

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

TEMETTÜ DAĞITIMLARININ SİNYALİZASYON ETKİSİ: BİST
UYGULAMASI

DOKTORA TEZİ

Devran DENİZ

Balıkesir, 2019

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

TEMETTÜ DAĞITIMLARININ SİNYALİZASYON ETKİSİ: BİST
UYGULAMASI

DOKTORA TEZİ

Devran DENİZ

TEZ DANIŞMANI

Doç. Dr. H. Aydın OKUYAN

Balıkesir, 2019

T.C.
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TEZ ONAYI

Enstitümüzün İşletme Anabilim Dalı'nda 201412508007 numaralı Devran DENİZ'in hazırladığı "TEMETTÜ DAĞITIMLARININ SINYALİZASYON ETKİSİ: BİST UYGULAMASI" konulu DOKTORA tezi ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliği Uyarınca 10/09/2019 tarihinde yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda tezin onayına/~~düzeltilmesine/reddine~~ OY ÇOKLUĞU/OY BİRLİĞİ ile karar verilmiştir.


Başkan
Prof. Dr. Şakir SAKARYA

Doç. Dr. H. Aydın OKUYAN
Üye (Danışman)

Doç. Dr. Celil AYDIN
Üye

Doç. Dr. Sinan AYTEKİN
Üye

Doç. Dr. Çağatay BAŞARIR
Üye

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım.

16./09./2019
Prof. Dr. Kenan Ziya TAŞ
Enstitü Onayı

ÖNSÖZ

Temettü dağıtımları kurumsal finans literatüründe her zaman önemli bir konu olmuştur. Özellikle temettü dağıtımlarının şirket değerine etkisi olup olmadığı genellikle bir bilmeceye (dividend puzzle) benzetilmiştir. Bu çalışmada Borsa İstanbul şirketleri üzerinde temettü dağıtımlarının bilgi içeriği (sinyal teorisi) araştırılmıştır. Bunun için hem temettü duyurularının yaratmış olduğu fiyat etkisi hem de temettü değişimleri ile gelecek yıllardaki kâr değişimi arasındaki ilişki araştırılmıştır.

Çalışmanın veri dönemi 2006-2018 arasındaki 12 yıllık süreç olup, çalışmanın evrenini Borsa İstanbul'a kayıtlı imalat sanayi ve finansal sektördeki şirketler oluşturmaktadır.

Çalışmanın sonunda temettü duyurularının hisse senedi üzerinde pozitif fiyat etkisi yarattığı anlaşılmıştır. Bir başka ifade ile temettü duyuru günü etrafında temettü artışlarının hisse senedinde pozitif normal üstü getiri yarattığı ve temettü değişimleri ile normalüstü getiriler arasında pozitif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca temettü değişimi ile gelecek yıllardaki kâr değişimi arasında pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Her iki analizin sonucunda Borsa İstanbul'da imalat sanayiinde büyük ve küçük ölçekli tüm şirketlerde, finansal sektörde ise yalnızca büyük ölçekli şirketlerde sinyal teorisinin gereçli olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca sinyal teorisinin geçerliliği yönünde elde edilen bulguların imalat sanayi sektöründe finansal sektöre göre, büyük şirketlerde ise küçük şirketlere göre daha güçlü olduğu görülmüştür.

Sinyal teorisinin geçerliliğini temettü değişimi ile gelecekteki kâr değişimi arasındaki ilişki ile inceleyen araştırmacı sayısı yurtiçinde oldukça azdır. Bu nedenle elde edilen bulgular ve söz konusu bulguların sektör ve şirket büyüklüklerine ayrı ayrı analiz edilmesi literatüre önemli katkı sağlamıştır.

Bu tezin yazımında cömertçe bana vakit ayıran Prof. Dr. Şakir SAKARYA, Dr. Tomasz SCHABEK ve Doç. Dr. Celil AYDIN'a ve eğitim hayatımda çok önemli yerleri olan ilkökul öğretmenim Serpil KAYNARCA ve Lisans hocam Prof. Dr. Ahmet Refik BAHADIR'a gönülden teşekkür ederim. Yüksek lisans ve doktora eğitimim süresince bana her zaman destek olan Doç. Dr. Hasan Aydın OKUYAN'la

tanışmamı ve bana danışmanlık yapmasını ise her zaman hayatımdaki güzel bir tesadüf olarak göreceğim. Ayrıca üzerimdeki emekleri ölçsüz olan annem ve babama ve doktora eğitimim süresince bana hep sabır gösteren sevgili eşime de sonsuz şükranlarımı sunarım.

Devran DENİZ

Balıkesir, 2019

ÖZET

TEMETTÜ DAĞITIMLARININ SİNYALİZASYON ETKİSİ: BİST UYGULAMASI

DENİZ, Devran

Doktora, İşletme Anabilim Dalı

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Hasan Aydın OKUYAN

2019, 149 sayfa

Bu çalışmada Borsa İstanbul'a kayıtlı imalat sanayi ve finansal sektöre ait şirketlerde sinyal teorisinin geçerli olup olmadığını 2006-2018 veri dönemi için araştırılmıştır. Araştırma kapsamında şirketlerin temettü kararlarının yarattığı sinyal etkileri 2 farklı yöntemle incelenmiştir. Birinci yöntemde olay çalışması tekniği kullanılarak şirketlerin nakit temettü dağıtım duyurusunun hisse senedi fiyatı üzerinde yarattığı etki analiz edilmiştir. İkinci yöntemde ise şirketlerin nakit temettü dağıtımları ile gelecekteki kârları arasındaki ilişki incelenmiştir.

Birinci yöntemde temettü duyurusu etrafındaki 3 günlük olay penceresinde hisse senetlerinin fiyat değişimi incelenmiştir. Bulgular temettü duyurusunun şirketin hisse senetleri üzerinde pozitif fiyat etkisi yarattığını göstermiştir. Pozitif fiyat etkisi imalat sanayi sektöründe hem büyük hem de küçük ölçekli şirketlerde geçerlidir. Bununla birlikte büyük şirketlerde küçük şirketlere göre söz konusu fiyat etkisi daha güçlüdür. Öte yandan, fiyat etkisi finansal sektörde sadece büyük ölçekli şirketlerde yaşanmıştır. Ayrıca finans sektörü şirketlerinde oluşan etki imalat sanayi şirketlerinde yaşanan etkiden daha zayıftır.

Sinyal teorisinin özünü daha iyi yansıtan ikinci yöntem çerçevesinde ise nakit temettü ile şirketlerin gelecekteki kârlılığı arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bulgular nakit temettü değişimi ile gelecek bir yıllık kâr değişimi arasında pozitif yönlü ilişki

olduğunu göstermiştir. Böylece temettü dağıtımlarının şirketin gelecek 1 yıllık kâr değişimi hakkında önemli bir bilgi içeriğine sahip olduğu tespit edilmiştir. Bu bilgi içeriği imalat sanayi sektöründe hem büyük hem küçük ölçekli şirketlerde; finansal sektörde ise yalnızca büyük ölçekli şirketlerde geçerlidir. Temettü değişimleri ile 2 yıl sonraki kâr değişimi arasında ise bir ilişki bulunmamıştır. Bu bulgu temettü değişimini takip eden birinci yıldaki kâr değişiminin kalıcı olduğu anlamına gelmektedir.

Sonuç olarak çalışmamızda kullanılan her iki yöntemin bulguları birbiriyle uyumludur. Buna göre, Borsa İstanbul'a kayıtlı imalat sanayi sektöründeki büyük veya küçük ölçekli tüm şirketlerde, finansal sektörde ise yalnızca büyük ölçekli şirketlerde sinyal teorisi geçerlidir. Daha spesifik olarak, sinyal etkisi imalat sanayi şirketlerinde finans şirketlerine göre; büyük şirketlerde küçük şirketlere göre daha güçlüdür. Bu şekilde her iki yöntemin uyumlu sonuçlar vermesi temettü duyurusuna yatırımcıların verdiği fiyat tepkisinin rasyonel olduğunu da göstermiştir.

Anahtar Kelimeler: Sinyal Teorisi, Temettünün Bilgi İçeriği, Olay Çalışması, Normalüstü Getiri.

ABSTRACT

SIGNALLING EFFECT OF DIVIDEND DISTRIBUTIONS: BIST CASE

DENIZ, Devran

Phd. Thesis, Department of Management

Advisor: Assoc. Prof. Dr. Hasan Aydin OKUYAN

2019, 149 pages

The aim of this study is to investigate whether signalling theory (signal theory) is valid in manufacturing and financial companies registered in Istanbul Stock Exchange for the data period of 2006-2018. Within the scope of the analysis, the signal effects created by the dividend announcement of the companies have been examined in two different methods. In the first method, the effects of the companies' dividend announcement on the stock price have been analyzed by using the event study technique. In the second method, the relationship between companies' dividend and companies' future profit have been examined.

In the first method, the price effect of dividend announcements on stocks have been determined in the 3-day event window around the dividend announcement. The findings showed that the dividend announcement has a positive price effect on the company's stocks. The positive price effect has been valid for both large and small scale companies in the manufacturing industry. However, the price effect is stronger in large companies than in small companies. On the other hand, the positive price effect has been experienced only in large-scale companies in the financial sector. Moreover, the positive price effect in the large companies of the financial sector is weaker than in the large companies operating in the manufacturing industry.

The relationship companies' dividends and future profits has been investigated within the framework of the second method which tests signal theory more directly. The results showed that there is a positive relationship between dividend change and companies' next one year profit change. Thus, it has been

determined that dividend distributions have significant information content about the company's future profit changes. This information content applies to both large and small-scale companies in the manufacturing industry and to large-scale companies only in the financial sector. There was no relationship between current year dividend changes and profit change of second years after dividend announcement. This finding means that the profit change in the first year following the change in dividends is permanent.

In conclusion, the findings of both methods used in our study are consistent with each other. Accordingly, the signal theory applies to all large or small-scale companies in the manufacturing industry sector registered to Istanbul Stock Exchange, and only to large-scale companies in the financial sector. More specifically, the signal effect is greater in manufacturing companies than in financial companies. In addition, the signal effect is stronger in large companies than in small companies. In this way, the consistent results of both methods also showed that the investors' price react to the dividend announcement is rational.

Keywords: Signalling Theory, Information Content of Dividend, Event Study, Abnormal Return.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	iii
ÖZET.....	v
ABSTRACT	vii
İÇİNDEKİLER	ix
ÇİZELGELER LİSTESİ.....	xiii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xv
KISALTMALAR	xvi
1. GİRİŞ.....	1
1.1. Amaç	1
1.2. Yöntem	2
2. TEMETTÜ KAVRAMI, DAĞITIM YÖNTEMİ, DAĞITIM POLİTİKALARI VE YASAL MEVZUAT	4
2.1. Kâr Kavramı.....	4
2.1.1. Ticari Kâr ve Mali Kâr	5
2.1.2. Safi Kâr (Dönem Net Kârı).....	5
2.1.3. Dağıtılabilir Kâr.....	6
2.2. Temettü / Kâr Payı Kavramı ve Kapsamı.....	6
2.2.1. Temettü / Kâr Payı Kavramı.....	7
2.2.2. Kâr Payı Hakkı ve Hukuki Niteliği	8
2.3. Temettü Ödeme Şekilleri	9
2.3.1. Nakit Temettü Ödemesi.....	9
2.3.2. Hisse Senedi Şeklinde Temettü Ödemesi (Bedelsiz Sermaye Artırımı) 10	
2.3.3. Hisse Senetlerinin Bölünmesi (Stock Split)	12
2.3.4. Şirketlerin Kendi Hisse senetlerini Satın Almaları (Repurchase/ Buy Back).....	13
2.3.5. Melez (Hibrit) Yöntemler	15
2.3.6. Diğer Yöntemler	15
2.3.6.1. Ayni Olarak Temettü (Property Dividend)	15
2.3.6.2. Seçmeli Temettü Dağıtımı (Optional Dividend).....	16
2.3.6.3. Bono/Tahvil Temettü (Scrip Dividend)	16
2.3.6.4. İntifa Senedi Temettü.....	16
2.3.7. Temettü Avansı Ödemesi	16
2.3.8. Örtülü Kâr Payı Dağıtımı / Kazanç Aktarımı	17

2.3.8.1. Transfer Fiyatlandırması Yoluyla Örtülü Kazanç Dağıtımı / Aktarımı.....	18
2.3.8.2. Örtülü Sermaye Kullanımı Yoluyla Kazanç Aktarımı.....	19
2.4. Temettü Dağıtım Politikaları	20
2.4.1. Sabit Tutarlı Temettü Ödeme Politikası (Constant Dividend Per Share / Stable Dividend Policy).....	21
2.4.2. Sabit Oranda Temettü Ödeme Politikası (Constant Dividend Payout Ratio)	23
2.4.3. Düzenli Düşük Sabit Temettü ve Eklemeler	23
2.4.4. İstikrarlı Gelişme Gösteren Temettü Ödeme Politikası.....	24
2.4.5. Artık Kârın Dağıtılması	24
2.4.6. Her dönem Şartlara Göre Temettü Ödeme Politikası.....	25
2.5. Temettü Dağıtımını Etkileyen Faktörler.....	25
2.5.1. Kanun ve Şirket Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler	25
2.5.2. Kâr ve Kârın Sürekliliği.....	26
2.5.3. Likidite.....	26
2.5.4. Yeni Yatırım Olanakları ve Büyüme	27
2.5.5. Sermaye Piyasalarına Erişim Kolaylığı	27
2.5.6. Sermaye Yapısı, Borçluluk Oranı ve Borçlanma Kapasitesi.....	27
2.5.7. Hisse Senedi İhraç Maliyetleri.....	28
2.5.8. Firma Riski	28
2.5.9. Firma Büyüklüğü	28
2.5.10. Ortakların Beklenti ve Tercihleri.....	29
2.5.11. Vergiler	29
2.5.12. Ortaklık Yapısını Koruma İsteği	30
2.5.13. Rakip Şirketlerin Temettü Politikaları.....	30
2.5.14. Makro Ekonomik Gelişmeler	30
2.5.15. Temettü Dağıtımını Etkileyen Faktörlerin Değerlendirilmesi.....	30
2.6. Temettü Ödeme Süreci ve Tarihleri	30
2.6.1. İlan Tarihi (Declaration Date)	31
2.6.2. Temettüsüz/Kuponsuz Tarih (Ex Dividend/ Without Dividend Day)....	31
2.6.3. Kayıt Tarihi (Date of Record).....	32
2.6.4. Ödeme Tarihi (Payment Day/ Distribution Day).....	32
2.7. Temettü Dağıtımına Yönelik Türkiye’de Yasal Mevzuat.....	33
2.7.1. Türkiye’de Şirketlerin Tabi Olduğu Kanunlar ve Şirketler Hukuku	34
2.7.2. Adi Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı	35

2.7.3. Kollektif Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı	35
2.7.4. Adi Komandit (Komandit) Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı.....	37
2.7.5. Sermayesi Paylara Bölünen (Paylı) Komandit Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı	39
2.7.6. Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımı	39
2.7.6.1. Türk Ticaret Kanunu'na Göre Kâr Payı Dağıtımı.....	40
2.7.6.2. Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Kâr Payı Dağıtımı.....	43
2.7.7. Limited Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı.....	46
2.7.8. Kâr Payı Dağıtımında Anonim Şirketlerde Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülükler.....	47
3. TEMETTÜ POLİTİKASI TEORİLERİ VE SİNYAL TEORİSİ ÜZERİNE YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR.....	50
3.1. Temettü Politikası Teorileri	50
3.1.1. Temettü Politikalarının İşletme Değeri İle İlişisini Açıklayan Teoriler	50
3.1.1.1. Temettü İlintisizlik Teorisi (Dividend Irrelevancy Theory)	50
3.1.1.2. Eldeki Kuş Teorisi (Bird in Hand Theory)	53
3.1.1.3. Vergi Etkisi Teorisi (Tax Effect Theory).....	54
3.1.1.4. Temsil Maliyeti Teorisi (Agency Cost Theory).....	55
3.1.1.5. Temettü Artık Değer Teorisi (Dividend Residual Theory).....	57
3.1.2. Temettü Politikalarını Açıklamaya Çalışan Teoriler	57
3.1.2.1. Sinyal / Temettünün Bilgi İçeriği Teorisi (Signalling Theory / Information Content of Dividend)	57
3.1.2.2. Lintner Modeli / Lintner Temettü Düzeltme Modeli (Dividend Smoothing Model).....	59
3.1.2.3. Yaşam Döngüsü Teorisi.....	61
3.1.2.4. Müşteri Etkisi (Catering) Teorisi	62
3.2. Temettü Politikası Teorilerin Değerlendirilmesi.....	62
3.3. Sinyal Teorisi Üzerine Yapılmış Çalışmalar	64
3.3.1. Temettü Duyurularının Fiyat Etkisi (Olay Çalışması Yöntemi).....	64
3.3.2. Temettü Dağıtımlarının Gelecek Kazançlarla İlişkisi	69
4. TEMETTÜNÜN BİLGİ İÇERİĞİ (SİNYAL TEORİSİ): BORSA İSTANBUL UYGULAMASI.....	77
4.1. Temettü Duyurularının Fiyat Etkisi (Olay Çalışması)	78
4.1.1. Hipotez ve Metodoloji	80
4.1.2. Veri Seti	86
4.1.3. Tanımsal İstatistikler	88
4.1.4. Analiz ve Bulgular	93

4.1.5. Sağlamlık (Robustness) Testleri	98
4.1.6. Olay Çalışması Yöntemi Bulgularının Değerlendirilmesi.....	100
4.2. Temettülerin Gelecekteki Kârlarla İlişkisi	102
4.2.1. Hipotez ve Metodoloji	102
4.2.2. Veri Seti	104
4.2.3. Analiz ve Bulgular	105
4.2.4. Sağlamlık (Robustness) Testi	112
4.2.5. Bulguların Değerlendirmesi.....	114
5. SONUÇ	116
5.1. Sonuç.....	116
5.2. Öneriler	120
KAYNAKÇA	122
EKLER.....	133

ÇİZELGELER LİSTESİ

Çizelge 1. Kâr Dağıtım Çizelgesi.....	45
Çizelge 2. Kâr Payı Oranları Çizelgesi	46
Çizelge 3. Temettü Dağıtımları Hakkında Yöneticilerin Görüşleri Onaylama Seviyeleri (%).....	71
Çizelge 4. Olay Pencereleri.....	79
Çizelge 5. Sektörel Bazda 2006-2018 Döneminde Temettü Dağıtımını Yapan Şirket Sayıları	89
Çizelge 6. 2006-2018 Döneminde Sektörel Bazda Temettü Dağıtım Tutarları.....	90
Çizelge 7. 2006-2018 Döneminde Sektörlere Göre Temettü Verimleri	91
Çizelge 8. Sektörlere Göre Temettü Dağıtım Oranları (DPR).....	92
Çizelge 9. Yıllara Göre Temettü Dağıtım Bilgileri.....	93
Çizelge 10. Temettü Değişimine Göre Hisse Senedi Fiyat Tepkileri:	94
Çizelge 11. Temettü Verimine Göre Hisse Senedi Fiyat Tepkileri	95
Çizelge 12. Temettü Değişimi ile Normalüstü Getiri Arasındaki İlişki Panel Veri Modeli Tahminleri	96
Çizelge 13. Temettü Verimi ile Normalüstü Getiri Arasındaki İlişki Panel Veri Modeli Tahminleri	97
Çizelge 14. Korelasyon Analizi (İmalat Sanayi ve Finansal Şirketler İçin)	98
Çizelge 15. Şirket Büyüklüğüne Göre Temettü Duyurularının Fiyat Etkisi (İmalat Sanayi Sektörü).....	99
Çizelge 16. Şirket Büyüklüğüne Göre Temettü Duyurularının Fiyat Etkisi (Finansal Sektör)	99
Çizelge 17. Alt Sektörlere Göre Temettü Duyurularının Fiyat Etkisi	100
Çizelge 18. Temettü Değişim Seviyesine Göre Eş zamanlı ve Gelecek Yıllık Kâr Değişimi (Finansal Şirketler)	106
Çizelge 19. Temettü Değişim Seviyesine Göre Eş zamanlı ve Gelecek Yıllık Kâr Değişimi (İmalat Sanayi Şirketleri)	107
Çizelge 20. Temettü ve Kâr Değişim Seviyesine Göre Gelecek Yıllık Kâr Değişimi (İmalat Sanayi Şirketleri)	108
Çizelge 21. Temettü ve Kâr Değişim Seviyesine Göre Gelecek Yıllık Kâr Değişimi (Finansal Şirketler)	109
Çizelge 22. Temettü değişimi ile Gelecek Yılların Kâr Değişimleri Arasındaki İlişki (BMT Modeli-Panel Veri Tahmin Sonuçları).....	110
Çizelge 23. Temettü değişimi ile Gelecek Yılların Kâr Değişimleri Arasındaki İlişki (Nissim ve Ziv Modeli-Panel Veri Tahmin Sonuçları)	111
Çizelge 24. Nissim ve Ziv Modeli-Panel Veri Tahmin Sonuçları (j=1 yıl için) Şirket Büyüklüklerine Göre	112

Çizelge 25. Temettü Verimi ile Gelecek Yıl Kâr Değişim Arasındaki İlişki 113

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Sabit Miktarda Temettü Ödemesi	22
---	----

KISALTMALAR

BİST	: Borsa İstanbul
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
ETTK	: Eski Türk Ticaret Kanunu (6762 nolu)
F/K	: Fiyat Kazanç Oranı
GAPT	: Geri Alınan Paylar Tebliği (SPK tarafından hazırlanan, Seri 2- 22.1)
GSYO	: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı
GTB	: Gümrük ve Ticaret Bakanlığı
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu (193 nolu)
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
KPAT	: Kâr Payı Avansı Tebliği (GTB tarafından hazırlanan)
KPR	: Kâr Payı Dağıtım Rehberi (SPK tarafından hazırlanan)
KPT	: Kâr Payı Tebliği (SPK tarafından hazırlanan, Seri 2- 19.1)
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu (5520 nolu)
MKYO	: Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı
NBD	: Net Bugünkü Değer
NYSE	: New York Stock Exchange
TBK	: Türk Borçlar Kanunu (6098 nolu)
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TDK	: Türk Dil Kurumu
TMK	: Türk Medeni Kanunu (8049 nolu)
TTK	: Türk Ticaret Kanunu (6102 nolu)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurumu
SPKan	: Sermaye Piyasası Kanunu (6132 nolu)

1. GİRİŞ

1.1. Amaç

Temettü teorileri iki gruba ayrılabilir. Bunlardan ilki temettü dağıtımı ile hisse senedi fiyatlarını ilişkilendiren teorilerdir. Bu teorilerden bazıları temettü dağıtımları ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönlü bir ilişkiyi savunurken bazıları tam tersini savunmaktadır. Temettü dağıtımlarının hisse senedi fiyatlarını pozitif yönde etkilediğini varsayan teoriler yatırımcıların temettü gelirini sermaye kazancına tercih etmesi, temettü dağıtımlarının temsil maliyetini azaltması gibi argümanlarla yüksek temettü dağıtımlarının şirket değerini artıracaklarını savunmaktadır. Temettü dağıtımlarının hisse senedi fiyatlarını negatif yönde etkilediğini varsayan teoriler ise farklı argümanlara sahiptir. Örneğin kârlı yatırımların artması durumunda temettüyü azaltarak şimdi alınacak bir miktar temettü yerine gelecekte daha çok temettü veya sermaye kazancı elde etme fırsatı tercih edilebilir. Ayrıca temettü kazançlarının sermaye kazancına göre genellikle daha yüksek vergilendirilmesi nedeniyle de şirket kazançlarının ortaklara temettü yerine sermaye kazancı şeklinde aktararak ortakların zenginlikleri artırılabilir. Son olarak bazı varsayımlar altında hisse senedi fiyatının temettü dağıtımından bağımsız olduğunu iddia eden teoriler de mevcuttur. Dolayısıyla temettü ve firma değeri arasındaki ilişki oldukça karışıktır. Nitekim bu ilişkiyi Black (1976) “*temettü bilmecesi (dividend puzzle)*” olarak tanımlamıştır.

Temettü dağıtımları ile ilgili bir diğer teori grubu ise yatırımcı ve yöneticilerin temettü davranışlarını açıklamaya çalışanlar olarak değerlendirilebilir. Bu teoriler arasında bir yarışma veya birbiri ile bir çekişmeden ziyade her bir teori başka bir yönden yöneticilerin ve yatırımcıların temettü davranışını açıklamaya çalışmaktadır. Bunların arasından bu çalışmada inceleyeceğimiz teori *temettünün bilgi içeriği (information content of dividend)* bir başka ifade ile *sinyal/sinyalizasyon teorisi (signalling theory)*.

Sinyal teorisi şirket yöneticilerinin temettü dağıtım kararı verirken şirketin mevcut finansal durumu ile birlikte gelecek finansal duruma dair beklentisini de göz önünde bulundurduklarını, bu nedenle temettü değişimlerinin şirketin gelecekteki kâr veya nakit akışları hakkında bilgi verebileceğini savunmaktadır. Bu teori kurumsal

finans literatüründe hem araştırmacılar hem de uygulayıcılar tarafından genelgeçer bir bilgi olarak kabul edilir (Benartzi vd., 1997: 1008). Ancak teorik olarak çok güçlü desteği olan sinyal teorisinin geçerliliği üzerine hâlâ ampirik çalışmalar yapılmaktadır. Bu durumun nedeni ampirik çalışmalar arasındaki uyumun teorideki kadar güçlü olmamasıdır.

Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul'a kayıtlı imalat sanayi ve finansal sektör şirketlerinde sinyal teorisinin geçerliliğinin araştırılmasıdır. Buradaki amaç temettü dağıtımlarının şirketin gelecekteki finansal durumu hakkında yatırımcılara ışık tutup tutmayacağının tespit edilmesidir.

1.2. Yöntem

Sinyal teorisi ampirik olarak genellikle iki şekilde test edilmektedir. Bunlardan ilki temettü dağıtım duyurularının duyuru günü etrafındaki fiyat etkisinin olay çalışması yöntemiyle incelenmesi olup bu yöntemle çok sayıda çalışma yapılmıştır. Bu yöntemin varsayımı dağıtılan temettüler gelecek kârlar hakkında bilgi içeriğine sahipse temettü duyurusu yapıldığında yatırımcıların bu bilgiyi hemen hisse senedi fiyatına yansıtacak olmasıdır. Bu yöntemle yapılan çalışmaların büyük çoğunluğunda nakit temettü duyuruları etrafında temettü değişimleri ile hisse senedinin normalüstü getirileri arasında pozitif yönlü ilişkiler elde edilmiştir. Yani temettü duyurularının pozitif fiyat etkisi doğrulanmıştır.

İkinci bir yöntem olarak, cari yıl temettüleri ile gelecek yıllara ait kârlar arasındaki ilişkinin incelenmesi ile sinyal teorisi test edilmektedir. Teorinin özüne daha uygun olan bu yöntemle yapılan çalışmalarda alınan sonuçlar birbirleri ile çelişmekte ve genellikle teoriyi desteklememektedir (Ali vd., 2017: 20). Bu sebeple bu yöntemle sinyal teorisini test eden araştırmalar hâlâ yapılmaya devam etmektedir. Ayrıca Türkiye özelinde temettü dağıtımlarının gelecek kârlar hakkında bilgi verip vermediğini inceleyen araştırma çok az sayıda olup, bu alanda yapılacak çalışmaların literatüre katkı sağlayacağı düşünölmektedir. Özellikle temettü dağıtımlarının istikrarsızlık göstermesinden dolayı gelişmekte olan ölkelerde sinyal teorisinin geçerliliğinin daha düşük olduğu literatürde sıkça ifade edilmektedir. Bu da gelişmekte olan ölkelerden biri olan Türkiye'deki şirketler üzerinde yapılacak ampirik çalışmaların önemini arttırmaktadır.

Bu çalışmanın uygulama kısmında Borsa İstanbul'a kayıtlı imalat sanayi ve finansal sektör şirketlerinde yukarıda bahsedilen iki yöntemle sinyal teorisinin geçerliliği araştırılmıştır. Sinyal teorisinin çok çalışılmadığı finansal şirketlerin analizlere dâhil edilmesi tarafımızca önemli görünmektedir. Ayrıca elde edilen sonuçların sadece ana sektörler (imalat sanayi ve finansal) değil alt sektörlerle ve şirket büyüklüğüne göre geçerli (robust) olup olmadığı da kontrol edilerek literatüre katkı sağlanmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın giriş bölümünü takiben ikinci bölümde temettü kavramı açıklanmış, temettü ödeme şekilleri, temettü dağıtım politikaları, temettü dağıtımını etkileyen faktörler, temettü ödeme süreci ve temettü ödemesine ait yasal mevzuat açıklanmıştır.

Üçüncü bölümde öncelikle temettü teorileri anlatılmış ve bunlardan sinyal teorisi detaylı olarak açıklanmıştır. Daha sonra sinyal teorisi test yöntemleri açıklanmış ve yapılmış ampirik çalışmalar özetlenmiştir.

Dördüncü bölüm iki kısımdan oluşmakta olup, bu kısımlarda bahsedilen yöntemlerle sinyal teorisinin geçerliliği araştırılmıştır. Birinci kısımda sinyal teorisi olay çalışması yöntemiyle test edilmiştir. İkinci kısımda ise bir faaliyet döneminin temettü dağıtımları ile gelecek yılların kârları arasındaki ilişki araştırılmıştır.

Çalışmanın sonuç bölümünde ise uygulama kısmında elde edilen tüm bulgular özet olarak değerlendirilmiştir. Ayrıca çalışmanın eksikleri belirtilmiş, bundan sonra yapılabilecek araştırmalar için öneriler getirilmiştir.

2. TEMETTÜ KAVRAMI, DAĞITIM YÖNTEMİ, DAĞITIM POLİTİKALARI VE YASAL MEVZUAT

Bu bölümde sırasıyla kâr ve temettü kavramı, temettü dağıtım yöntemi, temettü ödeme süreci, temettü politikası teorileri, temettü dağıtımını etkileyen faktörler ve son olarak da Türkiye’de temettü dağıtımının yasal mevzuatı anlatılmıştır.

2.1. Kâr Kavramı

Kâr farsça kökenli bir kelime olup, sözlük anlamı olarak, alışveriş işlerinden sağlanan para kazancı, üretim faktörlerinden biri olan girişimcinin üretimden aldığı pay veya maliyet ile satış fiyatı arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır (Türk Dil Kurumu [TDK], 2019). Terim anlamı olarak ise en basit haliyle sermayenin karşılığı olarak sermayede meydana gelen artışı ifade eder (Karyağdı, 2014: 3).

Gelir yaklaşımına göre, kâr belirli bir hesap döneminde işletmenin faaliyetleri sonucunda sağladığı bütün gelirler ile faaliyetleri için katlandığı bütün giderler arasındaki olumlu fark olarak tanımlanabilir (Abdioğlu, 2012: 12). Genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri uyarınca bir hesap döneminin kârı; net satışlar ile diğer gelirlerin toplamından satışların maliyeti, faaliyet giderleri ve diğer giderlerin çıkarılmasıyla bulunur (Karyağdı, 2014: 3). Bilanço esasına göre ise kâr “*işletme ortakları tarafından çekilen veya yatırılanlar hariç dönem sonunda öz sermayede gözlenen artış*” olarak tanımlanmaktadır (Gelir Vergisi Kanunu [GVK], md. 38). Bu yöntemde kârın tespitinde işletmenin hesap dönemi sonu özvarlığı (öz sermaye) ile hesap dönemi başı öz varlığı karşılaştırılır. Dönem sonu ve dönem başı öz sermaye arasındaki farka, dağıtılan kârlar ve ortakların işletmeden çektiği kıymetler eklenir, işletme sermayesine eklenen kıymetler düşürülür (Karyağdı, 2014: 7). Böylece dönem kârı hesaplanmış olur.

Gelir ve gideri oluşturan unsurların hangi hukuk kurallarının dikkate alınarak tespit edildiği işletmelerin kâr sonucunu etkilemektedir. Çünkü vergi hukukuna göre belirlenen kâr (mali kâr) ile ticaret hukukuna göre belirlenen kâr (ticari kâr) aynı sonucu vermezler (Ateşaoğlu, 2012: 9). Aşağıda söz konusu kâr türleri ve dağıtılabılır kâr hesabında ihtiyaç duyulan bazı kavramlar açıklanmıştır.

