın pay senetlerinin piyasa değeri olumlu etkilenir ve firma değeri artar (Horne ve Wachowicz, 2001: 496).

Modigliani ve Miller (1961) tarafından savunulan temettü etkisizliği teorisi, mükemmel sermaye piyasası şartlarının olduğu varsayımına dayanır. Örneğin, cari dönem ve gelecekle ilgili tüm bilgilerin firma yöneticilerinden tüm yatırımcılara eksiksiz ve maliyetsiz olarak aktarıldığı, yatırımcıların firmalar hakkında tüm bilgilere anında doğru olarak maliyetsiz şekilde ulaşabildiği sermaye piyasalarının olduğunu varsayar. Modigliani ve Miller çalışmalarının son kısmında “sermaye pazarlarına yeni bilgi aktarma” kriterine vurgu yapmışlardır. MM bu çalışmaları ile firma yöneticileri temettü ödeme yoluyla sermaye piyasalarındaki yatırımcılara sinyal vererek, Bilgi İçeriği ve Sinyal Yaklaşımı (dividend-signaling) teorisinin zemini hazırlamışlardır. Temettü kararlarını asimetrik bilgiden yola çıkılarak açıklamaya çalışan modeller, genel olarak iki varsayıma dayanır. Bu varsayımlar şunlardır (Silva vd., 2004: 39):

- Firma yöneticisi her zaman dışsal yatırımcılara kıyasla, gerek firmanın mevcut varlıkları konusunda olsun gerek potansiyel yatırım olanaklarının değeri söz konusu olsun, daha fazla ve daha doğru bilgiye sahiptir.
- Bazı firmaların durumu aslında iyi olmamasına rağmen, sermaye piyasası potansiyel yatırımcılarına temettü dağıtımını artırmak suretiyle iyi sinyal verebilmek için bu mekanizmayı kullanarak pay senetlerinin piyasa fiyatını yükseltmeyi amaçlarlar.

Firma temettü tutarını artırarak aslında potansiyel yatırımcı ile var olan bilgi boşluğunu doldurur. Yatırımcı açısından, işletmenin cari durumunun iyi olduğu ve geleceğe dair pozitif beklentilerin olduğu şeklinde algılanır. Sermaye piyasasında firmanın pay senedine olan talepler artar ve firmanın hisse senetlerinin piyasa fiyatı artar.

Firmaların ödedikleri temettü tutarının artması ile firma karlarının artması, yatırımcıların gelecek beklentileri açısından aynı olumlu sinyali vermektedir. Bu duyular sonucunda da firmanın değeri olumlu şekilde etkilenecek pay senetlerinin piyasa fiyatı yükselmektedir. Beklenmeyen yeni pay senedi ihraçları sermaye piyasalarındaki yatırımcılar tarafından olumsuz bir sinyal olarak algılanır akabinde de firmanın hisse senetleri piyasa fiyatında düşüş meydana gelir. Yatırımcı tarafından beklenen temettü tutarından daha fazla miktarda temettü dağıtılacağı duyurulduğu takdirde, hisse senetlerinin piyasa değeri artış gösterir. Fakat daha fazla temettü dağıtılması gelecek dönemlerde daha az yatırım demektir. Bu sebeple de bir zaman sonra hisse senetleri erinin piyasa fiyatı gerileme gösterir (Miller ve Rock, 1985: 1031-1051).

Firmaların hisse senetlerinin piyasa fiyatının olduğundan daha düşük değerlendirilmesi, asimetrik bilginin var olmasıyla doğan ciddi sorunlardan birisidir. Asimetrik bilginin olduğu durumlarda dış finansman maliyeti de artar. Aşağıdaki grafik ile bu durum açıklanır(Ang, 1987: 34).

### 3.1.5. Vekâlet Teorisi

Vekâlet maliyetleri teorisi (Agency Cost Theory) ilk olarak 1932 yılında Berle ve Means tarafından ortaya atılmıştır. Yetki veren kişi (principal), kendisinin namına işleri halletmesi için birisine yetki verir. Vekâlet veren adına işleri görmek için yetki alan kişi ise vekildir (agent). Zaman içinde yetki veren kişi (agent) ile vekil arasında çıkar çatışmaları olabilir ve bu çatışmalar zararlı sonuçlanabilir. Bu zararların giderilebilmesi, için belli bir maliyete katlanmak gerekir ki zararları tazmin eden bu maliyetlere vekalet maliyeti denir (Wright vd., 1996:441).

İşletme sahipleri ve yöneticiler fon sahiplerinden kaynak sağlarlar. Fakat işletme sahip ve yöneticileri fon sahiplerinden temin ettikleri fonları sahiplerinin çıkarları aleyhinde kullanma riskleri vardır. Bu aleyhte kullanımdan kaynaklanacak maliyetler, vekâlet maliyeti olarak tanımlanır( Saunders ve Cornett, 2006: 6).

Modigliani ve Miller 'in (1961) temettü etkisizliği teorisi, tam rekabet piyasası yaklaşımı altında kabul görmüştür. MM temettü etkisizliği yaklaşımına göre, firmaların temettü politikası hissedarların refahını ve firma değerini etkilemez. Modigliani ve Miller ( 1961) tarafından oluşturulan modelin varsayımlarını şu şekilde sıralayabiliriz:

- Sermaye piyasalarında çok sayıda alıcı ve satıcı mevcuttur. Fakat sermaye piyasasındaki hiçbir alım satım kararı ile fiyatlar etkilenmez ve değişmez.



- Yatırımcı, yönetici, tahvil sahibi(borç verenler) ve hissedarlar aynı düzeyde bilgi sahibidir. Asimetrik bilgi mevcut değildir. Bilgiye ulaşmak maliyetsizdir. Her isteyen istediği her bilgiye eksiksiz ve maliyetsiz erişir.
- İşlem maliyeti ve vergi yoktur.
- Firmaların yatırım ve finansman kararları, temettü politikasından bağımsızdır.
- Vekâlet maliyeti söz konusu değildir. Yani yönetici, hissedar ve tahvil sahipleri (borç verenler) arasında çıkar çatışması yoktur. Dolayısıyla çıkar çatışmasından kaynaklanan zararları tazmin edecek maliyetler de söz konusu değildir.

Fakat gerçek dünyada tam rekabet piyasasının oluşması imkânsızdır. Gerçek yaşamda eksik rekabet piyasalarının varlığı kabul görülür. Tam rekabet piyasalarında meydana gelen aksaklıklar sonucunda da eksik rekabet piyasası oluşur. Vekâlet maliyetleri de tam rekabet piyasalarında gerçekleşen aksaklıklardandır. Vekâlet maliyetleri teorisi ile:

- i) Tahvil sahipleri (borç verenler),
- ii) Hissedarlar,
- iii) Yöneticiler

arasında var olan çıkar çatışmaları ve bu çatışmalar sonucu oluşan maddi zararlar sonucu katlanılacak maliyetler ele alınır. Vekâlet maliyetleri temettü dağıtım kararlarını etkiler. Temettü politikası da firma değerini etkileyecektir (<http://dergipark.ulakbim.gov.tr/esosder/article/view/500006789713.04.2016> ).

Vekâlet maliyetlerini doğuran sebepler aşağıda maddeler halinde sıralanır (Frankfurter vd., 2003: 100):

- Asimetrik bilginin var olması,
- Yüksek riskli ve yüksek getirisi olan projelerin uygulanması,
- Dikkate alınmayan pozitif net bugünkü değerli projeler,
- İhtiyatlı yöneticiler tarafından öngörülen tutardan daha yüksek tutarda harcamanın yapılmasıdır.

Vekâlet maliyetlerinden çıkar çatışmalarına konu olan hissedar, yöneticiler ve borç verenler, her bir grup kendi çıkarlarının, servetlerinin maksimizasyonu için uğraşır. Örneğin, yöneticiler iflas etme korkusundan dolayı karlılık oranı yüksek olmasına rağmen, risk seviyesi yüksek yatırımları tercih etmezler. Hissedarlar perspektifinden bakıldığında; ortaklar servetlerinin maksimizasyonu için risk seviyesi yüksek bile olsa, yüksek getiri sağlayacağı için riskli yatırımlara yatırım yapılması için yöneticiyi ikna



etmeye çalışır fakat bu kolay olmayacaktır. Borç veren tahvil sahipleri de borç verdikleri firmaların iflas edip borçlarını tahsil edememek korkusuyla, yönetimin riskli yatırımlara gitmesini kesinlikle istemezler (Kochhar, 1996: 714). Firma sahipleri ile yöneticileri arasında vekâlet maliyetleri azalırken, ortak ve tahvil sahipleri arasındaki vekâlet maliyeti artar (Mello ve Parsons, 1992: 1894).

Yönetici, hissedar ve tahvil sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarından doğan zararların azaltılması için katlanılan vekâlet maliyetleri şunlardır, izleme maliyeti (monitoring cost), tazmin edici-garanti sağlayıcı sözleşme maliyeti (bonding cost), engellenemeyen kayıplar (residual cost) (Jensen ve Mecling, 1976: 310).

Farklı sermaye yapısına sahip olan ve farklı sahiplik yapısındaki her firmanın kendine münhasır dengede temettü politikası vardır. Firmaların her birinin vekâlet maliyetleri birbirinden farklıdır. Mesela yüksek öz kaynak yapısına sahip aile şirketlerinde, farklı çıkar grupları arasında kaynaklanması muhtemel zararların risk ve vekâlet maliyetleri daha düşüktür (Agrawal ve Nagarajan, 1990: 1330).

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### FİRMALARIN TEMETTÜ ÖDEMELERİ İLE FİRMA DEĞERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ VE BİST 100'de BİR UYGULAMA

Çalışmanın bu kısmında konu ile ilişkin kapsamlı bir literatür araştırması yapılmıştır. Temettü politikasının firma değeri üzerinde etkisi üzerinde yapılan çalışmaların modelleri ve analiz teknikleri incelenmiştir. Buna dair literatür tablosu oluşturulmuştur.

#### 4.1.Literatür İncelemesi

Firmaların temettü politikalarının ilgili firmaların hisse senetlerinin piyasa değerine etkisi konusunda şimdiye kadar yapılmış yerli ve yabancı bir çok çalışma bulunmaktadır.

Ball, Brown ve Finn (1977) tarafından 1967-1969 yılları arasında gerçekleştirilen çalışmada, hisse senedi bölünmesi veya hisse senetlerinin bedelsiz olması gibi duyuruların, hisse senedi fiyatlarına etkisi, aylık hisse senedi verileri kullanılarak incelenmiştir. Araştırma bulgularına göre, firmaların kar payı dağıtım duyurularının ilgili firmaların hisse senedi fiyatlarına etkisi olmadığı tespit edilmiştir.

Ahorony ve Swary (1980) tarafından gerçekleştirilen, 1963-1976 yıllarını kapsayan, 140 firmayı kapsayan çalışmada, firmalar temettü ödemesi yaptıkları ilan tarihinde iki grup olarak ayrılmıştır. Birinci grupta, ödeyeceği temettüyü artıran, ikinci grupta ise ödeyeceği temettüyü azaltan firmalar yer almaktadır. Çalışmalar sonucunda elde edilen bulgulara göre, birinci grupta yer alan firmaların duyuru tarihinden önceki tarihte ve duyuru tarihinde hisse senetlerinin piyasa fiyatlarında önemli ölçüde düşüşler görülüyor iken, duyuru tarihinden sonra firmaların piyasa fiyatlarında dikkat çeken bir yükselme trendinin hakim olduğu tespit edilmiştir.

Eades, Hess ve Kim (1984) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 1962-1980 yılları arasında kar payı dağıtım duyurularının ilgili firmaların hisse senetleri fiyatlarına etkisi incelenmiştir. Araştırmalar sonucunda elde edilen bulgulara göre, kar payı dağıtım duyurularının hisse senetlerinin fiyatı üzerinde pozitif yönlü etkisi olduğu tespit edilmiştir. Fakat vergilendirilmeyen kar payı dağıtımları üzerinde negatif yönlü etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Asquit ve Mullins (1986) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 1964-1980 yıllarını kapsayan bir zaman periyodu içinde 168 firma üzerinde, bu firmaların kar payı dağıtımı



yapacaklarını kamuya duyurmalarıyla hisse senetleri fiyatlarının bundan nasıl etkilendiğinin tespit edilmesi için olay etüdü metodu kullanılmıştır. Çalışmalar sonucunda elde edilen bulgulara göre, firmaların kar payı dağıtım duyurusu yapmasının, firmaların piyasa değeri üzerinde olumlu etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Healy ve Plepu (1988) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 1969-1980 yıllarını kapsayan zaman periyodunda, firmaların kar payı dağıtım duyurularının, ilgili firmaların hisse senedi fiyatlarını olumlu yönde etkilediği belirtilmiştir. Bu çalışmada aynı zamanda, firmaların kar payı ödemesinin ilgili firmaların performanları ile önemli ölçüde değişebileceği belirtilmiştir.

Lang ve Litzenberger (1989) tarafından, 1975-1989 yıllarını kapsayan dönemde gerçekleştirilen çalışmada, 429 firmanın kar dağıtım duyuruları ve kar payı dağıtım miktarlarında meydana gelen değişimler incelenmiştir. Çalışma sonucunda, kar payı dağıtım duyurularındaki değişiklikleri aşırı yatırım yapan firmaların bunu bir yatırım politikası olarak belirlendiği ileri sürülmüştür.

Ahorony ve Dotan (1994) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, firmaların kar payı dağıtım duyurusunun ilgili firmaların hisse senetleri üzerinde pozitif olarak etki oluşturduğunu belirtmiştir. Kar payı dağıtım duyurusunun yatırımcılar tarafından firmanın iyi durumda olduğu yönünde algılandığı bu sebeple de artan talep doğrultusunda firmaların hisse senedi fiyatlarının yükseldiği belirtilmiştir.

Tatari (1999) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, İMKB Endeksi'ne kayıtlı tüm firmaların 1979-1991 yılları arasında, kar payı dağıtım duyuru tarihleri ve hisse senedi getirileri veri olarak kullanılmıştır. Kar payı duyurusunun firma değeri üzerindeki etkisi olay etüdü yöntemi kullanılarak test edilmiştir. Çalışmanın bulgularına göre, nakit kar payı dağıtım duyurusunun yatırımcılar üzerinde pozitif etkisinin olduğu ve firma değerini olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Pekkaya'nın (2006) çalışmasında kar dağıtımını etkileyen faktörler ve temettü politikasına ilişkin teoriler üzerinde durulmuştur. 1987-2006 yılları arasında İMKB 30 endeksine dahil, 19 işletmenin kar payı olarak dağıttığı tutar ile kar payı olarak dağıtmadığı tutarının firma değerini etkileyip etkilemediği etkiliyor ise ne ölçüde etkilediği üzerine regresyon analizi yapılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre yalnızca 5 firmanın istatistiksel sonuçları anlamlıdır. Buna göre de oto finansman ile firma değeri anlamlı ve olumlu bir sonuç gösteriyorken, temettü dağıtım miktarı ile firma değeri arasında aynı tutarlılık yoktur. Temettü dağıtım miktarı bazı firmalarda, 'firma değerini olumlu şekilde etkilerken, bazı firmalar için firma değerini olumsuz yönde

etkilemektedir. Bu bulgular, kar payı politikası ile firma değeri arasındaki zıt görüşleri destekler niteliktedir.