2.1.1. Ticari Kâr ve Mali Kâr

Ticaret hukukuna (ve genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine) göre oluşturulan ticari bilanço ile vergi hukukuna göre oluşturan mali bilanço birbirinden farklıdır. Çünkü söz konusu kanunların amaçları aynı değildir. Ticaret hukuku ve genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri bilançodaki varlıkları ve yükümlülükleri ve sonuç hesaplarını gerçeğe en uygun şekilde göstermek ve işletme ortak ve alacaklılarının haklarını korumak amacındadır. Ancak vergi hukuku ise kamunun vergi kaybına uğramaması yani şirketlerin vergi matrahını düşürmesine engel olacak şekilde düzenlenmektedir (Karyağdı, 2014: 31).

Anlaşıldığı üzere *ticari kâr*, ticaret hukuku ve muhasebe ilke ve standartlarına göre düzenlenen ticari bilanço sonunda ortaya çıkan dönem kârıdır. Ticari kâr kavramı şirket gelir tablolarında yer alan dönem kârı ile eş anlamlıdır. Bu kâra aynı zamanda *vergi öncesi kâr*, *gayri safi kâr* ya da *hesap dönemi kârı* da denilmektedir. Şirketlerde kâr payı dağıtımını yapılabilmesinin ilk şartı ticari kâr elde edilmiş olmasıdır (Karşlıoğlu, 2015: 42-43). *Mali kâr* ise vergi hukukundaki kural ve değerlendirme ölçütlerine göre düzenlenen mali bilanço sonucu ortaya çıkan kârıdır. Ticari kâra kanunen kabul edilmeyen giderler eklenerek ve vergiden muaf gelirler çıkarılarak, kısacası ticari kârdan faydalanılarak mali kâra ulaşılır (Ünal, 2006: 6). Mali kâr sadece şirketlerin vergi matrahının belirlenmesine hizmet eder. Bu tutar üzerinden kâr dağıtımını veya yedek akçe ayrımı gibi işlemler yapılmaz (Karşlıoğlu, 2015: 43).

2.1.2. Safi Kâr (Dönem Net Kârı)

6762 sayılı Eski Türk Ticaret Kanunu'nun (ETTK) 470. maddesinin ikinci fıkrasında "*kâr payı ancak safi kârdan ve bu gaye için ayrılan yedek akçelerden dağıtılabilir*" hükmü bulunmaktaydı. Ancak kanunda açık bir şekilde tanımlanmamış olması nedeniyle safi kârın dönem kârının yanında bilançodaki geçmiş yıl kârlarını da içerip içermediğiyle ilgili belirsizlik bulunmaktaydı (Altaş, 2012: 518). Söz konusu madde 6102 sayılı yeni Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) 509. maddesinin ikinci fıkrasında "*kâr payı dönem net kârından ve serbest yedek akçelerden dağıtılabilir*" şeklinde düzeltilmiştir. Kanun koyucu safi kâr kavramını dönem net kârı olarak belirginleştirmiştir. Dönem net kârı kavramı hakkında da farklı görüşler

bulunmakla beraber¹ uygulamada genel olarak dönem net kârı (safî kâr) dönem kârından ödenmesi gereken vergi ve diğêr mali yükümlülükler indirildikten sonra kalan tutar olarak değêrlendirilmektedir (Karşlıoğlu, 2015: 44). Ancak dağıtılabilir kârı hesaplamak için geçmiş dönem zararlarını çıkarmak gerekmektedir. Bu durum sermayenin korunması ilkesinin bir gereğidir ve kâr dağıtımında Şirketler için evrensel bir kuraldır (Altaş, 2012: 521).

2.1.3. Dağıtılabilir Kâr

Dağıtılabilir kâr Türk Ticaret Kanunu'nda düzenlenmemiş olup, doktrinde belli bir hesap dönemi sonunda kâr elde etmiş bir Şirketin dönem net kârından kanuni yedek akçelerin birinci ayrımı yapıldıktan ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra geri kalan miktar için kullanılan bir kavramdır (Karşlıoğlu, 2015:45). Nitekim SPK tarafından yayınlanan Kâr Payı Rehberinde (KPR)² net dağıtılabilir dönem kârı; “*net dönem kârından varsa geçmiş yıllar zararlarının ve genel kanuni yedek akçenin düşülmesi ile bulunan tutar*” olarak tanımlanmıştır. Dağıtılabilir kâra, düzenli kâr dağıtımı amacıyla ayrılan yedek akçeler, belli bir amaca tahsis edilmeyen olağanüstü yedek akçeler, ihtiyari yedek akçelerden dağıtılması mümkün olanlar ve hatta kanuni yedek akçelerden esas sermayenin yarısını geçen kısmı eklenebilir (Ünal, 2006: 12). Zira ETTK'nın 470. maddesinde sadece kâr payı dağıtımı için ayrılmış yedek akçelerin kâr payı olarak dağıtılabileceği belirtilmişken, TTK'da (509. Md. f/2) kâr payının serbest yedek akçelerden dağıtılabileceği maddesi getirilerek Şirketlere bu konuda serbestlik getirmiştir (Altaş, 2012: 521).

2.2. Temettü / Kâr Payı Kavramı ve Kapsamı

Bu kısımda temettü/kâr payı kavramı ve kâr payının hukuki niteliği incelenmiştir.

¹ Net dönem kârının kapsamı içerisinde, Şirketin ödemesi gereken vergi ve diğêr mali yükümlülüklerin bulunup bulunmadığı; yani net kâr kavramının bilançoda yer alan ticari kâr mı, yoksa bu kârdan ödenmesi gereken vergiler düşüldükten sonra kalan kâr mı olduğuna dair görüş farklılıkları bulunmaktadır. TTK 509. maddesinin gerekçesinde net dönem kârının vergi öncesi veya vergi sonrası olup olmadığının ticaret hukukundan ziyade vergi hukuku ve muhasebe ilkelerinin konusu olduğunu belirtmiş ve açıklık getirmemiştir. Ancak uygulamada net dönem kârı için vergi sonrası kâr dikkate alınmaktadır(Karşlıoğlu, 2015: 44).

² KPR, SPK tarafından anonim ortaklıkların kâr payı dağıtımına kılavuzluk etmesi için Sermaye Piyasası Kanunu (SPKan) ve Kâr Payı Tebliği (II. 19.1) (KPT) esas alınarak hazırlanan bir rehberdir.

2.2.1. Temettü / Kâr Payı Kavramı

Mevzuatımızda temettü ve kâr payı kavramlarının her ikisi de kullanılmaktadır. Kâr payı kavramı SPK ve GTB tebliğlerinde tanımlanmıştır. SPK'nın Seri: 2 19 no'lu Kâr Payı Tebliğinde (KPT) kâr payı; “*şirket ortaklarına ve kâra katılan diğer kişilere (yönetim kurulu üyeleri, işçiler, intifa senedi sahipleri vd.) dağıtılacak kârdan, bunların her birine düşen pay*” olarak ifade edilmiştir. GTB'nin Kâr Payı Avansı Tebliğinde (KPAT) ise “*net dönem kârı veya serbest yedek akçeler üzerinden ortaklara ve kâra katılan diğer kimselere genel kurulca dağıtılmasına karar verilen tutar*” olarak tanımlanmıştır (Resmi Gazete Sayı 28379, 9 Ağustos 2012). Temettü kavramını da Ünal (2006) “*anonim şirket ortaklarına kârdan dağıtılan payı*” olarak, Çolak (2009) “*şirkete konulan sermaye payı için dönem sonunda dağıtılabilir safi dönem kârı veya serbest yedek akçelerden ayrılan ve ortaklara ödenecek para*” olarak tanımlamıştır (Kırbaş, 2015: 4). Özdemir (1999) ise temettüyü en yalın haliyle “*işletmelerin dönem sonu kârı olarak elde ettiği kârın bir kısmı veya tamamının ortaklara dağıtılması*” olarak ifade etmiştir. Literatürden anlaşıldığı üzere temettü veya kâr payı kavramı şirketin elde etmiş olduğu kârın dar anlamda ortaklara geniş anlamda ise ortaklarla beraber kâr oluşturan diğer unsurlara (çalışan, yönetimi kurulu üyeleri, kurucular vb.) dağıtılmasıdır. Ancak kârın ortaklar dışındaki unsurlara dağıtılabilmesi için şirket esas sözleşmesinde hüküm bulunması ve mevzuattaki diğer şartların sağlanması gerekmektedir (Karşlıoğlu: 2015: 50).

Temettü kavramının tarihçesi en azından 16. yüzyıla kadar dayanmaktadır. O zamanlar Hollanda ve İngiltere’de gemi kaptanları yatırımcılara, sahiplerine deniz yolculuğunun sonunda konulan sermayeyi ve varsa kârı paylaşma hakkı veren menkul kıymet satışı yapmaya başlamıştır. Bu menkul kıymetler daha sonra piyasada alınıp satılmaya başlanmış hatta bazı yatırımcılar birden fazla kaptanın ortaklık payını alarak *çeşitlendirme (diversification)* yapmışlardır. Sonra zamanla piyasadaki bu girişimlere güven arttıkça, her yolculuk sonrasında maliyetli ve zahmetli olan varlıkların satılarak paylaşılması işleminden vazgeçilerek yalnızca kârın paylaşılması tercih edilmeye başlanmıştır. Bu özelliğiyle söz konusu girişimler *sürekli teşebbüs/girişim (going venture)* özelliğini kazanmıştır. Hatta bundan bir sonraki aşamada günümüzde de kurumsal finansın önemli bir konusu olan kârın ne kadar kısmının pay sahiplerine dağıtılması veya ne kadarının girişime bırakılması sorunsalı gündeme gelmiştir (Frankfurter ve Wood, 1997: 16-17) .

Ayrıca hemen belirlemek gerekir ki bu çalışmanın literatür ve ampirik kısmında temettü ifadesi kullanımı tercih edilmiş olup, kanun maddelerinin ifade edilmiş metnin orijinalinin bozulmaması için gerekli hallerde kâr payı kavramı da kullanılmıştır.³

2.2.2. Kâr Payı Hakkı ve Hukuki Niteliği

Ortaklar yatırım yaparken şirketten sermaye kazancı ve kâr payı kazancı olmak üzere iki tür gelir beklerler.⁴ Bu sebeple ortakların en önemli mali haklarından birisi elde edilen kârdan pay alma hakkıdır (Velasco: 2006: 413). Bu hak müktesep (kazanılmış) bir hak olup vazgeçilemez ve başka birisine devredilemez. (TTK, Md. 507; Akt. Bilgili ve Demirkapı: 2015: 297). Hatta şirket pay sahipleri bu haktan rızaları olsa dahi vazgeçemezler. Bu haktan vazgeçmeyi öngören sözleşme hükümleri veya bu anlamda alınan genel kurul kararları kanun hükümlerine aykırılık teşkil etmesi sebebiyle geçersizdir (Karşlıoğlu: 2015: 65).

Ancak kâr payı dağıtımını genel kurul kararına bağlı olduğu için güçsüz nitelikte (nispi) müktesep hak olarak görülmektedir (Bilgili ve Demirkapı: 2015: 297). Nitekim TTK 523. maddesinde bütün pay sahiplerinin menfaatini gözeterek şirketin sürekli gelişim ve istikrarlı kâr payı dağıtılabilmesi amacıyla genel kurulun hiç kâr payı dağıtmayabileceği ifade edilmiştir. Ancak Yargıtay'ın içtihatlarında hiç kâr payı dağıtmamanın ortakların müktesep haklarına zarar verdiği ve TTK 523. madde ile müktesep hakların ihlal edilmemesi arasında hassas bir denge kurulması noktasında kararları bulunmaktadır (Karşlıoğlu, 2015: 57)

Kâr payı hakkının mutlak/nispi müktesep hak olup olmadığı tartışmasının sona erdirilmesi için 6102 sayılı TTK'da vazgeçilmez hak tanımı yapılmış olup kâr payı hakkı vazgeçilmez haklardan biri olarak tanımlanmıştır (Karşlıoğlu, 2015: 56). Vazgeçilmez haklar kişinin rızası olsa veya şirket sözleşmesine hüküm konulsa dahi bu hükümlerin geçersiz olduğu haklardır. Sonuç olarak 6102 sayılı TTK'nın yürürlüğe girmesinden sonra kâr payı hakkı vazgeçilmez bir hak olarak tanımlanmaktadır (Karşlıoğlu, 2015: 67).

³ Mevzuatımızda da her iki terimin de kullanıldığı görülmektedir. TTK'de genel olarak kâr payı kavramı kullanılmış olup, yönetim kurulu üyelerine verilecek kâr dağıtımını için "kazanç payı" kavramı kullanılmıştır (TTK md. 513f/1). Ayrıca SPKan'ın muhtelif maddelerinde temettü kavramı da kullanılmıştır.

⁴ Sermaye kazancı ortaklık paylarının (pay senedi) değer kazanmasıyla oluşan kazanç iken temettü dağıtılabilir kârdan işletmenin ortaklara yapmış olduğu ödemedir (Demirel, 2014: 6).

Vazgeçilemez veya nispi müktesep hak niteliğinde olan kâr payı hakkı, genel kurulun kâr dağıtım kararını onaylamasından sonra ortaklar için mutlak müktesep hak olur ve ortakların şirketten alacağına dönüşür. Muaccel borç ortaklar tarafından şirketten talep edilebilir. Yani genel kurul kâr dağıtım kararı aldıktan sonra her ne sebeple olursa olsun kâr dağıtım kararından vazgeçemez.⁵ Ancak ekonomik kriz, çok önemli bir yatırım fırsatının çıkması gibi olağanüstü durumlarda, ortakların tümünün katıldığı ve hepsinin olumlu oy kullandığı olağanüstü bir genel kurul kararıyla kâr dağıtım kararının iptal edilebilmesinin gerekliliği teoride tartışılmaktadır (Karşlıoğlu, 2015, 53-54). Çünkü şirketlere tanınacak bu esneklik şirketler hukuku mantığı ile örtüşmektedir.

2.3. Temettü Ödeme Şekilleri

Temettü ödemesi denildiğinde genellikle akla işletmenin ortaklara nakit ödeme yapması gelmektedir. Ancak nakit ödemededen farklı temettü ödeme şekilleri de bulunmaktadır. Bu yöntemlerden en sık kullanılanları aşağıda açıklanmış olup, işletmeler likidite durumu, sermaye bütçesi, yatırım olanakları, borçlanma piyasası ve makro ekonomik faktörleri göz önünde bulundurarak söz konusu ödeme yöntemlerinden birini veya birkaçının karışımını (melez yöntemler) tercih edebilmektedir.

2.3.1. Nakit Temettü Ödemesi

Nakit temettü ödeme yöntemi isminden de anlaşılacağı gibi temettü ödemesinin ortaklara nakit para ile yapılmasıdır. En sık kullanılan temettü ödeme yöntemi olup sadece temettü ödemesi denildiğinde genellikle akla nakit temettü gelmektedir (Ross, Westerfield ve Jaffe, 2003a: 501). Bu yöntemi tercih eden firmalar için elinde yeterli nakdin bulunduğu, yakın bir gelecekte fon sıkıntısı yaşamayacağı, fon sıkıntısı yaşasa dahi çeşitli kaynaklardan bunu ucuz maliyetle temin edebileceği düşünülür (Okka, 2009: 535). İşletmeler nakit temettü üzerinden vergi stopajı olarak devlete ödeme gerçekleştirir (Gholenji, 2015: 14).

Bazı işletmeler temettü ödemesini düzenli temettü ödemesi (regular cash dividend) ve ekstra temettü ödemesi (extra cash dividend) olarak iki kısma ayırır.

⁵ Ancak TTK'nin 445. ve 447. maddelerindeki durumları gerektirecek şartlar olması durumunda kâr payı dağıtım kararının iptali veya butlanına mahkemelerce karar verilebilmektedir (Karşlıoğlu, 2015: 54).

Düzenli temettü ödemesi normal şartlarda düzenli olarak yapılacak ödemeyi ifade ederken, ekstra nakit temettü ödemesini tekrar edip etmeyeceği bilinmemektedir. Bunlara ilave olarak özel temettü (special cash dividend) olarak ifade edilen bir temettü şekli de vardır. Bu ödeme türü ekstra temettü ödemesine benzer; ancak aralarındaki fark özel temettü türü çok istisnai durumlarda yapılır ve bir daha tekrar etmeyecek gözle bakılır (Ross, Westerfield ve Jordan, 2003b: 606). Nakit temettü ABD gibi finansal piyasaları gelişmiş ülkelerde yılda bir defa, yılda iki defa veya üç ayda bir yapılırken Türkiye’de genellikle yılda bir kez yapılmaktadır. Ayrıca temettü ödemesine ait yönetim kurulu kararları Şubat, Mart ve Nisan aylarına yoğunlaşırken temettü ödemelerinin Nisan ve Mayıs aylarında yoğunlaştığı görülmektedir. Sermaye kazancından farklı olarak nakit temettü kazancı hem harcanabilir gelir elde edildiği hem de yatırımın karşılığının alındığı hissi yarattığı için yatırımcıları daha mutlu edebilmektedir. Ayrıca nakit ödemesi firmanın finansal durumunun iyi olduğunun bir işareti olarak algılanmaktadır. Çünkü muhasebe kârları çeşitli muhasebe manipülasyonu tekniklerinin bir sonucu olabilmektedir. Ancak yatırımcılara ödenen nakit şirketin finansal durumunun kötü olmadığına dair somut bir delildir. Bütün bu sebeplerle yatırımcıların düzenli temettü ödeyen şirketleri tercih ettiğini öne süren görüşler mevcuttur (Kırbaş, 2015: 20-21).

İşletme nakit temettü ödeme kararı aldığı anda, söz konusu ödeme şirketin ortaklara olan borcu konumuna gelir ve iptal edilmesi mümkün değildir. Ödenecek temettü, hisse başına temettü tutarı (dividend per share), piyasa fiyatının bir yüzdesi (dividend yield) veya net kazancın bir yüzdesi (percentage of net earnings per share) olarak ilan edilebilmektedir (Ross ve diğerleri, 2003b: 607). TTK’ya göre şirket sözleşmesinde aksi belirtilmedikçe temettü esas sermaye payının itibari değerine oranı olarak ilan edilir (TTK, 27846 Sayılı Resmi Gazete, 13.1.2011: 11115). Bu hesaplama hisse başına temettü miktarının ilan edilmesiyle aynı olarak değerlendirilebilir.

2.3.2. Hisse Senedi Şeklinde Temettü Ödemesi (Bedelsiz Sermaye Artırımı)

Bir diğer temettü ödeme şekli, mevcut ortaklara şirkete ait yeni hisse senetlerinin bedelsiz olarak dağıtılması bir başka ifade ile ihraç edilmesidir. Bu ödeme şeklinde şirket, ortaklarına alacakları temettü karşılığında ihraç edeceği yeni

tertip hisse senetlerini vermek suretiyle firmadan fon çıkışı olmadan temettü ödemesini gerçekleştirmiş olur (Okka, 2009: 535). Bir diğer ifadeyle şirket, ortaklar açısından bedelsiz şekilde sermaye artırmış olur. Hisse senedi şeklinde temettü ödemesi genellikle yüzde olarak ifade edilir. Örneğin %100'lük bir hisse senedi temettü ödemesi ortakların elindeki her bir hisse senedi için yeni bir hisse senedi daha alacağı anlamına gelmektedir. Bu durumda dolaşımdaki hisse senedi sayısı (outstanding shares) 2 katına çıkacağı için hisse senedi fiyatının teorik olarak yarısına düşmesi beklenmektedir. Zira işletmenin toplam varlıkları, öz kaynağı ve faaliyet gelirinde bir değişiklik bulunmamaktadır (Ross ve diğerleri, 2003b: 626). Ancak yöneticilerin çoğu bir kaç sebeple hisse senedi fiyatının beklenen oranda düşmediğini ifade etmektedir. Bu sebeplerden ilki hisse senedi temettü dağıtım sonucunda hisse senedi piyasa fiyatının kolay alınıp satılabilecek bir aralığa gelmesidir (Bozkurt, Arıkan ve Doğukanlı, 2007: 441). Ortaklara dağıtılmayarak sermayeye eklenen kazancın kârlı yatırım fırsatlarında kullanılmak amacıyla dağıtılmadığı düşünülüyor ise bu da hisse senedi fiyatının teorik değerine kadar düşmesini engellemektedir. Aynı zamanda eskiye göre hisse senedi fiyatının düşük olması söz konusu hisse senetlerinin değer kazanmasında davranışsal/psikolojik bir neden de oluşturmaktadır. Ancak hisse senedi şeklinde temettü ödemesi yapılması işletmenin yatırım fırsatlarından değil de yaşadığı fon sıkıntısından kaynaklı olarak algılanıyorsa bu durumda işletmenin toplam değeri düşebilmektedir. Burada yatırımcılar için kritik soru dağıtılmayıp şirkette alıkonan fonların değerlendirileceği yatırımların ne kadar cazip olduğu olacaktır. Bu sebeple hisse senedi şeklinde temettü dağıtımını şirketin pazar değerinin her zaman yükseltir veya her zaman düşürür diye bir genelleme yapmak mümkün değildir (Kaplanoğlu, 2005: 75). Ayrıca hisse senedi şeklinde temettü dağıtımının sakıncalı bir yönü olarak hisse senedi sayısını artırması nedeniyle hisse başına kazancın azalması gösterilmektedir. Ancak hisse başına kazanç azalsa dahi yatırımcının elindeki hisse senedi sayısının aynı oranda artması toplam kazancının korunmasını sağlayacaktır. Dolayısıyla söz konusu eleştiri kabul edilebilir değildir (Akgüç, 2011: 794). Özetle söylemek gerekirse hisse senedi şeklinde temettü ödemesi öz sermaye hesapları arasında bir muhasebe transferi olup (kâr ve yedek akçelerden sermayeye doğru) şirketten bir nakit çıkışı yaratmaz. Bu nedenle çoğu zaman gerçek bir temettü olarak görülmemektedir (Ross ve diğerleri, 2003b: 626). Ancak hisse senedinin artan likiditesi, mülkiyetin yayılması, ilave

yatırım potansiyeli ve psikolojik faktörler sebebiyle çoğu zaman işletme değerini olumlu etkilemektedir.

Ülkemizde de hisse senedi şeklinde temettü ödemesi yaygın şekilde kullanılmaktadır. Özellikle kârlı yatırım fırsatları ve fon ihtiyacı olan genellikle büyümekte olan şirketler bu yönteme başvurmaktadır. SPK'nın payları Borsa'da işlem gören halka açık anonim ortaklıkların kârlarını pay senedi olarak dağıtabilecekleri yönündeki kararı bu şekilde temettü dağıtım uygulamasını yaygınlaştırmaktadır (Akgüç, 2011: 794).

Hisse senedi şeklinde temettü ödemesi (bedelsiz sermaye artırımı) bedelli sermaye artırımı ile karıştırılmamalıdır. Bedelli sermaye artırımında şirket dış kaynak sağlamak suretiyle yeni pay senedi ihraç etmekte ve eski ortaklara yeni pay senetlerinden mevcut payları oranında satın alma önceliği (rüçhan hakkı) tanımaktadır. Bir başka ifade ile bedelsiz ve bedelli sermaye artırımındaki temel fark ilkinde şirket iç kaynaklarını kullanarak (oto finansman) sermaye artırımı gerçekleştirir ve şirkete fon girişi olmaz iken, ikincisinde şirkete yeni fon (nakit) girişi sağlanır (Kaderli ve Başkaya, 2017: 30-31).

2.3.3. Hisse Senetlerinin Bölünmesi (Stock Split)

Hisse senetlerinin bölünmesi pay senetlerinin nominal değerlerinin azaltılması yoluyla yatırımcıların elindeki hisse senedi sayısının artırılması işlemidir. Örneğin pay senetlerinin nominal değerinin 1/2 oranında azaltılması durumunda yatırımcıların elindeki hisse senedi sayısı 2 katına çıkacaktır. Bu durumda yatırımcıların ortaklık payları değişmeyecektir. Ayrıca yatırımcıların toplam servetleri de değişmeyecektir. Çünkü artan pay senedi sayısına oranla pay senetlerinin piyasa fiyatının düşmesi beklenmektedir (Boztosun, 2006: 89). Aslında hisse senedi bölünmesi hisse senedi şeklinde temettü ödemesiyle hemen hemen aynıdır. Aralarındaki tek fark yapılan muhasebe işlemleridir. Hisse senedi temettü ödemesinde dağıtılmayan kâr veya dönem kârı sermayeye aktarılırken, hisse senedi bölünmesinde öz sermaye kalemlerinin hiçbirinde ve özel olarak sermaye kaleminde bir değişiklik olmamaktadır.

Aslında hisse senedi bölünmesinde amaç hisse senedi nominal değerinin azaltılması yoluyla hisse senedi fiyatının düşürülmesidir. Bu şekilde fiyatı makul düzeye inen pay senetlerinin artan likiditesi ve yatırımcılarda oluşan fiyatın tekrar

aratacağı düşüncesi nedeniyle işletme değerinin artacağı beklenmektedir. Nitekim yöneticilerle ilgili yapılan bir anket çalışmasında yöneticilerin çoğu (%93,7) hisse senedi bölünmesinin amacının hisse senedi fiyatını kabul edilebilir bir seviyeye getirme arzusu olduğunu belirtmiştir (Lakonishok ve Lev, 1987: 913). Birçok finans uzmanı pay senetleri için makul bir fiyat aralığı olduğu (Örneğin ABD için 20-80 USD) ve bu aralıkta olan pay senetlerinin fiyat kazanç (F/K) oranının daha yüksek olduğuna inanmaktadır (Türko, 1999: 537-538). Literatürde bölünen pay senetlerinin bölünmeden sonra uzun vadede diğer senetlere göre daha fazla değer kazandığını gösteren çalışmalar da mevcuttur (Boztosun, 2006: 90).

Hisse senetlerinin bölünmesi durumunda ortaklara verilen yeni hisse senetleri dönem kârı veya yedek akçelerden olmayıp mevcut hisse senetlerinin bölünmesi yoluyla olmaktadır. Bu durum hisse senedi bölünmesinin bir temettü ödeme şekli olup olmadığı yönünde bir şüpheyi doğursa da, hisse senedi bölünmesi literatürde genellikle temettü ödemesi olarak kabul görmektedir.

2.3.4. Şirketlerin Kendi Hisse senetlerini Satın Almaları (Repurchase/Buy Back)

Şirketler nakit temettü dağıtmak yerine kendi hisse senetlerini de satın alabilirler. Şirketlerin kendi hisse senetlerini satın almaları durumunda dolaşımdaki pay sayısı azalacak ve pay başına kazanç miktarı artacağı için her bir payın değeri artacaktır. İsteyen yatırımcılar paylarının bir kısmını satarak temettü benzeri kazanç elde edebilirler. Bu sebeple şirketin kendi hisse senetlerini satın almaları bir tür temettü dağıtımdır (Türko, 1999: 540).

Hisse senedi geri satın almaları, temettü gibi kararlı şekilde hareket eden bir yol izlemeyip genellikle tek seferlik olaylardır (Brealey, Myers ve Allen, 2011: 396). Bu nedenle yatırımcılara vermiş olduğu sinyal farklı olmaktadır. Çünkü nakit temettüler kalıcı olduğu düşünülen ve faaliyet kârlarından dağıtılırken geri satın almalar faaliyet dışı veya tek seferlik olağan dışı kârlardan yapılmaktadır (Jagannathan, Stephens ve Weisbach, 2000: 355). Geri satın almaların işletmeler açısından en önemli avantajı sağlamış olduğu esnekliktir. Geri satın almalarla şirket nakit fazlası olduğu zamanlarda bunu değerlendirmekte, nakit ihtiyacı olduğu zamanlar hisseleri geri satarak nakit ihtiyacını karşılayabilmektedir. Bu nedenle nakit akımı düzensiz olan şirketlerin daha sık tercih ettiği bir yöntemdir (Brealey ve

diğerleri, 2011: 396). Geri satın almaların şirket açısından diğer avantajı ise sermaye yapısı ayarlamasına olanak sağlamasıdır. Geri satın almalar tıpkı nakit temettüler gibi öz sermayeyi emer ve borç oranını artırırken, eldeki hisselerin (treasury stock) satılması ise tam tersi bir etki yapar (Kaplıanoğlu, 2005: 79). Üstelik bu esnada nakit temettüden farklı olarak yatırımcıların şirket ile ilgili gelecek dönemlerdeki beklentileri etkilenmemektedir (Bender ve Ward, 2009: 159). Ayrıca şirketler pay senedi fiyatının geçici düşüş gösterdiği durumlarda geri satın almalar ile pay senedi fiyatına destek olabilmektedir (Pike ve Bill Neale, 2009). Ortaklar açısından ise başlıca iki avantajı sayılabilir. Bunlardan birincisi vergi avantajıdır. Zira genellikle temettüye uygulanan vergi oranları sermaye kazancına uygulanan vergi oranlarından (özellikle bireysel yatırımcılar için) daha büyük olmaktadır (Bender ve Ward, 2009: 165). Bu durumda sermaye kazancı sağlayan ortak vergi yükünü azaltabilmektedir. Bir diğer avantajı ise isteyen ortak fiyatı artan hisse senedinin bir kısmını satarak temettü elde edebilirken, diğer yatırımcılar hisselerinin tamamını elde tutarak temettü alma zorunluluğundan kurtulmuş olmaktadır (Gholenji, 2015: 41).

Hisse senedi geri satın almaları ülkeden ülkeye değişiklik göstermekle beraber genel olarak 2 şekilde olmaktadır. Bunlardan ilki sermaye piyasasından doğrudan satın alma diğeri ise ortaklara teklif sunma (tender offer) yöntemidir. İlk yöntemde şirket hisselerini doğrudan sermaye piyasasından satın alır ve bu yöntem en sık kullanılan yöntemdir. Bu şekilde geri satın alım işletme açısından aylar hatta yıllar sürebilir. Teklif sunma yönteminde ise “*geri satın alma fiyatı*” denilen bir fiyattan şirketler ortaklara satın alma teklifinde bulunurlar. Diğeri bir alternatif ise ortaklara hisselerini satabilecekleri fiyat taleplerini toplarlar (Kaplıanoğlu, 2005: 79).

Ülkemizde şirketlerin kendi pay senetlerini satın alabilmeleri 13.1.2011 tarihli TTK, 6.12.2012 tarihli SPKan ve bu kanuna istinaden SPK tarafından çıkarılmış 3.1.2014 tarih 22-1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği (GAPT) ile düzenlenmiştir.⁶ Söz konusu kanun ve tebliğe göre şirketlerin kendi pay senetlerini satın almaları çeşitli koşullarda mümkün olup genel olarak halka açık şirketler çıkarılmış *sermayenin %10'unu ve kâr dağıtımına konu edilebilecek kaynak tutarını aşmayacak şekilde* geri satın alma yapabilirler. Paylarını geri satın alma konusunda genel kurul yetkili olmakla birlikte borsaya açık şirketlerde istisnai hallerde yönetim

⁶ 6762 sayılı eski TTK'da şirketlerin kendi pay senetlerini almaları bazı özel durumlar haricinde mümkün değildi (Kırbaş, 2015:34).

kurulu da doğrudan bu işlemi yapabilmektedir.⁷ Geri satın alma azami süresi borsaya kote şirketlerde azami 3 yıl iken borsaya kote olmayan halka açık şirketlerde azami 1 yıldır. Geri alınan payların geri alım bedeli kadar yedek akçe ayrılarak öz kaynaklar altında kısıtlanmış yedek olarak sınıflandırılır. Ayrılan yedekler, geri alınan paylar satıldıkları veya itfa edildikleri takdirde geri alım değerlerini karşılayan tutarda serbest bırakılır (SPKan, md. 22; GAPT, md. 20 f/2.).

2.3.5. Melez (Hibrit) Yöntemler

Bu yöntemde birden fazla temettü ödeme şekli birlikte kullanılmakta olup genellikle nakit ve hisse senedi temettülerinin birlikte yapıldığı görülmektedir. Bu temettü yöntemini tercih eden yöneticilerin amacı her iki (nakit ve hisse) temettü politikasını tercih eden yatırımcı grubunu çekmektir (Belkayalı, 2004: 116). Ülkemizde bu yöntemi tercih eden şirketler bulunmaktadır.

2.3.6. Diğer Yöntemler

Şirketler yasaların izin verdiği ve ortakların genel kurulda kabul ettikleri ölçüde, yukarıda belirtilenlerin dışında farklı temettü ödeme yöntemlerini de seçebilirler. Bunlardan başlıcaları aşağıdaki gibi sıralanmış ve açıklanmıştır.

2.3.6.1. Ayni Olarak Temettü (Property Dividend)

Şirket nakit temettüye alternatif olarak aktiflerinde bulundurmış olduğu pay senedi, tahvil, bono veya kendi üretmiş olduğu fiziksel mamulleri temettü olarak dağıtabilir. Bu dağıtımda varlıkların piyasa fiyatı esas alınır.⁸ Bu temettü yönteminin iki temel amacı:

- Temettü ödemesinde aktiflerdeki nakdi korumak,
- Elde bulunan stok fazlasını eritmek,

şeklinde sıralanabilir (Gürel, 2008: 39).

⁷ Payları borsada işlem gören ortaklıklar, yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak amacıyla genel kurulun yetkilendirmeye ilişkin kararı olmadan yönetim kurulu kararıyla kamuyu aydınlatmaya ilişkin yükümlülüklerine uymak şartıyla geri alım yapabilir. Yakın ve ciddi bir kaybın varlığı, hisse senedi fiyatının nominal değerinin altında seyretmesi veya karardan önceki son bir ayda yüzde yirminin üzerinde bir değer kaybetmesi olarak kabul edilir (GAPT, md. 5 f/4-5).

⁸ Types of Dividends and Its Journal Entries, 2018. <https://www.investopedia.com/terms/p/property-dividend.asp> (18 Ocak 2018)

2.3.6.2. Seçmeli Temettü Dağıtımı (Optional Dividend)

Seçmeli temettü ödeme yönteminde ortaklara nakit ya da hisse senedi olarak temettü kazancı alma seçeneği sunulmaktadır. Temettü duyurusu yapıldıktan sonra pay sahipleri nakit temettü miktarı ile hisse senedi ödemesinin piyasa fiyatını karşılaştırarak kararını vereceklerdir, ancak genellikle bu ikisi birbirine oldukça yakın olmaktadır (Demirel, 2014: 49). Bu yöntemde nakit veya hisse senedi temettüsü tercih eden her iki yatırımcı tipi de şirketin ortaklığına çekilmiş olmaktadır.

2.3.6.3. Bono/Tahvil Temettü (Scrip Dividend)

Şirketler geleneksel temettü ödeme şekilleri yerine ortaklarına tahvil veya bono şeklinde kârdan pay dağıtmayı da tercih edebilir. Bu durumda ortaklar şirketin aynı zamanda alacaklısı durumuna da geçmiş olur (Okka, 2009: 538). Böylelikle işletme fiili temettü ödemesini daha ileriki bir tarihe ertelemiş olur. Şirket elde ettiği kârların nakde zaman içinde dönüşeceğini ve likiditesinin artacağını düşünüyorsa bu yöntemi tercih edebilmektedir (Demirel, 2014: 50). Bu yöntem temettü ödemesinde şirketten fon çıkışını engellemekte sermaye yapısını borç lehine değiştirmektedir.

2.3.6.4. İntifa Senedi Temettü

İntifa senetleri, şirket genel kurulunun alacağı kararla bazı kimselere çeşitli hizmetler ve alacak karşılığı olarak kuruluştan sonra verilen ve sermaye payını temsil etmeyen hisse senetleridir (Karan, 2011: 314). İntifa senetleri sermayeye katılma hakkı vermediği için, oy kullanma gibi adi hisse senedi sahiplerine tanınan çeşitli haklarından yoksundur. Genellikle kuruculara verilmekte olan intifa senedi, sahiplerine kârdan pay alma, tasfiye bakiyesine katılma ve yeni hisse senedi alma gibi haklar sağlar. İşletmeler de nakit veya adi hisse senedi şeklinde temettü ödemesi yapmak istemediği durumlarda temettü olarak yatırımcılarına intifa senedi verebilmektedir (Demirel, 2014: 51).

2.3.7. Temettü Avansı Ödemesi

Temettü avansı, ayrı bir temettü türü olmayıp hesap dönemi sonu beklenmeden ara dönem sonlarında veya dönem bitmiş olsa bile genel kurul kâr dağıtım kararı beklenmeden pay sahiplerine dağıtılacak olan temettüden mahsup edilmek üzere yapılan ödemelerdir. Temettü avansı kavramı SPK tarafından “*yıllık*

finansal tablolar üzerinden dağıtılacak kâr payından mahsup edilmek üzere ara dönem finansal tablolara göre oluşan kârlar üzerinden ortaklara dağıtılan kâr” olarak tanımlanmaktadır (KPT, 2014: 4). Kısacası temettü avansı ara dönem finansal tablolara göre oluşan kârlar üzerinden kâr dağıtımını olarak tanımlanabilir.

Ülkemizde halka açık şirketler 2001 yılından bu yana temettü avansı ödemesi yapabilmektedir (Çatıkkaş, Çelikdemir ve Yatbaz, 2016: 439). 6102 sayılı TTK'nın 2011 yılında yasalaşmasıyla birlikte halka açık olmayan şirketler de temettü avansı dağıtma hakkına sahip olmuştur. Bu kapsamda halka açık olmayan sermaye şirketleri GTB'nin yapacağı düzenlemelere, halka açık şirketler ise SPKan'a ve SPK'nın ilgili tebliğlerine tabidir (TTK, md. 509 f/3). GTB 9.8.2012 tarih 28379 sayılı resmi gazete ile Kâr Payı Avansı Dağıtım Hakkında Tebliğ'i (KPAT) yayınlamıştır. Bu kapsamda şirketlerin temettü avansı ödemesi yapabilmesi için şirket genel kurulunca kâr payı avansı dağıtılmasına ilişkin karar alınması ve kâr payı avansı dağıtılacak hesap döneminde hazırlanan üç, altı veya dokuz aylık ara dönem finansal tablolara göre kâr edilmiş olması gereklidir. Halka açık şirketlerin kâr payı avansı dağıtımını ise KPT ile belirlenmiştir. Bu tebliğde şirketlerin esas sözleşmelerinde hüküm bulunması ve genel kurul kararıyla ilgili hesap dönemi ile sınırlı olacak şekilde yönetim kuruluna yetki verilmesi suretiyle kâr payı avansı ödemesi yapılabileceği belirtilmektedir. Ancak dağıtılacak kâr payı avansı, ara dönem finansal tablolara göre oluşan net dönem kârından TTK'ya ve esas sözleşmeye göre ayrılması gereken yedek akçeler ile geçmiş yıllar zararları düşüldükten sonra kalan kısmın yarısını geçemez (KPT, 2014: 4).

Kâr payı avansı dağıtım politikasının faydası yatırımcılara daha sık ve düzenli aralıklarla gelir sağlamasıdır. Özellikle kâr paylarını yaşamını ikame etmede kullanan bireysel yatırımcılar için bu durum fayda sağlamakta ve söz konusu şirketlerin pay senetlerine olan talebi artırabilmektedir (Karşlıoğlu, 2015: 47).

2.3.8. Örtülü Kâr Payı Dağıtım / Kazanç Aktarımı

Amacı kâr edip bu kârı ortaklara dağıtmak olan şirketler, hukuki sınırları belirli olan kâr dağıtım sürecine uyarak kârın belirli bir kısmını ortaklarına dağıtmak durumundadır. Böyle bir durumda kâr payı alan gerçek kişiler gelir vergisine tabi olmaktadır (GVK, md. 94). Ayrıca bütün pay sahipleri payları oranında kâr dağıtımından faydalanmaktadır. Ancak şirketler kimi zaman devlete ödenecek vergi

yükünü azaltmak, kimi zamanda azınlık haklarını ihlal etmek suretiyle hakim ortakların menfaatlerini artırmak için örtülü olarak şirket kazançlarını ilişkili oldukları şirket veya kişilere aktarabilmektedir (Karşlıoğlu, 2015: 105-107). Ateşaoğlu (2012) örtülü kazanç dağıtımını şirketlerin mutat ticari faaliyetleri görünümünde kazançlarını dolaylı olarak ortaklara veya ilişkili şirketlere aktarması olarak tanımlamıştır (Ateşaoğlu, 2012: 117). Daha basit ifade ile örtülü kazanç dağıtımını kurum kazancının vergilendirilmeden kurum dışına aktarılması olarak ifade edilebilir (Kara ve Can, 2017: 17).

Örtülü kazanç aktarımı kamu açısından vergi kaybına ortaklar açısından ise güven kaybına ve yatırım ortamının bozulmasına yol açmaktadır. Bu nedenle birçok ülkede olduğu gibi ülkemizde de örtülü kazanç aktarımının önüne geçmek için çeşitli yasal düzenlemeler getirilmiştir (Karşlıoğlu, 2015: 116). Nitekim 5520 sayılı KVK’da mülga 5422 sayılı KVK’ya göre örtülü kazanç aktarımı daha açık tanımlanmıştır. 5520 sayılı KVK’ya göre örtülü kazanç aktarımı, örtülü sermaye kullanımı ve transfer fiyatlandırması yöntemi olmak üzere 2 şekilde tanımlanmaktadır (KVK, md. 12-13). Her iki tip örtülü kazanç aktarımı yöntemi aşağıda açıklanmıştır.

2.3.8.1. Transfer Fiyatlandırması Yoluyla Örtülü Kazanç Dağıtımı /Aktarımı

Transfer fiyatlandırması kısaca bir şirketin ilişkili olduğu şirketlerle veya şirketin kendi şubeleri arasında yapmış olduğu mal ve hizmet satışlarında uyguladığı fiyat olarak tanımlanabilir (Geedan, 2010: 42). Transfer fiyatlaması bir vergi kaçırma veya aldatmaca olarak algılanmamalıdır. Zira ilişkili işletmelerin veya bir şirketin farklı birimlerinin birbiriyle mal veya hizmet alışverişinde bulunması durumunda alışverişe konu mal veya hizmet için bir fiyat belirlemesi iktisadi bir gerekliliktir. Ancak ilişkili şirketlerin birbirleriyle yaptığı mali işlerde emsal bedele uygun fiyatlandırmalar yapılmaması durumunda transfer fiyatlandırması yoluyla örtülü kazanç aktarımı yapılmış olunur. Nitekim KVK’nın 13. maddesinde transfer fiyatlandırması ile örtülü kazanç aktarımı terimleri bir arada kullanılmış olup, “Şirketler ilişkili kişilerle emsallere uygunluk ilkesine aykırı olarak tespit ettikleri bedel veya fiyat üzerinden mal veya hizmet alım ya da satımında bulunursa, kazanç tamamen veya kısmen transfer fiyatlandırması yoluyla örtülü olarak dağıtılmış

sayılır.” ifadesi kullanılmıştır.⁹ Aynı maddede alım, satım, imalat ve inşaat işlemleri, kiralama ve kiraya verme işlemleri, ödünç para alınması ve verilmesi, ikramiye, ücret ve benzeri ödemeleri gerektiren mal veya hizmet alım ya da satımı her türlü işlem bu kapsamda değerlendirilmiştir (KVK, md. 13). Kara ve Can (2017) ise transfer fiyatlandırması ile örtülü kazanç aktarımını *“ilişkili kişi ve kurumların, emsallerinden farklı fiyat ya da bedelle, kendi aralarında mal veya hizmet alış ya da satış faaliyetlerinde bulunmaları neticesinde, vergi matrahını aşındırmaları ve kurum kazancının vergilendirilmeden ortaklara veya diğer ilişkili kişilere aktarılması”* şeklinde tanımlanmıştır (Kara ve Can, 2017: 18).

KVK'nın 13. maddesinin 6. fıkrasında transfer fiyatlandırılması yöntemiyle kazanç aktarımı yapılması durumunda bu tutarın ilgili hesap döneminin son gününde ortağa bir kâr payı dağıtımı veya dar mükellefleri için ana merkeze aktarılan tutar olarak değerlendirileceği ve daha önce yapılan vergilendirme işlemlerinin buna göre düzeltilmesi belirtilmiştir.

2.3.8.2. Örtülü Sermaye Kullanımı Yoluyla Kazanç Aktarımı

Örtülü sermaye (thin capitalization/hidden capitalization) kullanımı, işletme ortaklarının, ilişkili kişi veya şirketlerin özü itibari ile sermaye niteliğinde şirkete aktardıkları kaynağın finansal tabloda borç olarak gösterilmesidir (Bakker ve Levey, 2012: 10-11). İşletmeler örtülü sermaye kullanmak suretiyle işletme kazancını dolaylı yoldan ortak veya ilişkili şirketlere aktarabilmektedir.¹⁰

Kamunun vergi gelirinin korunması, finansal tabloların gerçeği yansıtması ve azınlık haklarının korunması amacıyla örtülü sermaye kullanımının önüne geçmek için birçok ülkede olduğu gibi ülkemizde de yasal düzenlemeler yapılmıştır. Nitekim KVK'nın 12. maddesinde ve GVK'nın muhtelif maddelerinde örtülü sermaye

⁹ Bir başka deyişle transfer fiyatlandırması, bir firmanın ilişkili olduğu firma ile arasında yapılan ticari ve mali işlemlerde kullanılan fiyatların, benzer koşullar altında bağımsız kişilerle yapılacak olan fiyatlara göre önemli derecede farklılık göstermesidir. İşletmeler bu şekilde kârını vergilendirilmeden yurt dışındaki şirket ana merkezlerine veya yurt içindeki bireysel veya kurumsal ortaklarına aktarabilmektedir (Kara ve Can, 2017: 17).

¹⁰ Bu durum ilgili şirkete veya kişilere çeşitli haksız menfaatler sağlamaktadır. Bunlardan ilki borç görünümü altında alınan sermayeye yani örtülü sermayeye ödenen faizlerin vergi matrahını düşürmesidir. İkincisi şirkete sermaye konulduğunda istenildiğinde ilgili sermayenin alınması kolaydır. Zira tasfiye payı ve sermaye azaltımı gibi kurumlar çok olağanüstü şartlarda ve nadiren görülmektedir. Ancak borç olarak konulan örtülü sermaye istenildiğinde ilgili kişi veya şirkete ödenebilmektedir. Son faydası ise azınlık hakların ihlal edilerek piyasa faizi oranlarından daha yüksek faiz oranıyla borçlanması durumunda küçük ortakların aleyhine olacak şekilde şirketin kârı diğer ortaklara aktarılmış olmaktadır (Karşoğlu, 2015: 113).

müessesesi yer almıştır.¹¹ KVK'da örtülü sermaye “*Kurumların, ortaklarından veya ortaklarla ilişkili olan kişilerden doğrudan veya dolaylı olarak temin ederek işletmede kullandıkları borçların, hesap dönemi içinde herhangi bir tarihte kurumun öz sermayesinin üç katını aşan kısmı*” olarak tanımlanmıştır (KVK, md.12 f/1). Aynı maddenin 7. fıkrasında örtülü sermaye üzerinden alınan faiz veya benzeri ödemelerin borç alan ve veren nezdinde, örtülü sermaye şartlarının gerçekleştiği hesap döneminin son günü itibariyle dağıtılmış kâr payı sayılacağı belirtilmiştir (KVK, md. 12 f/7).

Borç verenin dar mükellef kurum, gerçek kişi veya vergiden muaf herhangi bir kişi olması durumunda, örtülü sermaye üzerinden ödenen faizler borç veren nezdinde, örtülü sermaye şartlarının gerçekleştiği hesap döneminin son günü itibarıyla dağıtılmış kâr payı olarak kabul edilecektir. Bu şekilde dağıtılmış kâr payı, net kâr payı tutarı olarak dikkate alınacak ve brüte tamamlanarak belirlenen oranlarda vergi kesintisine tabi tutulacaktır. Borç verenin tam mükellef kurum olması durumunda, borç veren tarafından düzeltme yapılırken, faiz gelirlerinden örtülü sermayeye isabet eden kısımlar kâr payı geliri olarak dikkate alınacak ve şartların varlığı halinde iştirak kazançları olarak istisna edilecektir (Geedan, 2010: 27-28).

2.4. Temettü Dağıtım Politikaları

Yukarıdaki kısımda firmaların temettü ödemesini hangi yöntemlerle yapacağı anlatılmıştır. Firmaların elde ettikleri kârın ne kadarını temettü olarak dağıtacağı ise temettü dağıtım politikasını (dividend policy) oluşturmaktadır. Temettü dağıtım politikası net kârın dağıtılmayan (retained) kârlar ve temettü olarak ayrılmasını sağlar. Yani burada temel soru *kârın ne kadarının şirket bünyesinde bırakılacağı ne kadarının dağıtılacağıdır* (Ramagopal, 2008: 398). Temettü dağıtım politikasında amaçlanan iki temel hedef uygun bir finanslama ve ortakların servetlerinin maksimum kılınmasıdır. Bunlara ortakların ihtiyaçları ve beklentilerinin karşılanması hususu da eklenebilir (Berk, 1999: 307). Bu hususlar kısaca aşağıda açıklanmıştır.

Servet Maksimizasyonunda Temettünün Önemi

¹¹ 2006 yılında yürürlüğe giren 5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu örtülü sermaye ile ilgili düzenlemeler, uluslararası düzenlemeler ve genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri de dikkate alınarak yeniden düzenlenmiştir (Gençoğlu ve Ertan, 2012: 90).

Dağıtılmayan kârlar ile temettü ödemeleri karşılıklı etkileşim içindedir. Temettü ödemeleri artıkça dağıtılmayan kârlar azalacak, aksi durumda tam tersi olacaktır. Firma yönetimi işletmenin temel amacı olan ortakların servetinin maksimum kılınması amacına ulaşılmasında temettü dağıtım aracını kullanır. Temettü dağıtılıp dağıtılmayacağı veya ne kadar temettü dağıtılacağı için temettü dağıtımının işletme değerini ne yönde etkilediği belirleyici olmaktadır. Zira mükemmel olmayan gerçek piyasa koşullarında temettü işletme değerini kimi zaman olumlu kimi zaman olumsuz etkilemektedir (Ramagopal, 2008: 398).

Finanslama Kararında Temettünün Önemi

Temettü kararı aynı zamanda bir finanslama kararıdır. Zira yatırımların finansmanında iç ve dış kaynak olmak üzere iki çeşit kaynak kullanılır. İç kaynak firmanın ürettiği kârlar, dış kaynaklar ise hisse senedi veya borçlanma senedi ihracıdır. Dış kaynakların daha maliyetli olduğu düşünülerek işletmeler öncelikle iç kaynaklar ile yatırımlarını finanse etme eğilimine sahip olabilmektedir (Abdioğlu ve Deniz, 2015: 198). Bu durumda işletmeler yatırım imkânlarına göre hesaplanan fazla nakdi dağıtabilmektedir ve bu dağıtım politikası 2.4.5 nolu kısımda anlatıldığı üzere artık kâr dağıtım politikasını teşkil etmektedir.

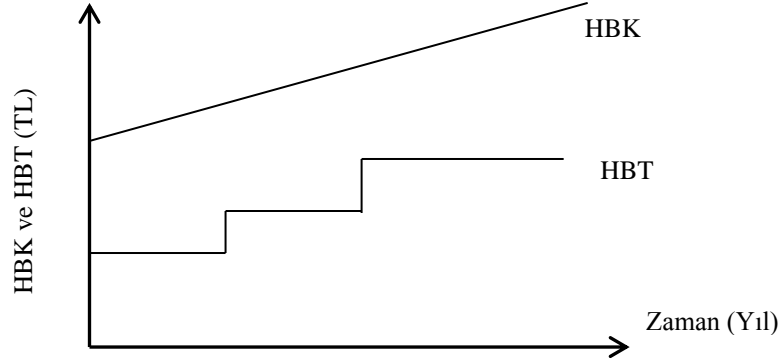
Ortakların İhtiyaç ve Beklentilerinin Karşılanması

Ortaklar şirketin pay senetlerini alarak yapmış oldukları yatırıma karşılık sermaye kazancı veya temettü getirisi beklerler. Yüksek vergi grubundaki bireysel yatırımcılar genellikle düşük temettü ödemesini tercih ederken diğer bireysel yatırımcılar ile temettü vergilendirmesinden muaf kurumsal yatırımcılar yüksek temettü kazancını tercih edebilmektedir. Dolayısıyla şirket yönetimi yatırımcı gruplarının beklentilerini ölçmek suretiyle temettü dağıtım politikalarını şekillendirebilmektedir (Ramagopal, 2008: 398). Aşağıda şirketlerin uyguladığı farklı temettü dağıtım politikaları sıralanmıştır.

2.4.1. Sabit Tutarlı Temettü Ödeme Politikası (Constant Dividend Per Share / Stable Dividend Policy)

Birçok ülkede şirketler temettü miktarlarını hisse başına ödenecek miktar olarak duyurmaktadır. Bazı işletmeler her yıl elde ettikleri kazançtan bağımsız olarak hisse başına temettü miktarını değiştirmeden devam ettirirler (Khan, 2004: 25.2). Bu

politika hisse başına temettü miktarının hiç değiştirilmeyeceği anlamına gelmemektedir. Zira şirket yönetimi kârların arttığı ve bu kârların kalıcı hale geldiğine inandığı durumda ödenen temettü miktarını artırabilmekte veya tersi durumda temettü miktarını azaltabilmektedir (Pandey, 2015: 444). Bu temettü politikasında hisse başına kazanç ile hisse başına temettü miktarı arasındaki ilişkiyi gösteren sembolik bir grafik aşağıda sunulmuştur:



Şekil 1: Sabit Tutarda Temettü Ödemesi (Pandey, 444)

Kazançların yüksek ve istikrarlı olduğu yıllarda bu politikayı sürdürmek kolay olmakla birlikte kazançların dalgalanma gösterdiği veya beklenenden daha düşük gerçekleştiği yıllarda temettü miktarını korumak finansal açıdan zor olabilmektedir. Bunun için söz konusu politikayı seçen şirketler genellikle temettü denkleştirme fonu veya kısaca temettü fonu (dividend equailization fund) denilen bir fon oluşturmaktadır. Beklenenden daha yüksek kazançlar gerçekleştiğinde kârın bir miktarı bu fona eklenmekte ve beklenenden daha düşük kazançlar gerçekleştiğinde bu fondan istikrarlı temettü ödemesi sağlanmaktadır (Pandey, 2015: 444).

Sabit tutarlı temettü ödeme politikasının avantajı, yatırımcılar işletmenin kârındaki dalgalanmadan bağımsız olarak her yıl belli tutarda temettü kazancı elde edeceğini öngörebilmektedir. Bu durum cari gelir beklentisi içinde olan bireysel yatırımcılar ve sigorta şirketleri, emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcıların şirketin paylarına olan talebi artırmakta ve şirketin değerini yükseltebilmektedir (Okka, 2009: 538). Her yıl sabit miktarda temettü dağıtımını tercih eden bireysel ve kurumsal yatırımcılar olmakla birlikte bundan hoşnut olmayan yatırımcı grupları da bulunmaktadır. Çünkü sabit temettü miktarı pay senetlerinin sabit getirili menkul kıymetlere benzemesine neden olmakta ve bu tip pay senetlerinin değer artışı daha kısıtlı olmaktadır. Bu da sermaye kazancı sağlamak isteyen yatırımcı gruplarının istediği bir durum değildir (Akgüç, 2011: 790).

2.4.2. Sabit Oranda Temettü Ödeme Politikası (Constant Dividend Payout Ratio)

Az sayıda olsa da bazı firmalar temettü ödeme miktarını sabitlemek yerine temettü ödeme oranını sabitlemektedirler.¹² Temettü ödeme oranı (dividend payout ratio) dağıtılan temettünün toplam kazanca oranı olup bu firmalar her yıl elde ettiği kazancın yüzde kaçını dağıtacağını hedeflemiş olmaktadır.¹³ Bu temettü ödeme politikasında şirket yüksek kâr elde ettiği yıllar yüksek miktarda temettü, düşük kâr elde ettiği yıllarda düşük miktarda temettü dağıtmak suretiyle kendi iş döngülerini temettü ödemelerine dolayısıyla ortaklarına yansıtmaktadır.¹⁴ Ayrıca bu temettü ödeme politikası küçük pay sahiplerinin büyük hissedarlara karşı korunmasına da yardımcı olan bir uygulamadır (Türko, 1999: 534). Ancak cari gelir elde etmek isteyen yatırımcılar her dönem elde edeceği geliri öngöremediğinden söz konusu temettü politikasını tercih etmemektedirler (Okka, 2009: 540). Ayrıca temettü miktarının işletmenin geleceği ile bilgi olarak algılanmasından dolayı bu politikayı benimseyen şirketlerde düşük kâr elde edilen yıllarda temettü miktarı da düşeceği için şirketin pay senetlerinin değeri de olumsuz etkilenebilir (Demirel, 2014: 32).

2.4.3. Düzenli Düşük Sabit Temettü ve Eklemeler

Bu temettü ödeme politikasında düzenli bir sabit temettü ödeme miktarı (regular dividend) belirlenir ve şirketin kârlılığına göre bu miktara eklemeler (interim/extra dividend) yapılmaktadır. Genellikle kârlılığı veya nakit akışları değişken olan firmaların kullandığı bir yöntemdir. Söz konusu firmalar ödemekte zorlanmayacağı küçük bir temettü tutarı belirlemede aynı zamanda yüksek kâr elde edildiği zamanlarda bunu yatırımcısıyla paylaşma esnekliğine sahip olmaktadır. Yatırımcılar açısından ise belirli bir seviyede temettü miktarı garanti altına alınmakta ve yüksek kâr elde edildiği zamanlarda ilave temettüler sağlanmaktadır (Pandey, 2015: 445). Bu yöntem yukarıda anlatılan sabit miktarlı ve sabit oranlı iki temettü ödeme politikasının olumlu taraflarını alarak oluşturulan melez bir politika olarak düşünülebilir.

¹² 2009-2014 yılları arasında BİST özelinde yapılan bir araştırmada sabit oranlı temettü ödeme politikası izleyen bir şirkete rastlanmamıştır (Kırbaş, 2015:10)

¹³ John Wiley and Sons, CFA Program Curriculum 2018 Level II, 2017, s. 157.

¹⁴ John Wiley and Sons, Wiley Study Guide for 2015 Level II CFA Exam: Complete Set, 2015, s 55.

Bu politika ABD'de sık görülen bir uygulamadır. Çünkü ABD'de şirketler kâr paylarını üçer aylık dönemler halinde öderler. Yani ABD şirketleri genellikle yılda dört taksit halinde kâr payı dağıtırlar ve bu dört taksit sabit kâr payı olarak kabul edilir. Şirket bu taksitlerden başka bir ekstra kâr payı da dağıtabilir. Bu durumda şirketin benimsediği politika, sabit miktarda kâr payı ve eklemeler olarak değerlendirilmektedir.

2.4.4. İstikrarlı Gelişme Gösteren Temettü Ödeme Politikası

Enflasyonun olmadığı ortamlarda istikrarlı temettü politikası her yıl sabit miktarda temettü ödemesi anlamına gelmektedir (Kırbaş, 2015: 10). Ancak pratikte her yıl sabit miktarda temettü ödemesi yapan şirkete çok rastlanmamaktadır. Bunun yerine genellikle temettü ödemelerinde her yıl küçük artışlar yaparak istikrarlı büyüme gösteren temettü ödemeleri yapılabilmektedir (Akgüç, 2011: 790). Bu politikayı genellikle yatırım olanakları ve finansman ihtiyaçları sınırlı olan olgunlaşmış firmalar kullanmaktadır.¹⁵ Ancak bu politikayı izleyen firmalar her yıl istikrarlı büyüme gösteren temettü dağıtımlarını yapabilmeleri için çeşitli tedbirler almaktadır. Bunlar kârları arttığı sürece temettü miktarını aşamalı olarak artırmak ve artan kârın tümünü derhal dağıtmamak, kâr artışının sürekli olduğuna emin olmadan cari kâr payı miktarını çok yükseltmemek ve kârlarda uzun süreli olarak devam eden düşüşler olmadan kâr payı miktarını düşürmemektir (Akgüç, 2011: 790). Sabit tutarlı temettü ödeme politikasında anlatıldığı gibi bu politikanın da gerçekleştirilmesini sağlamak için temettü fonu şeklinde bir fon oluşturabilir.

2.4.5. Artık Kârın Dağıtılması

Bu temettü politikası altında firmalar, iç kaynaklı üretilen fonları öncelikle hedef sermaye yapısını dikkate alarak kârlı yatırım fırsatlarını (Pozitif NBD'li) finanse etmek için kullanmaktadır. Artakalan fon varsa bunlar yatırımcılara temettü olarak dağıtılabılır. Bu politikada kârlı yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi temettülerin azaltılmaması düşüncesinden önce gelir ve bu seçimin ortakların servetlerini maksimize edeceği düşünülmektedir. Çünkü pozitif NBD'li yatırımların gerçekleştirilmeyerek ortaklara temettü ödemesi yapıldığında ortaklar daha yüksek getiri sağlayamayacaktır. Ancak bu politika altında yatırım fırsatlarının yüksek olduğu yıllarda temettüler düşecek hatta sıfırlanabilecek, tam tersi durumda

¹⁵ BPP Learning Media, CIMA F3 Financial Strategy, 2016, s. 106.

temettüer yükselecektir. Temettlerdeki bu dalgalanmanın yatırımcılar tarafından olumlu karşılanmaması durumunda şirketin sermaye maliyeti yükselecek bu da hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkileyebilecektir (John Wiley ve Sons, 2017: 159). Bu yüzden söz konusu politika, kârların yeni yatırımlara yönlendirilmesi sebebiyle düşük temettü ödemesi yapıldığıının ortaklarla paylaşılması ve ortaklar tarafından bu durumdan rahatsızlık duyulmaması durumunda faydalı olabilir.

2.4.6. Her dönem şartlara Göre Temettü deme Politikası

Firma her dönem mali şartlarına ve yatırım planlarına uygun olarak düzensiz bir temettü ödeme politikası seçebilir. denecek temettü miktarı şirketin kârlı olduğu ve nakde ihtiyacının daha az olduğu yıllarda artarken, tersi durumda azalır (Okka, 2009: 541). Bu düzensiz temettü ödeme politikası potansiyel yatırımcıların şirket pay senetlerine yatırım yaparken daha dikkatli olmasına sebep olabilir.

2.5. Temettü Dağıtımını Etkileyen Faktörler

Temettü dağıtımını etkileyen en önemli faktör yasal sınırlamalar ve şirket esas sözleşmesinden kaynaklanan kısıtlamalardır. Çünkü şirketler yasalar gereği bu kısıtlamalara uymak zorundadır. Ancak bu hukuki koşulların içinde kalmak koşuluyla şirket yönetiminin temettü dağıtım politikasını etkileyen çok çeşitli ekonomik faktörler bulunmaktadır. Söz konusu hukuki ve ekonomik faktörler aşağıda detaylı şekilde sıralanmış ve açıklanmıştır.

2.5.1. Kanun ve şirket Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler

Hemen her ülkede kanunlar temettü dağıtımına çeşitli düzenlemeler getirmektedir. Ülkemizde de TTK ve SPKan temettü dağıtımını konusunda genel bir ereve çizmektedir. Ayrıca SPKan'a bağlı olan halka açık işletmeler için KPT, bu kapsama girmeyen diğer işletmeler için KPAT, diğer özel kanunlar ve mevzuata aykırı olmamak kaydıyla şirket esas sözleşmelerinde yer alan hükümler kâr payı dağıtımını konusunda çeşitli kurallar getirmektedir. Söz konusu kanun ve tebliğlerin detaylıca incelenmesi ileriki bir kısma bırakılmıştır.

Kanun hükümleri kâr payının ancak safi kârdan ve serbest yedek akçelerden ayrılabilceğini belirtmiştir (TTK, md. 608). Bu, şirketlerin ancak cari veya geçmiş yıllarda elde ettiği kârlardan dağıtım yapabileceği anlamına gelmektedir. Ayrıca mevzuatın kâr dağıtımını konusunda üç temel ilke benimsediği belirtilebilir. Bunlar net

kâr ilkesi, esas sermayenin kâr dağıtımından olumsuz etkilenmemesi ilkesi ve kâr dağıtacak firmanın borç ödeme gücüne sahip olması ilkesidir.¹⁶

2.5.2. Kâr ve Kârın Sürekliliği

Şirketlerin temettü dağıtım kararını etkileyen en önemli faktörlerden biri elde edilen kârdır. İşletmelerin önemli bir hedefi başta faaliyetlerden sağlanan kârlar olmak üzere toplam kârın ortaklara sermayelerinin karşılığında temettü olarak dağıtılmasıdır. Nitekim hemen her ülke mevzuatında bulunan net kâr ilkesi gereği temettüler cari ve dağıtılmayan kârlardan yapılmakta olup kârı artan şirketlerin dağıtacakları hisse başına temettü miktarları da yükselecek, kârı daha düşük olan işletmelerin ise azalacaktır.