Günalp, Kadioğlu ve Kılıç (2010) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, nakit temettü duyurularının, firmaların hisse senedi piyasa fiyatı üzerinde önemli etkisinin olup olmadığı regresyon yöntemi kullanılarak test edilmiştir. Çalışma analiz için, 2003-2007 yılları arasında, İMKB'ye kote olan 83 firmanın, 321 adet nakit kar payı açıklaması ile ilgili fiyat verileri kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, firmaların nakit temettü duyurusunun, ilgili firmaların hisse senedi getirisi üzerinde olumsuz etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Bulgulara göre nakit kar payı duyurusunu geçen yıla göre artıran firmaların hisse senetlerinin getiri kaybı, geçen yıla nazaran kar payı duyurusunu azaltan firmalardan daha yüksektir. Yani yüksek nakit kar payı dağıtma duyurusunda bulunan firmaların hisse senetlerinin diğerlerine göre daha fazla değer kaybettiği belirtilmiştir. Bulgulardan diğeri de, firmaların hisse senedi getirilerinin, duyuru tarihinden itibaren ilk üç gün yüksek oranda etkilendiği daha sonra bu etkininin azalarak kaybolduğudur.

Sırma (2011) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, Osmanlı Devletinde 19. yy' da ve Tanzimat Döneminde ticari hayatta da gelişi ve değişim sağlayabilmek maksadıyla, Anonim Şirket Nizamnamesi incelenmiştir. Anonim Şirket Nizamnamesi ile şirketlerin nasıl temettü dağıtacağı, kar payında kimlerin hakkı olduğu açıklanmış fakat hangi oranda kar dağıtılacağı genel kurulda alınacak karara bırakılmıştır. Dağıtılacak temettü oranının genel kurul kararına bırakılması, günümüz uygulamasından farklıdır. Çalışmada dikkat çekilen bir husus da ortak vasfındaki hissedarlara faiz verilmesidir. Bu uygulamanın sebebi araştırılmış ve bu uygulama "hazırlık dönemi faizi" olarak açıklanmıştır. Araştırmalardan anlaşıldığı üzere Osmanlı Anonim Şirketleri, halka açık olmak suretiyle faaliyetlerini sürdürdüğü savunulmuştur. Osmanlı Anonim Şirketlerin tümünün tedrici kuruluş ile kurulduğu bilgisine ulaşılmaktadır. Araştırmalar sonucu edinilen bir bilgide, kuruluş aşamasında halkın sermayeye katılımını sağlamak için kar etmese bile faiz ödeme zorunluluğunun getirilmesidir. Fakat çalışmadan edinilen bilgi ışığında, bu uygulamayla sermayenin halktan sağlanması çok da mümkün olamamıştır.

Çelik (2011) tarafından ortaya konulan çalışmada, İMKB imalat sektöründe hisse senetleri işlem gören 146 işletmenin 2006-2011 dönemlerine ait finansal tablo verileri kullanılarak, yaşam döngüsü teorisinin Türkiye' de geçerli olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışmada logit, probit modeller kullanılmıştır. Çalışmalar sonucu elde edilen bulgular, Türkiye'de yaşam döngüsü teorisini desteklemiştir. Buna göre yaşam



döngüsünde bulunulan aşama, işletmelerin temettü dağıtım kararlarını şekillendirir. İşletmelerden olgunluk aşamasında olanlar, büyüme aşamasında olan işletmelere kıyasla daha yüksek oranda temettü dağıtma eğilimindedirler.

Başkaya (2012) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 2009-2010 yılları arasında kar dağıtımını yapmış firmalar üzerinde olay etüdü metodu kullanarak, firmaların kar payı duyurusunun hisse senetleri fiyatlarına etkisi incelenmiştir. Kar payı duyuru, tarihi olay tarihi olarak belirlenmiştir. Çalışma bulgularına göre, firmaların kar payı dağıtım yapacağını kamuya duyurmaları sonucunda, kısa vadede (-5,+5) ilgili firmaların hisse senedi fiyatlarında yükselme olduğu tespit edilmiştir. Fakat uzun vadede bu etkinin ortadan kalktığı görülmüştür.

Kaderli, Başkaya (2012) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, halka açık anonim firmalarda, kar payı dağıtım duyularının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. 2009-2010 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören ve düzenli olarak kar payı ödemesi yapan firmalar ele alınmıştır ve olay analizi (event study) yapılmıştır. Firmaların nakit kar paylarını ödeyeceklerini duyurdukları tarih olay günü olarak belirlenmiştir. Firmalar ödedikleri kar payını geçen yıla göre azaltan ve arttıran olarak kategorize edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, firmalar temettü dağıtmayı duyurduları tarihten sonra anormal getiri elde etmiştir. Böylelikler  $H_0$  hipotezi reddedilerek  $H_1$  hipotezini kabulüne karar verilir. Yani "Firmaların temettü ödeyeceklerini kamuya duyurmaları sonucunda hisse senedi fiyatları bundan olumlu ya da olumsuz olarak etkilenir Kar payı ödemesini geçen yıla göre arttıran bunu da kamuya duyuran firmalar olay tarihi civarında anormal getiri elde etmektedir. Periyot uzadıkça bu etkinin azaldığı tespit edilmiştir. Kar payı ödemesini ödemesini geçen yıla göre azaltan firmaların anormal getirilerini önemli oranda düştüğü görülmüş fakat uzun vadede bu etkinin azaldığı tespit edilmiştir. Yapılacak bir çıkarım da; Türkiye'de sermaye piyasasının yarı etkin formda bile olmadığıdır.

Kar vd., (2012) tarafından yapılan bu çalışmada, işletmelerin temettü dağıtım politikasının hisse senedi değeri üzerine etkisi üzerinde bir uygulama yapılmıştır. Spor Hizmetleri Sektöründe faaliyette bulunan (Beşiktaş Futbol A.Ş., Galatasaray Sportif A.Ş., Trabzonspor Sportif A.Ş., Fenerbahçe Sportif A.Ş.) halka açık anonim ortaklıkların 2005-2010 yılları arasındaki İMKB-100 endeksi verileri kullanılarak SPSS 11.5 paket programı aracılığıyla pearson korelasyon analizine tabi tutulmuştur. Yıllara göre yapılan analiz sonuçlarına göre, firma değeri ile kar dağıtımını arasında anlamlı bir



ilişki vardır. Yani çalışmanın sonucuna göre, kar dağıtım politikası firma değerini pozitif yönlü etkilemektedir.

Al-Gharaibeh, Zurigat ve Al-Harasheh (2013) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, firmaların sahiplik yapılarının temettü politikalarını nasıl etkilediği konusunda olmuştur. Çalışmada 35 halka açık Ürdünlü firmanın 2005-2010 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Tam katılımlı model ile kısmi katılımlı model karşılaştırılmıştır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre; Tam katılımlı sahiplik yapısı temettü politikasındaki değişimi, kısmi katılımlı sahiplik yapısına nazaran daha iyi temsil etmektedir. Tam katılımlı sahiplik modeli: %61,57, kısmi katılımlı sahiplik modeli: %20,65 olarak tespit edilmiştir.

Ertaş ve Karaca tarafından gerçekleştirilen çalışmada, firmaların temettü politikası kararlarını etkileyen unsurlar ile kar dağıtım politikasına ilişkin farklı görüşteki teoriler üzerinde durulmuştur. İMKB 30 Endeksli firmaların dağıttıkları temettü miktarının firma değeri üzerindeki etkisi tespit edilmeye çalışılmıştır. Analiz aşamasında işletmelerin temettü dağıtmayı ilan ettikleri tarih ile temettü dağıttıkları tarih arasında geçen süre baz alınmıştır. Analiz sonuçlarına göre, işletmelerin temettü dağıtmayı ilan ettikleri tarihten sonra ne kadar kısa sürede temettü dağıtımını gerçekleştirilirse, hisse senetlerinin yatırımcılar tarafından o kadar çok tercih edildiği dolayısıyla firma değerinin olumlu etkilendiği tespitine varılmıştır.

Korkmaz ve Karaca (2013) tarafından yapılan çalışmada, firma performansını etkileyen unsurlar üzerinde çalışılmıştır. Firma performansının ölçülmesinde performans kriteri olarak pay senedi yılsonu kapanış fiyatı ile hisse senedi getiri oranı kullanılmıştır. Hisse getiri oranı ve hisse senedi yılsonu kapanış fiyatı ile aktif karlılığı, nakit temettü dağıtım oranı, net kar büyümesi, fiyat/kazanç oranı, hisse başına kar, piyasa değeri /defter değeri, öz sermaye karlılığı, piyasa değeri ve değişkenler arasında nasıl bir ilişki olduğu incelenmiştir. Çalışmada, İMKB 30 endeksinde yer alan 16 firmanın 1998-2010 yılları arasındaki finansal veriler, panel regresyon modeli ile incelenmiştir. Çalışmada 2 model kurulmuştur. Model 1 'de hisse senetlerinin kapanış fiyatı bağımlı değişken olarak saptanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, kar payı ödeme oranındaki (DPR), pay senedi kapanış fiyatı (CLS), ve (EPS) hisse başına kardaki değişim artarken, (ROA) yani aktif karlılıktaki değişim azalmaktadır. Hisse kapanış fiyatını (CLS), piyasa değeri defter değeri ( M\_B), ve piyasa değeri artışı değişmemektedir.

Rajesh ve Sujit (2013) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, dünyanın en büyük 82 petrol ve gaz şirketlerinin firma değerlerini nasıl katladıklarını sorgulamak için bu firmaların 2009-2013 yılları arasındaki finansal tabloları incelenmiştir. Bu yıllar aralığında 82 firmanın finansal performans sonuçlarına göre, 2009 yılında petrol ve gaz şirketlerinin toplam geliri \$39.82 milyar olan gelirleri, 2013 yılında artarak \$68.87 milyar seviyesine ulaştığı görülmektedir. Çalışmada firma değeri ile firma performansını temsil eden değişkenler arasında regresyon analizi yapılmıştır. Bağımlı değişken olarak: firma değeri belirlenirken, bağımsız değişken olarak: firmaların finansman politikası, yatırım politikası ve temettü politikası belirlenmiştir. Ampirik çalışmalar sonucunda firmaların temettü politikaları ve maliyet etkinliği firma değeri üzerinde en etkili değişkenler olduğu görülmüştür. Yapılan çalışma sonucunda sermaye yoğunluğu ile firma değeri arasında negatif ilişkinin var olduğu kanısına varılmıştır.

Altaş (2013) tarafından yapılan çalışmada, limited ve anonim şirketler için I. Temettünün ödenmesinin zorunlu olup olmadığı hususu üzerinde durulmuştur. 6762 sayılı Eski Ticaret Kanunu madde 466'da "hisse senedi sahipleri için %5 kar payı ayrılması" ibaresi, 6102 sayılı (TTK) Türk Ticaret Kanunu ile "%5 oranında temettü ödendikten sonra" ibaresi ile değiştirilmiştir. Eski Türk Ticaret Kanunundaki ibare ile işletmeler %5 oranında I. Temettüyü ayırmış fakat ortaklara dağıtmak yerine işletme bünyesinde bırakmayı tercih ettikleri görülmüştür. Bu ibare Yeni Türk Ticaret Kanunu ile değiştirilmiş %5 oranında kar payı ödendikten sonra ibaresi getirilmiştir. Böylelikle eskiden yaşanan "acaba I. Temettü dağıtılsın mı yoksa dağıtılmasın mı?" tartışması Türk Ticaret Kanunundaki değişikliklerle giderilmiştir. Ayrıca Türk Ticaret Kanunu madde 210 gereği "ticaret sicili müdürlükleri ile şirketlerin Bakanlık tarafından çıkarılacak tebliğlere uymaları" zorunlu tutulduğundan, şirketlerin farklı uygulamalarda bulunmaları engellenmiştir.

Mazgit (2013) tarafından yapılan çalışmada, firmaların BİST Temettü 25 Endeksine dahil olmalarının, hisse senetlerinin piyasa fiyatı üzerinde olumlu bir etkisinin olup olmadığı Olay Çalışması Metodu kullanılarak test edilmesi amaçlanmıştır. Belirli bir Endekse dahil olabilmek, Endeks için tanımlanmış belirli kriterleri sağlamak anlamı taşır. Bu sebeple hisse senedine yatırım yapmak isteyen yatırımcılar belirli Endeks dahilinde olan hisse senetleri ile ilgilenirler. BİST Temettü 25 Endeksine dahil olan hisse senetleri, hem temettü verimliliği, hem de likidite açısından öne çıkan firmalardan oluşur. Elde edilen analiz sonuçları değerlendirildiğinde, BİST Temettü 25 Endeksi kapsamında oluşan değişikliklerin, Endeks kapsamında yer alan hisse



senetlerinin fiyat performansı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki yapmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Yavuz (2013), anonim ortaklıklarda hissedarların temettü hakkını kısıtlayan unsurlar üzerinde çalışılmıştır. Hissedarların amacı servetlerinin maksimizasyonudur, bu sebeple de en yüksek oranda temettü geliri elde etmeyi umarlar. Ancak 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ile hissedarların vazgeçilmez nitelikteki bu hakkına kısıtlama, başka ifade ile hissedarlar adına daha az tutarda kar payı ödenmesiyle sonuçlanan hükümler ihtiva eder. Dönem sonunda elde edilen karın kar payı olarak dağıtılmasından önce ödenmiş sermayenin %20 'sini bulana kadar yedek akçenin ayrılması zorunludur, ayrıca esas sözleşme yoluyla daha fazla yedek akçe ayrılması da öngörülebilir. Ortakların temettü gelirini kısıtlayan bir diğer unsur da üçüncü şahısların da net kara katılma yolunu açan intifa senetleridir. İntifa senedi sahipleri firmanın ortakları olmamalarına rağmen kardan kar payı alma hakkına sahiptirler. Hatta karın temettü olarak dağıtılmamasına karar verilmiş olsa bile, eğer dağıtılabilecek kar mevcut ise intifa senedi sahiplerine kar payı verilir. Bu uygulama ile görüldüğü gibi intifa senedi sahipleri hissedarlardan bile ayrıcalıklı haklara sahiptir. Ayrıca TTK hükümlerine göre, kar dağıtımını ancak Genel Kurulda karın dağıtılmasına ilişkin karar alındıktan sonra gerçekleştirebilir.

Wajid, Arshad ve Nazim (2014) tarafından gerçekleştirilen çalışmada Pakistan'daki firmaların temettü politikalarının firma ortaklarının serveti üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmada Pakistan'da tekstil sektöründe faaliyette bulunan firmaların 2001-2010 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak; her bir firmanın hisse senedini piyasa değeri belirlenmiştir, bu değişken aynı zamanda ortakların servetlerini temsil etmektedir. Bağımsız değişken olarak; temettü ödeme oranı, hisse başına temettü, hisse başına kazanç, fiyat kazanç oranı olarak belirlenmiştir. Çalışma sonucundaki bulgulara göre; firmaların temettü dağıtma oranı yükseldiğinde, firmaların hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının da yükseldiği tespit edilmiştir. Bu da ortakların servetlerinin artması anlamına gelir. Çalışmada temettü dağıtımının azalmasıyla firmaların hisse senetlerinin piyasa fiyatının düştüğü görülmüştür. Çalışmadaki bulgulardan bir diğeri de, firmaların temettü dağıtma oranlarının firmaların performanslarını yansıttığıdır.

Yılmaz (2014) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, halka açık olmayan sermaye şirketlerinde temettü avansının dağıtılması, muhasebeleştirilme ve vergilendirilme aşamaları ele alınmıştır. Çalışmada kar payı avansı ile hissedarlara

dönem sonu gelmeden dönem ortasından finansal tablolardaki karlar baz alınarak hesap edilen belli bir oranda avansın temettü olarak dağıtılması hem hissedarlar için cazip olduğu tespit edilmiş hem de sermayenin üretime daha kolay kanalize edildiği kanısına varılmıştır. Yeni Türk Ticaret Kanunu ile birçok hususta değişiklikler olduğu gibi, kar payı avansının dağıtılmasında da yenilikler yapılmıştır. Gümrük ve Ticaret Bakanlığının temettü avansı hususundaki tebliğine göre, sermaye şirketleri genel kurulda karar alınmak koşulu ile 3 aylık ara finansal tablolarda kar oluşursa, temettü avansı dağıtabilecekler. Üstelik ara dönemde dağıtılan temettü avansları dönem sonu temettüden mahsup edilebilecektir. Yılsonunda zarar edilir ya da dağıtılan avans yılsonu karından fazla olursa, avanslar ortaklardan geri istenebilecektir.

Altaş (2014) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, anonim ortaklıklarda temettü avansının dağıtabilmek için uyulması gerekli kurallar, temettü avansına ilişkin yönetim kurulunun sorumlulukları, genel kurul kar payı avansı dağıtılmasına karar verdiğinde sağlanması gereken koşullar ve temettü avansının iadesini ve mahsubunu gerekli kılan koşullar üzerinde inceleme ve araştırma yapılmıştır. Eski Ticaret Kanununun 6267 sayılı hükmünde, halka açık olmayan (halka kapalı) anonim ortaklıkların temettü avansı dağıtacağına dair hüküm olmadığı için, temettü avansı dağıtmaları mümkün değildi. Halka açık anonim şirketlerde ise temettü avansı dağıtılması mümkündür. Fakat yasa koyucu temettü avansından sadece halka açık anonim ortaklıkların faydalanıp, halka kapalı anonim ortaklıkların bundan faydalanamamalarına gerekçe olarak haklı bir neden bulamamıştır. Bu sebeple yasa koyucu, 6102 sayılı Ticaret kanununu, 13 Ocak 2011 tarihinde kabul ederek halka kapalı anonim şirketlerde de kar payı avansından faydalanılmasının önünün açmıştır. 1 Temmuz 2012 tarihinde yürürlüğe giren Yeni Türk Ticaret (TTK) ile halk açık olmayan (halka kapalı) anonim şirketlerde de hissedarlara temettü ödemesi yapılması mümkün kılınmıştır.

Güvercin ve Demir (2015) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, kazanç açıklamalarının firma değerini etkileyip etkilemediği, etkiliyorsa ne yönde etkilediğinin tespit edilmesi amaçlanmaktadır. BİST 100 Endeksine kayıtlı olan, 2009-2013 yılları arasında farklı sektörlerde faaliyet gösteren 78 adet firmaya ait üçer aylık kazanç açıklama tarihleri elde edilmiş ve Olay Analizi (event study) metodu kullanılarak kısa dönemde gelir açıklamalarının firma değeri üzerindeki etkisi gözlemlenmiştir. Çalışmada olay öncesinde ve sonrasındaki 10 günlük pencere içinde, firma değerindeki değişimler analiz edilmiştir. Olay analizi sonuçlarına göre, kazanç açıklamasının yapılmasından çok, kazanç açıklamasının ne yönde olduğun önemli olduğu



görülmektedir. Yatırımcı pozitif bir sürprizden ziyade, negatif bir sürpriz ile karşılaşır tepki verdiği gözlemlenmiştir. Olay analizi sonucunda, kazanç açıklamaları sonucunda firma değerlerinde bir azalış gözlemlenmiştir. Bu sonuç, farklı yıllar, farklı sektörler ve farklı dönemler için de aynıdır. Bunun tek istisnası Madencilik Sektörü'nde görülmüştür. Analiz sonuçlarına göre Madencilik sektörü'nde kazanç açıklamaları pozitif yönlü bir sürpriz değerinde ise, şirket değerlerinin artması beklenmektedir.

Yavuz (2015) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 6102 sayılı (TTK) Ticaret Kanununda yeniden düzenlenen anonim ortaklıklarda imtiyazlı hisse senetleri ve bu hisseleri koruma konusu detaylı olarak ele alınmış ve değerlendirilmiştir. Şirket ilk esas sözleşmesi ile imtiyazlı hisse senetleri öngörülebileceği gibi yeni TTK ile esas sözleşmede değişikliğe gidilerek, bazı hisseler imtiyaz tanınabilir. İmtiyazlı pay senedinin sahiplerine sağladığı imtiyazlar çalışma kapsamında da değerlendirilmiştir. Bunlar, kar payında imtiyaz, tasfiye payında imtiyaz, rüçhan hakkında imtiyaz, oyda imtiyazlı paylar, yönetim kurulunda temsilde imtiyaz, diğer pay sahipliğinde imtiyaz, kanunda yar almamakla beraber şirket esas sözleşmesi ile tanınan imtiyazlar olmak üzere imtiyazlı pay senetleri sahiplerine birçok ayrıcalık ve öncelik tanır.

Yusnilyana ve Suhaiza (2016) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, Malezya'daki halka açık anonim şirketlerin, temettü politikalarını etkileyen faktörlerin açıklanması amaçlanmıştır. Çalışmanın örneklemini Malezya'da 147 halka açık anonim şirkettir. Temettü politikasını etkileyen faktörler: kar, nakit akımı, serbest nakit akım, borçluluk düzeyi, firmanın büyüklüğü, yatırımlar, ortaklık yapısı ve risk olarak belirlenmiştir. Bu faktörlerin firmaların temettü politikaları üzerinde etkili olup olmadığı en küçük kareler yöntemi kullanılarak test edilmiştir. Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre; kar, borçluluk oranı, firmanın büyüklüğü, yatırımlar ve ortaklık yapısı firmaların temettü politikası üzerinde en güçlü etkenler olarak tanımlanmıştır.

**Tablo 1. Literatür Tablosu**

YIL	YAZAR	ÇALIŞMANIN ADI	ÇALIŞMADA KULLANILAN METOD	AMPRİK BULGULAR
2006	Pekkaya	Karpayı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB: 30Endeks Hisselerine Bir Analiz	1987-2006 yılları arasında İMKB30 endeksine dahil, 19 işletmenin, Nakit temettü dağıttıkları tutar ile firma değeri üzerinde regresyon analizi yapılmıştır.	Temettü dağıtım miktarı ile firma değeri arasında aynı tutarlılık yoktur. Temettü dağıtım miktarı bazı firmalarda, firma değerini olumlu şekilde etkilerken, bazı firmalar için firma değerini olumsuz yönde etkilemektedir. Bu bulgular, kar payı politikası ile firma değeri arasındaki zıt görüşleri destekler niteliktedir.

2009	Al-Najjar, B.	Dividend Behaviour and Smoothing New Evidence from Jordanian Panel Data	Bağımlı Değişken: Temettü Dağıtma Oranı Bağımsız Değişken: Borçluluk Oranı, Sahiplik Yapısı, ROE, Firma Riski, Varlık Yapısı, Nakit Oran, Firma Büyüklüğü, Piyasa Değeri/Defter Değeri	Çalışmanın bulgularına göre, kurumsal sahiplenme ve temettü politikası arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Kaldıraç oranı ile temettü politikası arasında anlamlı negatif bir ilişki olduğunu görülmektedir. Karlılık ile temettü ödemesi arasında anlamlı negatif ilişki mevcuttur. İş riski ve temettü politikası arasında ise güçlü pozitif yönlü ilişki mevcuttur. Son olarak, firma büyüklüğü ve temettü ödeme arasındaki güçlü, pozitif yönde ve anlamlı bir ilişki vardır.
2011	Çelik	Kar Payı Politikası Ve Yaşam Döngüsü Teorisi: İMKB İmalat Sektöründe Ampirik Bir Uygulama	İMKB imalat sektöründe hisse senetleri işlem gören 146 işletmenin 2006-2011 dönemlerine ait finansal tablo verileri kullanılarak, yaşam döngüsü teorisinin Türkiye’de geçerli olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışmada logit, probit modeller kullanılmıştır.	Çalışmalar sonucu elde edilen bulgular, Türkiye’de yaşam döngüsü teorisini desteklemiştir. Buna göre yaşam döngüsünde bulunulan aşama, işletmelerin temettü dağıtım kararlarını şekillendirir. İşletmelerden olgunluk aşamasında olanlar, büyüme aşamasında olan işletmelere kıyasla daha yüksek oranda temettü dağıtım eğilimindedirler.
2011	Mohammad Al-Gharaibeh, Ziad Zurigat, Khaled Al-Harashsh	The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy in Jordanian Companies	(Bağımlı değişken): Nakit Temettü Dağıtma Oranı (Bağımsız Değişken): Firmanın sahiplik yapısı, Büyüme Olanakları, Borçluluk Oranı, Yönetmel Sahiplik(Kontrol değişken): Firma Büyüklüğü Regresyon analiz	Çalışmalar sonucu elde edilen ampirik bulgulara göre, yönetsel sahiplik arttıkça, temettü ödemelerinde düşüş olduğu görülmektedir. Dolayısıyla Kısmi Uyum Modelinin, Temettü politikası üzerinde olumsuz etkisinin olduğu sonucuna varılır.
2012	Kar vd.	Kar Dağıtımının Hisse Senedi Değeriyle İlişkisi: Spor Hizmetleri Sektörü Üzerine Bir Uygulama	Spor Hizmetleri Sektöründe faaliyette bulunan halka açık anonim ortaklıkların 2005-2010 yılları arasındaki İMKB-100 endeksi verileri kullanılarak SPSS 11.5 paket programı aracılığıyla pearson korelasyon analizine tabi tutulmuştur.	Yıllara göre yapılan analiz sonuçlarına göre, firma değeri ile kar dağıtımı arasında anlamlı bir ilişki vardır. Yani çalışmanın sonucuna göre, kar dağıtım politikası firma değerini etkilemektedir.



2013	Kumar Rajesh Bhaskaran ve K Sukumaran Sujit	An Empirical Study on the Valuation of Oil Companies	Çalışmada firma değeri ile firma performansını temsil eden değişkenler arasında regresyon analizi yapılmıştır. Bağımlı değişken olarak: firma değeri belirlenirken, bağımsız değişken olarak: firmaların finansman politikası, yatırım politikası ve temettü politikası belirlenmiştir.	Ampirik çalışmalar sonucunda firmaların temettü politikaları ve maliyet etkinliği firma değeri üzerinde en etkili değişkenler olduğu görülmüştür. Yapılan çalışma sonucunda sermaye yoğunluğu ile firma değeri arasında negatif ilişkinin var olduğu kanısına varılmıştır. Daha yüksek likidite ile çalışan gaz ve petrol firmaların piyasa değerinin göreceli olarak daha yüksek olduğu sonucuna da ulaşılmıştır.
2013	Özge Korkmaz, M. Serdar Karaca	Finansal Performansın Etkileyen Faktörleri ve Türkiye Örneği	Dividend Payout ve Ownership Structure 1998-2010 yılları arasındaki finansal panel regresyon yöntemiyle incelenmiştir Amman Stock Exchange	Çalışmada 2 model kurulmuştur. Model 1 'de hisse senetlerinin kapanış fiyatı bağımlı değişken olarak saptanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, kar payı ödeme oranındaki (DPR), pay senedi kapanış fiyatı (CLS), ve (EPS) hisse başına kardaki değişim artarken, (ROA) yani aktif karlılıktaki değişim azalmaktadır. Hisse kapanış fiyatını (CLS), piyasa değeri defter değeri (M_B), ve piyasa değeri artışı değişmemektedir.
2014	Alim Wajid, Ali Arshad, Ali Nazim, Khattak Bakhtiar Khan, Qureshi Mohammad Imran	Impact Of Divident Policy On Shareholder Wealth In Pakistan (Evidence Textile Industy Perspective)	Bağımlı değişken olarak; her bir firmanın hisse senedini piyasa değeri belirlenmiştir, bu değişken aynı zamanda ortakların servetlerini temsil etmektedir. Bağımsız değişken olarak; temettü ödeme oranı, hisse başına temettü, hisse başına kazanç, fiyat kazanç oranı olarak belirlenmiştir. Standart sapma ve çoklu regresyon modelleri kullanılarak test edilmiştir.	Çalışma sonucundaki bulgulara göre; firmaların temettü dağıtma dağıtma oranı yükseldiğinde, firmaların hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının da yükseldiği tespit edilmiştir. Bu da ortakların servetlerinin artması anlamına gelir. Çalışmada temettü dağıtımının azalmasıyla firmaların hisse senetlerinin piyasa fiyatının düştüğü görülmüştür. Çalışmadaki bulgulardan bir diğeri de, firmaların temettü dağıtma oranlarının firmaların performanslarını yansıttığıdır.
2015	Ali Güvercin ve Yusuf Demir	Kazanç Açıklamalarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkileri: BİST 100 Üzerine Bir Uygulama	BİST 100 Endeksine kayıtlı olan, 2009-2013 yılları arasında farklı sektörlerde faaliyet gösteren 78 adet firmaya ait üçer aylık kazanç açıklama tarihleri elde edilmiş ve Olay Analizi (event study) metodu kullanılarak kısa dönemde gelir açıklamalarının firma değeri üzerindeki etkisi	Olay analizi sonuçlarına göre, kazanç açıklamasının yapılmasından çok, kazanç açıklamasının ne yönde olduğun önemli olduğu görülmektedir. Yatırımcı pozitif bir sürprizden ziyade, negatiz bir sürpriz ile karşılaşırsa tepki verdiği gözlemlenmiştir. Olay analizi sonucunda, kazanç açıklamaları sonucunda firma değerlerinde bir azalış gözlemlenmiştir. Bu sonuç, farklı yıllar, farklı sektörler ve farklı dönemler için de aynıdır. Bunun tek istisnası Madencilik Sektörü'nde görülmüştür. Analiz sonuçlarına göre Madencilik

			gözlemlenmiştir. Çalışmada olay öncesinde ve sonrasındaki 10 günlük pencere içinde, firma değerindeki değişimler analiz edilmiştir.	sektörü'nde kazanç açıklamaları pozitif yönlü bir sürpriz değerinde ise, şirket değerlerinin artması beklenmektedir.
2016	Yusof Yusniliyana ve Ismail Suhaiza	Determinants of Dividend Policy of Public Listed Companies in Malaysia	Çalışmanın örnekleme Malezya'da 147 halka açık anonim şirkettir. Temettü politikasını etkileyen faktörler: kar, nakit akımı, serbest nakit akım, borçluluk düzeyi, firmanın büyüklüğü, yatırımlar, ortaklık yapısı ve risk olarak belirlenmiştir. Bu faktörlerin firmaların temettü politikaları üzerinde etkili olup olmadığı en küçük kareler yöntemi kullanılarak test edilmiştir.	Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre; kar, borçluluk oranı, firmanın büyüklüğü, yatırımlar ve ortaklık yapısı firmaların temettü politikası üzerinde en güçlü etkenler olarak tanımlanmıştır.