Kârı istikrarlı olan şirketler de, kârı dalgalı olanlara göre daha yüksek temettü dağıtabilmektedir (Ogilvie, 1999: 68). Çünkü söz konusu şirketler diğerlerine göre gelecek dönemdeki kazançlarını geçmiş dönemdekilere göre daha kolay şekilde tahmin edebilmektedir (Periasamy, 2009: 17.5). Linter'in (1956) şirket yöneticileri ile, Brav ve diğerlerinin (2005) şirket hazine ve finans müdürleri ile yaptığı çalışmalarda, yöneticilerin temettüleri kesme veya azaltma eğiliminden uzak olduğu, bunun için kazançların kalıcı olduğu anlaşıldıkça temettü artışına gittikleri belirlenmiştir. Bu yaklaşım, gelecek dönemlerde temettü ödemesinin azalması veya tamamen sonlandırılması riskini azaltmak için kazançları dalgalı olan şirket yöneticilerini daha düşük oranda temettü dağıtımını yapmaya itmektedir (John Wiley ve Sons, 2017: 140).

2.5.3. Likidite

Kârlılık, şirketlerin temettü ödemesi yapabilmesi için en önemli faktörlerden biri olsa da temettü ödemesi için kâr elde etmiş olmak yeterli değildir (Gholenji, 2015: 32). Çünkü işletme elde ettiği kârları çeşitli yatırımları finanse etmek için kullanmış olabilir. Ayrıca kâr bir muhasebe kavramı olup söz konusu kârlar nakit girişi yaratmamış olabilir. Firmanın temettü dağıtımını yapabilmesi için nakit veya nakde çevrilmesi kolay varlıklara ihtiyacı vardır (Ogilvie, 1999: 67). Yani temettü

¹⁶ Net kâr ilkesi, kâr payının ancak cari yıl net kârından veya serbest yedek akçelerden (dağıtılmamış kârlardan) dağıtılabileceğini ifade etmektedir. Esas sermayenin kâr dağıtımından olumsuz etkilenmemesi ilkesi, sermayeni kâr payı olarak dağıtılmasını engellemekte ve alacaklıların haklarını ortaklara karşı korumaktadır. Borç ödeme yeteneğinin varlığı ilkesi de borçlarını ödeme zorluğu içinde bulunan şirketlerin kâr dağıtımını engelleyerek alacaklıların haklarını koruyan ilkedir (Akgüç, 2011: 783).

ödemesi firmadan nakit çıkışı gerektireceğinden firmanın likiditesinin buna uygun olması gerekmektedir. Ancak kâr eden firma, likidite sıkıntısından dolayı nakit temettü ödemesi yapamıyorsa, nakit temettü yerine mevcut ortaklara hisse senedi şeklinde temettü ödemeyi tercih edebilir. Zira bu durum firmadan nakit çıkışı yaratmayacaktır.

2.5.4. Yeni Yatırım Olanakları ve Büyüme

Diğer bütün şartlar eşitken kârlı yatırım olanakları olan firmalar diğerlerine göre daha az temettü ödeme eğilimindedirler (Periasamy, 2009: 17.6). Çünkü bu şirketler iç kaynaklardan ürettiği fonları daha fazla kullanım olanağına sahiptir. Yeni hisse senedi ihracı dağıtılmayan kârlardan daha maliyetli olduğu için potansiyel yatırımların dağıtılmayan kârlarla finanse edilmesiyle bir tasarruf sağlanmış olur (John Wiley ve Sons, 2016: 139). Özellikle teknoloji sektörü gibi değişim hızı yüksek olan ve potansiyel yatırımlara hızlı reaksiyon gösterilmesi gereken sektörlerdeki şirketler kârı daha az dağıtma eğilimindedir (John Wiley ve Sons, 2016: 140).

Benzer şekilde aktif büyüme hızı yüksek olan işletmelerin de alternatif yatırım olanaklarını değerlendirme isteği ve gerekli fon ihtiyaçlarının artmasından dolayı daha az kâr payı dağıttıkları bilinmektedir. Nitekim Stiglitz (1973) büyümekte olan ve henüz olgunluk evrelerine gelmemiş olan firmaların daha az temettü dağıttıklarını tespit etmiştir.

2.5.5. Sermaye Piyasalarına Erişim Kolaylığı

Sermaye piyasalarına kolay erişim şirketlerin büyümeleri için gerekli fon ihtiyaçlarının bu piyasadan karşılanması esnekliğini sağlar. Şirketlerin sermaye piyasalarına erişimi kolaylaştıkça dağıtılan temettü miktarı artmaktadır (Ramagopal, 2008: 400).

2.5.6. Sermaye Yapısı, Borçluluk Oranı ve Borçlanma Kapasitesi

Şirketlerin hedef sermaye yapıları da temettü dağıtım politikasını etkilemektedir. Örneğin aşırı borçlanmış bir şirket hedef sermaye yapısından uzaklaşmış ise kârlarını dağıtmayarak borçlarına karşı öz kaynaklarını kuvvetlendirmek ve finansal riskini düşürmek isteyecektir. Bir başka ifade ile borçlanma oranı ve finansal riski yüksek olan şirketler bu riski düşürmek için düşük

temettü dağıtım oranı tercih edeceklerdir. Aksine düşük borçlanma oranına sahip bir firma hedeflediği optimal sermaye yapısına ulaşmak için temettü dağıtım oranını artırmayı tercih edebilmektedir (Ramagopal: 2008: 400). Literatürde Fahim ve Khurshid (2015), Moradi, Salahi ve Honarmand (2010), Al-Kuwari (2009) ve Jensen'in (1992) çalışmaları gibi, borçluluk oranı ile nakit temettü ödeme arasında ters yönlü ve anlamlı ilişkiler bulunan çalışmalar mevcuttur.

Borçluluk oranının aksine, borçlanma kapasitesi ile temettü dağıtım oranı arasında aynı yönlü bir ilişki vardır. Çünkü borçlanma kolaylığına sahip şirketler yeni yatırımlar için fona ihtiyaç duyduklarında kolay şekilde bu fonları borçlanarak temin edebilmektedir (Ramagopal: 2008: 400).

2.5.7. Hisse Senedi İhraç Maliyetleri

Mükemmel piyasalarda şirketler, kârın tamamını dağıtarak yeni hisse senedi ihraç etmek suretiyle maliyetsiz şekilde öz sermayesine aynı tutarı ekleyebilir. Ancak gerçek hayatta maliyetsiz bir şekilde bunu yapmak mümkün değildir. Yeni hisse senedi ihraç etmenin zorlukları ve maliyetleri ne kadar yüksekse şirketler kâr dağıtımına o kadar uzak durmaktadır. Çünkü yeni yatırımlar için fon ihtiyacı olması durumunda sermaye piyasasından bu fonu sağlamanın bir maliyeti vardır (Ross ve diğerleri, 2003b: 613).

2.5.8. Firma Riski

Borçluluk oranı ve faiz oranı riskinden kaynaklanan finansal risk ve işin doğasından kaynaklanan faaliyet riski yüksek olan işletmeler temettü dağıtım oranını düşük tutarak toplam risklerini azaltmak eğiliminde olmaktadır (Başkaya, 2015; Periasamy, 2009). Jensen (1992) firma riski ile temettü ödeme oranı arasında ters yönlü ve anlamlı ilişkiler bulmuştur.

2.5.9. Firma Büyüklüğü

Büyük işletmeler sermaye piyasalarına kolay erişebilme imkânları, hisse senedi ihraç maliyetlerinin düşük ve borçlanma kapasitelerinin daha yüksek oluşu gibi nedenlerle temettü dağıtım oranlarını yüksek tutabilmektedir. Çünkü büyük şirketler nakde ihtiyacı olduğunda söz konusu nakde sayılan nedenlerden dolayı kolay erişebilmektedir. Literatürde firma büyüklüğü ile temettü dağıtım oranı arasında pozitif yönlü ve anlamlı ilişki bulunan çalışmaların ağırlıklı olduğu

gözenmiştir. Fahim ve Khurshid (2015), Fama ve French (2001), Shulian ve Yanhong (2005) bunlara örnek olarak verilebilir.

2.5.10. Ortakların Beklentisi ve Tercihleri

Ortakların beklentileri de temettü dağıtım politikasını etkileyen faktörler arasındadır. Çünkü yönetim kurulu üyeleri mevcut ortakları mutlu edecek politikayı üretmeye çalışır. Ayrıca temettü dağıtımı ile ilgili yönetimi kurulu üyelerinin teklifi genel kurulda ortaklar yani şirketin sahipleri tarafından onaylanmak zorundadır. Ortakların sermaye veya temettü kazancı konusundaki tercihleri onların ekonomik durumlarına bağlıdır. Genellikle dar gelirli yatırımcılar düşük vergi diliminde olmalarından dolayı temettü gelirini tercih ederler. Ayrıca bu yatırımcılar temettüyü gelirlerine ek bir geçim kaynağı desteği olarak görmektedir (Ramagopal, 2008: 399).

2.5.11. Vergiler

Birçok ülkenin mevzuatında sermaye kazancı ile temettü kazançlarına uygulanan vergiler farklı olup genellikle sermaye kazancının vergisi daha düşüktür. Ayrıca sermaye kazançlarında verginin daha geç (yani menkul kıymet elden çıkarıldığında) ödenmesi gibi sebeplerden dolayı efektif vergi oranı da düşmektedir. Bu sebepler, temettü kazancı yerine sermaye kazancının sağlanması için temettü tutarının azaltılmasına yol açabilir (Ross ve diğerleri, 2003b: 612).

Ancak, temettülerin vergi dezavantajı şirketlerin asla temettü dağıtmayacağı anlamına gelmemektedir. NBD'si pozitif olan yatırım fırsatları değerlendirildikten sonra hala fazla kalan nakit miktarı var ise şirket bu nakdi temettü ödemesi olarak dağıtabilir. Buna ortakların bireysel vergi oranı ile şirketin kurumlar vergi oranlarına bakarak karar verilmesi beklenir (Ross ve diğerleri, 2003b: 612).

Yukarıda ortakların temettü ve sermaye kazançlarında karşılaşacağı bireysel vergi oranları ve şirketin kurumlar vergisi oranının temettü politikasını etkilediğinden bahsedilmiştir. Ancak şunu belirtmek gerekir ki, şirketlerin pay senetleri geniş bir kitleye yayılmışsa ortakların vergi durumunun temettü dağıtımını etkilemesi ihtimali çok zayıftır. Ortakların biri veya bir kaçının şirkete hakim olması durumunda ortakların vergi durumu temettü dağıtımını etkileme ihtimali daha olasıdır (Başkaya, 2015: 22).

2.5.12. Ortaklık Yapısını Koruma İsteği

Yeni yatırım fırsatlarını finanse etmek için yeni hisse senetleri ihraç edilmesi durumunda, mevcut ortaklardan yeni hisse senetlerini satın alamayacak durumda olanlar şirketteki paylarını ve kontrol güçlerini kaybetmiş olurlar (Ramagopal, 2008: 400). Şirket, cari ve birikmiş kârları yeni hisse senedi çıkarmak ve mevcut ortaklara dağıtmak suretiyle, yeni hisse senedi ihracını gerektirecek fon ihtiyacını önleyebilir. Bu durumda şirketin mevcut ortaklık yapısı ve kontrol oranları değişmemiş olacaktır (Ogilvie, 1999: 68).

2.5.13. Rakip Şirketlerin Temettü Politikaları

Şirketin ait olduğu endüstrideki diğer firmaların temettü politikaları da işletmelerin söz konusu politikasını etkilemektedir. Örneğin, rakip firmalar yüksek temettü dağıtırken, daha fazla yatırım yapmak için de olsa temettü dağıtımından vazgeçmek kolay olmamaktadır (Ogilvie, 1999: 68). Bu durumda şirket rakiplere kıyasla zayıf bir görüntü vermemek için nakit temettü dağıtma zorunluluğu hissedebilir.

2.5.14. Makro Ekonomik Gelişmeler

Global ekonomi ve ülke ekonomisindeki gelişmeler de şirketlerin kâr dağıtım kararını etkileyen faktörlerdendir. Eğer ülke ekonomisi hızlı bir büyüme evresinden geçiyorsa, yatırım fırsatları artacak dolayısıyla şirketler de kârları daha çok bünyesinde alıkoymaya yönelecektir. Yine resesyon halinde de şirketler kendilerini ileride yaşanabilecek finansal şoklara karşı korumak için kârlarını alıkoymayı tercih etmektedirler (Ramagopal, 2008: 400).

2.5.15. Temettü Dağıtımını Etkileyen Faktörlerin Değerlendirilmesi

Temettü dağıtımını etkileyen çok sayıda faktör sıralanmış ve açıklanmıştır. Temettü dağıtım kararını etkileyen çok sayıda faktör olması her firma için genelgeçer tek bir temettü dağıtım kuralının olmaması sonucunu doğurmaktadır.

2.6. Temettü Ödeme Süreci ve Tarihleri

Şirketlerin yönetimi ortakların servetlerini maksimize etmeyi amaçlayan temettü ödeme politikasını belirler. Söz konusu politika çerçevesinde yönetim tarafından belirlenen temettü ödeme planı dönem sonunda genel kurula sunulur.

Temettü ödeme planında temettü ödeme şekli, temettü ödeme miktarı/oranı, temettü ödeme tarihi vb. bilgiler yer alır. Genel kurul şirketin gerçek sahipleri olarak yönetim kurulunun teklifini aynen veya değiştirerek kabul edebilir (Okka, 2009: 533). Ülkemizde anonim şirketlerin genel kurulları genelde Mart ayında yapılır ve temettü ödemeleri genellikle Nisan, Mayıs veya Haziran ayı içinde gerçekleştirilir. ABD ve AB ülkelerinde büyük şirketler temettü ödemelerini yılda bir kaç döneme yayabilmektedir (Okka, 2009: 534). Nakit temettü ödemelerine ait süreç ve 4 önemli tarih aşağıda sıralanmış ve anlatılmıştır.

2.6.1. İlan Tarihi (Declaration Date)

İşletmelerde ortaklar ikincil alacaklılardır (residual claimants)¹⁷ ve işletmeyi temettü vermeye zorlayamazlar. Başka bir deyişle temettü ödemeleri kreditoirlere yapılan borç veya faiz ödemeleri veya sözleşmeye dayalı bir ödeme zorunluluğu gibi değildir. Temettü ödemek ya da ödememek hukuki mevzuat sınırlarında yönetim kurulunun ve genel kurulun kararına bağlıdır (Parameswaran, 2011: 102). İşletmeler temettü ödeme kararı aldığıında temettü ödeyeceğine ve ne miktarda ödeme yapacağına dair kamuoyuna duyuru yaparlar. Kamuya açıklama yapılan bu tarih *ilan tarihi (declaration date)* olarak adlandırılır (John Wiley ve Sons, 2017: 488). Bu tarih oldukça önemlidir. Çünkü işletme için zorunlu olmayan temettü ödemesi ilan yapıldıktan sonra bir zorunluk haline gelir (Nikolai, Bazley ve Jones, 2009: 856). Nitekim temettü ilan tarihinde işletmeler cari veya dağıtılmayan kârlarda bir azalış ortaklara borçlar kaleminde artış şeklinde yevmiye kaydı yapmaktadır (John Wiley ve Sons, 2017: 488). ABD’de işletmeler genellikle üçer aylık, İngiltere’deki işletmeler ise altışar aylık dönemler için temettü duyuruları yapmaktadır (Parameswaran, 2011: 102).

2.6.2. Temettüsüz/Kuponsuz Tarih (Ex Dividend/ Without Dividend Day)

İşletmeler temettü duyurusu yaptıktan sonra hisse senetleri piyasada işlem gördüğü değeri temettü ödemesini de içerir (with dividends attached/ cum dividend day) (Nikolai ve diğerleri, 2009: 856). Temettüsüz tarihe (ex dividend day) kadar bu şekilde devam eder ancak temettüsüz tarih geldiğinde hisse senedi fiyatı temettü

¹⁷ İşletmeler işçilere, tedarikçilere veya diğer alacaklılara mutlak şekilde borçludur. Ancak bütün kesimlere olan ödemeler yapıldıktan sonra kalan kısmıyla ortaklara kâr dağıtımı yapılabilir. Bu durum ortakların ikincil alacaklı (residual claimants) olarak adlandırılmasına sebep olur (The Economic Times, <https://economictimes.indiatimes.com/definition/residual-claimant>).

ödemesiz bir değeri yansıtır. Yani temettüsüz tarihten önce herhangi bir tarihte pay senedini alan ve temettüsüz güne kadar elinde tutan yatırımcı o hisse senedine karşılık temettü ödemesini alacaktır. Ancak temettüsüz tarih (ex dividend day) veya sonrasında söz konusu hisse senedini alan yatırımcı temettü ödemesine hak kazanamayacaktır (Terry, 1995: 107).

Temettüsüz tarih veya sonrasında hisse senedini alan yatırımcı temettü alma hakkı kazanamayacağı için rasyonel piyasa varsayımları altında hisse senetlerinin fiyatı temettüsüz tarihte ödenen temettü miktarı kadar düşecektir.¹⁸ Hisse senedi fiyatlarını etkileyen bir çok ekonomik gelişme olduğu için düşüş miktarını net olarak ölçmek mümkün olmayıp fiyat düşüşünün yaklaşık olarak temettü miktarı kadar olması beklenmektedir. Ancak temettüye uygulanan verginin temettüsüz tarihten önce hisse senedinin satılması durumunda maruz kalınacak olan sermaye kazancı vergisinden genellikle daha yüksek olması fiyat düşüşünün temettü miktarından daha az olmasına sebep olmaktadır. Elton ve Grubel'in (1970) çalışması buna örnek olarak verilebilir (Megginson, Lucey ve Smart: 2008: 454).

2.6.3. Kayıt Tarihi (Date of Record)

Temettü duyurusunda ilan edilen dört tarihten birisi de kayıt tarihidir. Bu tarihte temettü almaya hak kazanan yani temettüsüz tarihten bir gün önce (cum dividend day) hisseleri elinde bulunduran ortakların adları ve pay adetleri yayınlanır. Bu tarih temettüsüz tarihten genellikle üç veya beş gün sonradır (Parameswaran, 2011: 103).

2.6.4. Ödeme Tarihi (Payment Day/ Distribution Day)

Kayıt tarihi itibari ile kesinleştirilen ortaklara temettü ödemelerinin fiilen yapıldığı gün ödeme tarihidir (Rattiner, 2009: 4-12). Bu tarihte yatırımcılar nakit temettülerini elde eder ve işletmeden fiili nakit çıkışı gerçekleşir. Nitekim ödeme gününde işletmede nakit varlıklar ve ortaklara borç yükümlülüklerinde azalış şeklinde bir muhasebe kaydı yapılır (Nikolai ve diğerleri, 2009: 856). Temettülerin ödenmesiyle temettü ödeme süreci tamamlanmış olur. İşletme ödemeyi nakit çıkışı olarak nakit akım tablosunda gösterir (Nikolai ve diğerleri, 2009: 856).

¹⁸ Ampirik çalışmalarda, temettüsüz tarihin ilk beş işlem dakikasında pay senedinin fiyatının düşüş gösterdiği ve piyasaların bu konuda etkinliğinin yüksek olduğu görülmektedir (Ross ve diğerleri, 2003a: 503).

2.7. Temettü Dağıtımına Yönelik Türkiye’de Yasal Mevzuat

Temettü ödemelerini etkileyen faktörlerden en önemlisi yasal düzenlemeler ve şirket esas sözleşmelerindeki hükümlerdir. Temettü dağıtımına ilişkin yasal kurallar ülkelerin yasama organlarıncı düzenlenmekte olup, bu yasaların temel amacı azınlık pay sahipleri ile alacaklıların firmanın varlıkları üzerindeki haklarının korunması ve kamunun vergi kaybının önlenmesidir (Boztosun, 2006: 22). Aksi halde yasal bir mevzuatın olmaması durumunda hakim ortaklar azınlık çıkarlarını dikkate almaksızın kendi menfaatlerini en çoklamaya çalışabilirler. Benzer şekilde ortaklar, şirketin borç ödeme gücünü dikkate almadan temettü dağıtımını yaparak alacaklıların haklarına zarar verebilecektir. Ayrıca kamunun vergi alacağını aşındıran örtülü kâr dağıtımları da yapılabilir.

Türkiye’de temettü dağıtımını hakkında tüm anonim ve limited şirketler 13.1.2011 tarih 6102 sayılı TTK’ya tabidir. Halka açık anonim şirketler¹⁹ ayrıca 6.12.2012 tarih 6362 sayılı SPKan’a, SPK tarafından çıkarılan KPT’ye ve GAPT’ye tabidir. Halka açık olmayan anonim ve limited şirketler ise yukarıda belirtildiği gibi TTK’ya ve özel kanun hükümleri ve diğer mevzuata göre temettü dağıtımlarını gerçekleştirmektedir.

Söz konusu yasal mevzuatların birçok ülkede olduğu gibi kâr dağıtımını konusunda üç temel ilkeyi benimsediği söylenebilir. Bunlar net kâr ilkesi, esas sermayenin kâr dağıtımından olumsuz etkilenmemesi ilkesi ve kâr dağıtacak firmanın borç ödeme gücüne sahip olması ilkesidir (Akgüç, 2011: 783). Net kâr ilkesi, kâr payının ancak cari yıl kârı veya geçmiş yıl kârlarından bu amaçla ayrılmış yedek akçelerden dağıtılabileceğini ifade etmektedir (TTK, md. 508-608). Esas sermayenin kâr dağıtımından olumsuz etkilenmemesi ilkesi, sermayenin kâr payı olarak dağıtılmasını engellemekte ve bu sayede şirket alacaklıları veya ortaklarının korunması sağlanmaktadır (Akgüç, 2011: 783). Borç ödeme yeteneğinin varlığı ilkesi de yine şirket alacaklılarının hakkını korumak amacıyla borç tutarı belirli sınırı aşan şirketlerin kâr dağıtımına izin verilmemesidir (Akgüç, 2011; Bozkurt ve diğerleri 2007).

¹⁹ Sermaye Piyasası Kanunu 16’ncı maddesine göre halka açık anonim şirketler, pay senetleri borsada işlem gören veya ortak sayısının 500’ü geçtiği belirlenip pay senetleri halka arz edilmiş sayılan şirketlerdir (SPKan, md. 15). Benzer şekilde Halka kapalı anonim şirketler ise payları halka arz edilmemiş olan veya ortak sayısı 500’ü geçmediği için halka arz edilmemiş sayılan şirketlerdir (Karşlıoğlu, 2015: 20-21). Çalışmanın bundan sonraki kısmında halka açık veya açık sayılan anonim şirketlerin her ikisi için de halka açık anonim şirket ifadesi kullanılmıştır.

GVK ve KVK temettü dağıtım sürecinde yasal mevzuatı oluşturan diğer kanunlardır. Bu kanunlar dağıtılan temettü kazançlarının bireyler ve şirketler için nasıl vergilendirileceğini belirlemektedir.

Şirket tiplerine göre temettü dağıtım mevzuatının açıklamasına geçmeden önce şirketlerin tabi olduğu kanunlar ve şirketler hukuku aşağıda kısaca açıklanmıştır.

2.7.1. Türkiye’de Şirketlerin Tabi Olduğu Kanunlar ve Şirketler Hukuku

Şirket en genel anlamıyla ekonomik ve ticari kazanç yaratmak amaçlı genellikle birden çok sayıda şahıs ya da tüzel kişiliğin bir araya gelerek oluşturdukları birleşimlerdir (Bilgili ve Demirkapı, 2015: 1). Türk hukukunda şirketler TBK, TTK ve özel kanunlarla (SPKan, Bankalar Kanunu, Sigortacılık Kanunu vb.) düzenlenmiştir (Bilgili ve Demirkapı, 2015: 11). TTK’da tanımlanmamış şirketler torba şirket tipi olarak adi şirketler sınıfına girmektedir ve TBK’ya tabidir (TBK, md. 620). Adi şirketlerin tüzel kişiliği yoktur ve alacaklılara karşı doğrudan ortaklar sorumludur. TTK’da tanımlı şirketler ise ticari şirketler olup, bunlar kollektif, komandit, anonim, limited ve kooperatif şirketlerden ibarettir. Bunlardan kollektif ile komandit şirket şahıs, anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket sermaye şirketi sayılır (TTK, md. 124).

Türk hukukunda şirketler özel kanunlarla da düzenlenmiştir. Söz konusu şirketlerin özel kanunlarla düzenlenme sebebi ilgili şirketlerin faaliyet konuları veya sahip oldukları önemden dolayıdır. Örneğin bankalar (bankacılık kanunu), sigorta şirketleri (sigortacılık kanunu), kooperatif şirketler (kooperatif kanunu), yatırım ortaklıkları (SPKan), halka açık veya açılmış sayılan bütün anonim şirketler (SPKan), bunlara örnek olarak verilebilir (Bilgili ve Demirkapı, 2015: 14-15). Ancak unutulmamalıdır ki, söz konusu kanunlar kooperatifler kanunu haricinde TBK ve TTK’dakilerin dışında yeni bir şirket türü yaratmamaktadır. Dolayısıyla özel kanuna tabi her bir şirket ayrıca ticaret şirketleri için TTK’ya, adi şirketler için TBK’ya tabidir. Örneğin bir halka açık banka hem bankacılık kanunu ve SPKan özel kanunlarına tabiyken hem de bir ticaret şirketi olması sebebiyle TTK’ya tabidir (Bilgili ve Demirkapı, 2015: 12-15). Ayrıca son olarak belirtilmelidir ki şirketler hukuku medeni hukuk ile de ilgilidir. Çünkü Türk Medeni Hukuku’nun (TMK)

birinci kitabında kişiler kısmında gerçek kişilerden sonra tüzel kişiler düzenlenmiştir (TMK, m. 47). TMK’da tüzel kişilerle yer alan hükümlerden ilgili olanları ihtiyaç halinde ticaret şirketlerine ve adi şirketlere de uygulanabilmektedir. Nitekim TTK’nın 126. Maddesi ve TBK’nın 646. maddesinde bu atıf açıkça yer almaktadır.

Aşağıdaki başlıklarda şirket tiplerine göre kâr payı dağıtım süreci özet şekilde anlatılmıştır.

2.7.2. Adi Şirketlerde Kâr Payı Dağıtım

Adi şirketlerin spesifik bir tanımı olmamakla beraber TBK 620. maddesinde “İki ya da daha fazla kişinin emeklerini ve mallarını ortak bir amaca erişmek üzere birleştirmeyi üstlendikleri sözleşmedir.” şeklinde tanımlanmıştır. Ayrıca adi şirketler TTK’da tanımlanmamış olup diğer şirketlerin bu sınıfa girdiği torba şirket tipi olarak değerlendirilmektedir (TBK md. 620 f/2).

Adi şirketlerde tüm ortaklar kâr ve zarara katılırlar (TBK, md. 622). Kârın sadece belli ortaklar arasında dağıtılacağı ya da yalnızca belli ortakların zarara katlanacağına dair ortaklar arası kararlar geçersizdir (Bilgili ve Demirkapı, 2015: 30). Yalnız iç ilişkilerle sınırlı tutulmak üzere emeğini ortaya koyan taraf zarardan muaf tutulabilir (TBK, md. 623 f/3).

Adi şirkette ortakların kâr veya zarardan hangi oranda pay alacakları TBK’nın 623. maddesi hükümlerince belirlenir. Ortaklar arasında kâr veya zararın nasıl paylaşılacağına dair bir hüküm varsa bu hüküm doğrultusunda karar verilir. Aksi halde her bir ortak kâr veya zarardan eşit miktarda pay alır. Bu halde koydukları sermaye miktarına bakılmaz (TBK, md. 623). Ayrıca ortakların kazanç veya zarara katılım paylarından biri belirlenmişse bu belirleme, diğerindeki payı da ifade eder (TBK, md. 623).

Dönem sonunda 590 dönem net kârı hesabındaki bakiye 570 geçmiş yıllar kârı hesabına, 570 geçmiş yıllar kârı hesabındaki bakiye de 331 ortaklara borçlar hesabına aktarılır. Kâr dağıtım yapılmamasına karar verilmesi durumunda bu hesaptaki bakiye 542 olağanüstü yedekler hesabına aktarılır (Karyağdı, 2014: 71-72).

2.7.3. Kollektif Şirketlerde Kâr Payı Dağıtım

TTK’nın 211. maddesinde kollektif şirket ticari bir işletmeyi bir ticaret unvanı altında işletmek amacıyla gerçek kişiler arasında kurulan ve ortaklarından

hiçbirinin sorumluluğu şirket alacaklılarına karşı sınırlanmamış olan şirket olarak tanımlanmıştır.

Kollektif şirketlerde dönem sonunda öncelikle envanter ve bilanço çıkarılmak zorundadır. Daha sonra ortaklara dağıtılacak kâr belirlenir. Bu hüküm TTK'nın 227. maddesinde “*Yönetici ortaklar, şirketin faaliyet dönemi sonunda finansal tablolarını hazırlayıp imzalar ve ortaklar kurulunun onayına sunarlar. Finansal tablolar ortakların çoğunluğunun onayı ile kesinleşir. Aynı toplantıda kârın dağıtımı da karara bağlanır. Ortaklar, bu kararın kanuna, şirket sözleşmesine, şirket kararlarına veya dürüstlük kuralına aykırı olması halinde kârın kullanılması hakkındaki karar tarihinden itibaren üç ay içinde iptal davası açabilirler.*” şeklinde belirtilmiştir. Kâr ve zararın paylaşılmasına ilişkin karar hakkaniyet kurallarına aykırı olduğu takdirde mahkemece iptal olunur. Bu halde kâr ve zarar adi şirket hükümlerine göre paylaşılır (TTK, md. 227 f/3). Ancak kâr dağıtım kararın öğrenilmesinden itibaren üç ayın geçmesi, belirlenen kâr payının ortak tarafından tamamen veya kısmen alınması veya başka bir kimseye devredilmesi, zararın ödenmesine başlanması gibi açık veya zımni kabulü gösteren durumlarda dava hakkı düşer (TTK, md. 227 f/2).

Kâr veya zarara katılma hakkı ortaklar için vazgeçilemez ve müktesep bir hak olup bu hüküm TTK'nın 228. Maddesinde “*Her ortak, şirketten faaliyet dönemi sonunda gerçekleşen kârdan kendisine düşen payı, şirkete ödünç olarak verdiği paranın ve kararlaştırılmışsa koyduğu sermayenin faizlerini, şirket sözleşmesi gereğince hak ettiği ücreti; kanuna veya şirket sözleşmesine göre yılsonu bilançosu çıkarılmamışsa çıkarılmasını, bilançoda kâr payı saptanmamışsa saptanmasını ve alacaklarını istemek hakkına sahiptir.*” şeklinde belirtilmiştir. Bu madde ile ortağa tanınmış olan hakları kaldırma veya daraltma sonucu doğuran sözleşme şartlarının geçersiz olduğu belirtilmiştir (TTK, md. 228 f/2).

Kâr veya zararın nasıl dağıtılacağı da TTK 227'inci maddesinde düzenlenmiştir. Bu maddeye göre ortaklar kâr veya zararın nasıl paylaşılacağına dair şirket sözleşmesine serbestçe hüküm koyabilirler. Bu hüküm kârın ortaklar arasında eşit miktarda veya koydukları sermayeyle orantılı olarak dağıtılması şeklinde olabilir. Ancak söz konusu hüküm emeğini şirkete sermaye olarak getiren ortağın zarardan muaf tutulması haricinde kâr veya zarara sadece bazı ortakların katılabileceği şeklinde olamaz. Ortaklar şirket sözleşmesine bir hüküm koyarak veya sonradan bu yönde bir karar alarak kâr veya zararın paylaşılmasını içlerinden veya

üçüncü bir kişiye bırakabilirler. Ancak bu ortağın veya üçüncü kişinin vereceği kararın hakkaniyete aykırı olmaması gerekir. (TTK, md. 227) Kâr veya zararın paylaşılmasına dair yukarıda sayılan yöntemlerden hiç biri benimsenmemişse her bir ortak koydukları sermayeden bağımsız olarak kâr veya zarardan eşit miktarda pay alırlar (TBK, md. 623 f/1). Ayrıca sözleşmede ortakların kazanç veya zarara katılım paylarından biri belirlenmişse bu belirleme, diğerindeki payı da ifade eder (TBK, md. 623 f/2).