#### 4.2. Çalışmanın Amacı ve Yöntemi

Firmaların finans yöneticilerinin en temel amacı, firmanın piyasa değerinin yani firma sahiplerinin servetlerinin maksimize edilmesidir. Bu amacı etkileyen en temel karar parametrelerinden biri de kar payı dağıtım politikasıdır. Kar payı dağıtım politikası, firmanın kazançlarının ne kadarının kar payı olarak dağıtılıp ne kadarının oto finansman sağlaması için firma bünyesinde bırakılacağına kararır (Kaderli ve Başkaya, 2012: 51).

Yatırımcılar birikimlerini, istikrarlı kar payı dağıtımı yapan firmaların hisse senetlerine yatırmayı tercih eder. Çünkü istikrarlı olarak kar paylarının ödeniyor olması yatırımcı tarafından firmanın iyi durumda olduğu şeklinde algılanır. Bu da yatırımcının yatırım kararını etkiler. Firmanın borsa aracılığı ile kar payı dağıtımını yapacağını duyurması, yatırımcıları o firmanın hisse senedini satın alması yönünde teşvik eder. Böyle bir durumda ilgili firmanın hisse senedi piyasa fiyatının, artan taleple bağlantılı olarak artması sağlanmaktadır. Fakat Etkin Piyasalar Hipotezi'ne göre "yarı güçlü formda etkin" bir piyasada firmaların kamuya duyurdukları bilgiler aracılığı ile anormal getiri sağlamayacaklarını savunur. Şayet firmalar, kamuya duyurdukları bilgiler sonrasında anormal getiri elde ediyorlar ise, ülkenin sermaye piyasasının henüz yarı formda bile etkin olmadığını söylemek yanlış olmayacaktır (Kaderli ve Başkaya, 2012: 51).



Yapılan bu çalışma ile, hem kar payı dağıtım duyurularının ilgili firmaların hisse senetleri piyasa fiyatları üzerindeki etkisi tespit edilebilecek hem de Türkiye hisse senedi piyasasının Etkin Piyasalar Hipotezi'ne göre ne ölçüde etkin olduğuna dair önemli çıkarımlar yapılacaktır.

#### 4.2.1. Olay Etüdü (Event Study) Yöntemi Metodolojisi ve Önemi

Olay etüdü analiz yöntemi ile yayınlanmış ilk çalışma Dolley tarafından 1933 yılında gerçekleştirilmiştir. Dolley bu çalışmada, hisse senedi bölünmesinin fiyat üzerinde nasıl bir etkisinin olduğunu incelemiştir. 1930'lu yıllardan 1960'lı yılların sonuna kadar ele alınan çalışmalarda olay eüdü'nün karmaşıklık seviyesi artmıştır. Bu zaman periyodu içerisinde, 1948 yılında; Myers ve Bukey, 1956, 1957 ve 1958 yıllarında; Barker, 1962 yılında; Ashley tarafından çeşitli olay etüdü çalışmaları yapılmıştır. Fakat olay etüdü çalışmasında yeni ufuklar açarak günümüzde kullanılmakta olan olay etüdü metodolojisini sunan ilk çalışma 1968 yılında Ball ve Brown tarafından gerçekleştirilirken bir başka çalışma da 1969 yılında Fama, Fisher, Jensen ve Roll tarafından yapılmıştır. Ball ve Brown (1968) gerçekleştirdikleri çalışmada, firma kazançlarının duyurulmasının firma değerine (hisse senetleri fiyatları) etkisini araştırmıştır (Campbell vd.,1997: 149-150).

Olay etüdü (event study), herhangi bir firma ile ilgili bir olayın, ilgili firmanın hisse senetleri fiyatlarını ne yönde etkilediğini ölçen bir tekniktir. Bu teknik günümüzde yaygın olarak kullanılmaktadır. Günümüzde kullanılan metodolojiyi sunan ilk çalışma Ball ve Brown tarafından 1968 yılında yapılmıştır (Bekçioğlu vd., 2004: 44).

Ülkemizde Borsa İstanbul'a kote olmuş bütün firmalar, kendileri ile ilgili olumlu ya da olumsuz her tür özel bilgiyi Borsa İstanbul'a bildirmek yani bu borsa aracılığı ile bilgiyi herkese duyurmak zorundadır. Olay etüdü çalışması ile açıklanan bu özel bilgilerin firmanın hisse senedi fiyatları ne yönde etkilendiği gözlem altına alınmış olur. Firma açıklanan bu bilgi ile anormal bir getiri sağlayacak mı? Açıklanan bilgiler firmanın piyasa değerini etkileyecek mi? Böyle bir etkinin olup olmadığı olay etüdü (event study) yöntemi ile incelenebilir (Kaderli, 2007:145).

Olay etüdü'nün amacı, herhangi bir bilginin piyasaya ilk kez duyurulduğu tarih etrafında yani olay tarihinde (event day), anormal (excess return) getirinin sağlanıp sağlanmadığının tespit edilmesidir. Olay tarihi (event day) olayın piyasaya ilk kez duyurulduğu tarihtir. Anormal getiri; bilginin kamuya duyurulması sonucunda, normal şartlarda beklenen getiriden ya daha yüksek ya da daha düşük olarak elde edilen

getiridir (Rao, 1995: 189). Ekonomistler, yaşanan olumlu ya da olumsuz durumlarda hisse senetlerinin piyasa fiyatlarında oluşan değişimleri ölçmek isterler. Normalde bu ölçümler çok zor ve uzun zaman periyotlarında yapılabilecekken, olay etüdü yöntemi ile piyasa bilgilerini kullanarak kolay ve dar zaman periyotları çerçevesinde yapılabilir (Cambell vd., 1997:149).

Olay etüdü yöntemi çoğu zaman aynı olayı yaşayan birçok firmanın üzerinde bu firmaların olayın etkisi ile hisse senetlerinin piyasa fiyatlarındaki değişimler gözlem altına alınır. Bir olay etüdü çalışmasının uygulanabilmesi için, yedi aşamadan oluşan sürecin tamamlanması gerekir (Campbell vd., 1997: 151):

- 1) Olayın tanımlanması,
- 2) Seçim kriterlerinin belirlenmesi,
- 3) Normal ve anormal getirilerin hesaplanması,
- 4) Tahmin aşaması; Değer biçme aşaması,
- 5) Ölçme ve sınama aşaması,
- 6) Deneysel sonuçların ortaya konulması,
- 7) Değerlendirme, yorumlama ve sonuçlandırma.

Bir olay etüdü (event study) çalışması gerçekleştirilirken, olay tarihinin öncesi ve sonrasında bir zaman periyodu içerisinde ilgili tüm firmaların hisse senetlerinin fiili getiri oranları ve beklenen getiri oranları (Pazar getirisi) hesaplanır. Her bir firmanın fiili getirisinden beklenen getirisi çıkarılarak her bir firmaya ait anormal getiri hesaplanır. Anormal getiriler toplanarak firma sayısına bölünerek Ortalama Anormal Getiri (AAR) elde edilir.

Ortalama Anormal Getiri: (AAR)

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N e_{it}$$

Yukarıdaki formülde yer alan N simgesi, olay etüdünde yer alan firma sayısını temsil eder. t elemanı olay etüdünde hesaplanmakta olan toplam günlerin sayısını temsil eder. t zamanında kümülatif anormal getirinin (CAR) hesaplanması için, olay penceresinin başladığı günden başlayarak bütün günlerin ortalama anormal getirilerinin toplanması gerekir.

Kümülatif Anormal Getiri: (CAR)

$$CAR_t = \sum AR_t$$



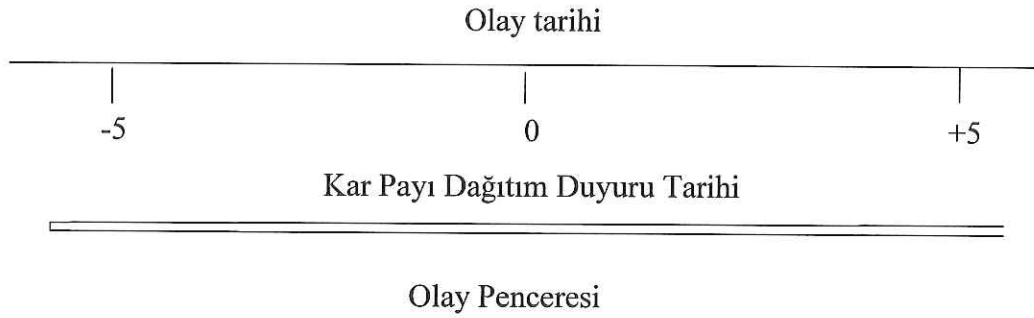
Kümülatif Anormal Getiri (CAR), olay etüdü periyodu boyunca elde edilen anaormal getirileri gösterir. Olay etüdü yönetimi kullanılarak yapılan çalışmalarda nihai sonuçlar CAR değerlerine göre yorumlanır (Roa, 1995: 190).

#### 4.2.2. Çalışmada Kullanılan Veri

Bu çalışmada 2016 yılında, Üretim Sektöründe yer alan, BİST 100 Endeksine kote olan ve 2016 yılında kar dağıtımını yapmış olan 31 firma üzerinde olay etüdü çalışması yapılmıştır. [www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr) adresinden, 2016 yılında BİST 100 Endeksine dahil olan ve kar dağıtımını yapan firmalara ulaşılmıştır.

Her bir firmanın kar dağıtımını duyuru tarihi, olay günü (event day) olarak belirlenmiştir. Her bir firmanın kar dağıtımını duyuru tarihine [www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr) adresinden ulaşılmıştır.

Zaman penceresi olarak, kar payı dağıtımını duyuru tarihinden beş gün öncesi ve duyuru tarihinden beş gün sonrası belirlenmiştir.



Şekil 6. Olay Penceresi

Tablo 2. Analize Tabi Tutulan Hisse Senetleri

Sıra Numarası	Hisse Senedi Kodu	Firma Adı
1	ADEL	Adel Kalemcilik
2	AEFES	Anadolu Efes
3	AKSA	Aksa
4	ALKIM	Akim Kimya
5	ARCLK	Arçelik
6	ASELS	Aselsan AŞ
7	AYGAZ	Aygaz
8	BRISA	Brisa

9	BRSAN	Borusan Mannesmann Boru Sanayi ve Ticaret A.Ş
10	CCOLA	Coca-Cola İçecek A.Ş
11	CIMSA	Çimsa Çimento San ve Tic. A.Ş.
12	ECILC	Eczacıbaşı İlaç San ve Tic A.Ş.
13	EGEEN	Ege Endüstri ve Tic A.Ş.
14	EREGL	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.
15	FROTO	Ford Otomotiv San A.Ş.
16	GOLTS	Göлтаş Çimento Göller Bölgesi Çimento San ve Tic A.Ş
17	GOODY	Goodyear Lastikleri T.A.Ş.
18	KONYA	Konya Çimento San A.Ş.
19	KORDS	Kordsa Kord Bezi San ve Tic A.Ş.
20	OTKAR	Otokar Otobüs Karoseri San A.Ş.
21	SISE	T. Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
22	SODA	Soda Sanayii A.Ş.
23	TATGD	Tat Konserve San A.Ş.
24	TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
25	TRKCM	Trakya Cam San A.Ş.
26	TTRAK	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş
27	TUPRS	Tüpraş - Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.
28	ULKER	Ülker Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
29	UNYEC	Ünye Çimento San ve Tic A.Ş.
30	VESBE	Vestel Elektronik San ve Tic A.Ş.
31	YUNSA	Yünsa Yünlü San ve Tic A.Ş.

**Kaynak:** [www.isyatirim.com.tr](http://www.isyatirim.com.tr)

Yukarıdaki tabloda, olay etüdü çalışmasına dahil olan tüm firmalar ve hisse sendi kodları yer almaktadır.

Bu çalışmada amaç, firmaların kar payı dağıtımını yapacakları bilgisini, borsa aracılığı ile kamuya duyurmaları sonucunda ilgili firmaların piyasa değerlerinde artış ya da azalış olup olmadığını tespit etmektir. Yani kamuya duyurulan, kar payı dağıtılacağı bilgisi, firmaların hisse senedi getirileri üzerinde anormal getiriye neden olup olmadığı araştırılmıştır. Etkin Piyasalar Hipotezinin “yarı-etkin formda güçlü” piyasa hipotezine göre kamuya ilan edilen bilgi ya da bilgilerin anormal getiriye neden olmaması



gerekmektedir. Böylelikle Türkiye’de hisse senedi piyasasının yarı-etkin formda ne kadar güçlü olduğuna dair önemli çıkarımlar yapılacaktır.

Çalışmada bu genel analize ek olarak; aynı firmalar için 2016 yılında 2015 yılına göre kar payı dağıtım oranını artıran ve 2015 yılına göre kar payı dağıtımını azaltan firmalar olarak iki gruba ayrılmıştır. 2015 yılına göre kar payı dağıtımını artıran firmaların, kar payı dağıtım duyurusu sonucunda sağladığı Kümülatif Anormal Getiriler (CAR) hesaplanmıştır. 2015 yılına göre kar payı dağıtımını azaltan firmaların, kar payı dağıtım duyurusu sonucunda sağladığı Kümülatif Anormal Getiriler (CAR) hesaplanmıştır. Bunlar için ayrı ayrı çıkarımlar ve karşılaştırmalar yapılmıştır.