2.7.4. Adi Komandit (Komandit) Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı

TTK’da iki tür komandit şirket tanımlanmıştır. Bunlar adi komandit şirket (komandit şirket) (TTK, md. 304-328) ve paylı komandit şirkettir (TTK md. 564-572). Bunlardan adi komandit şirket şahıs şirketi, paylı komandit şirket ise sermaye şirkettir. Komandit şirketler TTK’da “*Ticari bir işletmeyi bir ticaret unvanı altında işletmek amacıyla kurulan, şirket alacaklılarına karşı ortaklardan bir veya birkaçının sorumluluğu sınırlandırılmamış ve diğer ortak veya ortakların sorumluluğu belirli bir sermaye ile sınırlandırılmış olan şirket*” olarak tanımlanmıştır (TTK, md. 304 f/1). Gerçek kişi olmak zorunda olan, sorumluluğu sınırlı olmayan ortaklara komandite ortak; sorumluluğu sermayesi ile sınırlı olan ortaklara komanditer ortak denir (TTK, md. 304 f /2-3).²⁰

Komandit şirket ile kollektif şirketler birbirine çok benzerler ve her ikisi de birer şahıs şirkettir. Kollektif şirket ile ilgili birçok hüküm aynen komandit şirket için de geçerlidir. Çünkü kanunda komandit şirketle ilgili birçok konuda kollektif şirket hükümlerine atıfta bulunmaktadır. Farklı hususlarda ise özel hükümler getirilmiştir. Komandit şirketlerdeki kollektif şirketlerdekinden farklı özel hükümler genelde komanditer ortaklarla ilgilidir. Dolayısıyla komandit şirketle kollektif şirket arasındaki temel farklılık komanditer yönüyle ortaya çıkmaktadır (Bilgili ve Demirkapı, 2015: 141).

Komandit şirket ile ilgili kâr dağıtımı kuralları doğrudan TTK 312-314 maddelerince ve dolaylı olarak adi ve kollektif şirket kâr dağıtımı hakkındaki maddelerce düzenlenmiştir.

²⁰ Adi komandit ve paylı komandit şirketlere ülkemizde çok az sayıda rastlanmaktadır (Bilgili ve Demirkapı, 2015: 131).

Adi komandit şirketlerde hem komandite ortağın hem de komanditer ortağın, yöneticilerden yıl sonunda bilanço düzenlenmesini ve bilançoya göre elde edilen kâr paylarının tespitini ve kendilerine düşen miktarını talep etme hakları vardır (Çelik, 2014: 94).

Kâr dağıtımında temel ölçü esas sözleşmede ortaklar açısından belirtilen oranlardır. Ancak esas sözleşmede kâr dağıtımına dair böyle bir oran belirlenmemişse iki ayrı yöntemle kâr dağıtılabilir. Bunlardan birincisi ortaklar şirket sözleşmesine koyacakları bir hükümlerle veya sonradan alacakları bir kararlar, ortaklardan birisini veya üçüncü bir kişiyi kâr ve zararın dağıtımında görevlendirebilir. Bu durumda paylaştırıcının hakkaniyet ilkesine uyması gerekmektedir (Karyağdı, 2014: 87-88). Herhangi bir paylaştırıcı tespit edilmemişse TTK hükmü gereğince kâr veya zarar ortaklar arasında eşit olarak bölünür (TTK, md. 22 f/2, TBK, md. 623).

Kollektif şirkettekinden farklı olarak TTK komanditer ortağın kâr veya zarara katılması hakkında özel düzenlemeler yapmıştır. TTK'nın 312, 313 ve 314'üncü maddelerinden komanditer ortak ile hükümler aşağıda sıralanmıştır.

- Komanditer ortaklar yıl sonunda kâr payını nakden alır (TTK, md. 312).
- Komanditerlerin koyduğu sermaye azalmışsa noksanı tamamlanincaya kadar kâr payı isteyemez (TTK, md. 312).
- Komanditerler, daha önce usulüne göre aldıkları kâr paylarını şirkete sonradan meydana gelen zararları gidermek için geri vermeye zorlanamazlar (TTK, md. 313).
- Komanditerler, kâr gösteren bir bilançoya göre iyi niyetle aldıkları ancak usulsüz tahakkuk ettirilmiş kâr paylarını geri vermeye zorlanamazlar (TTK, md. 313).

Komandit şirketlerin zarar etmesi durumunda ise eksilen sermaye tamamlanana kadar kâr payı dağıtılamaz. Komandit şirketin komandite ortaklarının ortaklıktan elde ettikleri kâr ticari kazanç hükmünde olduğundan komandite ortak, şirketin mali bilançosunda meydana gelen zarardan hissesine düşen kısmını beyannamelerde göstermek ve 5 yıldan fazla nakletmemek koşuluyla indirim hakkına sahiptir. Komanditer ortaklar, zarar sonucunda eksilen sermayeyi tamamlamak

zorunda değildir. Komanditer ortak koymayı taahhüt ettiği sermaye miktarı ile sınırlı olarak zarara katılır (Karyağdı, 2014: 89-90).

2.7.5. Sermayesi Paylara Bölünen (Paylı) Komandit Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı

Komandit şirketin bir diğer türü paylı komandit şirkettir. Bu şirket kanunda sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket olarak ifade edilmiş ve “*Sermayesi paylara bölünen ve ortaklarından bir veya birkaçı şirket alacaklılarına karşı bir kollektif şirket ortağı, diğerleri bir anonim şirket pay sahibi gibi sorumlu olan şirket*” şeklinde tanımlanmıştır (TTK, md. 565 f/1). Paylı komandit şirket bir sermaye şirkettir ve anonim şirkete benzer. O yüzden paylı komandit şirkete genellikle anonim şirket kuralları, kimi zamanda adi komandit şirket kuralları uygulanmaktadır (Bilgili ve Demirkapı, 2015: 343). Paylı komandit şirketler de adi komandit şirketler gibi Türkiye’de çok sayıda rastlanan bir şirket tipi değildir (Bilgili ve Demirkapı, 2015: 343).

Paylı komandit şirkette aksi bir hüküm bulunmadıkça istisnalar dışında anonim şirket hükümleri uygulanır (TTK, md. 565). Kâr dağıtımı ile ilgili anonim şirket hükümleri geçerli olduğundan bu kısımda anlatılmamıştır. Paylı komandit şirket kâr dağıtımında en çok tereddüt oluşturan konu yedek akçe ayrılıp ayrılmayacağı hususudur. Şirketin yedek akçe ayırma zorunluluğu olmasa dahi şirket sözleşmesine bu yönde bir hüküm konulabilir. Ancak yedek akçe ayrılması durumunda ticari kazançtan ayrılan yedekler düşülür ve kalan tutar üzerinden komanditer ortaklara kâr payı dağıtılır (Çelik, 2014: 100).

2.7.6. Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımı

Anonim şirketler 6102 sayılı TTK’ya, eğer halka açık bir anonim işletme ise 6232 sayılı SPKan’a, banka gibi özellikli şirketler için çıkarılan çeşitli özel kanunlara ve söz konusu kanunlara dayanılarak çıkarılan tebliğlere tabidir. Bu tebliğlere SPK tarafından çıkarılan KPT, GAPT, KPR ve GTB tarafından çıkarılan KPAT örnek olarak verilebilir.

Anonim şirketler bir çok ülkede olduğu gibi ülkemizde de şirketlerin önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Ayrıca bu çalışmanın ampirik uygulama kısmında

örnekleme halka açık anonim şirketler oluşturmakta olduğu için anonim şirketlerde kâr dağıtımına ilişkin yasal mevzuat aşağıda detaylı şekilde anlatılmıştır.

2.7.6.1. Türk Ticaret Kanunu'na Göre Kâr Payı Dağıtımı

TTK'da anonim şirketlerde kâr payı dağıtımı kurallarını düzenleyen hükümler 507-523. maddeleri aralığında düzenlenmiş olup, söz konusu maddeler özet olarak aşağıda sıralanmıştır.

Anonim şirket ortaklarının yani pay sahiplerinin en önemli mali haklarından birisi kâra katılma hakkıdır. Bu hak TTK'nın 507. maddesinde "*Her pay sahibi, kanun ve esas sözleşme hükümlerine göre pay sahiplerine dağıtılması kararlaştırılmış net dönem kârına payı oranında katılma hakkını haizdir.*" hükmü ile tesis edilmiştir. Aynı maddenin 2. fıkrasında esas sözleşmede belirtilmek kaydıyla imtiyazlı paylara tanınan özel menfaatlerin saklı tutulduğu belirtilmiştir (TTK, md. 507, f/2). Bu ise intifa hakları gibi çeşitli haklara sahip olan pay türlerinin payları oranından daha yüksek kâr payı alabilmesi anlamına gelmektedir. Bu durumda doğal olarak diğer pay sahipleri paylarından daha az oranda kâr payı sahibi olabilirler (Altaş, 2012: 520).

Esas sözleşmede aksine bir hüküm yoksa kâr payı, pay sahibinin sermaye payı için şirkete yaptığı ödemelerle orantılı olarak hesap edilir (TTK, md. 508, f /2). Bir başka deyişle pay sahibi sermaye payını ödediği oranda kâra iştirak eder. Yani ödenmemiş sermaye payı için kâr payı elde edemez. Ancak kanun maddesinden anlaşılacağı üzere şirket, esas sözleşmesine tersi bir hüküm koyabilir (Altaş, 2012: 520).

Anonim şirketlerde kâr payı net dönem kârından ve serbest yedek akçelerden dağıtılabılır (TTK, md. 509 f/2). Serbest yedek akçelerden dağıtım yapılabilmesi enflasyon düzeltme farkı, yeniden değerlendirme farkı, isteğe bağlı veya olağan üstü yedeklerin tamamından kâr payı dağıtılabileceği anlamına gelmektedir.²¹ Ancak

²¹ ETTK'da (ETTK md. 470) sadece kâr payı dağıtımı amacıyla ayrılmış yedek akçelerden kâr dağıtımı yapılabileceği hükmü yer almaktaydı (Altaş, 2014: 521). TTK'da getirilen serbest yedek akçelerden dağıtım yapılabilmesi hükmü şirketlere esneklik kazandırmış olup tarafımızca paydaşların menfaatlerini artırmak ve ticaretin ruhuna uygun olması açısından yerinde olmuştur.

geçmiş yıl zararları kapatılmadığı sürece dönem net kârından veya serbest yedek akçelerden kâr payı dağıtımı yapılamaz.²²

Yönetim kurulu üyeleri de kazanç payı adıyla kârdan pay alabilirler. Ancak bu pay sadece net kârdan, kanuni yedek akçe için belirli ayırım yapıldıktan ve pay sahiplerine ödenmiş sermayenin yüzde beşi oranında veya esas sözleşmede öngörülen daha yüksek bir oranda kâr payı dağıtıldıktan sonra verilebilir. Dönem net kârı oluşmamışsa yönetimi kurulu üyelerine kazanç payı verilmez (TTK, m. 511). Ayrıca yönetim kurulu üyelerine ne oranda kârdan pay verileceğine dair kanunda bir hüküm bulunmamaktadır. Ancak uygulamada genellikle %1 ile %5 arasında kârdan pay ayrıldığı görülmektedir.²³

Kurucular için de çıkarılanlar dâhil olmak üzere tüm intifa senedi sahipleri, kârdan pay alacaklarına dair esas sözleşmede bir hüküm bulunmaktaysa kâr dağıtımından zorunlu yedek akçe ve %5 oranında ortaklara birinci temettü ayrıldıktan sonra kalan tutar üzerinden %10'u geçmemek kaydıyla pay alabilirler (TTK, md. 348 f/1 ve md. 502-503; Karyağdı, 2014: 147)

Haksız yere ve kötü niyetle kâr payı alan pay sahipleri bunları geri vermekle yükümlüdür. Yönetim kurulu üyelerinin aldıkları kazanç payları için de aynı hüküm uygulanır. Geri alma hakkı temettünün alındığı tarihten itibaren beş yıl sonra zamanaşımına uğrar (TTK, md. 512). Yani haksız ve kötü niyetle alınan kâr payı kâr payının alındığı tarihten itibaren 5 yıl içinde şirket tarafından talep edilirse alınan kâr payının iade edilmesi gerekir.

Bilindiği üzere yedek akçeler işletmenin öz kaynakları güçlendirmek ve devamlılığını sağlamak, ayrıca şirket alacaklılarının ortaklara karşı korunmasını sağlamak için kârın bir bölümünün dağıtılmayarak şirket bünyesinde bırakılmasıdır (Ateşagaoglu, 2012: 54-57). TTK'da yedek akçeler ile ilgili hükümler 519 - 523. maddelerinde düzenlenmiştir. Yedek akçeler kanuni (yasal) yedek akçe, isteğe bağlı (ihtiyari) yedek akçe ve olağanüstü yedek akçe şeklinde üçlü ayrıma tabi tutulmaktadır. Kanuni yedek akçe, kanunlar tarafından zorunlu kılınmış şirketin

²² TTK'nın 509. maddesinin gerekçesinde "Anonim şirkette bilançoda geçmiş yıl zararı varken kâr payı dağıtımı yapılamaz. Bu yasak sermayenin korunmasına ilişkin evrensel ilkenin gereğidir." şeklinde belirtilmiştir (Karyağdı, 2014: 172-173).

²³ Yönetim kurulu üyelerine kârdan pay dağıtılacağına dair esas sözleşmede hüküm bulunsa dahi bu hüküm şirket genel kurulu kararıyla kaldırılabilir. Çünkü yönetimi kurulunun kâr payı hakkı müktesep bir hak değildir (Karyağdı, 2014: 226).

ayırmak zorunda olduğu fonlardır. İsteğe bağlı yedek akçe şirket esas sözleşmesine göre kârdan ayrılmak zorunda olan miktarı göstermektedir. Olağanüstü yedekler ise genel kurul tarafından şirketin devamlı büyümesi, yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi veya resesyon dönemlerinde finansal riskleri azaltmak gibi amaçlarla kârın dağıtılmayan kısmıdır (Ateşgaoğlu, 2012: 57-71).

Kanuni yedek akçe, TTK'da genel kanuni yedek akçe ve geri alınan paylar için ayrılan yedek akçe olarak 2 kısma ayrılmıştır. Genel kanuni yedek akçe dönem net kârının %5'inin şirketin ödenmiş sermayesinin yüzde yirmisini aşmayan kısmı olarak tanımlanabilir (1. tertip kanuni yedek akçe). Ayrıca pay sahiplerine kâr payı öndendikten sonra kârdan pay alacak diğer kişilere dağıtılacak toplam tutarın yüzde onu kadar da genel kanuni yedek akçe ayrılmak zorundadır (2. tertip kanuni yedek akçe) (TTK, md. 519 f/1-2).²⁴ Genel kanuni yedek akçe sermayenin yarısını geçmediği sürece sadece zararların kapatılmasına ve işlerin iyi gitmediği zamanlarda sonuçlarının hafifletilmesi amacıyla kullanılır (TTK, md. 519, f/3). Ayrıca şirket iktisap ettiği kendi payları için iktisap değerlerini karşılayan tutarda kanuni yedek akçe ayırmak zorundadır (TTK, md. 520 f/1). İsteğe bağlı yedek akçe ise TTK'nın 521. maddesinde "*Yedek akçeye yıllık kârın yüzde beşinden fazla bir tutarın ayrılacağı ve yedek akçenin ödenmiş sermayenin yüzde yirmisini aşabileceği hakkında esas sözleşmeye hüküm konabilir. Esas sözleşme ile başka yedek akçe ayrılması da öngörülebilir ve bunların özgülenme amacıyla harcanma yolları ve şartları belirlenebilir.*" şeklinde belirtilmiştir. Yani genel kanuni yedek akçe miktarı yasanın öngördüğü sınırın üzerine çıkarılabilir veya belirli alana özgülenmiş bir adla ayrılabilir (TTK, md. 521 f/1).²⁵ Ayrıca aktiflerin yeniden sağlanabilmesi için gerekiyorsa veya bütün pay sahiplerinin menfaatleri için, şirketin sürekli gelişim ve olabildiğince kâr payı dağıtımını için haklı görünüyorsa kanunda ve esas sözleşmede öngörülenden başka yedek akçe (olağanüstü yedek akçe) ayrılması mümkündür (TTK, md. 523). Olağanüstü yedek akçe ayrılmasının kararı şirket yönetimi ve genel kurulu inisiyatifindeyken kanuni ve isteğe bağlı yedek akçe ayrılmasının kararı bir zorunluluktur. Nitekim TTK'nın 523. maddesinde "*Kanuni ve esas sözleşmede*

²⁴ Holding şirketleri 2. tertip kanuni yedek akçe ayırımından muafır (TTK, md. 519 f/4).

²⁵ Esas sözleşmede kanuni yedek akçelerin yasal sınırın üstüne çıkmasına izin verilirse bu şekilde ayrılan isteğe bağlı yedek akçeler kanuni yedek akçe sınıfında dahil edilirler ve bu fonların harcanması da kanuni yedek akçelerin tabi olduğu kurallara göre gerçekleştirilir. Belirli amaçlara özgü olduğu esas sözleşmede belirtilen isteğe bağlı yedek akçelerin kullanım alanının değiştirilmesi ise esas sözleşmenin değiştirilmesi ile mümkündür (Ateşgaoğlu, 2012: 69).

öngörülen isteğe bağlı yedek akçeler ayrılmadıkça pay sahiplerine dağıtılacak kâr payı belirlenemez.” hükmü bulunmaktadır. Genel kanuni yedek akçelerin kullanılabilir kısmı ve isteğe bağlı ve olağanüstü yedek akçelerin başka bir alana özgülenmemiş kısmı kâr payı dağıtımında kullanılabilir (TTK, md. 509).

Pay sahiplerine ayrılacak temettü ticaret hukukunda birinci ve ikinci temettü olarak ayrılmaktadır. Birinci temettü ortaklara dönem net kârı üzerinden %5 oranında ödenmekte olup bu tutar aslında özü itibariyle sermayeye verilen faiz olarak düşünülebilir. Bu yüzden %5 oranında birinci temettü ayrılması ve ödenmesi TTK’da belirtildiği üzere bir zorunluluktur (TTK, md. 519 f/2-c; Karyağdı, 2014). Şirket esas sözleşmesine hüküm konulması şartıyla birinci temettü oranı artırılabilir (Karyağdı, 2014: 213).

2.7.6.2. Sermaye Piyasası Kanunu’na Göre Kâr Payı Dağıtımı

Halka açık anonim şirketler kâr dağıtımı konusunda öncelikle SPKan’a ve SPK tarafından çıkarılmış ikincil mevzuata tabidir (SPKan, md. 2 f/2).²⁶ Nitekim SPK, SPKan’ı dikkate alarak halka açık anonim şirketlere kâr dağıtımı hususunda rehberlik etmesi için KPT, KPR, GAPD gibi tebliğler yayınlamıştır. Ancak söz konusu kanun ve tebliğlerde hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler (TTK,GVK, KVK, TBK, TMK) uygulanır (SPKan, md. 2 f/2).

Halka açık anonim ortaklıklar SPK mevzuatında hüküm bulunmadığı hallerde halka kapalı anonim şirketler gibi TTK hükümlerine tabidir. Dolayısıyla bu kısımda genellikle TTK’dan farklı haller sıralanmış ortak olan durumlar tekrar edilmemeye çalışılmıştır.

Halka açık anonim ortaklıklar, genel kurulları tarafından belirlenecek kâr dağıtım politikaları çerçevesinde ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak genel kurul kararıyla kâr dağıtımı yaparlar. Kâr payı dağıtılıp dağıtılmayacağı, dağıtılacak ise kâra katılacak kişiler için kâr payı dağıtım oranları, kâr payı ödeme zamanı, kâr payı avansı dağıtılıp dağıtılmayacağı SPK’nın özel durumların kamuya açıklanması düzenlemeleri çerçevesinde kamuya duyurulur (KPT, md. 4 f/1-2).²⁷

²⁶ Bankalar gibi özel kanuna tabi olan anonim ortaklıklar öncelikle kendi özel kanunlarına tabidir (SPKan, md. 136).

²⁷ Ödeme zamanı en geç genel kurulun yapıldığı hesap döneminin sonudur. Kâr dağıtım politikasında değişiklik yapılmak istenmesi durumunda, bu değişikliğe ilişkin yönetim kurulu kararı ve değişikliğin

Kâr payı, dağıtımına karar verilen genel kurul toplantısında karara bağlanmak şartıyla eşit veya farklı tutarlı taksitlerle ödenebilir. Taksit ödemeleri, ödeme tarihi itibarıyla mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın payları oranında dağıtılır (KPT, md. 5 f/2). Temettünün taksitle ödenmesi hükmüyle yatırımcıların pay piyasasına olan talebinin artırılması amaçlanmaktadır. Çünkü temettülerin taksitle ödenmesi olanağı yatırımcılara tahvil, mevduat gibi yatırımlardan elde ettiği gibi düzenli gelir elde etme olanağı getirmektedir.

İmtiyazlı pay sahiplerine, intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine, ortaklık çalışanlarına ve pay sahibi dışındaki kişilere kârdan pay verilebilmesi için ortaklık esas sözleşmesinde hüküm bulunması zorunludur. Esas sözleşmede söz konusu kişilere dağıtılacak kâr payına ilişkin herhangi bir oran belirlenmemişse, bu kişilere dağıtılacak kâr payı tutarı, imtiyazdan kaynaklananlar hariç her durumda pay sahiplerine dağıtılan kâr payının dörtte birini aşamaz (KPT, md. 5 f/4). Bu da pay sahiplerinin haklarının korunmasını amaçlayan bir hükümdür.

SPK, bağış adı altında örtülü kazanç aktarımı yoluyla azınlık haklarının istismar edilmesini de engellemek için hüküm koymuştur. KPT'nin 6. maddesinde *“Ortaklıklar tarafından bağış yapılabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması şarttır. Yapılacak bağışın sınırı, esas sözleşmede belirtilmeyen durumlarda genel kurulca belirlenir. Kurul, bağış tutarına üst sınır getirmeye yetkilidir. Ortaklıkların ilgili hesap dönemi içinde yapmış olduğu bağışlar dağıtılabilir kâr matrahına eklenir.”* hükmü bulunmaktadır.

Azınlık haklarının korunması için konulmuş bir başka hüküm de payları borsaya açık olmayan anonim ortaklıkların kâr payını nakden dağıtma zorunluluğudur (KPR, A- 3.md). Ancak payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar, mevzuata göre hesaplanan dağıtılabilir kâr tutarının genel kurula sunulacak son yılın finansal tablolara göre sermayenin yüzde beşinden daha düşük olması veya 100.000 TL'nin altında olması durumunda, ilgili hesap dönemi için kâr payı dağıtmayabilir (KPT, md. 7 f/2-3).

KPR'de SPK hükümlerine tabi anonim ortaklıklar için hazırlanmış örnek kâr dağıtım tablosu aşağıda sunulmuştur.

gerekeceği, SPK'nın özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya duyurulur (KPT, md. 4 f/2-3).

Çizelge 1. Kâr Dağıtım Çizelgesi

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

Çizelge 2. Kâr Payı Dağıtım Çizelgesi

	GRUBU	TOPLAM DAĞITILAN KÂR PAYI		TOPLAM DAĞITILAN KÂR PAYI / NET DAĞITILABİLİR DÖNEM KÂRI	1 TL NOMİNAL DEĞERLİ PAYA İSABET EDEN KÂR PAYI	
		NAKİT (TL)	BEDELSİZ (TL)	ORANI (%)	TUTARI (TL)	ORANI (%)
NET	A					
	B					
	TOPLAM					

Her iki çizelgedeki terimler daha önce açıklandığı için burada tekrar edilmemiştir.

2.7.7. Limited Şirketlerde Kâr Payı Dağıtım

Limited şirketlerde kâr payı dağıtım ile ilgili hükümler TTK'da 608-612. maddeleri arasında düzenlenmiş olup anonim şirketlerde finansal tabloların düzenlenmesi ve yedek akçelerin ayrılması hakkındaki hükümlerin tamamı (TTK, md. 514-527) limited şirketler için de aynen kabul edilmiştir (TTK. md. 610 f/1). Bunlar dışında kâr payı dağıtımına dair diğer hususlarda da anonim şirketler için olanlara benzer hükümler konulmuştur. Bu hükümlerin bazıları aşağıda sıralanmıştır.

Kâr payı, sadece net dönem kârından ve bunun için ayrılmış yedek akçelerden dağıtılabilir. Kâr payı dağıtımına ancak kanun ve şirket sözleşmesi uyarınca ayrılması gereken kanuni yedek akçelerle, şirket sözleşmesinde öngörülmüş yedek akçeler ayrıldığı takdirde karar verilebilir (TTK, md. 608 f/1). Geçmiş dönemde zararlar varsa dönem kârı öncelikle bu zararın kapatılması için kullanılır (Bilgili ve Demirkapı, 2015: 424).

Şirket sözleşmesi ile aksi öngörülmedikçe, kâr payı esas sermaye payının itibari değerine oranı olarak hesaplanır ayrıca yerine getirilen ek ödeme yükümlülüklerinin tutarı da kâr payının hesaplanmasında itibari değere eklenir (TTK, md. 608 f/2). Bu hüküm ortağın ek ödeme yükümlülüğünü yerine getirdiği için adil ve ticari açıdan isabetli bir karardır (Bilgili ve Demirkapı, 2015: 424).

Anonim ortaklıklardaki gibi, haksız yere alınan kâr payını müdür/ortaklar geri vermek zorundadır. Ancak iyiniyetli olmaları halinde ortak veya müdürün haksız alınan kârı geri verme borcu, şirket alacaklılarının haklarını ödemek için gerekli olan tutarı aşamaz. Şirketin haksız alınan kârı geri alma hakkı ise, kâr payının alındığı tarihten itibaren beş yıl, iyiniyetin varlığında iki yıl sonra zamanaşımına uğrar (TTK, md. 611 f/1-3).

Anonim ortaklıklardaki gibi şirket kendi paylarını, bunları alabilmek için gerekli tutarda serbestçe kullanabileceği öz kaynaklara sahipse ve alacağı payların itibari değerlerinin toplamı esas sermayenin yüzde onunu aşmıyorsa iktisap edebilir. Ancak esas sermayesinin yüzde onunu aşan bir tutarda pay iktisap edilmişse bu paylar iki yıl içinde elden çıkarılır veya sermaye azaltılması yoluyla itfa edilir. Ayrıca her durumda şirket iktisap için ödediği tutar kadar yedek akçe ayırır (TTK, md. 612 f/1-3).

Yedek akçe ile kâr dağıtımını arasındaki ilişki anonim şirket için olan hükümlerle tamamen aynıdır. Bu nedenle burada tekrar konu edilmemiştir.

2.7.8. Kâr Payı Dağıtımında Anonim Şirketlerde Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülükler

Sermaye şirketleri elde ettiği kazançları ortaklarına dağıtma amacıyla kurulmuş tüzel kişiliklerdir. Şu halde şirket kârının hem kurumlar vergisine hem de ortaklara dağıtım esnasında gelir vergisine tabi tutulması aynı kaynaktan gelen kazancın çifte vergilendirilmesi sorununu doğurmaktadır. Bu konuda iki yaklaşım bulunmaktadır. Bunlardan ilki şirket ve ortakların ayrı kişilikler olup vergilendirmenin de ayrı yapılması gerekliliği görüşüdür. İkinci görüş ise şirketlerin kârı ortaklara dağıtmak amacıyla kurulduğu ve bu yüzden sadece ortakların vergiye tabi tutulması gerektiğidir. Bu görüşü savunanlar çifte vergilendirmeden dolayı sermaye piyasalarının yeteri kadar gelişemediğini de ifade etmektedir (Ateşagaoglu, 2012: 263-264).

Ülkelerin vergi sisteminde genellikle ikili vergi sistemleri uygulanmakla beraber ortakların elde ettiği kâr paylarının vergi muafiyetleri için çeşitli istisnalar getirilmektedir. Türkiye’de de klasik ikili vergi sistemi bulunmakta olup kâr payı kazancının vergilendirilmesine dair çeşitli muafiyetler bulunmaktadır. Aşağıda hem

şirketlerin hem de bireylerin kâr payı kazançlarının vergilendirilmesine dair mevzuat özet olarak açıklanmıştır.

- Kurumlar Vergisi Yükümlülerinin Tam Yükümlü Kurumlardan Elde Ettikleri Kâr Payının Vergilendirilmesi

Bütün ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de, anonim ortaklıklar gerek mali gerekse yönetsel haklar sağlamak amacıyla şirketlerin pay senetlerini satın almak yoluyla farklı şirketlere iştirak edebilmektedir. Şirketlerin tam yükümlü başka şirketlerin sermayesine katılması veya intifa senedi edinmesi nedeniyle elde ettiği kâr payı çifte vergilendirilmenin önlenmesi için kurumlar vergisinden müstesna tutulmuştur (KVK, md. 5 f/1; Ateşgaoğlu, 2012).²⁸ Burada, tam mükellef kurumun sermayesine iştirak eden kurumun tam veya dar mükellef olması önemli değildir. Hem tam hem dar mükellef kurumlar tam yükümlü kurumdan elde ettikleri kâr payı için vergiden muaf tutulmaktadır (Ateşgaoğlu, 2012: 294).

- Kurumlar Vergisi Yükümlülerinin Dar Yükümlü Kurumlardan Elde Ettikleri Kâr Payının Vergilendirilmesi

Tam yükümlü anonim şirketlerin kanuni veya iş merkezi yurtdışında olan kurumların sermayesine iştirak etmesi durumunda elde edilen kâr payları belirli koşullar altında kurumlar vergisinden istisna tutulabilmektedir. Bu istisna KVK 5. maddesi 1. fıkrası g bendinde “*Kurumların yurt dışında bulunan iş yerleri veya daimi temsilcileri aracılığıyla elde ettikleri aşağıdaki şartları taşıyan kurum kazançları vergiden istisnadır.*” şeklinde belirtilmiştir. Bu hükümle çifte vergilendirmeyi önleme anlaşması çerçevesinde uygulanan mahsup sisteminden, yurtdışından elde edilen kâr paylarının istisna edilmesi yöntemine geçildiği söylenebilir (Ateşgaoğlu, 2012: 301).

Düzenlemenin birinci amacı yurtdışında şirketlere iştirak edilmesi durumunda söz konusu şirketler için çifte vergilendirmenin önlenmesidir. Ayrıca bu düzenlemeyle yatırımlarını Türkiye’de kuracağı şirket üzerinden yapacak yabancı yatırımcıların çifte vergilendirilmesinin önlenmesi amaçlanmıştır. Zira bu sayede yabancı yatırımcıların yurtdışı yatırımlarını Türkiye üzerinden yönlendirilmesine teşvik sağlanmış olmaktadır (Ateşgaoğlu, 2012: 301).

²⁸ Fonların katılma belgeleri ile yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden elde edilen kâr payı bu istisnanın dışındadır (KVK, md. 5 f/3).

- Tam Yüklü Gerçek Kişilerin Vergilendirilmesi

Tam yüklü gerçek kişilerin tam yüklü şirketlerden elde ettiği kâr payının yarısı gelir vergisinden muaftır (GVK, md. 22, f/3). Ancak GVK'nın 94 üncü maddesinin 6'ncı fıkrası uyarınca, tam yüklü kurumlar tarafından tam yüklü gerçek kişi ortaklara ödenen kâr payları, 23.07.2006 tarihli ve 26237 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı uyarınca %15 oranında gelir vergisi kesintisine tabi tutulmaktadır (Resmi Gazete Sayı: 26237, 23.07.2006). Kâr payının gelir vergisi kesintisine tabi tutulabilmesi için şirketin tam mükellef gerçek kişi ortağa kâr payını nakden ödemesi gerekmektedir (Çelik, 2014: 156). Şirket için alıkonulan (dağıtılmayan) kârlar için ise vergi ödenmez. GVK 94. maddesinin 6'ncı fıkrasında bu durum "*kârın sermayeye eklenmesi kâr dağıtımı sayılmaz*" hükmüyle belirtilmiştir.

- Dar Yüklü Gerçek Kişilerin Vergilendirilmesi

Dar yüklü (Türkiye'de yerleşik olmayan) gerçek kişilerin tam yüklü şirketlerden elde ettikleri kâr payları, bu kişilerin Türkiye'de elde ettiği kazanç olarak görülmekte ve vergilendirmeye tabi tutulmaktadır. Bu sebeple tam yüklü kurumların, dar yüklü gerçek kişilere dağıttıkları kâr payı üzerinden 2006/10731 sayılı Bakanlar Kurulu kararı ile %15 oranında vergi tevkifatı yapmaktadır. Ancak, kâr payı alan dar mükellef ortakların bu geliri üzerinden yapılacak vergi tevkifatı hakkında dar mükellefin tabi olduğu ülke ile Türkiye arasında mevcut olan çifte vergilendirmeyi önleme anlaşması hükümleri saklı olup anlaşmalar kâr payı üzerinden %15'den düşük oranlarda vergi tevkifatı uygulanmasını öngörebilmektedir (Çelik, 2014: 159).