### 4.3. Hipotezler

**H<sub>0</sub>:** Firmaların kar payı dağıtım yapacaklarını kamuya duyurmaları, ilgili firmaların hisse senetleri fiyatlarında anormal getiriye neden olmaz yani firma değerinin etkilemez. H<sub>0</sub> için CAR<sub>t</sub>=0 olmalıdır.

**H<sub>1</sub>:** Firmaların kar payı dağıtım yapacaklarını kamuya duyurmaları, ilgili firmaların hisse senetleri fiyatlarında anormal getiriye neden olur yani firma değerinin etkiler. H<sub>1</sub> için CAR<sub>t</sub>≠0 olmalıdır.

### 4.4. Araştırma Bulguları

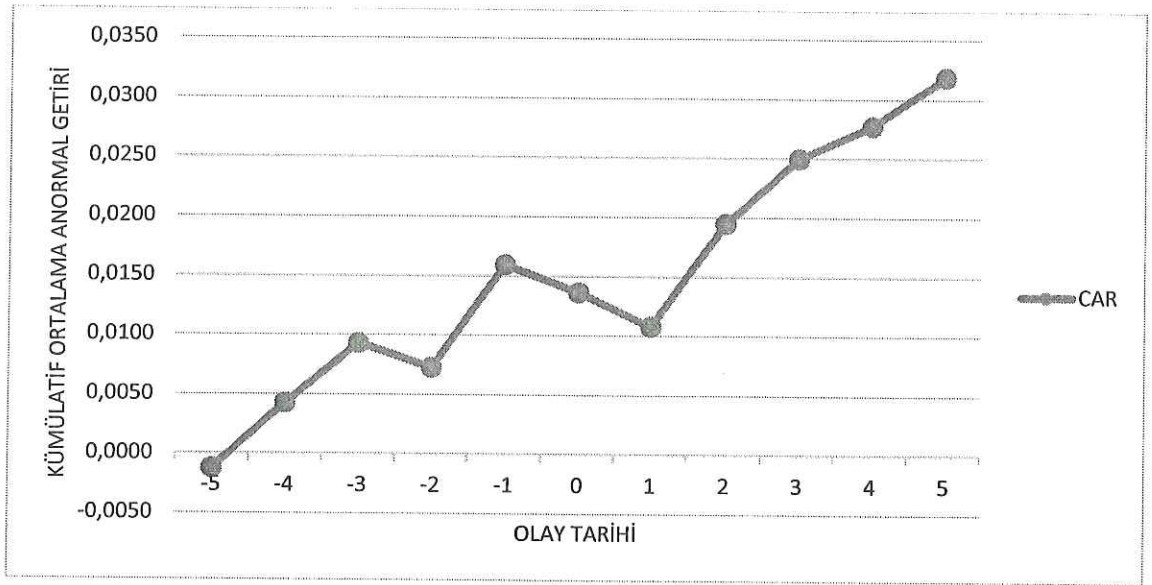
Analiz ,2016 yılında üretim sektöründe yer alan, BİST 100 Endeksine kote olmuş ve 2016 yılında kar payı dağıtım yapacağını duyuran 31 firma üzerinde yapılmıştır. Olay tarihi “duyuru günü” olarak belirlenmiştir. Olay tarihinden 5 gün önce ve olay tarihinden 5 gün sonrası için beklenen dönemsel getiriler kullanılarak, Ortalama Anormal Getiriler (AAR<sub>t</sub>) ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler (CAR<sub>t</sub>) hesaplanmıştır.

**Tablo 3. 2016 Yılında Kar Payı Dağıtım Yapacağını Duyuran Firmalara Ait Ortalama Anormal Getiriler (AAR) ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler (Olay Tarihinden 5 Gün Önce ve 5 Gün Sonrası İçin)**

Olay Tarihi	AAR <sub>t</sub>	CAR <sub>t</sub>
-5	-0,0012	-0,0012
-4	0,0055	0,0043
-3	0,0051	0,0093
-2	-0,0021	0,0073
-1	0,0087	0,0160
0	-0,0023	0,0137

1	-0,0029	0,0108
2	0,0087	0,0195
3	0,0055	0,0250
4	0,0028	0,0278
5	0,0041	0,0319

Yukarıdaki tablo incelendiğinde, olay tarihinden itibaren günlük ortalama anormal getirilerin ( $AAR_t$ ) 0'dan oldukça farklılıklar gösterdiği net olarak görülüyor. Aşağıda yer alan şekilde ilgili firmaların Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerinin olay tarihine duyarlılığı sunulmuştur.



**Şekil 7. Kar Payı Dağıtımını Yapacağını Duyuran Firmaların Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerinin Olay Tarihiye Duyarlılığı**

Şekil 4.1 incelendiğinde, firmaların hisse senetlerinin olay tarihi itibariyle anormal getiri elde ettikleri çok net biçimde görülmektedir.

Araştırmalar sonucu elde edilen bulgular, firmaların olay tarihi itibariyle hisse senetlerinin Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerinin ( $CAR_t$ ) 0'dan pozitif yönde farklı olduğunu gösteriyor. Bu sebeple  $H_0$  hipotezinin reddedilip  $H_1$  hipotezinin kabulüne karar verilir. Yani firmaların kar payı dağıtımını yapacaklarını kamuya ilan etmeleri ile firmaların hisse senetleri anormal getiri sağlamaktadır. Firmaların kar payı dağıtımını yapacaklarını kamuya duyurmaları ile ilgili firmaların piyasa değerinin arttığı (hisse senetlerinin anormal getirisi sağladığı) tespit edilmiştir.

Aşağıda yer alan Tablo-4.2'de 2015 yılında kar payı ödeme oranları ile 2016 yılında kar payı ödeme oranları hesaplanmıştır. Daha sonra da firmalar, Şekil- 4.2'de



görüldüğü şekilde, 2016 yılında ödediği kar payını 2015 yılına göre arttıran ve 2016 yılında ödediği kar payını 2015 yılına göre azaltan firmalar olmak üzere sınıflandırılmıştır.

**Tablo 4. 2015 Yılı Kar Payı Ödeme Oranları ile 2016 Yılı Kar Payı Ödeme Oranları**

FİRMA ADLARI	2015 YILINDA KAR PAYI ÖDEME ORANI	2016 YILINDA KAR PAYI ÖDEME ORANI	2016-2015
ADEL	0,1235	0,3363	0,2128
AEFES	7,9910	1,8720	-6,1190
AKSA	1,3287	1,3960	0,0673
ALKIM	1,3231	0,6737	-0,6494
ARCLK	0,8035	0,2460	-0,5575
ASELS	1,0621	0,2796	-0,7825
AYGAZ	0,8602	1,4289	0,5687
BRISA	3,9602	5,2247	1,2645
BRSAN	11,5253	2,1836	-9,3417
CCOLA	1,3595	0,3668	-0,9927
CIMSA	0,9419	0,8312	-0,1107
ECILC	10,9752	15,9129	4,9377
EGEEN	0,0355	0,0284	-0,0071
EREGL	3,9361	6,7759	2,8398
FROTO	0,2900	0,3153	0,0253
GOLTS	0,1768	0,3779	0,2011
GOODY	0,0560	7,4939	7,4379
KONYA	0,2035	0,5085	0,3050
KORDS	4,7937	1,3574	-3,4363
OTKAR	0,3318	1,3816	1,0498
SISE	1,0916	2,3843	1,2927
SODA	0,2362	2,0933	1,8571
TOASO	1,0593	0,4574	-0,6019
TRKCM	1,6099	1,4068	-0,2031
TTRAK	0,1818	0,2912	0,1094
ULKER	1,2442	0,6936	-0,5506
UNYEC	4,8972	4,5242	-0,3730
VESBE	2,7482	0,7798	-1,9684

Firmalar, 2016 yılında ödediği kar payı oranını 2015 yılına göre arttıran firmalar ve 2016 yılında ödediği kar payı oranını 2015 yılına göre azaltan firmalar olarak iki kategoriye ayrılmıştır. Bu firmalar aşağıdaki haliyle Tablo 4.3.'de sunulmuştur.

**Tablo 5. 2016 Yılı Ödediği Kar Payı Oranını 2015 Yılına Göre Arttıran Firmalar ve 2016 Yılı Ödediği Kar Payı Oranını 2015 Yılına Göre Azaltan Firmaların Listesi**

2016 Yılında Ödediği Kar Payı Oranını 2015 Yılına Göre Arttıran Firmalar	2016 Yılında Ödediği Kar Payı Oranını 2015 Yılına Göre Azaltan Firmalar
ADEL	AEFES
AKSA	ALKIM
AYGAZ	ARCLK
BRISA	ASELS
ECILC	BRSAN
EREGL	CCOLA
FROTO	CIMSA
GOLTS	EGEEN
GOODY	KORDS
KONYA	TOASO
OTKAR	TRKCM
SISE	ULKER
SODA	UNYEC
TATGD	VESBE

2016 yılında kar payı dağıtımını yapacağını kamuya duyuran (olay tarihi) ve 2015 yılına göre kar payı dağıtım oranını artıran firmaların hisse senetlerinin olay tarihinden 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası zaman periyodu için günlük fiili getiri oranları hesaplanmıştır. Bu getiri oranları da kullanılarak firmalara ilişkin ortalama anormal getiriler ve kümülatif ortalama anormal getiriler bulunmuştur. Tablo 4.4'de sunulmuştur.

**Tablo 6. 2016 Yılında Kar Payı Dağıtımını 2015 Yılına Göre Arttıran Firmaların Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri**

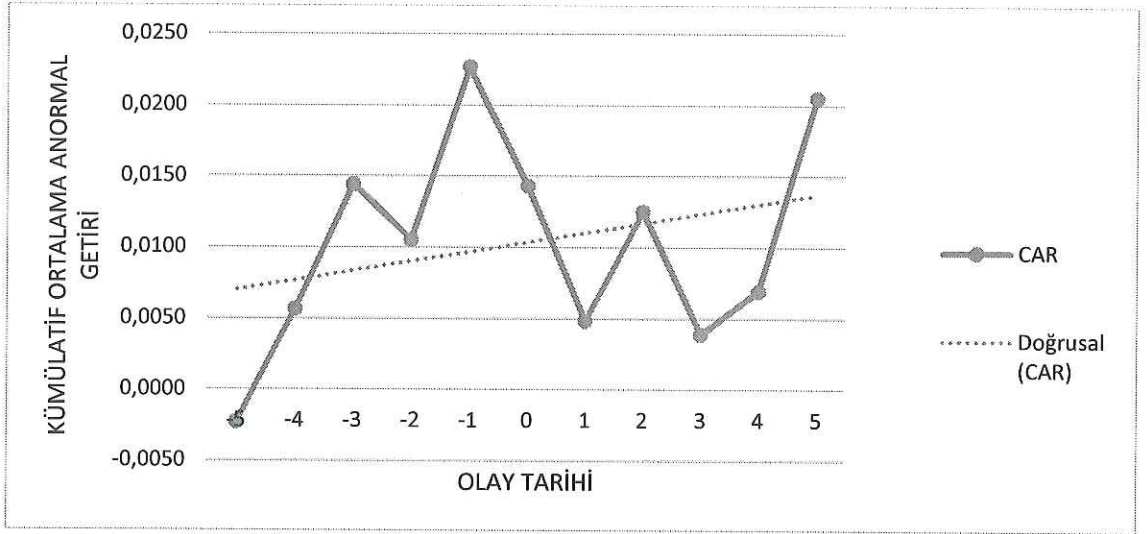
2016 YILINDA KAR PAYI DAĞITIMIN ORANINI 2015 YILINA GÖRE ARTIRAN FİRMALARIN KÜMÜLATİF ORTALAMA ANORMAL GETİRİLERİ (CAR <sub>t</sub> )		
OLAY GÜNÜ	AAR <sub>t</sub>	CAR <sub>t</sub>
-5	-0,0023	-0,0023
-4	0,0079	0,0056
-3	0,0088	0,0144
-2	-0,0039	0,0106
-1	0,0121	0,0227
0	-0,0084	0,0143
1	-0,0095	0,0048
2	0,0077	0,0125
3	-0,0086	0,0039



4	0,0030	0,0069
5	0,0136	0,0205

Tablo 4.4 incelendiğinde, olay tarihi itibariyle, firmaların hisse senetlerinin kümülatif ortalama anormal getirilerinin ( $CAR_t$ ) 0'dan pozitif yönde farklılaştığı görülüyor. Bu durumda  $H_0$  hipotezinin reddedilip,  $H_1$  hipotezinin kabul edilmesine karar verilir.

2016 yılında kar payı dağıtımını yapacağını duyuran (olay tarihi) ve 2015 yılına göre kar payı dağıtım oranlarını artıran bu firmaların hisse senetlerinin kümülatif ortalama anormal getirilerinin ( $CAR_t$ ) olay tarihine olan duyarlılığı Şekil-4.2.'de sunulmuştur.



**Şekil 8. 2016 Yılında Kar Payı Dağıtımını 2015 Yılına Göre Artıran Firmaların Kümülatif Anormal Getirilerinin Olay Tarihine Duyarlılığı**

Şekil-4.2. incelendiğinde, olay tarihi itibariyle ilgili firmaların hisse senetlerinin anormal getirilerinin artış trendinde olduğunu görülmektedir. İlgili firmaların anormal getiri sağladıklarının ancak sağlanan anormal getiri düzeyinin düşük seyrettiği göze çarpmaktadır.

2016 yılında kar payı dağıtımını yapacağını kamuya duyuran (olay tarihi) ve 2015 yılına göre kar payı dağıtım oranını azaltan firmaların hisse senetlerinin olay tarihinden 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası zaman periyodu için günlük fiili getiri oranları hesaplanmıştır. Bu getiri oranları da kullanılarak firmalara ilişkin ortalama anormal getiriler ve kümülatif ortalama anormal getiriler bulunmuştur. Aşağıda yer alan Tablo 4.5'de sunulmuştur.

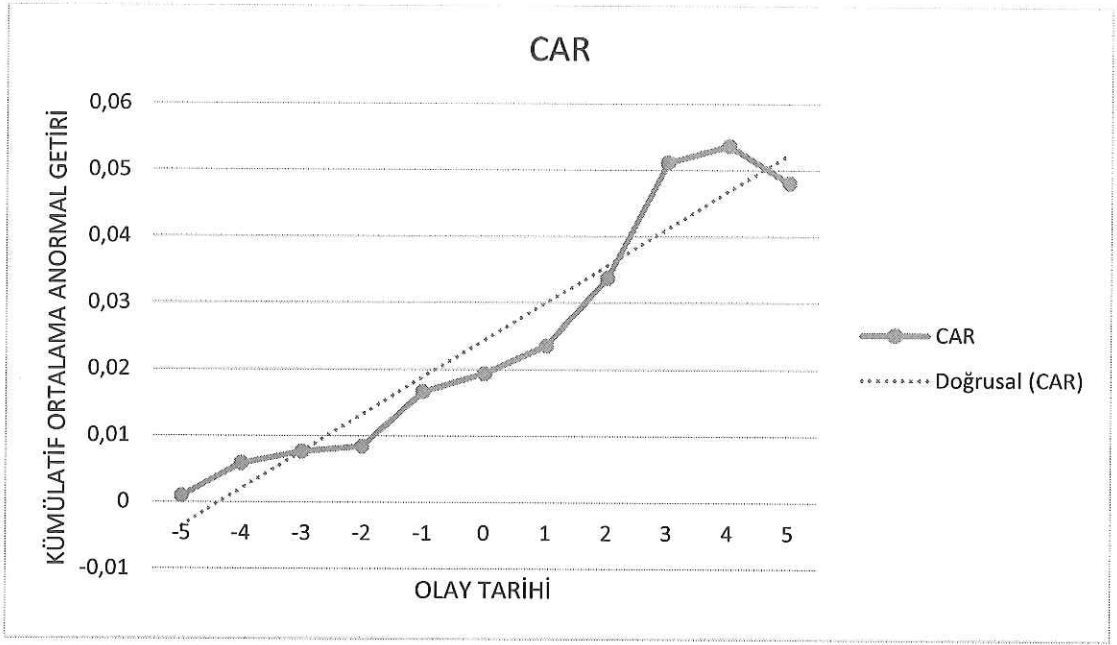
**Tablo 7. 2016 Yılında Kar Payı Dağıtımını 2015 Yılına Göre Arttıran Firmaların Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri**

OLAY GÜNÜ	AAR	CAR
-5	0,000951	0,001
-4	0,0049	0,0059
-3	0,001791	0,0076
-2	0,000754	0,0084
-1	0,008253	0,0166
0	0,002738	0,0194
1	0,00421	0,0236
2	0,010233	0,0338
3	0,01737	0,0512
4	0,002535	0,0537
5	-0,00566	0,0481

Tablo 4.5 incelendiğinde, olay tarihi itibariyle, firmaların hisse senetlerinin kümülatif ortalama anormal getirilerinin ( $CAR_t$ ), pozitif yönlü olmak üzere 0'dan çok büyük farklılıklar gösterdiği görülüyor. Kümülatif ortalama anormal getirilerinin, olay tarihinden önce 0'a daha yakın pozitif farklılaşma görülüyorken, olay tarihinden sonra 0'dan büyük çok büyük pozitif yönde farklılaşma olduğu görülüyor. Bu durumda  $H_0$  hipotezinin reddedilip,  $H_1$  hipotezinin kabul edilmesine karar verilir.

2016 yılında kar payı dağıtımını yapacağını duyuran (olay tarihi) ve 2015 yılına göre kar payı dağıtım oranlarını azaltan bu firmaların hisse senetlerinin kümülatif ortalama anormal getirilerinin ( $CAR_t$ ) olay tarihine olan duyarlılığı Şekil-4.3.'de sunulmuştur.





**Şekil 9. 2016 Yılında Kar Payı Dağıtımını 2015 Yılına Göre Azaltan Firmaların Kümülatif Anormal Getirilerinin Olay Tarihinin Duyarlılığı**

Şekil-4.3. incelendiğinde, ilgili firmaların hisse senetlerinin olay tarihinden itibaren yüksek düzeyde anormal getiri sağladıkları göze çarpmaktadır. Olay tarihi öncesi anormal getirilerde yine artış trendi hakimdir fakat olay tarihi sonrasında bu getiri oranının çok yükseldiği tespit edilmiştir.

## SONUÇ VE ÖNERİLER

Firmalar kar payı dağıtımını yapacakları bilgisini borsa aracılığı ile kamuya bildirir. Bu çalışmada, firmaların kar payı dağıtımını yapacakları bilgisinin kamuya bildirilmesi sonucunda ilgili firmaların hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının anormal getiri sağlayıp sağlamadığı olay etüdü yöntemi kullanılarak test edilmiştir.

Olay tarihi, firmaların kar payı dağıtacağını kamuya duyurduğu tarih olarak belirlenmiştir. Olay gününden 5 gün önce ve 5 gün sonrası için ilgili firmaların fiili getirileri ve beklenen getirileri hesaplanmıştır. Fiili getirilerden beklenen getiriler çıkarılarak her bir firmanın günlük anormal getirileri bulunmuştur. Hesaplanan bu veriler ile firmaların ortalama anormal getirileri (ARR) ve kümülatif anormal getirileri (CAR) hesaplanmıştır.

Elde edilen bulgular, firmaların kar payı dağıtım duyurularının , ilgili firmaların hisse senedi getirilerini etkilediği gösteriyor. Yapılan çalışmalar sonucunda, firmaların hisse senetlerinin pozitif anormal getiri sağlamış oldukları tespit edilmiştir. Bu genel analizden sonra aynı firmalar 2015 yılına göre kar payı dağıtımını azaltan ve artıran firmalar olmak üzere iki gruba ayrılıyor. 2016 yılında 2015 yılına nazaran kar payı dağıtımını azaltan firmaların hisse senetlerinin yüksek oranda pozitif anormal getiri sağladıkları göze çarpmaktadır. Yine aynı şekilde 2016 yılında 2015 yılına nazaran kar payı dağıtımını artıran firmaların hisse senetlerinin pozitif anormal getiri sağladıkları tespit edilmiştir.

Gerçekleştirilen çalışmalar ve elde edilen bulgular sonucunda, Kümülatif Anormal Getiriler ( $CAR_t$ ), 0'dan farklı olduğu için test edilen hipotezlerden  $H_0$  hipotezinin reddedilip,  $H_1$  hipotezinin kabul edilmesine karar verilir.

**$H_0$ :** Firmaların kar payı dağıtımını yapacaklarını kamuya duyurmaları, ilgili firmaların hisse senetleri fiyatlarında anormal getiriye neden olmaz yani firma değerinin etkilemez.  $H_0$  için  $CAR_t=0$  olmalıdır.

**$H_1$ :** Firmaların kar payı dağıtımını yapacaklarını kamuya duyurmaları, ilgili firmaların hisse senetleri fiyatlarında anormal getiriye neden olur yani firma değerinin etkiler.  $H_1$  için  $CAR \neq 0$  olmalıdır.

Bu çalışma sonucunda elde edilen bulgular, gerek Türkiyede yapılan çalışmaların bulgularıyla gerekse yabancı ülkelerde yapılan ilgili çalışmaların bulguları ile örtüştüğü görülmektedir. Yani firmaların kar payı dağıtımını yapmalarının, ilgili firmaların piyasa değerleri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.



Etkin piyasalar hipotezine göre, piyasanın etkin ya da yarı güçlü formda etkin olabilmesi için, firmalar tarafından kamuya açıklanan hiçbir bilginin ilgili firmaların hisse senetlerinde anormal getiriye sebep olamaması gerekir. Dolayısıyla, Borsa İstanbul'un henüz yarı güçlü formada bile etkin olmadığını söylemek yanlış olmayacaktır. Türkiye hisse senedi piyasasında, firmalar kamuya duyurdukları bilgilerden faydalanarak, kısa vadede anormal getiriler elde etmektedir. Ülkemiz piyasasına yönelik olarak yapılmış olan diğer çalışmalarda da benzer sonuçlar elde edilmiştir.

## KAYNAKLAR

- Agrawal A., Nandu N. (1990). "Corporate Capital Structure, Agency Cost and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms", *The Journal of Finance*, 45 (4), 1325-1331.
- Aharony J. ve Swary I. (1980). "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Return: An Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, Vol. 35, No: 1, s. 1-12.
- Aharony J. ve Dotan A. (1994). "Regular Dividend Announcements and Future Unexpected Earnings An Empirical Analysis", *The Financial Review*.
- Akdoğan, T. N.(2001). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, G.Ü. Basın Yayın Y.O. Matbaası 4. Baskı, Ankara.
- Altaş S. (Eylül-Ekim 2013). "Anonim Ve Limited Şirketlerde Birinci Temettütünün Ödenmesi Zorunlu Mudur?", *Mali Çözüm Dergisi*, 119-125.
- Altaş S. (Kasım- Aralık 2014). "Anonim Şirketlerde Kar Payı Avansının Dağıtımı, İadesi Ve Mahsubu", *Mali Çözüm Dergisi*, Sayı: 126, 83-95.
- Al-Gharaibeh, M., Al-Zurigat, Z. and Al-Harashah, K. (2013). The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy in Jordanian Companies. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4.9, 769-796.
- Asquith P. ve Mullins, D. (1986). "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth ", *Journal of Business*, 46, 77-96.
- Ataman, Ü. (2000). *Şirketler Muhasebesi*, Türkmen Kitabevi, İstanbul
- Akgüç, Ö. (2010). *Finansal Yönetim*, İ.Ü. Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı, Yayın No: 15, 8. Baskı, İstanbul.
- Akkuş, B. (2010). *Finans Yönetimi: Paraya Hükmetmenin Sırları* (2. Baskı), Kum Saati Yayın, İstanbul.
- Ang, J. S., (1987). *Do Dividends Matter? A Review of Corporate Dividend Theories and Evidence*, Monograph Series in Finance and Economics, Salomon Brothers Center For The Study Of Financial Institutions, Monograph 1987-2.
- Antonio M., Parsons J. (1992), "Measuring the Agency Cost of Debt", *The Journal of Finance*, 47 (5), 1887-1904
- Armağan, S. (2007). Kar Dağıtım Politikalarının Bireysel Yatırımcı Kararları Üzerine Etkileri Ve Bir Uygulama, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Arslanboğa, S. (1990). Türkiye'deki Kar Dağıtım Politikasının Şirket Değerine Etkisi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na Kayıtlı Şirketler Üzerinde Bir Uygulama,



- (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.
- Ataş, F. R. (2004). Şirket Karlılıklarının ve Temettü Politikalarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Aydın, A.D. (2014). The Relationship Between Ownership Structure And Divident Policy: Empirical Evidence From Borsa İstanbul (BİST), (Basılmamış Doktora Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Baker K., Powell G. (2005). *Understanding Financial Management: A Practical Guide* (1th Edition). Wiley-Blackwell.
- Baker, H. K. (2009). *Dividends and Dividend Policy*, New Jersey: JohnWiley & Sons, USA.
- Ball R., Brown P. ve Finn F.J. (1977). "Share Capitalisation Changes Information and The Australian Equity Market", *Australian Journal of Management*, 2, s. 105-117.
- Başkaya, H (2012) . Halka Açık Firmalarda Kar Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Olay Etüdü İle Ölçülmesi. (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Belkayalı, N. (2004). Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB 100 Endeksindeki, Firmalar Üzerine Bir İnceleme, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Berk, N. (2003). *Finansal Yönetim*, Türkmen Kitapevi, İstanbul.
- Bekçioğlu S., Öztürk M., Kaderli Y. (2004). Kurulan İşbirliklerinin İMKB'ye Kayıtlı İzocam, Çelebi ve Netaş Firmalarının Hisse Senetleri Üzerinde Etkisinin Ölçülmesi: Bir Olay Etüdü Denemesi, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, MUFAD Yayınları, 21, İstanbul.
- Bilgin, Y. (1982). *Anonim Ortaklıklarda Kar Dağıtımı ve Kara Katılan Kişiler*, Ankara İkt. ve Tic. İl. Akademisi, Yayın No.189, Ankara.
- Black, F. (1976). *The Modern Theory Of Corporate Finance*, Mcgraw-Hill Finance Guide Series, Dividend Puzzle (Edited By: Clifford Smith), New York.
- Boztosun, D. (2006). Temettü Dağıtım Kararlarının Farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi, (Basılmamış Doktora Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Brigham E.F., Gapenski L.C. (1990). *Intermediate Financial Management*, The Dryden Press, Ed. 3, USA.
- Brigham, E.F. (1995). *Fundamentals of Financial Management*, The Dryden Press, Ed. 7, USA.

- Brigham E. F., Houston J. F. (2001). *Fundamentals Of Financial Management* (9th Edition), Tx: Harcourt College Publishers, Fort Worth.
- Brigham E.F., Ehrhardt M. (2005). *Financial Management: Theory And Practice* (11th Edition), Mason, Ohio: Thomson/South-Western.
- Campbell J.Y., Lo A.W. ve Mackinlay A.C. (1997). "The Econometrics of Financial Markets", *Prenceton University Press*, New Jersey.
- Ceylan A., Korkmaz T. (2000). *Sermaye Piyasası Ve Menkul Değer Analizi: Finansal Kurumlar, Finansal Araçlar, Portföy Yönetimi, Türev Ürünleri, Riskin Değeri, Menkulleştirme* (1.Baskı), Ekin Kitabevi, Bursa.
- Ceylan, A. (2003). *İşletmelerde Finansal Yönetim* (8.Baskı), Ekin Kitabevi, Bursa.
- Cizre, D. (2013). Determinants Of Divident Policy- An Empirical Study For Turkey, (Basılmamış Doktora Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Copeland T. E., Weston F. J., Shastri K. (2005). *Financial Theory And Corporate Policy* (1th Edition), Pearson Addison Wesley, New York.
- Çelik, S. (Haziran 2013). "Kar Payı Politikası Ve Yaşam Döngüsü Teorisi: İMKB İmalat Sektöründe Ampirik Bir Uygulama", *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt: 13/2, 115-122.
- Da Silva L. C., Georgen M., Renneboog L. (2004). *Dividend Policy and Corporate Governance*, Oxford University Press, ABD.
- Deepte P.R., Rosham, B. (2009)." Signalling Power Of Dividend On Firms' Future Profits A Literature Review", *Evergreen Energy-International Interdisciplinary Journal*, 1-9.
- Demirel, E. (2014). Temettü Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi Ve BİST 30 Endeksinde Bir Uygulama, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Eades K., Hess P. ve Kim E. (1994). "Time-Series Variation in Dividend Pricing", *The Journal of Finance*, Vol. 49, No.5, s. 1617-1638: American Finance Association
- Epli M.J. and. Tu C.C. (2005). "An Event Study Analysis of Mall Renovation and Expansion", *Journal of Shopping Center Research*, 12/2,117-130.
- Ercan M.K., Ban Ü. (2005). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*, Gazi Yayınevi, Ankara.
- Emery D. R., Finnerty J. D., Stowe J. D. (1998). *Principles Of Financial Management*, N.J, Prentice Hall, Upper Saddle River.
- Erdoğan, M. (1990). "İşletme Finansı", Dicle Üniversitesi Diyarbakır Meslek Yüksekokulu, Yayın No: 2, Diyarbakır.