3. TEMETTÜ POLİTİKASI TEORİLERİ ve SİNYAL TEORİSİ ÜZERİNE YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR

Bu bölüm iki alt kısımdan oluşmaktadır. Birinci kısımda temettü politikası teorileri değerlendirilmiştir. İkinci kısımda ise sinyal teorisi üzerine yapılan literatür araştırması sunulmuştur.

3.1. Temettü Politikası Teorileri

Temettü politikası teorileri iki grupta sınıflandırılabilir. Bunlardan ilki temettü politikalarını şirket değeri ile ilişkilendiren teoriler, diğeri ise yönetici ve yatırımcıların temettü dağıtım davranışlarını açıklamaya çalışan teorilerdir.

3.1.1. Temettü Politikalarının İşletme Değeri İle İlişisini Açıklayan Teoriler

Temettü dağıtımlarının işletme değeri ile ilişkisini araştıran teoriler birbirinden oldukça farklılık göstermektedir. Bazı teoriler temettü dağıtımlarının şirket değerini pozitif yönde etkilediğini savunurken bazı teoriler tam tersini iddia etmektedir. Bazı teoriler ise temettü dağıtımının şirket değerini etkilemediğini savunmaktadır. Söz konusu teorilerin her biri aşağıda açıklanmıştır.

3.1.1.1. Temettü İlintisizlik Teorisi (*Dividend Irrelevancy Theory*)

Temettü ilintisizlik teorisi modern kurumsal finans teorisinde önemli bir yer tutmaktadır. Bu teoriden önce *eldeki kuş teorisi (bird in hand)* olarak bilinen temettü dağıtımlarının şirket değerini artırdığı görüşü literatürde hâkimdi. Örneğin Graham ve Dodd (1934) bu durumu “*Şirketlerin varlığının tek amacı temettü ödemektir.*” şeklinde ifade etmiştir (Al-Malkawi, Rafferty ve Pillai, 2010: 174). Miller ve Modigliani’nin (MM) (1961) ortaya koyduğu temettü ilintisizlik teorisi ise mükemmel piyasalarda (perfect markets)¹, rasyonel yatırımcı davranışı ve şirketin gelecek kârlarına dair tam belirlilik koşulları altında yatırım politikası sabitken bütün temettü dağıtım politikalarının ortakların zenginliklerine aynı katkıyı sağlayacağını

¹ Mükemmel piyasalarda hiçbir alıcı ve satıcı fiyatları etkileme gücüne sahip olacak kadar büyük değildir, yatırımcılar bilgiye eş zamanlı ve ücretsiz erişebilirler, işlem maliyetleri yoktur, ayrıca sermaye ve temettü kazançları arasında vergi farkı yoktur (Miller ve Modigliani, 1961: 412).

ifade etmektedir (Miller ve Modigliani, 1961: 414). Bir başka ifade ile MM bir firmanın değerinin varlıkların kazanma gücü ve firmanın risk düzeyine göre oluştuğunu yani temettü dağıtım politikalarının firma değerini etkilemediğini savunmaktadır (Miller ve Modigliani, 1961: 414). Teoriye göre, yatırımcılar firmanın kârlarının dağıtılmayarak sermaye kazancı sağlaması ile temettü kazancı sağlaması arasında kararsızdırlar. Çünkü yatırımcılar rasyoneldir ve işlem maliyetleri ve vergi gibi faktörlerin olmadığı piyasada, yatırımcılar şirketin temettü kararını kendi beklentisine uyarlayabilmektedir (Yıldız, 2012: 24). Yani temettü geliri istemeyen yatırımcı şirketin temettü dağıtması durumunda dağıtılan temettü ile şirkete ait hisse senedi satın alabilir. Temettü dağıtmayan şirketlerde ise dağıtılmayan kârlardan dolayı şirket hisse senetlerinin değeri yükseleceği için temettü gelirini tercih eden yatırımcı bir miktar hisse senedini satarak gelir elde edebilir (*home made dividend*) (Alam ve Hossain, 2012: 61). Yani en basit anlatımıyla bir şirket ortaklara hisse başına 2 TL temettü ödediğinde, temettü ödeme gününde (*ex-dividend day*) ortağın elinde her bir hisse senedi için 2 TL nakdi olacak ancak şirketin varlıkları azalacağı için her bir hisse senedinin değeri bir önceki güne göre 2 TL azalacaktır. Bu durumda ortakların zenginliğinde herhangi bir değişim olmayacaktır (Black, 1976: 9).

MM mükemmel piyasalar, rasyonel yatırımcı ve tam belirlilik koşulları altında t_0 zamanında bir hisse senedinin değerinin aşağıdaki şekilde hesaplanacağını ifade etmiştir (Miller ve Modigliani, 1961: 412);

$$P_0 = \frac{1}{1+k} (d_1 + P_1) \quad (3.1)$$

Formülde;

P_0 : t_0 anında (yılında) her bir hisse senedini piyasa fiyatını,

P_1 : t_1 anında (yılında) her bir hisse senedini piyasa fiyatını,

d_1 : t_0 'ın sonunda ödenen pay başına temettü miktarını

k : Firma için uygulanacak iskonto oranını

göstermektedir. Bu formülden hareketle şirketin toplam değeri aşağıdaki şekilde yazılabilir:

$$V_0 = \frac{1}{1+k} (D_1 + V_1) \quad (3.2)$$

Formülde;

V_0 : t_0 anında (yılında) şirketin toplam piyasa değerini,

V_1 : t_1 anında (yılında) şirketin toplam piyasa değerini,

D_1 : t_0 'ın sonunda ödenen toplam temettü miktarını,

k : firma için uygulanacak iskonto oranını,

göstermektedir.

Eğer şirket t_1 zamanında yeni hisse senedi ihraç edecekse,

n : t_0 zamanındaki mevcut hisse senedi sayısını,

m : t_1 döneminde (temettüsüz tarihte) hisse başına p_1 fiyatından ihraç edilen hisse senedi sayısını göstermek üzere, şirketin şimdiki değeri (3.2) numaralı denklemden hareketle, (3.3) nolu denklemdeki gibi yazılabilir:

$$V_0 = \frac{1}{1+k} (D_1 + V_1 - m.p_1) \quad (3.3)$$

Şirketin hiç borç kullanmadığı varsayımı altında, t_1 yılında yapacağı yatırım ve kâr ilişkisini veren denklem aşağıdaki gibi olacaktır.

$$mp_1 = I_1 - (X_1 - D_1) \quad (3.4)$$

Formülde;

X_1 : t_1 yılında elde edilen kârı

I_1 : t_1 yılında yapılan yatırımı göstermektedir.

(3.4) numaralı denklem (3.3) numaralı denklemde $m.p_1$ yerine eklenirse, şirketin t_0 anındaki değerini veren denklem aşağıdaki şekilde olacaktır.

$$V_0 = \frac{1}{1+k} (X_1 - I_1 + V_1) \quad (3.5)$$

(3.5) numaralı denklemden görüldüğü gibi şirketin şimdiki değerini veren formül D_1 'i yani bir dönem sonraki dağıtılan temettü miktarını içermemektedir. Bu da MM'nin varsayımları altında şirket değerinin dağıtılan temettülerden bağımsız olduğu anlamına gelmektedir (Miller ve Modigliani, 1961: 414).

Ancak ampirik çalışmalarda genellikle temettü artış/azalış duyurularının hisse senedinin fiyatını artırdığı/azalttığı görülmektedir. Bu sonuçlara karşın MM yüksek temettü dağıtımının şirket değerini yükselttiği anlayışının karşısında durmaya devam etmiş ve söz konusu sonuçların nedenlerini sıralamıştır. Bunlardan en önemlisi “*temettünün bilgi içeriği (informational content of dividends)*” kavramıdır. Daha önce Lintner (1956) tarafından da kullanılan bu kavrama göre temettü duyurusu

gerçekleştğinde yöneticilerle yatırımcılar arasındaki asimetrik bilginin² giderilmesinden ötürü hisse senedi fiyatında değişim görülmektedir. Yani yatırımcılar temettü değişimlerinin şirketin geleceği hakkında yönetimin beklentisini yansıttığını düşünmektedir. Bu nedenle temettü duyurularından sonra temettüdeki değişimlere göre hisse senedinin fiyatında değişimler yaşanmaktadır (Miller ve Modigliani, 191: 430). Yani eldeki kuş teorisinin temel savı olan yatırımcıların temettü kazancını sermaye kazancına tercih etmesinden dolayı değil, temettünün bilgi içeriğinden dolayı piyasada fiyat tepkisi oluşmaktadır. Ayrıca MM irrasyonel yatırımcı davranışı ve o zamana kadarki hâkim görüş olan eldeki kuş teorisinin etkisinden dolayı yatırımcıların temettüyü daha değerli görme eğilimine girmiş olabileceklerini de ifade etmiştir (Gordon, 1963: 265).

MM temettü ilintisizlik teorisi özellikle varsayımlarının çok katı oluşu ve gerçek piyasa koşullarına oldukça uzak olması yönüyle eleştirilmektedir (Dereli, 2017: 33). Ancak MM ilintisizlik teoremi kurumsal finansın teorik temeli açısından yaklaşık 60 yıldır önemli bir köşe taşı olmayı başarmıştır (DeAngelo ve DeAngelo, 2016: 294).

3.1.1.2. Eldeki Kuş Teorisi (Bird in Hand Theory)

Eldeki kuş teorisi temettülerin şirket değerini etkilediği ve bu etkinin pozitif yönde olduğunu savunan en önemli görüştür. Gordon (1959 ve 1963) ve Lintner (1962) bu görüşün öncü çalışmalarını yapmışlardır (Ben-David, 2010: 442).³ Bu teoriye göre temettü eldeki kuş, sermaye kazancı daldaki kuştur ve yatırımcılar eldeki kuşu daldaki kuşa tercih ederler. Bu nedenle temettü dağıtım oranı yüksek şirketlerin sermaye maliyeti daha düşük dolayısıyla değeri daha yüksektir. Sermaye kazancının daldaki kuş olarak nitelendirilmesinin nedeni gelecekteki belirsizliktir. Yani gelecekte olacaklar bilinmediği için yatırımcılar daha kısa zamanda dağıtılacak temettüleri daha uzun vadede alınacak sermaye kazançlarına yeğlemektedir (Gordon, 1963: 264-266).

Esasında MM'nin temettü ilintisizlik teorisi ortaya atılana kadar bu teori kuramcılar ve uygulayıcılar arasında hâkim olan görüştü. Ancak MM'nin (1961) katı

² Asimetrik bilgi bir işlemde doğru karar verebilmek için taraflardan biri veya bir kaçının diğerlerine göre yetersiz bilgiye sahip olması olarak tanımlanmaktadır (Koç, 2016: 34)

³ Shapiro (1956) ve Walter (1963) eldeki kuş teorisini destekleyen diğer araştırmacılarıdır (Al-Makawi ve diğerleri: 2010: 177).

varsayımlar altında temettü dağıtımlarının hisse senedi fiyatını etkilemediğini⁴ ifade eden çalışmasından sonra söz konusu iki teori arasında bir çatışma başlamıştır. Hatta MM bu çalışmada eldeki kuş teorisinin şirketin sermaye maliyetinin temettü ödemesiyle düşürülebileceği varsayımını “*eldeki kuş yanılıgısı/bird in hand fallacy*” olarak değerlendirmiştir.

Bunun üzerine Gordon’un (1963) MM’nin temettü ilintisizlik teorisine karşı yayınladığı yeni çalışmada, söz konusu teoriye yapmış olduğu en önemli eleştirisi MM’nin geleceğe dair tam belirlilik varsayımıdır. Gordon’a (1963) göre gelecek belirsizliklerle doludur ve yatırımcılar temettüye göre gelecekteki yıllardaki sermaye kazançlarından beklentisi daha yüksektir.⁵ Gordon (1963) hipotezini “*yatırımcı diğer bütün şartlar eşitken şimdi \$5 temettü ve bir yıl sonraki \$50 hisse senedi fiyatı seçeneğini şimdi \$0 temettü ve bir yıl sonra \$55 hisse senedi fiyatı seçeneğine tercih eder*” şeklinde daha açık şekilde ifade etmiştir.⁶

3.1.1.3. Vergi Etkisi Teorisi (Tax Effect Theory)

Temettü dağıtımlarının hisse senedi fiyatına etkisi olduğunu savunan bir diğer teori Brennan (1970) ve Litzenberger ve Ramaswamy (1979) tarafından geliştirilen vergi etkisi teorisidir. Bu teori aslında Miller ve Modigliani (1961) tarafından bahsedilen müşteri etkisi (cliente effect) teorisinin vergi boyutunu dikkate almaktadır (Kırbaş, 2015: 56).

Teorinin özünü temettü ve sermaye kazançlarına uygulanan vergi oranları arasındaki fark oluşturmaktadır. Bilindiği gibi çoğu ülke sermaye birikimini teşvik etmek için temettü dağıtımlarına sermaye kazancına göre genellikle daha yüksek vergi uygulamaktadır. Ayrıca temettü kazancı temettü dağıtıldığında hemen vergilendirilirken, sermaye kazancının vergisi hisse senedi satılana kadar ertelenebilmektedir. Yatırımcıların vergi sonrası net kazançlara göre hareket ettiği düşünüldüğünde, nakit temettü ödemesi yapan şirketin pay senetlerinin satın alınması için bu şirketlerin temettü ödemeyenlere göre vergi öncesi daha yüksek getiri

⁴ MM (1961) hisse senedi fiyatları temettü dağıtımlarından etkilense dâhi bunun yatırımcıların temettüyü sermaye kazancına yeğlediklerinden değil başka nedenlerden olduğunu ifade etmektedir.

⁵ Gordon’un (1963) en önemli iki argümanı vade uzadıkça belirsizliğin (riskin) artması ve insanların riskten kaçmasıdır (risk aversion). Bu iki özelliğten dolayı yatırımcılar uzun vadede elde edilecek sermaye kazançlardan bekledikleri getiri oranı daha kısa vadeli olan temettüden bekledikleri getiri oranından daha yüksektir (Gordon, 1963: 269).

⁶ Yazar burada hipotezini ifade ederken 5\$’ı erken elde etmenin zaman değerini ihmal etmiştir. Benzer ihmal Black (1976) tarafından verilen benzer örnekte de yapılmıştır.

sunması gerekmektedir. Bu durum da şirketin sermaye maliyetini yükseltmekte ve piyasa değerini düşürmektedir (Al-Malkawi, 2010: 179).

Ancak literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde sermaye ve temettü kazançları arasındaki farklılığın hisse senedi fiyatını her zaman aynı yönde veya aynı oranda etkilemediği görülmektedir. Örneğin Brennan (1970), Litzenberger ve Ramaswamy (1982) yaptıkları çalışmada yüksek temettü dağıtan şirketler için yatırımcıların temettü dağıtımını öncesinde daha yüksek getiri beklentisi içinde olduklarını tespit etmiştir. Bir başka ifade ile yüksek temettü dağıtan şirketler vergi dezavantajı nedeniyle iskontolu işlem görmektedir yani düşük değerlendirilmektedir (Yıldız, 2012: 30). Ancak Miller ve Scholes (1978), Auerbach (1979) ve Feldstein ve Green (1983) yüksek vergi diliminde olan yatırımcıların bu duruma rağmen yüksek temettü dağıtan firmaları tercih ettiğini yani vergi etkisinin çok güçlü bir faktör olmadığını tespit etmişlerdir (Yıldız, 2012: 30). Bu sonuçlar temettünün hisse senedi fiyatını pozitif etkileyen yönlerinin vergi farkının olumsuz etkisinden daha güçlü olduğu şeklinde yorumlanabilir.

3.1.1.4. Temsil Maliyeti Teorisi (Agency Cost Theory)

Günümüzde kurumsal işletmelerin sahiplik yapısı ile yönetim yapısı birbirinden ayrılmış durumdadır. Burada ortaklar *hak sahipleri (principals)* yöneticiler *temsilci (agency)* konumundadır. Şirketlerin yönetim ve sahiplik yapısının birbirinden ayrılmasının önemli avantajları olmakla birlikte literatürde temsil maliyeti olarak bilinen olumsuz bir yönü de bulunmaktadır. Normal şartlarda ortakların menfaatleri doğrultusunda şirketi yönetmesi gereken yöneticiler bazen kendi menfaatleri doğrultusunda kararlar verebilmektedir (Akyol, 2007: 29) Zira ortakların menfaatleri ile yöneticilerin menfaatleri her zaman çakışmayabilmektedir (Easterbrook, 1984: 650). Örneğin şirket ortakları açısından yalnızca pozitif NBD'li yatırımların tercih edilmesi gerekirken yöneticiler şirketin büyümesi için ekonomik kârı olmayan yatırımlar yapabilmektedir (Sindhu, 2014: 16). Çünkü şirketin büyümesi yöneticiye daha fazla prestij, promosyon, işte kalma garantisi gibi faydalar sağlamaktadır. Ayrıca yöneticiler riskli ancak yüksek getirili projeleri değerlendirmek yerine düşük riskli ancak riskine göre getirisi düşük olan projeleri tercih edebilmektedir (*risk aversion*). Çünkü profesyonel yöneticiler hayatını şirketten kazandıkları gelirele sürdürmektedir ve işini kaybetmemek onlar için

oldukça önemlidir. Oysaki yatırımlarını yeterince çeşitlendirmiş şirket ortakları için riskli ancak riskine göre yüksek getirili projelerin değerlendirilmesi faydalıdır. Bunlarla beraber, yöneticilerin ortakların menfaatleri doğrultusunda çalışıp çalışmadıklarının kontrolü için ortaklar tarafından yapılan her türlü denetim faaliyetleri de temsil maliyetlerini oluşturmaktadır (Easterbrook, 1984: 653). Yöneticilerin şirket kaynaklarını kendi kişisel harcamaları için kullanmaları da bir temsil maliyetidir.⁷ Yüksek oranda ortaklık hakkı bulunan paydaşların olduğu şirketlerde temsil maliyetleri azalabilmektedir. Çünkü yüksek pay hakkı bulunan ortaklar aynı zamanda yönetimde bulunmakta ve diğer ortakların yararına da olacak şekilde denetim gözetim faaliyetlerini yerine getirmektedir (Gholenji, 2015: 26-27). Ancak bu durumda dahi azınlıktaki ortakların temsiline dair başka sorunlar olabilmektedir.

Yukarıda bahsedilen temsil maliyetlerinin azaltılması için temettü dağıtımını etkili bir araç olarak görülmektedir. Rozeff (1982) ve Easterbrook (1984) bu konuda öncü çalışmaları yapan yazarlardandır. Rozeff (1982) temettü dağıtımının yüksek olması durumunda temettü tutarının düşürerek sermaye piyasasına negatif sinyal vermek istemeyen yöneticilerin şirket için daha fazla gayret göstereceklerini ve ortaklar lehine daha çok çalışacaklarını iddia etmektedir. Bu gayretin içinde, negatif NBD'li projelerden kaçınılması, şirket kaynaklarının lüks harcamalarda kullanılmaması gibi davranışlar bulunmaktadır (Gholenji, 2015: 27). Ayrıca Easterbrook (1984) yüksek temettü dağıtılması durumunda şirketin daha çok borçlanma veya hisse senedi ihracı yapmak zorunda kalacağı için sermaye piyasası tarafından sürekli doğal bir denetleme süreci içinde olacağını ifade etmektedir. Çünkü hisse senedi ihraçlarında şirket potansiyel yatırımcılara şirket hakkında detaylı bilgilendirmeler yapmak zorunda kalmaktadır. Benzer şekilde yeni borçlanmalarda borç verenler şirket hakkında detaylı incelemeler yaparak borç verip vermeme kararını vermektedir. Özetle sermaye piyasasının unsurları özellikle şirketin küçük oranda paylarına sahip ortaklarının yapamayacakları denetleme işlemini gerçekleştirmiş olmaktadır (Easterbrook, 1984: 654).

Ancak yüksek temettü dağıtımını her ne kadar temsil maliyetlerini düşürse de, temettü üzerindeki vergi, yeni hisse senedi veya borçlanma senedi ihracı maliyetleri

⁷ Örneğin şirket yöneticilerinin lüks binalarda kiraladıkları verimliliği artırma amacı taşımayan ofis binaları gibi harcamalar yöneticilerin menfaatlerini artırmaktayken ortakların menfaatlerini zarar vermektedir (Akyol, 2007: 29).

ortakların zenginliğini olumsuz etkilemektedir (Easterbrook, 1984: 650). Bu sebeple temsil maliyeti teorisinin savunucuları temettü dağıtımının sağladığı temsil maliyetlerindeki azalış ile vergi ve ihraç maliyetlerindeki artış arasında şirketten şirkete değişen bir optimal temettü dağıtım miktarının olduğunu ifade emektedir (Kırbaş, 2015: 67-68).

3.1.1.5. Temettü Artık Değer Teorisi (Dividend Residual Theory)

Temettü artık değer teorisine göre firma yarattığı dâhili fonları ortakların fırsat maliyetinden daha yüksek veya en azından eşit oranda getiri sağlayacak yatırımlarda değerlendirmesi durumunda, temettü dağıtılmaması ve fonların yatırımlarda kullanılması şirketin değerini artıracaktır (Tinash, 2014: 91). Söz konusu teoriye göre şirket pozitif NBD'li yatırımları değerlendirir ve hedef sermaye yapısı dikkate alınarak ihtiyaç fazlası fonlar temettü olarak yatırımcılara dağıtılır (Okka, 2009: 549). Bu yaklaşım yıldan yıla temettü değişimi fazla olması probleminin haricinde gayet rasyonel olarak görünmektedir ancak yöneticilerle yapılan mülakat çalışmalarında elde edilen sonuçlar temettünün sermaye bütçesi kararlarının bir sonucu olmadığını göstermektedir.⁸

3.1.2. Temettü Politikalarını Açıklamaya Çalışan Teoriler

Bu kısımda temettü dağıtımlarının şirket değeri ile olan ilişkisinden farklı olarak yöneticilerin ve yatırımcıların temettü davranışlarını açıklayan teoriler yer almaktadır. Bunlardan en önemlisi sinyal teorisi ve Lintner'in (1956) temettü yumuşatma (dividend smoothing) modelidir.

3.1.2.1. Sinyal / Temettünün Bilgi İçeriği Teorisi (Signalling Theory / Information Content of Dividend)

Sinyal teorisi (temettünün bilgi içeriği) temettü dağıtımlarının firmanın gelecekteki kâr veya nakit akışları hakkında bilgi verebileceğini ifade etmektedir. Türkçe kaynaklarda sinyalleme veya işaret verme teorisi olarak da kullanılmaktadır. Teorinin iki dayanak noktası bulunmakta olup bunların ilki yöneticilerin temettü dağıtım kararları verirken şirketin gelecekteki finansal durumuna ilişkin tahminlerini göz önünde bulundurmalarıdır. Bu çıkarıma ilk defa Lintner (1956) şirket yöneticileri

⁸ Gholeji (2015) ve Lintner (1956) yöneticilerle yaptığı mülakat çalışmalarında temettünün yatırım fonksiyonlarının bir sonucu değil yatırım kararlarından bağımsız bir karar değişkeni olduğunu tespit etmiştir.

ile yaptığı çalışmasında, yöneticilerin sadece kazançlarda kalıcı artış olduğunu hissettikleri zaman temettülerde artış yaptığını ve mecbur kalınmadığı sürece temettü tutarında düşüş yapmadıklarını tespit ederek varmıştır. Bu nedenle temettülerde meydana gelen artış yatırımcılar tarafından şirketin gelecekteki yüksek kazançlarına, azalışlar ise gelecekteki kazanç düşüşlerine işaret olarak algılanmaktadır (Yılmaz ve Selçuk, 2010: 126). Miller ve Modigliani de (1961) temettü duyurularına hisse senedi fiyatlarının tepki gösterdiğini ancak bu durumun temettü ilintisizlik teorisiyle çelişmediğini belirtmektedir. Miller ve Modigliani (1961) sabit bir temettü ödemesi olan bir şirketin temettü miktarını artırmasının gelecek yılların kârları hakkında olumlu bir *bilgi içeriğinin (information content)* olması nedeniyle fiyatı pozitif yönde etkilediğini belirtmiştir (Yılmaz ve Selçuk, 2010: 126-127).

Sinyal teorisinin ikinci dayanak noktası ise yöneticiler ile yatırımcılar arasında bilgi farklılığı (*asimetrik bilgi*) olmasıdır (Koç, 2016: 37). Yöneticiler asimetrik bilginin giderilmesi yani yatırımcılara şirketin geleceği hakkında sinyal vermek için temettü kanalını kullanmaktadırlar. Hatta sinyal teorisi üzerine çalışan Bhattacharya (1979), Miller ve Rock (1985), John ve Williams (1985) gibi araştırmacılar temettünün vergi, yeniden finansman sağlama ve vazgeçilen yatırımlar gibi çeşitli maliyetlerine rağmen yöneticilerin bu kanalı kullandıklarını ifade etmiştir (Benartzi vd., 1997; Brook vd. 1998).

Sonuç olarak teorik anlamda temettünün sinyal etkisinin olması şaşırtıcı değildir. Çünkü temettü dağıtım kararı belirli yasa ve mevzuatlar içerisinde yöneticilerin takdirinde olan bir karardır (Aharony ve Swar, 1980: 1). Ancak şunu belirtmek gerekir ki temettü tutarındaki artışlar firmanın gelecekteki kârının kesinlikle iyi olacağı anlamına gelmemektedir. Nitekim zaman zaman yöneticilerin optimist temettü dağıtımlarının ardından şirket yıllarca kötü performans sergileyebilmektedir. Bu nedenle temettünün verdiği sinyal her zaman doğru olmayabilmektedir. Bu durum bazen optimist yönetici sorunundan farklı olarak yöneticilerin tahminlerinin ötesindeki makro ekonomik gelişmelerden de kaynaklı olabilir (Kaymaz, 2010: 105).

3.1.2.2. Lintner Modeli / Lintner Temettü Düzeltme Modeli (Dividend Smoothing Model)

Lintner (1956) 28 adet ABD şirketinin üst düzey yöneticileri ile gerçekleştirmiş olduğu mülakata dayalı araştırmada şirket yöneticilerinin temettü dağıtım davranışlarını açıklamaya çalışmıştır. Yöneticilerin temettü konusundaki yaklaşımı bakımından öncü olan bu çalışma hâlâ teori ve pratikte önemini korumaktadır. Yapılan mülakatlar sonucunda elde edilen en önemli bulgu şirket kârındaki dalgalanmalardan bağımsız olarak yöneticilerin temettü ödemesini istikrarlı tutma çabasıdır (Lintner, 1956: 100). Lintner bu durumu *temettü düzeltmesi / yumuşatması (dividend smoothing)* olarak adlandırmıştır. Nitekim yöneticiler temettülerdeki aşırı dalgalanma ve özellikle düşüslere karşı yatırımcıların hassas olduğunu düşünmektedir. Bu sebeple yöneticiler temettülerin istikrarlı ve azalmayan şekilde sürdürülmesini istemektedir (Müller ve Svensson; 2014: 10). Aslında Lintner'in *temettü düzeltmesi* modeli *şirketin kârı düştüğü yıllarda temettü dağıtım oranının yükselmesi, kârın yükseldiği yıllarda dağıtım oranının düşmesi* şeklinde ifade edilebilir. Bu şekilde temettüler kârdan daha az dalgalanma gösterir. Bu ise temettünün yumuşatılması anlamına gelir (Kuzucu, 2015: 27).

Lintner araştırmasının ilk bölümünden elde ettiği bulgulara göre yöneticilerin temettü dağıtım kararlarını açıklamaya çalışan bir regresyon modeli kurmuştur. Lintner'in *temettü düzeltme / ayarlama modeli (dividend adjustment model)* adını verdiği bu model aşağıdaki (3.6) numaralı denklemlerle gösterilmiştir (Lintner, 1956: 107).

$$\Delta D_{i,t} = \alpha + c*(D_{i,t}^* - D_{i,t-1}) + \epsilon_{i,t} \quad (3.6)$$

Bu denklemde,

$\Delta D_{i,t}$: Cari yıl temettüsü ile bir yıl önceki temettü miktarı arasındaki fark
($D_{i,t} - D_{i,t-1}$)

$D_{i,t-1}$: Bir önceki yılın temettü miktarı

$D_{i,t}^*$: r. $E_{i,t}$

r : Hedef temettü dağıtım oranı,

$E_{i,t}$: Cari dönem kârını

c : Temettü düzeltme katsayısını

ifade etmektedir.

Temettü düzeltme katsayısı kârdaki değişmeye karşı temettünün ne ölçüde değiştiğini gösteren bir katsayıdır. Bu katsayı pratikte genellikle 0 ile 1 arasında değerler almakta olup 1'e yaklaştıkça kârdaki değişimin temettüdeki değişime yıllara yayılmadan hemen yansıdığını, 0'a yaklaştıkça ise kârdaki değişimin temettüdeki değişime yansımalarının çok yavaş olduğu anlamına gelir. Bir başka ifade ile temettü düzeltme katsayısının 1'e yakın olması muhafazakâr olmayan yıldan yıla değişen bir temettü dağıtım politikasının; 0'a yakın olması ise temettü istikrarına önem veren bir politikanın olduğunu gösterir. Ayrıca pratikte genellikle α sabit teriminin pozitif ve anlamlı bulunduğu görülmektedir. Bu ise yöneticilerin temettüleri azaltmaya olan isteksizliğini yansıtmaktadır. Nitekim pratikte elde edilen bu sonuç Lintner'in yönetici görüşmelerinden elde ettiği sonuçla uyumludur.

(3.6) numaralı denklemde $\Delta D_{i,t}$ yerine $D_{i,t} - D_{i,t-1}$ farkı yazılıp denklem yeniden düzenlenirse,

$$D_{i,t} = \alpha + p * E_{i,t} + d * D_{i,t-1} + e_{i,t} \quad (3.7)$$

denklemi elde edilir. Bu denklemde $p=c.r$ ve $d=1-c$ 'dir. Pratikte genellikle (3.7) numaralı regresyon denklemi tahmin edilir ve iki bilinmeyenli iki denklem çözümlenerek, (3.6) numaralı denklemdeki c ve r katsayıları elde edilmiş olur. α sabit terimi ise (3.6) numaralı denklem tahmininden elde edilmektedir. Ayrıca belirtmek gerekir ki Lintner (1956) ve daha sonraki araştırmacılar ampirik verilerle söz konusu modelin yöneticilerin temettü davranışını açıklamada (temettü miktarını tahmin etmede) oldukça başarılı olduğunu tespit etmiştir. Nitekim birçok ampirik çalışmada bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimi açıklama oranı (belirlilik katsayısı) %90'lar seviyesinde bulunmuştur.

Son olarak Lintner'in (1956) yönetici görüşmelerinden elde ettiği bazı önemli sonuçlar aşağıda sıralanmıştır (Akyol, 2007: 61-62).

- Firma yöneticileri sermaye piyasasında yatırımcıların temettü ödemesine önem verdiklerini düşünmektedir.
- Firma yöneticileri düzenli temettü dağıtan şirketlerin hisse senetlerinin diğerlerine göre primli işlem gördüğünü düşünmektedir.
- Firma yöneticileri cari dönem kârının ileriki dönemlerde sürdürüleceğine inanılmayan kısmının temettü ödemesine yansıtılmaya meyillidir.

- Firma yöneticilerinin temettü dağıtımında değişikliğe gitmesini etkileyen en güçlü neden kârdaki değişimdir.
- Firma yöneticileri temettü dağıtım oranında artış yapılması gerektiğinde, bu artışı yıldan yıla kademeli olarak yapma eğilimindedir.
- Firma yöneticileri temettü dağıtım miktarında azalışa gitmeme eğilimindedir.
- Firma yöneticileri kârlı yatırım fırsatları çoğaldığında temettüyü azaltmak yerine dışsal finansman kaynaklarını tercih etme eğilimindedir.⁹

3.1.2.3. Yaşam Döngüsü Teorisi

Yaşam döngüsü teorisi firmalar olgunlaştıkça nakit üretme yeteneğinin kârlı yatırım alternatifleri bulma yeteneğinin önüne geçtiği bu sebeple fazla serbest nakit akışlarının temettü olarak dağıtıldığını savunmaktadır (Moghanlo ve Farzinfar, 2015: 110). Bu görüşe göre genç firmalar geniş yatırım alternatifleri setine sahiptir ancak bu yatırımların finansmanı için hem dış kaynak bulmada hem de içerden nakit üretmede (internally generated cash) zorluklar yaşamaktadır. Bu durum şirketlerin ilk dönemlerinde temettü dağıtımlarını düşük tutması veya hiç temettü dağıtmamasına neden olmaktadır (Moghanlo ve Farzinfar, 2015: 110).

Literatürde bu teoriyi destekleyen araştırmalar mevcuttur. Örneğin Fama ve French (2001) ve Thanatawee (2011) büyüme fırsatlarının temsilcisi (proxy) olarak piyasa değerinin defter değerine oranını aldığında yüksek büyüme fırsatına sahip olan şirketlerin daha düşük temettü dağıtımlarını tespit etmişlerdir. Benzer şekilde Denis ve Osobov'un (2001) 6 gelişmiş ülkenin şirketlerini ve El-Ansary ve Gomaa (2012) Mısır şirketlerini kapsayan çalışmalarında dağıtılmayan kârlar toplam öz kaynakların yada toplam varlıkların defter değerine oranını firmanın olgunluğunun (maturity) temsilcisi olarak seçilmiştir. Sonuçta firmanın olgunluk evresi ile temettü ödemesi arasında aynı yönlü ilişki bulunmuştur (Thanatawee, 2011: 54).

Aslında yaşam döngüsü teorisi ile sinyal teorisi bir birinin tam tersi argümanları savunmaktadır. Çünkü sinyal teorisi temettü değişimleri ile şirketin gelecekteki kâr değişimleri arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu ifade ederken yaşam döngüsü teorisi bunun tam tersini savunmaktadır. Örneğin yaşam döngüsü teorisine göre temettü artışları gelecekteki büyüme fırsatlarının azalması

⁹ Bu eğilim artık değer teorisinin yöneticiler tarafından desteklenmediğini göstermektedir.

anlamına geldiği için aynı zamanda gelecekteki kâr ve nakit akışlarının da azalması anlamına gelmektedir (Vieira, 2005; Grullon vd., 2002).

3.1.2.4. Müşteri Etkisi (Catering) Teorisi

Firmaların temettü dağıtım politikalarını açıklamaya yarayan bir diğer teori de müşteri etkisi teorisidir. Bu teoriye göre yatırımcılar kendi vergi pozisyonuna göre temettü veya sermaye kazancını tercih edebilirler (Elton ve Gruber, 1970: 69). Yani düşük vergi dilimindeki bireysel veya kurumsal yatırımcılar temettü kazancını tercih ederken, yüksek vergi dilimindeki yatırımcılar sermaye kazancını tercih edebilirler. Vergi konusuna kayıtsız müşteriler ise diğer tercih faktörlerine göre şirket seçimleri yaparlar (Okka, 2009: 551). Şirketler aslında takip ettikleri temettü dağıtım politikasına göre kendi müşteri grubunu ortağı olarak bünyesinde toplarlar. Şirketin temettü dağıtım kararlarını verirken kendi yatırımcı grubunun isteğini göz önünde bulundurduğunu ifade eden teori *müşteri etkisi teorisidir*. Bu teoriye göre şirketler kendi temettü politikasını tercih eden ortakları bünyesinde topladığı için temettü politikalarını mümkün olduğu ölçüde sık değiştirmemelidir (Başkaya, 2015: 16). Ancak Black ve Scholes'un da (1974) ifade ettiği gibi birçok tipte yatırımcı grubuna sahip firmalarda yöneticilerin temettü dağıtım kararı verirken yatırımcıların beklentisini dikkate alması oldukça zor görünmektedir (Yıldız, 2012: 32).

3.2. Temettü Politikası Teorilerin Değerlendirilmesi

Black'ın (1976) "*temettü bilmecesi (dividend puzzle)*" olarak nitelendirdiği temettü ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişki gerçekten de oldukça karışıktır. Çünkü bu ilişkiyi inceleyen birçok teori birbiri ile ters yönde görüşler ortaya koymakta ve her teorinin kendine göre dayanak noktaları bulunmaktadır. Bunlardan en çok birbiri ile yarışanı eldeki kuş teorisi ile temettü ilintisizlik teorisidir. Eldeki kuş teorisi temettü dağıtımının şirketlerin sermaye maliyetlerinin düşüreceği ve değerini artıracaklarını söylerken temettü ilintisizlik teorisi belirli varsayımlar altında temettünün şirket değerini etkilemeyeceğini savunmaktadır. Bir diğer önemli teori olan vergi etkisi teorisi ise temettü üzerindeki yüksek vergiden dolayı düşük temettü ödemesinin ortakların zenginliğini artırdığını iddia etmektedir. Temsil maliyetleri teorisi de temettü dağıtımının yöneticilerle ortaklar arasındaki temsil sorunundan kaynaklanan maliyetleri azaltacağı için şirket değerini olumlu etkileyeceğini iddia etmektedir.

Teoriler toplu olarak değerlendirildiğinde temettünün şirket değeri üzerindeki olumlu veya olumsuz yöndeki etkileri görülmektedir. Bu sebeple temettülerin fiyat etkisi konusunda net bir yargıda bulunmak yerine faydaları ve maliyetleri karşılaştırılarak her bir şirketin kendine göre optimal bir temettü dağıtımının olabileceğinden bahsetmek yanlış olmayacaktır. Literatürdeki ampirik çalışmalar incelendiğinde ise temettü dağıtan şirketlerin kısa ve uzun dönemde genellikle daha yüksek değerlendirildiği yani ağırlıklı olarak eldeki kuş teorisini destekleyen sonuçlar görülmektedir. Her ne kadar diğer teorilerin bu sonuca zıt görüşleri bulunsa da MM'nin (1961) ifade ettiği gibi davranışsal olarak yatırımcılar nezdinde temettünün önemli olması algısı bu ampirik sonuçları doğrular olabilir.

Yöneticilerin veya yatırımcıların temettü hakkındaki davranışlarını açıklamaya çalışan teoriler arasında ise birbiri ile yarıştan çok söz konusu davranışları kendi dayanak noktalarından açıklama çabası bulunmaktadır. Bu teorilerin önemlilerinden biri sinyal teorisi olup, söz konusu teori yöneticilerin temettü dağıtım kararı verirken cari yıl kârlarının yanında gelecekteki kâr ve finansal beklentiyi de hesaba kattıklarını ifade etmektedir. Bu teori kuramsal olarak oldukça güçlü desteğe sahip olmasına rağmen ampirik olarak beklenen düzeyde desteğe ulaşıldığını söylemek zordur. Lintner'in (1961) temettü düzeltme modeli de yöneticilerin temettü davranışını açıklayan önemli bir teoridir.

Düzenli yayınlanan, şeffaf, gerçeği tam yansıtan muhasebe sistemlerinin ve denetleyici mekanizmaların yokluğunda temettü yatırımcılar için şirketin durumu hakkında iyi bir bilgi alma aracıdır. Çünkü eğer bir şirket temettü dağıtıyorsa yayınlanan finansal tablolardaki olumlu sonuçların gerçeği yansıtmama ihtimali düşüktür. Zira finansal olarak kötü zamanlarda temettü ancak belli bir süre dağıtılabılır ancak düzenli temettü dağıtımını yapılamaz. Ancak gelişen muhasebe sistemleri, denetleyici sistemlerin artışı ve bilgiye ulaşmanın kolaylaşması nedenlerinden ötürü temettü dağıtımını bir önceki yüzyıla göre önemi azalmış hatta şirketlerin temettü dağıtım oranları da düşmüştür (Thanatawee, 2011: 54). Yani temettünün öneminin geçen yüz yıla göre azaldığı söylenebilir. Ancak her şeye rağmen temettü teorileri ve politikaları teoride ve uygulamada hâlâ kurumsal finansın önemli bir konusudur.

3.3. Sinyal Teorisi Üzerine Yapılmış Çalışmalar

Sinyal teorisini ilk ortaya atan araştırmacı Lintner (1956) yöneticilerle yaptığı ankete dayalı çalışmada temettü kararlarının şirketin uzun dönemli sürdürülebilir kârına bağlı olduğunu tespit etmiştir. Bhattacharyya (1979) yöneticilerin şirket hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olduğu ve temettü dağıtımını ile gelecek nakit akışları hakkında yatırımcılara sinyal gönderdiklerini ifade etmiştir. Miller ve Rock (1985) gelecek finansal beklentileri iyi olmayan firmaların yüksek temettü dağıtmasının akılcı ve sürdürülebilir olmadığını bu yüzden sadece gelecek finansal beklentisi iyi olan firma yöneticilerinin yüksek temettü dağıtabileceğini ifade etmiştir. Miller ve Modigliani de (1961) sinyal teorisinden ilk bahseden ve teorik olarak destek veren araştırmacılarıdır.

Sinyal teorisi ampirik olarak genellikle 2 yöntemle test edilmektedir. Bunlardan ilki ve daha sık kullanılanı olay çalışması yöntemi olup bu yöntemle temettü duyurularına piyasa tepkisi ölçülmektedir. Bir başka ifade ile temettü duyuru günü etrafında hisse senetlerinin normalüstü pozitif getiriye sahip olup olmadığı araştırılmaktadır. Bu testin gerekçesi temettüler gelecek kârlar hakkında sinyal veriyorsa temettü duyuru günü çevresinde hisse senedi fiyatında değişim yaşanacaktır. Bu yöntemle farklı veri setleri ile yapılmış çalışma sayısı oldukça fazladır ve genellikle temettü duyurularının pozitif fiyat etkisi tespit edilmiştir. Yani sinyal teorisini destekleyen sonuçlar elde edilmiştir. Söz konusu çalışmalar 3.3.1 nolu kısımda detaylı olarak anlatılmıştır.

Sinyal teorisini test eden ve sinyal teorisinin özüne daha yakın olan diğer test yöntemi ise temettü ile gelecek yılların kârları arasında ilişki kurulmasıdır. Bu alanda yapılmış çalışma sayısı olay çalışması yöntemine göre daha sınırlı ve sonuçlar birbirleri ile tutarlı değildir. Ayrıca bu yöntemi kullanan çalışma sayısı Türkiye özelinde oldukça sınırlıdır. Söz konusu araştırmalardan tespit edilenlerin tamamı 3.3.2 nolu kısımda sunulmuştur

3.3.1. Temettü Duyurularının Fiyat Etkisi (Olay Çalışması Yöntemi)

Olay çalışması yöntemiyle temettü duyurularının hisse senedi fiyatı etkisini araştıran çok sayıda çalışma mevcuttur. Bu çalışmalarda genellikle temettünün pozitif fiyat etkisi bir başka ifade ile sinyal teorisini destekleyen sonuçlar bulunmuştur (Aharony ve Dotan, 1994: 125). Yani temettü artış duyuruları pozitif,

temettü azalış duyuruları negatif normalüstü getirilere yol açmaktadır. Değişim yaratmayan temettü duyuruları ise pay sahiplerine normal getiriler sağlamaktadır. Bu piyasa hareketi *temettü duyuru etkisi (dividend announcement effect)* olarak bilinmektedir (Gunasekarage ve Power, 2006: 209-210). Çünkü eğer temettüler şirketin geleceği hakkında faydalı bilgi sağlamaktaysa etkin piyasalar kuramına göre bu bilgi fiyata hemen yansımalıdır (Aharony ve Swary, 1980: 1). Nitekim Pettit (1972) temettü duyuru etkisi için ilk çalışmalardan birini ABD şirketleri için yapmış ve duyurunun yapıldığı andan itibaren 12 ay boyunca normalüstü getiriler tespit etmiştir. Bu normalüstü getiriler temettü başlatma (initiation) ve artış duyuruları için pozitif; temettü azalış ve sonlandırma (omission) duyuruları için negatif yönde olmuştur.¹⁰ Benesh vd. (1984), Dhillon ve Johnson (1994) temettü değişimleri için, Lee ve Ryan (2002) temettü başlangıç ve bitişleri için, Lippert vd. (2000) temettü artışları için sinyal teorisini destekleyen benzer sonuçları elde eden diğer araştırmacılarıdır (Vieira, 2005: 3). Sayılan araştırmalar ABD şirketleri üzerinde yapılmış olup, Travlos vd. (2001) Kıbrıs, Gunasekarage ve Power (2006) İngiltere şirketleri için benzer sonuçları bulmuşlardır (Vieira, 2005: 3). Bu konuda farklı ülkelerde yapılan bazı çalışmalar aşağıda özet şekilde açıklanmıştır.

Temettü duyurularının fiyat etkisini çalışın ilk araştırmacılarından biri Aharony ve Swary'dır (1980). Yazarlar imalat sanayi sektörüne ait 149 adet ABD şirketinin 3 bin 399 temettü duyurusunun fiyat etkisini araştırmıştır. Temettü duyuruları artış, azalış veya sabit (değişmeme) olarak 3 gruba ayrılmış ve olay gününün simetrik 10 günlük çevresinde toplam 21 gün için normalüstü getiriler incelenmiştir. Sonuçta olaydan bir gün öncesi ve olay günü normalüstü getiriler tespit edilmiştir. Temettü artışları için pozitif, azalışları için negatif normalüstü getiriler bulunmuştur. Sonuçlar temettünün pozitif fiyat etkisini desteklemiştir.

Woolridge (1982) 1971-1977 döneminde 200 adet ABD şirketinin 376 temettü duyurusu üzerinden temettünün fiyat etkisini araştırmıştır. 20 günlük duyuru

¹⁰ Temettü başlatma (initiation) tarihinde hiç temettü dağıtmamış bir şirketin ilk kez temettü dağıtmasıdır. Ancak ampirik çalışmalarda veri setinin uzunluğuna ve çalışmanın amacına bağlı olarak 3,5 veya 10 yıl boyunca hiç temettü dağıtmayan bir şirketin temettü dağıtması temettü başlatma olarak kabul edilmektedir. Temettü sonlandırma (omission) ise şirket tarihi boyunca düzenli temettü dağıtan bir şirketin bir faaliyet dönemi için ilk kez temettü dağıtmama kararı almasıdır. Ampirik çalışmalarda 3-10 yıl süreyle temettü dağıtan şirketlerin temettü dağıtımını durdurması temettü sonlandırması olarak kabul edilmektedir. Ampirik çalışmalarda genellikle temettü başlatma duyurularının temettü artış duyurularına göre; temettü sonlandırma duyurularının temettü azalışlarına göre daha fazla bilgi içeriğine sahip olduğu ve daha sert piyasa fiyat etkisi yarattığı gözlenmektedir.

çevresinde en belirgin fiyat etkisi (-1,1) penceresindeki 3 günlük sürede görülmüştür. Bu sürede temettü artış duyurularında pozitif (%1,84), temettü azalış duyurularında ise negatif (-%7.05) normalüstü getiri görülmüş olup söz konusu ortalamalar %99 güven seviyesinde sıfırdan ve birbirinden farklı bulunmuştur.

Asquith ve Mullins (1983) 1954-1980 dönemi için NYSE'ye kayıtlı ABD şirketlerini incelemiştir. Yazarlar ilk kez veya uzun bir aradan sonra ilk defa temettü ödemesi yapan şirketlerin 2 günlük normalüstü getirisinin pozitif (%3,7) ve istatistiksel açıdan anlamlı olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca yazarlar aynı şirketlerin devam eden yıllarda temettü artış duyurularında da temettü başlatmaya göre daha küçük olsa da pozitif normalüstü getiriler (%2,07) sağladığını tespit etmiştir.

Healy ve Palepu (1987) 1969-1980 dönemi için NYSE'ye kayıtlı 303 adet ABD şirketine ait temettü başlatma ve sonlandırma duyurularının fiyat etkisini araştırmıştır. Araştırmacılar temettü başlatma duyurusu yapan firmaların ilk iki günde pozitif (%3,9), temettü sonlandırma duyurusu yapan firmaların ise aynı günlerde negatif (-%9,5) normalüstü getiri sağladıklarını tespit etmiştir. Söz konusu bulgular yatırımcıların temettü duyurularının pozitif fiyat etkisine sahip olduğunu göstermiştir.

Bajaj ve Vijh (1990), 1962-1987 dönemini kapsayan uzun bir veri döneminde NYSE ve AMEX borsasına kayıtlı firmalar için temettü duyurularına hisse senedi fiyat tepkisini araştırmıştır. Toplam 54 bin 58 temettü duyuru verisi kullanılmış ve sonuçta temettü artışlarında pozitif, temettü azalışlarında negatif hisse senedi fiyat tepkilerine ulaşılmıştır. Ayrıca temettü verimi yüksek olan şirketlerde hem pozitif hem negatif tepkilerin daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.¹¹

Haw ve Kim (1991) 1975-1984 veri döneminde imalat sanayi sektöründeki 126 adet ABD şirketinin 679 temettü artış duyurusunun fiyat etkisini araştırmıştır. Sonuçta temettü duyuru gününde %0,71 ve üç günlük kümülatif %1,09 normalüstü getiri tespit etmiştir. Ayrıca yazarlar şirketleri piyasa değerlerine göre 3 gruba ayırmış ve küçük şirketlerde normalüstü getirinin büyük şirketlere daha yüksek

¹¹ Tarafımızca; yazarların temettü değişimini $(Div_t - Div_{t-1})/Div_{t-1}$ olarak hesaplaması böyle bir sonuca yol açmaktadır. Çünkü temettü tutarlarının küçük olması durumunda tutar olarak düşük olan bir temettü değişimi oran olarak yüksek çıkabilmektedir. Bu sebeple bu çalışmanın uygulama kısmında temettü değişimi $(Div_t - Div_{t-1})/BV_{t-1}$ (BV_{t-1} bir önceki yılın öz kaynakların defter değeri) şeklinde hesaplanarak temettü değişiminin ölçeği temettü seviyesinden bağımsız olarak şirketler arasında standartlaştırılmıştır.

olduğu ve aradaki farkların t testi sonucunda anlamlı olduğunu tespit etmiştir. Bu bulgu küçük şirketlerde şeffaflığın daha az ve bilgi asimetrisinin daha fazla olduğu bilgisiyle örtüşmektedir.

Michaeley vd. (1995), 1964-1988 veri dönemi için ABD şirketlerinde temettü duyurularının fiyat etkisini araştırmıştır. Yazarlar belirli koşullara uygun 561 temettü başlatma ve 887 temettü sonlandırma duyurusu tespit etmiştir. Temettü duyurusu etrafındaki (-1,1) olay penceresinde (toplam 3 günlük) normalüstü getiriler hesaplanmıştır. Sonuçta temettü başlatan firmalar için %3,4 pozitif, temettü sonlandıran şirketler için %7,0 negatif normalüstü getiri tespit edilmiştir. Ayrıca temettü başlatan şirketlerin gelecek bir ve üç yılda sırasıyla %7,5 ve %24,8; temettü sonlandıran şirketlerin ise aynı dönemlerde sırasıyla -%11 ve -%15,3 normalüstü getiriler ürettiği görülmüştür.

Akhigbe ve Madura (1996), 1972-1990 yılları arasında ABD şirketlerinin belirli koşulları sağlayan temettü başlangıç (128 gözlem) ve sonlandırma (299 gözlem) duyuruları için uzun dönemli fiyat etkisini araştırmıştır. Sonuçta temettü başlatan firmalar için temettü duyurusundan sonraki birinci, ikinci ve üçüncü yıllar için sırasıyla %14.48, %8.24 ve %6.70 oranında, üç yıl için ise kümülatif %29.42 oranında normalüstü pozitif getiri tespit edilmiştir. Temettü sonlandıran firmalar için ise bir yıl için %29.93 negatif normalüstü getiri elde edilmiş, ikinci ve üçüncü yıllarda normalüstü getiriler görülmemiştir. Bu sonuç temettü başlatma ve sonlandırma duyurularının şirket değerine etkisinin ilk piyasa tepkisi tarafından tamamıyla kapsamadığı anlamına gelmektedir. Bir başka ifade ile temettü başlatma ve sonlandırma duyuruları ilk verilen fiyat tepkisinden daha fazla bilgi taşımaktadır.

Denis vd. (1994) ve Jensen vd. (2010) ABD, Suwana (2012) Tayland, Hernandez (2017) Norveç, Lukose vd. (2015) ve Berezinets vd. (2017) Hindistan, Aamir ve Shah (2011) ve Ali vd. (2017) Pakistan ve Asadi ve Zendehtel (2014) İran, Ali vd. (2017) Almanya ve Fransa şirketleri için temettü değişimi ile piyasa tepkisi arasında pozitif yönlü ilişki bulan diğer araştırmacılarıdır.

Temettü duyurularının herhangi bir fiyat etkisi olmadığını tespit eden araştırmacılar da mevcuttur. Benartzi vd. (1997) ABD, Conroy ve Harris (2000) Japonya, Chen vd. (2002) Çin, Abeyratna ve Power (2002) İngiltere şirketleri için temettünün duyurularının fiyat etkisi yaratmadığını tespit etmişlerdir (Vieira, 2005:

3-4). Vieira (2005) Portekiz ve Fransa ve Qudah ve Badawi (2014) Suudi Arabistan şirketleri için temettü duyurularının fiyat etkisi yaratmadığını belirlemiştir. Yurt dışında yapılan çalışmalarda temettü duyurularının negatif fiyat etkisini tespit eden araştırmaya ise rastlanmamıştır.

Özetle yurt dışında yapılan çalışmalarda zaman zaman fiyat etkisi bulunmasa da çoğunlukla temettü duyurularının pozitif fiyat etkisi tespit edilmiştir. Ayrıca veri dönemi 1960-1990 yıllarını kapsayan çalışmalarda temettünün fiyat etkisi son yıllara göre daha yüksek görünmektedir. Bu durumun nedeni olarak son on yıllarda bilgi teknolojisinin hızla gelişmesi ve denetleyici kurumların etkinliğini artırması olarak görülebilir. Çünkü bu gelişmeler yatırımcı ve yöneticiler arasındaki bilgi asimetrisinin azalması ve şirketlerin şeffaflığın artmasına sebep olmaktadır. Bu durum yatırımcılar için temettünün bilgi içeriğinin önemini azaltmaktadır.

Türkiye özelinde yapılan araştırmalarda ise birbiri ile zıt yönlü sonuçlar veren araştırmalar bulunmaktadır. Yani hem temettü duyurularının pozitif etkisini hem de temettü duyurularının negatif etkisinin tespit eden çalışmalar mevcuttur. Söz konusu çalışmalar aşağıda sıralanmış ve açıklanmıştır.

Güenalp vd. (2010), 2003-2007 döneminde belirli koşulları sağlayan tüm sektörlerden 83 şirketin 321 adet temettü duyurusunun fiyat etkisini incelemiştir. Yazarlar hisse başı net temettü tutarı ile normalüstü getiriler arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki tespit etmiştir. Yani temettü dağıtımına piyasanın negatif tepki verdiği sonucuna ulaşılmıştır. Ancak söz konusu çalışmada bağımsız değişken olarak temettü verimi, temettü değişimi gibi şirketler arasında standart bir ölçeği olan değişken kullanmak yerine hisse başına temettü miktarının kullanılması sonuçlarının güvenilirliğini azaltmaktadır. Çünkü her şirketin hisse senetlerinin piyasa fiyatı ve pay başına temettü miktarının ortalama seviyesi birbirinden farklıdır. Ayrıca şirketlerin yıldan yıla hisse senedi sayısının değişmesi durumunda da hisse başına temettü kullanmanın sakıncaları bulunmaktadır.

Yılmaz ve Selçuk (2010), 2005-2008 dönemi için finansal sektöre ait olmayan 46 şirketin 184 gözlemi üzerinden temettü duyurularının fiyat etkisini incelemiştir. 184 duyuru temettü artışı, azalışı ve değişmeme durumu şeklinde 3 gruba ayrılmış ve temettü artışları için olay günü çevresinde pozitif, temettü

azalışları için negatif normalüstü getiriler elde edilmiştir. Söz konusu bulgular sinyal teorisini desteklemiştir.

Kırbaş (2015), 2009-2014 döneminde tüm sektörlerden 136 şirkete ait 548 temettü duyurusu için normalüstü getirileri incelemiştir. Sonuçta temettü verimi ile normalüstü getiriler arasında aynı yönlü ve anlamlı ilişki elde etmiştir.

Kadioğlu vd. (2015) 2003-2015 döneminde tüm sektörlerden 118 şirkete ait 902 gözlemle temettü duyurularına fiyat tepkisini araştırmışlardır. Yazarlar çalışmada panel veri analizi kullanmış, hisse başına temettü ile normalüstü getiri arasında negatif yönlü ve anlamlı ilişki bulmuştur. Kadioğlu da (2008) hisse başına temettü miktarını kullanarak olay çalışması yöntemiyle temettü duyurularının fiyat etkisini araştırmıştır. Sonuçta temettü artışlarında negatif normalüstü getiri tespit etmiş ayrıca panel veri analizi sonucunda hisse başına temettü miktarı ile normalüstü getiri arasında negatif yönlü ilişki tespit etmiştir. Yani yazar her iki çalışmasında temettünün negatif etkisini tespit etmiştir.

M. Arslan (2016), imalat sanayi sektörüne ait 31 şirketin 2016 temettü duyurularının etkilerini incelemiş ve (-5,5) günlük olay penceresinde pozitif normalüstü getiriler tespit etmiştir. Başkaya (2015) tüm sektörler için ve Sakarya ve diğerleri (2017) çimento imalat sektörü için temettü etkisini pozitif olarak tespit etmişlerdir.

3.3.2. Temettü Dağıtımlarının Gelecek Kazançlarla İlişkisi

Sinyal teorisinin en önemli ampirik test yöntemi temettü dağıtımları ile gelecekteki kâr bilgileri arasındaki ilişkinin incelenmesidir. Ancak şirket yöneticisi/finansal yöneticileriyle mülakat veya anket yapmak suretiyle yöneticilerin temettü dağıtım kararlarının gelecekteki kârlarla ilgili bilgi içeriğine sahip olup olmadığını inceleyen araştırmacılar da vardır. Bu araştırma yönteminin genel amacı şirket yöneticilerinin sinyal teorisinin savlarıyla hareket edip etmediklerini anlamaktır. Bu sayede ampirik sonuçların sinyal teorisini destekleyip desteklemeyeceği konusunda ipucu elde edilmiş olmaktadır. Sinyal teorisi için ampirik test sonuçlarına geçmeden önce şirket yöneticileri ile yapılan çalışmalar aşağıda sıralanmıştır.

Ö. Arslan (2008) 2003 ve 2006 yılları arasında en az bir defa temettü dağıtan 165 şirket yöneticisinden anket yöntemi ile bilgi talep etmiş ve gelen 67 adet anket

verisi (büyük bir çoğunluğu imalat sanayi şirketi) değerlendirmeye almıştır. Anketin sinyal teorisi ile ilgili olan kısmı Çizelge 3’te gösterilmiştir. Görüldüğü gibi, firma yöneticileri sinyal teorisi argümanlarını kuvvetli şekilde desteklemiştir. Nitekim yöneticiler *“Yatırımcılar genel olarak temettü ödemelerini firmanın gelecekte beklentilerinin bir yansıması olarak algılamaktadırlar.”* görüşünü %84 oranında; *“Firmanın temettüleri, firma gelirlerinin sürdürülebilir değişimlerine dayalı olarak değişim göstermelidir.”* görüşünü %83 oranında; *“Firma beklenmedik bir şekilde temettü dağıtımını azaltırsa genel olarak hisse senedi fiyatı düşmektedir.”* görüşünü de %72 oranında onaylamıştır. Söz konusu puan ortalamaları (5’li likert ölçeğinde - 2’den 2’ye kadar) sıfırdan büyük ve istatistiksel açıdan anlamlıdır (Ö. Arslan, 2008: 90-91). Ayrıca çizelgedeki dördüncü görüşün onaylanmaması da sinyal teorisinin desteklenmesi anlamına gelmektedir.

Çizelge 3. Temettü Dağıtımları Hakkında Yöneticilerin Görüşleri Onaylama Seviyeleri (%)

Görüş	Kesinlikle Katılmıyorum (-2)	Katılmıyorum (-1)	Kararsızım (0)	Katılıyorum (+1)	Kesinlikle Katılıyorum (+2)	t istatistiği
1. Yatırımcılar genel olarak temettü ödemelerini firmanın gelecekte beklenen bir yansıması olarak algılamaktadırlar.	2.34	3.09	10.57	42.72	41.28	3.61 ***
2. Firmanın temettüleri, firma gelirlerinin sürdürülebilir değişimlerine dayalı olarak değişim göstermelidir.	1,81	3,79	11,87	24,40	58,13	5,29 ***
3. Firma beklenmedik bir şekilde temettü dağıtımını azaltırsa hisse senedi fiyatı genel olarak düşüş yaşamaktadır.	3.22	3.51	21.49	37.02	34.76	2.19 **
4. Temettü artışları büyüme potansiyelini yansıtabileceği gibi yatırım fırsatlarının bulunmadığını da işaret edebileceği için karmaşık bir anlam ifade etmektedir.	4.2	20.16	43.38	19.51	12.75	0.39

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

Yönetici görüşlerini ölçen benzer bir araştırma Kuzucu (2015) tarafından finansal olmayan 38 firma finansal yöneticisi üzerinde yapılmış ve sonuçta yönetici görüşlerinin sinyal teorisini desteklediği tespit edilmiştir. Yöneticilerin %82'si temettülerin şirketin gelecek finansal durumu hakkında bilgi verdiğini ifade etmiştir. Benzer şekilde yöneticilerin %84'ü kârlılıktaki sürdürülebilir değişimin dağıtılacak temettüyü etkilediği görüşünü, %84'ü gelecekteki kâr beklentisinin ve istikrarının temettüyü etkilediği görüşünü onaylamıştır. Bu sonuçlar Borsa İstanbul şirketleri özelinde sinyal teorisi savlarının yöneticiler tarafından onaylandığını göstermektedir.

Baker, Saadi, Dutta ve Gandhi (2007) çalışmasında temettü ödemesi yapan şirketlerden 291 finansal yönetici (CFO) ile yaptıkları ankete dayalı çalışmada sinyal teorisini güçlü şekilde destekleyen yönetici görüşlerine ulaşmıştır. Elde edilen

bulgular özet olarak şirket yöneticilerinin temettü dağıtımını yaparken geçmiş temettü, cari kâr ve gelecek kârları dikkate aldığını göstermektedir. Bu sonuçlar Baker ve Powell'ın (2000) 198 adet ABD şirketinin finansal yöneticisi ile yaptığı çalışmada da elde edilmiştir.

Özet olarak çok sayıda ülkede yapılan çalışmalardan şirket yönetici veya finansal yöneticilerinin temettü dağıtım kararı verirken sinyal teorisinin savlarını göz önünde bulundurarak hareket ettiği anlaşılmaktadır. Bu sonuçlar ampirik testlerde sinyal teorisini destekleyen bulgulara ulaşma beklentisini artırmaktadır. Ayrıca Ofer ve Siegel (1987) ve Carroll (1992) ve Denis vd. (1994) temettü değişim duyurularından sonra analistlerin gelecekteki kâr beklentilerini değiştirdiğine ulaşan araştırmalar yapmıştır. Bu sonuçlar da ampirik testlerde temettüler ile gelecek kârlar arasında bir ilişki elde edileceğini işaret etmektedir.

Anlaşıldığı üzere sinyal teorisinin savları yöneticiler yatırım analistleri tarafından onaylanmaktadır. Ampirik olarak temettü duyurularının pozitif fiyat etkisi de yapılan bir çok çalışmada kanıtlanmıştır. Bu sonuçlar temettülerle gelecekteki kârlar arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu açıkça işaret etmektedir. Ancak söz konusu ilişkinin ampirik testlerinde birbiriyle uyumsuz sonuçlar elde edilmiştir. (Ho ve Wu, 2001; Grullon vd., 2005). Söz konusu çalışmalar aşağıda sıralanarak açıklanmıştır.

Watts (1973) cari temettülerle gelecek kârlılıklar arasındaki ilişkiyi inceleyen ilk araştırmacılarından biridir. Yazar bu çalışmada 310 firmanın 1945-1968 yılları arası verilerini kullanarak bir faaliyet dönemin temettüsü ve kazancı ile bir sonraki yılın kazançları arasında regresyon analizi gerçekleştirmiştir. Sonuçta temettü tutarı bağımsız değişkeni için ortalama regresyon katsayısı (310 firma için) pozitif çıkmış ancak t istatistiği düşük bulunmuştur. Yani sinyal teorisi ile ilgili yapılan bu öncü ampirik çalışmada istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişkiye ulaşılamamıştır (Watts, 1973: 191-211).