- Ersoy E., Çetenak E. H. (Ekim 2015). “ Sahiplik Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi”, *Ege Akademik Bakış Dergisi*, Cilt:15/4, 509-521.
- Ertaş F. C., Karaca S.S. (Temmuz 2010). “Kar Dağıtımının İlanı Ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi”, *Muhasebe Ve Finansman Dergisi*, Sayı:47, 58-63.
- Frankfurter M., George B.G. W. (2003). *Dividend Policy: Theory and Practice*, Academic Press, ABD.
- Gitman, Lawrence J. (1992). *Basic Managerial Finance* (3th Edition), Herper Collins Publishers New York
- Gitman, Lawrence J. (2003). *Principles Of Managerial Finance* (10th Edition), Massac Hussets, Addison Wesley, New York.
- Gholenji, İ.M. (2015). Hisse Başına Temettü Üzerinde Etkili Olan Faktörlerin Panel Veri ve Genetik Algoritma İle Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama, (Basılmamış Doktora Tezi), Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Gönenli, A., 1(988). “İşletmelerde Finansal Yönetim”, 6.Basım, İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü.
- Gücenme, Ü. (1996). *Muhasebe ve Envanter*, Marmara Kitabevi, Bursa.
- Gürel, E. (2008). Kâr Dağıtım Politikalarının Etkinliği Ve İMKB Uygulaması, (Doktora Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Günalp B., Kadioğlu E. ve Kılıç S. (2010). “Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisinin Olup Olmadığının İMKB’De Test Edilmesi”, *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 28/2, 47-69.
- Güngör, S. (2012). Sahiplik Yapısı ve Temettü İlişkisi: İMKB’ De Bir Uygulama, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çorum.
- Gürel, E. (2011). “Karpayı Verimi Üzerine Bir Literatür Taraması”, *Muhasebe Ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, Ankara SMMMO.
- Gürsoy C. T. (2007). *Finansal Yönetimin İlkeleri*, Doğu Üniversitesi Yayınları, 1.Baskı, İstanbul.
- Güvercin A., Demir Y. (2015). “Kazanç Açıklamalarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkileri: BİST 100 Üzerine Bir Uygulama”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Vol.20, No.2, pp.267-285.
- Healey P. ve Palepu K. (1988). "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions", *Journal of Financial Economics*, 21, 149-175.

- Horne V. J., Wachowicz J. M. (2001). *Fundamentals Of Financial Management* (11th Edition), Upper Saddle River N.J. : Prentice Hall.
- Jarrow R. A., Maksimovic, V., Ziemba, W. T. (1995). "Finance", Elsevier, Amsterdam-Lausarne-New York-Oxford-Shamon-Tokyo, *Elsevier Science B.V.*, 14853-4201, USA.
- Jensen M. C., Meckling W. H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kaderli Y. (2007). "Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü İle İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 36, 144-154.
- Kaderli Y., Başkaya H. (2012). " Halka Açık Firmalarda Kar Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama", *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1,49-64.
- Kahneman D., Tversky A. (1979). "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", *Econometrica*, 47- 2, 265.
- Kalaycı, Ş. (2010).*SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri*, Asil Yayın Dağıtım, Ankara.
- Kar A., Özer Ö., Şantaş F., Budak F. (2012). "Kar Dağıtımının Hisse Senedi Değeriyle İlişkisi: Spor Hizmetleri Sektörü Üzerine Bir Uygulama", *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, Cilt: 4/1, 1309-8020.
- Karaca S: S. (2013). "Firma Performansını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Örneği", *Ege Akademik Bakış*, Cilt:13/2, 169-179.
- Kargın, S. (2006). Temettü Politikasının Temsil Maliyetleri Üzerindeki Etkisi ve Kurumsal Yönetime Katkısı, (Basılmamış Doktora Tezi), Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.
- Karslı, M. (1994). *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*, İrfan Yayıncılık ve Tanıtım, İstanbul.
- Kaplanoğlu, E. (2005). Temettü Politikası Teorileri ve İMKB' De Ampirik Bir Çalışma, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli.
- Kaymaz, Ö. (2010). Şirket Temettü Politikasında Sinyalizasyon Teorisi ve Bir İMKB Uygulaması, (Basılmamış Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.



- Keown A.J., Petty W. J., Scott, D. F., Martin J.D. (1998). *Foundations Of Finance: The Logic and Practice Of Financial Management* (12th Edition), N.J Pearson Prentice Hall, Upper Saddle River.
- Keown A., Martin J., Petty W. (2004). *Financial Management: Principles and Applications* (10th Edition), N.J. Pearson/Prentice Hall, Upper Saddle River
- Kochhar, R. (1996). "Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory v.s. Transaction Cost Economics", *Strategic Management Journal*, 17, 713-728.
- Lang L. ve Litzenberger R. (1989). "Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?", *Journal of Financial Economics*, 24, 181-191.
- Mazgit (2013). "Endeks Kapsamında Olmanın Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: BİST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama", *Sosya-Ekonomi Dergisi*, 2013-2, 130212.
- Merton H. M., Kevin R. (1985). "Dividend Policy Under Assymetric Information", *Journal of Finance* 40, 1031-1051.
- Miller M.H., Modigliani F. (1961). "Divident Policy, Growth and The Voluation of Shares", *The Journal Of Business*, 4, 411-437.
- Moyer C., McGuigan J., Kretlow W. (2008). *Contemporary Financial Management* (11th Edition). Mason, South-Western.
- Okka, O. (2009a). *Finansal Yönetim* (3. Baskı), Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- Okka, O. (2009b). *Analitik Finansal Yönetim: Teori Ve Problemler*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- Omağ, A. (2007). *İşletmelerde Kar Dağıtım Politikasının İşletmelerin Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım*, (Basılmamış Doktora Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Özenalp S. (2000). *Kar Dağıtım Politikası Ve Kar Paylarının İstikrarlılığının İMKB'de İşlem Gören Seçilmiş Şirketler İçin Değerlendirilmesi*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Antalya.
- Pekkaya M. (2004). "Karpayı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB: 30Endeks Hisselerine Bir Analiz", *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt:2/4, 183-209.
- Peter W., Ferris S., Sarin A., Awasthi V. (1996), "Impact of Corporate Insider, Blockholder, and Institutional Equity Ownership on Firm Risk Taking", *Academy of Management Journal*, 39 (2), 441-463.
- Pike R., Neale B. (1999). *Corporate Finance and Investment: Decisions And Strategies* (13th Edition), Prentice Hall Europe, London.
- Rao, R. (1995). *Financial Manager*, South Western Collage Publishing. Cincinnati.

- Sakarya Ş. (2011). "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi İle Analizi", *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7-13,147-162.
- Saban M., Köse Y. (2002). "Anonim Şirketlerde Kar Dağıtım Politikası Üzerindeki Yasal Sınırlamalar", *Mali Çözüm*, 12/61, 145-164.
- Saunders A., Cornett M. M. (2006). *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*, McGraw Hill International Edition, NewYork.
- Shefrin H.M., Statman M. (1984). "Explaining Investor Preference for Cash Dividends", *Journal of Financial Economics*, 13, 253-282.
- Shefrin H.M., Thaler, R.H. (1988). The Behavioral Life-cycle Hypothesis, *Economic Inquiry*, 26, 609-643.
- Shefrin H. (2009). *Behavioralizing Finance*, Foundations and Trends in Finance, USA.
- Şimşek Ş. (2005). *İşletme Bilimlerine Giriş* (12. Baskı), Adım Matbaacılık Ve Ofset, Konya.
- Şimşek Ş., Çelik A. (2008). *Genel İşletme*, Eğitim Akademi Yayınları, Konya.
- Tatarı M. (1999). Analysis of Cash vs. Stock Dividend Announcement's Effect on Stock Prices in Istanbul Stock Exchange, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İngilizce İşletme Anabilim Dalı İngilizce Muhasebe Finansman Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Türko M. (1999). *Finansal Yönetim*, Alfa Yayınları, Erzurum.
- Türko, M. (2002). *Finansal Yönetim* (2. Baskı), Alfa Basım, İstanbul.
- Ünsal, N. (1998), İşletmelerde Temettü Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi),Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde.
- Weston J. F., Brigham E. F. (1992). *Essentials of Managerial Finance*, The Dryden Press, New York.
- Weston J.F., Copeland T.E. (1992), *Managerial Finance*, The Dryden Press, Ed: 9, USA.
- Wood B. G., Wansley J., Frankfurter G. (2003). *Dividend Policy: Theory and Practice*, Academic Press.
- Van Home, J.C. (1995). *Financial Management and Policy*, Prentice Hall Inc., Ed: 10, USA.
- Van Home J.C., Wachowicz J.M. (1998). *Fundamentals of Financial Management*, Prentice Hall International Inc., Ed: 10, New Jersey.
- Yavuz M. (Kasım-Aralık 2013). "Anonim Şirketlerde Kar Payı Alma Hakkını Kısıtlayan Unsurlar", *Mali Çözüm Dergisi*, 1303-5444.



- Yavuz M. (2015). “Son Düzenlemeler Işığında Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Pay ve Pay Senetleri”, *Mali Çözüm Dergisi*, Sayı:132, 63.
- Yıldız, B. (2012). Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: İMKB Sanayi İşletmeleri Üzerinde Bir Panel Veri Uygulaması, (Basılmamış Doktora Tezi), Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi, Zonguldak.
- Yılmaz E. (2014). “ Halka Açık Olmayan Sermaye Şirketlerinde Kar Payı Avansının Dağıtılması, Muhasebeleştirilmesi ve Vergilendirilmesi Boyutu”, *Muhasebe Ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, Cilt: 7/1, 17-30.
- Yurtadur, M. (2009). KOBİler 'de Sermaye Yapısı ve Kar Dağıtım Politikasının Büyüme Üzerine Etkileri, (Basılmamış Doktora Tezi), Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yücel, İ. (2001). Türkiye'deki Halka Açık Anonim Şirketlerin Sermaye Yapılarının Ve Kar Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerine Etkisi, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum
- Yüksel, A. S. (1982). *Para Bulma ve Yatırım*, Ar Basım-Yayım A.Ş., İstanbul.

#### İNTERNET VE CD

#### SİTEDEN ALINTI

<http://dergipark.ulakbim.gov.tr/esosder/article/view/5000067897> 13.04.2016 Dr.  
Tuncay Turan TURABOĞLU

<http://www.teb.com.tr/yatirimyap/piyasa-degeri>

<http://www.kap.gov.tr>

[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

[www.isyatirim.com](http://www.isyatirim.com)

[www.finnet.com](http://www.finnet.com)

EKLER

Adel Fiili Getiri	BİST100 GETİRİ	ADEL ARTIK GETİRİ	AEFES FİİLİ	BİST100 GETİRİ	AEFES ARTIK GETİRİ
0,0068	0,0180	-0,0112	0,0264	0,0153	0,0111
0,0109	-0,0032	0,0141	-0,0211	-0,0036	-0,0175
0,0052	0,0236	-0,0185	-0,0099	0,0118	-0,0217
0,0190	0,0010	0,0179	0,0000	0,0019	-0,0019
-0,0075	-0,0025	-0,0051	0,0059	0,0115	-0,0056
0,0030	0,0090	-0,0060	0,0650	0,0000	0,0650
-0,0076	-0,0011	-0,0065	-0,0011	0,0047	-0,0058
-0,0280	-0,0081	-0,0199	0,0363	0,0038	0,0326
0,0021	0,0014	0,0007	-0,0149	0,0026	-0,0174
0,0010	0,0018	-0,0008	0,0297	0,0136	0,0161
0,0204	-0,0089	0,0293	-0,0225	0,0036	-0,0262

AKSA FİİLİ GETİRİ	BİST100 GETİRİ	AKSA ARTIK GETİRİ	ALKİM FİİLİ GETİRİ	BİST100 GETİRİ	ALKİM ARTIK GETİRİ
0,0177	-0,0001	0,0179	-0,0016	0,0043	-0,0059
0,0000	0,0048	-0,0048	0,0114	0,0253	-0,0139
-0,0154	0,0145	-0,0298	0,0218	0,0192	0,0026
-0,0010	0,0042	-0,0053	0,0047	-0,0142	0,0189
0,0010	-0,0109	0,0120	0,0291	-0,0169	0,0460
0,0301	0,0184	0,0118	0,0145	0,0121	0,0024
-0,0111	-0,0108	-0,0003	-0,0015	0,0000	-0,0015
0,0173	-0,0175	0,0349	0,0181	0,0046	0,0135
-0,0191	-0,0043	-0,0148	0,0052	0,0145	-0,0093
0,0072	0,0165	-0,0093	0,0199	0,0042	0,0157
0,0102	0,0180	-0,0079	0,0029	-0,0109	0,0138

ARCLK Fiili Getiri	BİST100 GETİRİ	ARCLK ARTIK GETİRİ	ASELS Fiili Getiri	BİST100 GETİRİ	ASELS ARTIK GETİRİ
0,0240	0,0121	0,0119	-0,0324	0,0121	-0,0445
-0,0115	0,0000	-0,0114	0,0046	0,0000	0,0046
-0,0028	-0,0001	-0,0026	0,0356	-0,0001	0,0358
0,0177	0,0048	0,0129	0,0033	0,0048	-0,0015
0,0218	0,0145	0,0073	0,0055	0,0145	-0,0090
0,0000	0,0042	-0,0042	0,0055	0,0042	0,0013
0,0011	-0,0109	0,0120	-0,0011	-0,0109	0,0098
0,0090	0,0184	-0,0093	0,0329	0,0184	0,0145
-0,0132	-0,0108	-0,0024	0,0785	-0,0108	0,0893
-0,0123	-0,0175	0,0052	-0,0069	-0,0175	0,0106
-0,0038	-0,0043	0,0005	-0,0149	-0,0043	-0,0106



Aygaz Fiili	BİST100 GETİRİ	AYGAZ ARTIK GETİR	BRISA Fiili Getir	BİST100 GETİRİ	BRISA ARTIK GETİRİ
0,0000	0,0115	-0,0115	0,0120	0,0253	-0,0133
0,0000	0,0000	0,0000	0,0237	0,0192	0,0045
-0,0300	0,0047	-0,0347	-0,0013	-0,0142	0,0129
0,0226	0,0038	0,0188	-0,0258	-0,0169	-0,0089
-0,0012	0,0026	-0,0037	-0,0119	0,0121	-0,0240
-0,0012	0,0136	-0,0147	0,0174	0,0000	0,0174
-0,0385	0,0036	-0,0421	0,0184	0,0046	0,0138
-0,0097	0,0045	-0,0142	0,0194	0,0145	0,0049
-0,0159	0,0092	-0,0251	-0,0089	0,0042	-0,0131
-0,0348	-0,0135	-0,0213	0,0026	-0,0109	0,0135
-0,0039	0,0043	-0,0081	0,0460	-0,0103	0,0563

Brsan Fiili Getiri	BİST100 GETİRİ	BRSAN ARTIK	CCOLA Fiili Getiri	BİST100 GETİRİ	CCOLA ARTIK GETİRİ
-0,0127	-0,0142	0,0015	0,0448	0,0115	0,0334
-0,0048	-0,0169	0,0121	-0,0111	0,0000	-0,0111
0,0065	0,0121	-0,0057	0,0177	0,0047	0,0130
0,0096	0,0000	0,0097	0,0070	0,0038	0,0032
-0,0048	0,0046	-0,0094	-0,0259	0,0026	-0,0285
0,0272	0,0145	0,0127	-0,0012	0,0136	-0,0148
-0,0047	0,0042	-0,0089	0,0337	0,0036	0,0301
0,0047	-0,0109	0,0156	0,0430	0,0045	0,0385
0,0187	-0,0103	0,0290	-0,0082	0,0092	-0,0174
0,0443	0,0513	-0,0071	0,0061	-0,0135	0,0196
0,0146	0,0010	0,0136	0,0028	0,0043	-0,0015

CIMSA Fiili Getiri	BİST100 GETİRİ	CIMSA ARTIK	ECİLC Fiili Getiri	BİST100 GETİRİ	ECİLC ARTIK GETİRİ
0,0000	0,0055	-0,0055	0,0161	0,0012	0,0149
-0,0139	-0,0196	0,0058	-0,0032	-0,0018	-0,0014
0,0201	-0,0169	0,0370	-0,0032	-0,0176	0,0144
-0,0171	0,0121	-0,0292	-0,0351	-0,0329	-0,0022

0,0140	0,0000	0,0141	-0,0066	-0,0208	0,0142
-0,0059	-0,0001	-0,0058	0,0200	-0,0086	0,0286
-0,0099	0,0048	-0,0147	-0,0131	-0,0042	-0,0089
0,0375	0,0145	0,0230	0,0265	0,0089	0,0176
0,0155	0,0042	0,0113	-0,0065	-0,0033	-0,0032
-0,0203	-0,0109	-0,0094	-0,0032	0,0029	-0,0061
0,0130	0,0184	-0,0054	-0,0065	-0,0092	0,0026

EGEEN Fiili	BİST100 GETİRİ	EGEEN ARTIK GETİRİ	EREGL Fiili Getiri	BİST100 GETİRİ	EREGLY ARTIK GETİRİ
-0,0043	-0,0196	0,0154	0,0310	0,0145	0,0165
-0,0020	-0,0169	0,0149	-0,0100	0,0042	-0,0143
0,0122	0,0121	0,0001	0,0076	-0,0109	0,0185
-0,0032	0,0000	-0,0032	0,0000	-0,0175	0,0175
0,0461	0,0048	0,0413	0,1633	0,0236	0,1397
0,0087	0,0145	-0,0058	-0,0065	0,0010	-0,0075
-0,0139	0,0042	-0,0182	-0,0261	-0,0011	-0,0250
0,0003	-0,0109	0,0112	0,0312	0,0014	0,0298
0,0104	-0,0175	0,0279	-0,0390	0,0081	-0,0471
0,0152	0,0236	-0,0084	-0,0090	-0,0045	-0,0046
0,0013	0,0010	0,0002	-0,0136	0,0012	-0,0149

FROTO Fiili Getiri	BİST100 GETİRİ	FROTO ARTIK GETİRİ	GOLTS Fiil Getiri	BİST100 GETİRİ	GOLTS ARTIK GETİRİ
0,0295	0,0192	0,0103	-0,0391	-0,0081	-0,0310
0,0366	-0,0196	0,0562	-0,0088	0,0014	-0,0102
-0,0661	-0,0169	-0,0492	0,0990	0,0018	0,0972
-0,0006	0,0121	-0,0127	-0,0587	-0,0089	-0,0498
0,0121	0,0000	0,0122	-0,0129	0,0081	-0,0211
0,0120	0,0048	0,0072	-0,0190	-0,0045	-0,0146
-0,0006	0,0145	-0,0150	-0,0389	0,0012	-0,0401
-0,0039	0,0042	-0,0081	-0,0075	-0,0018	-0,0057
-0,0053	-0,0109	0,0057	-0,0232	-0,0176	-0,0056
-0,0100	-0,0175	0,0075	-0,0298	-0,0329	0,0031
0,0843	0,0236	0,0607	0,0135	-0,0208	0,0343

GODDY Fiili Getiri	BİST100 GETİRİ	GODDY FARTIK GETİRİ	KONYA Fiil Getir	BİST100 GETİRİ	KONYA ARTIK GETİRİ
-0,0051	0,0014	-0,0065	-0,0089	-0,0169	0,0080
0,0017	0,0018	-0,0001	0,0075	0,0121	-0,0047
0,0326	-0,0089	0,0416	0,0028	0,0000	0,0028
0,0033	0,0081	-0,0048	0,0025	-0,0001	0,0026



0,0182	-0,0045	0,0227	0,0806	0,0048	0,0759
-0,0342	0,0012	-0,0354	-0,0207	0,0145	-0,0352
-0,0270	-0,0018	-0,0252	-0,0377	0,0042	-0,0419
0,0000	-0,0176	0,0176	0,0000	-0,0109	0,0109
-0,0416	-0,0329	-0,0087	0,0166	0,0184	-0,0018
-0,0181	-0,0208	0,0027	-0,0125	-0,0108	-0,0016
0,0092	-0,0086	0,0178	0,0015	-0,0175	0,0190

KORDS Fiil Getiri	BİST100 GETİRİ	KORDS ARTIK GETİRİ	OTKAR Fiili	BİST100 GETİRİ	OTKAR ARTIK GETİRİ
-0,0196	-0,0135	-0,0061	-0,0352	-0,0169	-0,0183
0,0288	0,0043	0,0245	0,0096	0,0121	-0,0025
0,0000	0,0253	-0,0253	0,0133	0,0000	0,0133
0,0086	0,0192	-0,0106	-0,0103	0,0048	-0,0151
-0,0064	-0,0196	0,0132	0,0209	0,0145	0,0064
-0,0237	-0,0169	-0,0067	0,0047	0,0042	0,0005
0,0220	0,0121	0,0099	0,0268	-0,0109	0,0377
0,0000	0,0000	0,0000	0,0083	-0,0175	0,0259
0,0409	0,0048	0,0362	-0,0101	0,0236	-0,0337
0,0393	0,0145	0,0249	0,0241	0,0010	0,0231
-0,0100	0,0042	-0,0142	-0,0036	-0,0011	-0,0026

SİSE Fiili Getir	BİST100 GETİRİ	SİSE ARTIK GETİRİ	SODA Fiili	BİST100 GETİRİ	SODA ARTIK GETİRİ
0,0031	-0,0175	0,0206	- 0,0125	-0,0036	-0,0089
0,0246	0,0236	0,0010	0,0481	0,0118	0,0363
0,0150	0,0010	0,0140	0,0121	0,0019	0,0102
-0,0059	-0,0011	-0,0048	0,0072	0,0115	-0,0043
-0,0179	0,0014	-0,0193	- 0,0474	0,0000	-0,0474
-0,0091	0,0081	-0,0172	- 0,0224	0,0047	-0,0271
0,0153	-0,0045	0,0197	- 0,0051	0,0038	-0,0089
0,0120	0,0012	0,0108	0,0000	0,0026	-0,0026
0,0387	-0,0018	0,0404	- 0,0102	0,0136	-0,0238
-0,0430	-0,0329	-0,0101	0,0207	0,0036	0,0170
-0,0389	-0,0086	-0,0303	- 0,0076	0,0045	-0,0121

TATGD Fiiili	BİST100 GETİRİ	TATDG ARTIK GETİR	TOASO Fiiili	BİST100 GETİRİ	TOASO ARTIK GETİRİ
-0,0363	-0,0169	-0,0194	-0,0542	-0,0169	-0,0373
0,0490	0,0121	0,0368	0,0415	0,0121	0,0294
0,0305	0,0000	0,0305	-0,0069	0,0000	-0,0069
-0,0035	-0,0001	-0,0033	0,0231	0,0048	0,0183
0,0122	0,0048	0,0075	-0,0009	0,0145	-0,0154
-0,0104	0,0145	-0,0248	-0,0018	0,0042	-0,0060
0,0140	0,0042	0,0097	0,0000	-0,0109	0,0109
-0,0052	-0,0109	0,0057	-0,0376	-0,0175	-0,0200
0,0277	0,0184	0,0093	0,0907	0,0236	0,0671
0,0185	-0,0108	0,0294	0,0009	0,0010	-0,0002
0,0281	-0,0175	0,0456	-0,0078	-0,0011	-0,0067

TRKCM	BİST100 GETİRİ	TRKCM ARTIK GETİRİ	TTRAK	BİST100 GETİRİ	TTRAK ARTIK GETİRİ
0,0159	-0,0175	0,0334	0,0024	0,0045	-0,0021
0,0469	0,0236	0,0233	-0,0106	-0,0135	0,0029
-0,0050	0,0010	-0,0060	-0,0045	0,0043	-0,0087
0,0000	-0,0011	0,0011	0,0052	0,0253	-0,0201
-0,0100	0,0014	-0,0114	0,0024	0,0192	-0,0168
0,0000	0,0081	-0,0081	0,0158	-0,0196	0,0354
0,0101	-0,0045	0,0146	-0,0372	-0,0169	-0,0203
0,0050	0,0012	0,0038	0,0181	0,0121	0,0060
0,0249	-0,0018	0,0266	0,0309	0,0000	0,0309
-0,0583	-0,0329	-0,0253	0,0050	0,0048	0,0002
-0,0258	-0,0086	-0,0172	0,0275	0,0145	0,0130

TUPRAS	BİST100 GETİRİ	TUPRAS ARTIK GETİRİ	ULKER	BİST100 GETİRİ	ULKER ARTIK GETİRİ
0,0093	0,0118	-0,0025	0,0111	0,0253	-0,0142
0,0054	0,0019	0,0035	0,0345	0,0192	0,0152
0,0046	0,0000	0,0046	0,0285	0,0055	0,0230
-0,0112	0,0047	-0,0159	-0,0042	-0,0196	0,0154
0,0072	0,0026	0,0047	-0,0019	-0,0169	0,0150
-0,0020	0,0136	-0,0156	-0,0085	0,0121	-0,0206
0,0094	0,0036	0,0057	0,0095	0,0000	0,0096
0,0059	0,0045	0,0014	0,0061	-0,0001	0,0063
-0,0065	-0,0135	0,0069	-0,0230	0,0048	-0,0278
0,0157	0,0043	0,0114	0,0067	0,0145	-0,0078
0,0122	0,0253	-0,0131	-0,0162	0,0042	-0,0204



UNYEC	BİST100 GETİRİ	UNYEC ARTK GETİRİ	VESBE	BİST100 GETİRİ	VESBE ARTK GETİRİ
0,0031	-0,0135	0,0166	0,0026	-0,0011	0,0037
0,0123	0,0043	0,0080	-0,0235	-0,0081	-0,0154
0,0122	0,0253	-0,0131	-0,0036	0,0014	-0,0050
0,0030	0,0192	-0,0162	-0,0045	0,0018	-0,0063
0,0150	0,0055	0,0094	0,0395	-0,0089	0,0484
-0,0118	-0,0196	0,0078	0,0294	0,0081	0,0212
-0,0060	-0,0169	0,0109	-0,0042	-0,0045	0,0003
0,0060	0,0121	-0,0061	0,0211	0,0012	0,0199
0,0209	0,0000	0,0209	0,0074	-0,0018	0,0092
0,0175	-0,0001	0,0177	-0,0336	-0,0176	-0,0161
0,0057	0,0048	0,0010	-0,0390	-0,0329	-0,0061

YUNSA	BİST100 GETİRİ	YUNSA ARTIK GETİRİ	AAR	CAR	Olay Tarihi
0,0111	0,0253	-0,0142	-0,0012	-0,0012	-5
0,0037	0,0192	-0,0156	0,0055	0,0043	-4
0,0182	0,0055	0,0127	0,0051	0,0093	-3
-0,0036	-0,0196	0,0160	-0,0021	0,0073	-2
-0,0216	-0,0169	-0,0047	0,0087	0,0160	-1
0,0000	0,0121	-0,0121	-0,0023	0,0137	0
0,0000	0,0000	0,0000	-0,0029	0,0108	1
0,0110	-0,0001	0,0112	0,0087	0,0195	2
0,0145	0,0048	0,0098	0,0055	0,0250	3
0,0108	0,0145	-0,0037	0,0028	0,0278	4
0,0213	0,0042	0,0171	0,0041	0,0319	5

FİRMA ADLARI	2015 YILINDA KAR PAYI ÖDEME ORANI	2016 YILINDA KAR PAYI ÖDEME ORANI	2016- 2015
ADEL	0,1235	0,3363	0,2128
AEFES	7,9910	1,8720	-6,1190
AKSA	1,3287	1,3960	0,0673
ALKIM	1,3231	0,6737	-0,6494
ARCLK	0,8035	0,2460	-0,5575
ASELS	1,0621	0,2796	-0,7825

AYGAZ	0,8602	1,4289	0,5687
BRISA	3,9602	5,2247	1,2645
BRSAN	11,5253	2,1836	-9,3417
COLLA	1,3595	0,3668	-0,9927
CIMSA	0,9419	0,8312	-0,1107
ECILC	10,9752	15,9129	4,9377
EGEEN	0,0355	0,0284	-0,0071
EREGL	3,9361	6,7759	2,8398
FROTO	0,2900	0,3153	0,0253
GOLTS	0,1768	0,3779	0,2011
GOODY	0,0560	7,4939	7,4379
KONYA	0,2035	0,5085	0,3050
KORDS	4,7937	1,3574	-3,4363
OTKAR	0,3318	1,3816	1,0498
SISE	1,0916	2,3843	1,2927
SODA	0,2362	2,0933	1,8571
TOASO	1,0593	0,4574	-0,6019
TRKCM	1,6099	1,4068	-0,2031
TTRAK	0,1818	0,2912	0,1094
ULKER	1,2442	0,6936	-0,5506
UNYEC	4,8972	4,5242	-0,3730
VESBE	2,7482	0,7798	-1,9684



## ÖZGEÇMİŞ

1990 yılı Muğla doğumludur. Lise eğitimini Denizli’de tamamladı. 2008 yılında Pamukkale Üniversitesi İİBF %30 İngilizce İşletme Bölümünü kazandı. 2013 yılında mezun olduktan sonra, 2013 yılında Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı’nda yüksek lisans eğitimine başladı. 2015 yılında İstanbul Haliç Üniversitesi’ ne, Muhasebe Ana Bilim Dalı Araştırma Görevlisi olarak atandı. 1 Eylül 2015 tarihinde göreve başladı, şuan hala Haliç Üniversitesi’nde Araştırma Görevlisi olarak görev yapmaktadır.