Benartzi, Michaleley ve Thaler (BMT) (1997) temettü değişimleri ile gelecek kârlılık değişimlerini ilişkilendirdiği çalışmasında sinyal teorisini destekleyen pozitif bir ilişki bulamamıştır. Hatta aksine söz konusu değişkenler arasında negatif yönlü ilişki bulunmuştur. Yani temettüsü artan (azalan) firmalarda ertesi yıllarda negatif (pozitif) normal üstü kazanç değişimleri tespit edilmiştir. Ancak daha sonra Nissim

ve Ziv (2001) tarafından Benartzi ve arkadaşlarının kullandığı model kârlılığın (ROE) ortalamaya dönüş özelliğini dikkate almamasından dolayı eleştirilmiş ve spesifikasyon hatası olduğu belirtilmiştir.¹²

Ho ve Wu (2001) 1964-1995 dönemi için ABD şirketlerinde sinyal teorisini araştırmışlardır. Beklenen temettünün hesaplamasındaki gürültünün (noise) sonuçlar üzerindeki etkisini yok etmek için sadece temettü başlatma (intiation) ve sonlandırma (omission) duyuruları dikkate alınmıştır. Ayrıca survivorship bias (sağ kalım yanlılığı) örnek seçim hatasından da kurtulmak için borsa endeksinden liste dışı kalan şirketler de analize dahil edilmiştir. Söz konusu dönemde belirlenen koşullara uygun 120 temettü başlatma 234 temettü sonlandırma duyurusu tespit edilmiştir. Sonuçta temettü değişimi ile geçmiş ve eş zamanlı kâr değişimi arasında ilişki bulunmuştur. Ancak temettü değişimi ile gelecek yıllardaki kâr değişimi arasında beklenenden tersi yönde bir ilişkiye ulaşılmıştır. Temettü başlatan şirketlerin gelecek 4 yıldaki beklenmeyen kâr değişimi sıfırdan farklı bulunmamıştır. Temettü sonlandıran şirketlerin ise gelecek iki yılda beklenmeyen pozitif kâr değişimine sahip olduğu görülmüştür. Bu araştırmada da kârın ortalamaya dönüş özelliğinin modele eklenmemesi araştırmanın önemli bir eksikliğidir.

Farsio, Geary ve Moser (2004), 1988-2002 yılları için S&P 500 endeksindeki şirketler için sinyal teorisini araştırmıştır. Yazarlar temettü değişimi ile kâr değişimi arasında granger nedensellik analizi yapmış ve temettü değişiminden kâr değişimine doğru bir nedensellik bulunmamıştır. Ancak kurulan modelde ROE değişkeni bulunmamaktadır.

Ling (2008) 1998-2007 veri dönemi için Malezya Borsasına kote şirketlerde sinyal teorisini araştırmıştır. 2 bin 679 gözlemle BMT modelini kullanmış ve temettü değişimleri ile gelecekteki kâr değişimleri arasında ilişki bulamamıştır. Bu çalışmada da bağımsız kontrol değişkeni olarak ROE kullanılmamıştır.

Gonedes (1978) , DeAngelo, DeAngelo ve Skinner (1992,1996), Grullon, Michaeley ve Swaminathan (2002), Benartzi vd. (2005) ve Lie (2005) cari temettülerle gelecek kârlar arasında ilişki bulamayan diğer araştırmacılarıdır (Vieira, 2005; Ho ve Wu, 2001). Thanatawee (2010) Tayland, Lee vd. (2012) Malezya şirketleri için söz konusu ilişkiyi bulamamıştır.

¹² Bu konu hakkında detaylı bilgi 74. ve 103-108. sayfalarda bulunmaktadır.

Yukarıdaki çalışmalardan görüldüğü üzere temettü ile gelecek kârlar arasındaki ilişkinin incelenmesinde genellikle sinyal teorisini destekleyen sonuçlar elde edilmemiştir. Ancak bu alanda köşe taşı denilebilecek ve teoriyi destekleyen sonuçlar elde eden ilk önemli çalışmayı Nissim ve Ziv (2001) yapmıştır. Çalışma NYSE ve AMEX endekslerine kayıtlı finansal olmayan şirketlerin 1963-1998 yılları arasındaki yaklaşık 31 bin 800 temettü dağıtım verisi ile yapılmıştır. Bu çalışmada Nissim ve Ziv (2001) bağımsız değişkenin temettü değişimi, bağımlı değişkenin gelecek yıllardaki kâr değişimi olduğu regresyon modelinin kullanan önceki çalışmaları eleştirmiş ve söz konusu değişkenler arasında pozitif bir ilişki bulunmamasının nedenini spesifikasyon problemi olarak görmüştür. Daha açık bir ifade ile yazarlar bu duruma temettü değişimi ve gelecekteki kâr değişimi ile ilişkili olan ROE (öz kaynak kârlılığı) değişkeninin modelde olmamasını gerekçe göstermiştir. Zira ROE değişkeni *mean reversed (ortalamaya dönme)* özelliği ile gelecekteki kârlılık hakkında önemli bir tahmincidir (Freeman vd. 1982: 652). Söz konusu değişkenin modele dahil edilmesiyle yazarlar temettü değişimi ile gelecekteki kâr değişimleri arasında 2 yıla varan kuvvetli ilişkiler bulmuştur. Sonuçta Nissim ve Ziv (2001) ROE kontrol değişkenlerinin modele dahil edilmesiyle sinyal etkisinin ampirik olarak desteklendiği çalışmaların başlangıcını yapmıştır.

Aslında Aharony ve Dotan (1994) ve Healy ve Palepu (1987) kârın ortalamaya dönüşünü analize dahil eden ilk araştırmacılarıdır. Ancak yazarlar ROE değişkeni yerine temettü değişim dönemindeki kâr değişimini modele dahil etmişlerdir. Aharony ve Dotan (1994) 838 adet ABD şirketinin 4 bin 324 çeyreklik temettü dağıtım verisi için sonuçlar elde etmiştir. Temettü değişimi ve temettü dağıtımının ait olduğu çeyrek dönem için kâr değişimi bağımsız değişkenler, gelecek 4 çeyrek için kâr değişimi bağımlı değişken olarak alınarak regresyon analizi yapılmıştır. Sonuçta temettü değişimi ile gelecek 2 çeyrekteki kâr değişimi arasında pozitif yönlü lineer ilişki bulunmuştur. Sonraki dönemlerde ise beklenen ilişkiden sapmalar gözlenmiştir. Bir başka ifade ile elde edilen bulgular Nissim ve Ziv'in (2001) sonuçları kadar güçlü değildir. Gözlem sayısının az olması ve ROE yerine kâr değişiminin bağımsız değişken olarak kullanılmasının bu sonuca sebep olması muhtemeldir. Healy ve Palepu (1987) temettü değişiminin ölçüsü olarak da farklı bir ölçü kullanmış temettü duyurularının (-1,0) penceresindeki normalüstü getiriye dikkate almışlardır. Temettü başlatma duyuruları için temettü değişimleri ile gelecek

2 yılın kâr değişimi arasında ilişki elde edilmiş ancak temettü sonlandırma duyuruları için beklenen aksi yönde sonuçlar bulunmuştur.

Jung (2007) 1976-2003 veri dönemi için ABD şirketlerinde 61 bin 148 adet çeyreklik gözlemlerle sinyal teorisinin geçerliğini NZ modeli ile test etmiştir. Yazar sonuçta temettü değişiminin gelecek 2 yılki kâr değişimi ile ilişkili olduğunu tespit etmiştir.

Ali vd. (2017) 901 Fransız, 888 Alman şirketi üzerinde 5 bin 846 gözlemlerle temettü değişimi ile gelecek kâr değişimi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Kurulan regresyon modelinde kontrol değişkeni olarak ROE kullanılmıştır. Sonuçta cari temettü değişimi ile sonraki 2 yıla kadar kâr değişimi arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

Ghodrati ve Hashemi (2014) Tahran Borsasına kayıtlı 191 şirketin 2010-2012 dönemi için temettü değişimi ile gelecekteki kâr değişimi arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışma sonunda temettü değişimi ile gelecek 2 yılki kâr değişimi arasında pozitif yönlü ilişkinin varlığını tespit edilmiştir.

Vieira (2005) 1989-2002 dönemi için Fransa ve İngiltere, 1995-2002 dönemi için Portekiz şirketlerinde temettü değişimi ile gelecek yılki kâr değişimlerini ilişkisini incelemiştir. Yazar ROE değişkenini içeren NZ modelini kullanmış ve Fransa ve Portekiz şirketleri için söz konusu değişkenler arasında bir ilişki bulamamıştır. Ancak İngiltere şirketleri için temettü değişimlerinin gelecek 2 yıla kadarki kâr değişimi ile ilişkili bulmuştur. Yazar bu sonucu Portekiz ve Fransa şirketlerinde sahiplik yoğunlaşmasının daha yüksek olmasına bağlamıştır.

Arnott ve Asness (2001, 2003), Harada ve Nguyen (2005), Baker, Mukherjee ve Paskelian (2006), Stacescu (2006) ve Vivian (2006) temettü değişimleri ile gelecek kârlar arasında güçlü ilişki bulan diğer araştırmacılar. Lipson, Maquieira ve Megginson de (1998) temettü başlangıçlarının gelecek kârlar hakkında sinyal etkisine sahip olduğunu tespit etmişlerdir (Vieira, 2005: 4).

Grullon vd. (2005) Nissim ve Ziv'in ROE'nin ortalamaya dönüş özelliğini lineer olarak kabul etmesini eleştirmiş ve kurdukları nonlineer modelde sinyal teorisinin geçerli olmadığını göstermişlerdir. Ancak daha sonra nonlineer model ile de sinyal temettü değişimleri ile gelecekteki kâr değişimlerinin ilişkisi olduğunu tespit eden Lukose (2015) gibi araştırmacılar olmuştur. Ayrıca lineer ve nonlineer

şeklinde 2 model kurulması durumunda lineer olan modelin temettü değişimi ile gelecekteki kâr değişimi ilişkisini doğrulaması tarafımızca temettü değişiminin gelecekteki kârlar hakkında bilgi içeriği olduğu olarak yorumlanmalıdır.

Türkiye'deki şirketler için ise bu alanda çok az sayıda çalışma bulunmaktadır. Bunlardan ilkinde Kaymaz (2010) 2000-2008 döneminde Borsa İstanbul'a kayıtlı 48 adet imalat sanayi firmasının 131 gözlemi için temettü değişimleri ile 1 yıl sonraki kâr değişimleri arasındaki ilişkiyi incelemiş ve 1 yıllık sinyal etkisinin varlığını tespit etmiştir. Bu çalışmada bağımlı değişken olarak toplam 7 adet kârlılık ölçüsündeki değişimi kullanmış ve tamamı için tutarlı sonuçlar elde etmiştir. Sonuçların güven seviyesi %95'ten büyüktür.

Kılıç Buğan ve Özbezek (2016) 1990-2014 döneminde sürekli olarak temettü dağıtımı yapan 19 adet şirket için panel nedensellik analizi ile sinyal teorisini araştırmıştır. Sonuçta 7 şirket için temettüden şirket kârına doğru tek yönlü nedensellik tespit etmiş ve sinyal teorisinin geçerliliğine dair zayıf bulgular olarak değerlendirmiştir.

Kadıoğlu ve Öcal (2016) 2004-2014 döneminde payları Borsa İstanbul'da işlem gören 123 adet şirketin 1239 adet nakit temettü verisini kullanmıştır. Yazarlar BMT (1997) ve NZ (2001) modellerinin her ikisini de kullanmış ancak cari yılın temettü değişimi ile ertesi 2 yılın kazanç değişimleri arasında herhangi bir ilişki bulamamışlardır. Ancak bu çalışmada toplam temettü yerine hisse başına temettü tutarının kullanılmış olması, ayrıca temettü değişim değişkenindeki bazı ölçüm farklılıklarından dolayı söz konusu sonucun elde edilmiş olması muhtemeldir.

Özetle bir faaliyet döneminin temettü değişimleri ile ertesi yılların kâr değişimlerini ilişkilendiren çalışmalarda ilk defa Nissim ve Ziv (2001) tarafından kullanılan ROE kontrol değişkeninin kullanılması dönüm noktası olarak görülmektedir. Çünkü ROE'nin ortalamaya dönüş özelliğini dikkate almayan neredeyse bütün çalışmalar beklenen pozitif yönlü ilişkiyi bulamamış hatta beklenenin tam aksine negatif yönlü ilişki elde etmişlerdir. ROE'nin kontrol değişkeni olarak kullanıldığı çalışmaların ise neredeyse tamamında temettü değişimleri ile gelecek yılki kâr değişimleri arasında pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir.

4. TEMETTÜNÜN BİLGİ İÇERİĞİ (SİNYAL TEORİSİ): BORSA İSTANBUL UYGULAMASI

Sinyal teorisi ampirik olarak 2 şekilde test edilmektedir. Bunlardan ilki temettü duyurularının fiyat etkisinin ölçülmesidir. Bunun için olay çalışması yöntemi kullanılmaktadır. Olay çalışması yöntemiyle temettü duyuru gününü çevreleyen olay penceresinde hisse senedi fiyatındaki değişimler gözlemlenir. Bu şekilde temettü duyurularının fiyat etkisi ölçülmektedir. Literatürde olay çalışması yöntemiyle yapılan pek çok çalışmayla sinyal teorisi desteklenmiştir (Koch ve Shenoy, 1999: 17-18).

İkinci yöntem ise zaman serileri kullanılarak temettü politikasındaki değişiklikler ile gelecekteki kazanç veya nakit akışları arasındaki ilişkinin incelenmesidir. Çünkü Lintner (1956) ve Miller ve Modigliani (1961) gibi sinyal teorisini ilk ortaya atan araştırmacılar temettü değişimlerinin yöneticilerin şirketin geleceği hakkındaki beklentisini yansıttığını ifade etmişlerdir. Teorik desteği çok güçlü olan sinyal teorisi bu yöntemle test edildiğinde tutarlı sonuçlar elde edilememiştir (Ho ve Wu, 2001: 963).

Sinyal teorisinin olay çalışması ile test edilmesi bazı sakıncaları beraberinde getirmektedir. Asquith ve Mullis'in (1983) ifade ettiği gibi temettü duyurularından sonra oluşan fiyat hareketi salt sinyal teorisinin değil vergi etkisi, eldeki kuş teorisi, işlem maliyetleri teorisi, yaşam döngüsü teorisi gibi başka teorilerin de etkisini içermektedir. Olay penceresindeki fiyat hareketinde söz konusu teorilerin etkilerini ayırtmak ampirik olarak imkânsız olup bu hareket bütün teorilerin birleşik etkisi olarak yorumlanabilir. Bu da ancak duyuruya pozitif ve negatif fiyat tepkisi bekleyen iki ayrı teoriler grubunun birbirlerine karşı toplam üstünlüğünü verebilir (Bajaj ve Vijh, 1990: 218). Bu sakıncalarına rağmen olay çalışması yöntemi, uygulamada sıklıkla kullanılması sebebiyle ikinci yöntemin sonuçlarını destekleyici bir metot olarak kullanılmıştır. İki yöntemle ait sonuçların birbirleri ile çelişmesi halinde temettü ile gelecek kârlar arasındaki ilişkiyi inceleyen yöntemin sonuçları dikkate alınacaktır. Nitekim, literatürde sinyal teorisinin en güçlü ampirik test yöntemi, bir faaliyet dönemine ait temettü değişimleri ile gelecek yılların kazançları arasındaki ilişkinin tespiti olarak görülmektedir (Grullon vd., 2005; Kaymaz, 2010).

Ayrıca sinyal teorisini ampirik olarak test etmeye yarayan bu iki yöntemi eleştiren ve bu şekilde sonuç elde etmenin zorluklarından bahseden araştırmacılar da mevcuttur. Bu araştırmacılar sinyal teorisini en iyi şekilde yöneticilerin subjektif görüşlerinden (açık uçlu veya anket şeklinde) elde edilebileceğini düşünmektedir (Ö. Arslan, 2008: 86). Yönetici görüşlerine dayalı çalışmaların hemen hepsinde sinyal teorisini destekleyen sonuçlar elde edildiğinden bu çalışmada sadece ampirik testlere yer verilmiştir.

Sinyal teorisi literatüründe firmanın geleceğine yönelik işaret veren temettü türü olarak nakit temettü kullanılmaktadır. Çünkü hisse senedi temettüleri gerçek bir nakit temettü ödemesi olarak görülmemektedir. Hisse senedi temettüsünde şirketten bir nakit çıkışı olmayıp, kaynaklar arasında bir transfer yani muhasebe işlemi olmaktadır. Cari veya geçmiş dönem kârları sermayeye eklenmek suretiyle yeni hisse senetleri ortaklara payları oranında dağıtılır (Ross, 2003a: 496). Bu sebeple bu çalışmada sadece nakit temettüler analize dahil edilmiş ve bundan sonraki kısımda temettü ifadesi ile nakit temettü kastedilmiştir.

4.1. Temettü Duyurularının Fiyat Etkisi (Olay Çalışması)

Bu kısımda hisse senedi fiyatlarının temettü duyurularına nasıl tepki verdiği araştırılmıştır. Bu araştırma olay çalışması yöntemiyle gerçekleştirilmiştir. Olay çalışması yöntemi (case study method) kamuya açıklanan bir bilginin sürpriz sayılabilecek bir yönü varsa hisse senedinin piyasa değerinin etkileneceğini varsayan bir araştırma yöntemidir (Yılmaz ve Selçuk, 2010: 129). Bu yöntemle şirket birleşmesi, finansal tablo, temettü dağıtımı gibi özel durum açıklamalarının hisse senedi fiyatını nasıl etkilediği ölçülebilmektedir (Suwanna, 2012: 721).

Olay çalışmasında ilk adım olay gününün tespit edilmesidir. Olay günü olarak temettü dağıtımına dair yönetim kurulu kararının kamuya ilan edildiği yani KAP'a bildirildiği gün alınmıştır.¹³ Çünkü yönetim kurulu tarafından alınan kararın kamuya açıklandığı yani bilginin kamuya ilk aktarıldığı an kararın KAP'a bildirildiği gündür. Nitekim temettü duyurusu ilk kez kamuya açıklandığında hisse senedi fiyat tepkisi

¹³ KAP'a bildirim saatinde BİST kapanmış veya resmi tatil günü ise bildirim tarihi olarak sonraki ilk iş günü alınmıştır. Temettü dağıtımına ilişkin yönetim kurulu tarafından alınan kararlarının çoğunlukla aynı gün bazen de ertesi gün KAP'a bildirildiği 2 gün veya daha geç sürede yapılan bildirimlerin ise yok denecek kadar az olduğu gözlemlenmiştir. KAP platformundan önceki yıllar için ise temettü dağıtımına yönelik yönetim kurulu kararlarının Borsa İstanbul Günlük Bülteni ile duyurulduğu gün olay günü olarak alınmıştır.

oluşmaktadır.¹⁴ İkinci adım ise olay penceresinin belirlenmesidir. Olay penceresi olarak olay günü çevresindeki simetrik 3 gün alınmıştır. Yani olay öncesi günü, olay günü ve olay sonrası günü olmak üzere olay penceresi toplam 3 günden oluşmaktadır. Olay öncesi günü bilginin piyasaya önceden sızma ihtimalini, olay sonrası günü ise zayıf etkin piyasada bilginin piyasaya yayılma süresini içermektedir. Dolayısıyla toplam 3 günlük süreç finansal çalışmalarda olayın etkisinin ölçülmesi için yeterli görülmektedir. Nitekim olay penceresi genişledikçe hisse senedi fiyatını etkileyen başka olaylar yaşanabilmekte ve araştırılan olayın etkisinin doğru ölçüm ihtimali azalmaktadır.

Çizelge 4. Olay Penceresi

Olay Penceresi		Olay Penceresinin Amacı
Başlangıç	Bitiş	
-1	-1	Temettü duyurusu veya içeriğine yönelik bilgilerin içeriden öğrenenler tarafından kullanılıp kullanılmadığının test edilmesi. Piyasa düzenleyicileri için önem arz etmektedir.
0	0	Olay günü etkinin görülmesi.
1	1	Temettü duyurularının yani bilginin fiyata yansımalarının süresi. Piyasanın etkinliğine yönelik sonuçlar göstermektedir.
-1	1	Olay günü etrafındaki 3 günlük sürede olayın toplam etkisinin ölçülmesi.

Çizelge 4'te 3 günlük olay penceresi görülmektedir. Olay günü öncesi pencerede oluşan fiyat hareketliliği içerden ticaret yapanların (insider trading) olduğu anlamına gelir. Olay günü ve sonrasında oluşan fiyat hareketleri ise temettü duyurusuna piyasa tepkisi olarak kabul edilmektedir (Ali vd., 2017: 23). Bu sebeple bu çalışmada literatürle uyumlu olarak 3 günlük (-1,1) olay penceresindeki kümülatif fiyat hareketliliği olayın toplam etkisi olarak kabul edilmiştir. Bundan sonraki kısımlarda olay penceresi ifadesi ile (-1,1) penceresindeki 3 günlük süreç kastedilmiştir.

Olay çalışması yönteminin uygulanışındaki en önemli sorun etkisi araştırılan olayla birlikte başka olayların da olması, bu nedenle olayların etkisinin ayrıştırılamamasıdır (Günalp vd., 2010: 53). Örneğin temettü duyurularında sık rastlanabilecek durum temettü duyurularının mali tablolarla birlikte kamuya

¹⁴ Türkiye'de yönetim kurulu tarafından alınan temettü dağıtım kararları genel kurulda çoğunlukla kabul edilmekte ve bu sebeple yatırımcılar fiyat tepkisi için genel kurul kararını beklememektedir.

açıklanmasıdır. Bu durumda temettü duyurusunun net fiyat etkisini ölçmek zorlaşmaktadır. Ancak Türkiye’de yıl sonu mali tabloları o yıla ait temettü duyurularından genellikle çok daha erken açıklanmakta ve böyle bir sorun olmamaktadır. Nakit temettü ile hisse senedi temettü duyurularının birlikte açıklanmasına ise oldukça az sayıda rastlanmış olup söz konusu duyuruların hariç tutulmasına gerek görülmemiştir.

4.1.1. Hipotez ve Metodoloji

Uygulamanın amacı temettü duyurularının hisse senedi üzerinde fiyat değişimi yaratıp yaratmadığının belirlenmesidir. Bunun için 2 araştırma hipotezi kurulmuştur. Bunlardan birinci araştırma hipotezi,

H₁: “Beklenmeyen temettü değişimi (temettü değişimi) ile olay penceresindeki normalüstü getiriler arasında pozitif yönlü ilişki vardır.” şeklinde oluşturulmuştur.¹⁵

Bu hipotez sinyal teorisinin temettü değişimlerinin gelecekteki kârlar hakkında bilgi içerdiği tezini yansıtmaktadır. Çünkü temettü değişiminde şirketin gelecekteki finansal durumuna dair bilgi içeriği varsa bu bilgi etkin piyasalar kuramına göre temettü duyurusu yapıldığında yatırımcılar tarafından en hızlı şekilde fiyata yansıtılacaktır.

Hipotezin bağımsız değişkeni olan beklenmeyen temettü değişimini hesaplamada iki tür yaklaşım bulunmaktadır. Bunlardan ilki yalın temettü değişimi yaklaşımıdır (naive expectation model/random walk). Bu yöntemde temettü tutarı rassal bir değişken olarak kabul edilerek duyurusu yapılan temettü tutarı ile bir önceki yılın temettüsü arasındaki fark beklenmeyen temettü değişimi olarak kabul edilir. Bir başka ifade ile temettü değişiminin tamamı beklenmeyen temettü değişimi (unexpected dividend change) olarak alınmaktadır (Asquith ve Mullins, 1983; Aharony ve Dotan, 1994).

Literatürde yalın temettü değişimlerine karşı eleştiriler bulunmaktadır. Çünkü yalın temettü değişimi beklenen ve beklenmeyen (piyasa açısından sürpriz olan) değişiklikleri birbirinden ayırt edemez. Çünkü model cari dönem kârını ve piyasanın en son beklentilerini içermemektedir (Kaymaz, 2010: 128). Bu sebeple ikinci bir yaklaşım olarak çeşitli regresyon modelleri kullanarak veya yatırım şirketlerinin

¹⁵ Sıfır hipotez ise bunun tam tersi yani böyle bir ilişkinin olmadığıdır.

tahmini doğrultusunda tamamlanmış hesap döneminin temettü tutarı tahmin edilmeye çalışılır. Gerçekleşen temettü ile tahmin edilen temettü arasındaki fark beklenmeyen temettü değişimi olarak kabul edilir (Kaymaz, 2010: 128). Bu yaklaşımın amacı temettü değişimlerinin sürpriz olan kısmının ölçülmesidir. Ancak beklenen temettünün hesaplanmasına yönelik literatürde bir kıstas bulunmamaktadır. Ayrıca beklenen temettü ölçümü sırasında yapılacak hata terimlerinin, yaklaşımın sağlayacağı faydaları yok edip etmeyeceği de başka bir tartışma konusudur (Nissim ve Ziv, 2001: 2112). Türkiye özelinde şirketler için yapılmış geçmiş yıllara yönelik düzenli temettü tahminleri de bulunmamaktadır. Bütün bu sebeplerle bu araştırmada yalın temettü değişimi kullanılmış olup çalışmanın bundan sonraki kısmında beklenmeyen temettü değişimi ifadesi yerine yalnızca temettü değişimi ifadesi kullanılmıştır. Sonuç olarak temettü değişimi aşağıdaki denklemlerle hesaplanmıştır.

$$\Delta Div_{i,t} = \frac{(Div_{i,t} - Div_{i,t-1})}{BV_{i,t-1}} \quad (4.1)$$

Burada,

t : temettü duyurusunun yapıldığı yılı

$Div_{i,t}$: i şirketine ait t yılında duyurusu yapılan temettü miktarı

$Div_{i,t-1}$: i şirketine ait t-1 yılında duyurusu yapılan temettü miktarı

$BV_{i,t-1}$: i şirketine ait t-1 yılının sonundaki öz kaynakların defter değeri

$\Delta Div_{i,t}$: i şirketinin t yılında bir önceki yıla göre standartlaştırılmış temettü değişimini

göstermektedir.

Görüldüğü gibi temettü değişimi öz kaynakların defter değerinin yüzdesi olarak gösterilmiştir. Bu şekilde mutlak değer olarak küçük ancak oransal olarak büyük veya mutlak değerce büyük oransal olarak küçük değişimler şirketin öz kaynaklarının defter değerine göre standartlaştırılmıştır.¹⁶ Ayrıca deflatör olarak $Div_{i,t-1}$ 'in yerine $BV_{i,t-1}$ 'in kullanılması ile iki yıl arka arkaya temettü dağıtımı olmayan yılların temettü değişimlerinin hesaplanması da mümkün olmuştur. Temettü ve şirketin defter değeri hisse başına gösterilmek yerine toplam olarak gösterilmiştir.

¹⁶ Veri setinde negatif öz kaynağa sahip olan şirket olup olmadığı kontrol edilmiş ve böyle bir sorunla karşılaşmamıştır. Ayrıca ampirik çalışmalarda deflatör olarak öz kaynakların defter değeri yerine, toplam varlıkların defter değeri veya piyasa değeri de kullanıldığında sonuçların farklılaşmadığı görülmüş olup (Nissim ve Ziv, 2001: 2130) bu nedenle bu çalışmada deflatör olarak öz kaynakların defter değerinin kullanılması yeterli görülmüştür.

Bununla da analiz sonuçlarından şirketin hisse senedi sayısı değişimlerinin etkisinin arındırılması amaçlanmıştır.¹⁷

Hipotezin bağımlı değişkeni olan normalüstü getiri ise düzeltilmiş piyasa getirisi modeli (adjusted market return model) kullanılarak (4.2) nolu denklemlerle hesaplanmıştır.¹⁸

$$AR(j)_{i,t} = R(j)_{i,t} - IR(j)_{it} \quad (4.2)$$

Bu denklemlerdeki,

$AR(j)_{i,t}$: i şirketine ait t yılındaki j gününe ait normalüstü getiriyi,

$R(j)_{i,t}$: i şirketine ait t yılındaki j gününe ait getiriyi,

$IR(j)_{it}$: i şirketinin ait olduğu endekse ait t yılındaki j gününe ait getiriyi

göstermektedir.¹⁹

(4.2) nolu denklemlerde iki adet zaman boyutu olduğu için t ve j şeklinde iki zaman indisi kullanılmıştır.²⁰ Burada t temettü dağıtımı yapılan yılı göstermektedir. Diğer zaman indisi j ise temettü duyuru günü 0'ıncı gün kabul edilmek üzere olay gününe göre göreceli günü gösteren indistir. Yani;

$AR(-1)_{i,t}$: i şirketinin t yılında temettü duyurusundan 1 gün önceki normalüstü getiriyi,

¹⁷ Literatürde bedelli veya bedelsiz hisse senedi dağıtımı veya hisse senedi bölünmesi gibi nedenlerle hisse senedi sayısı değişen şirketlerin örneklem dışında tutulduğu çalışmalar da vardır (Ling, 2008: 31). Ancak tarafımızca bu şekilde veri kaybının fazla olabileceği nedeniyle temettü ve öz kaynakların toplam değeri üzerinden hesaplama yapılmıştır.

¹⁸ Her ne kadar bazı çalışmalarda riske göre düzeltilmiş piyasa getiri modeli (risk adjusted market return model) kullanılsa da, bazı sorunlarından dolayı düzeltilmiş piyasa getiri modelinden genellikle daha iyi sonuçlar üretmediğine dair sonuçlar veren araştırmalar vardır (Günalp vd., 2010: 58-59). Bu sebeple bu çalışmada piyasa getiri modeli tercih edilmiştir. Düzeltilmiş piyasa getiri modeli şirketin hisse senedi getirisinden piyasa endeks getirisinin çıkarılmasıyla hesaplanır (Healy ve Palepu, 1987: 10).

¹⁹ Normalüstü getirilerin hesaplanmasında finansal şirketler için BİST Mali getiri endeksi, imalat sanayi şirketleri için ise BİST Sınai getiri endeksi kullanılmış, BİST100 veya BİST Tüm endeksleri tercih edilmemiştir. Buradaki amaç şirketin getirisinin bütün sektör şirketleri yerine sadece kendi sektörü ile karşılaştırılmasıdır. Böylelikle normalüstü getiri daha doğru ölçülmek istenmiştir. Ayrıca BİST Mali ve BİST Sınai endeksleri için fiyat endeksleri yerine getiri endeksleri tercih edilmiştir. Burada da amaç normalüstü getirileri en doğru şekilde ölçebilmektir. Çünkü getiri endeksleri şirketlerin dağıtmış olduğu nakit temettülere göre düzeltilmekte olduğu için fiyat endekslerine göre daha doğru karşılaştırma (benchmark) imkanı sağlamaktadır (www.borsaistanbul.com).

²⁰ Klasik regresyon analizi kullanan araştırmacılar tek zaman indisi kullanmaktadır. Ancak sabit veya tesadüfi etkili panel veri analizinde hem birim hem zaman kesiti vardır ve birimlere (şirketlere) ait her bir verinin yıl bilgisi önemlidir (Güriş, 2015: 2).

$AR(0)_{i,t}$: i şirketinin t yılında temettü duyurusunun yapıldığı günkü normalüstü getiriyi,

$AR(1)_{i,t}$: i şirketinin t yılında temettü duyurusundan 1 gün sonraki normalüstü getiriyi,

göstermektedir.

Olay penceresi 3 günden oluştuğu için toplam üç gün için kümülatif normalüstü getiri hesaplanmıştır. Bunun için ise,

$$AR(a, b)_{i,t} = \sum_{j=a}^b AR(j)_{i,t} \quad (4.3)$$

formülü kullanılmıştır. Yani,

$AR(-1, -1)_{i,t}$: Temettü duyurusundan 1 gün önceki normalüstü getiriyi

$AR(0,0)_{i,t}$: Temettü duyuru günü normalüstü getiriyi

$AR(1,1)_{i,t}$: Temettü duyurusundan 1 gün sonraki normalüstü getiriyi

$AR(-1,1)_{i,t}$: Olay penceresindeki üç günlük (kümülatif) normalüstü getiriyi

göstermektedir. Söz konusu değişkenler her bir i şirketinin temettü duyurusu yapılan her bir t yılı için hesaplanmıştır. Daha sonra 3 günlük olay penceresi için ortalama kümülatif normalüstü getiri,

$$AR(-1,1) = \frac{1}{n.m} \sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^m AR(-1,1)_{i,t} \quad (4.4)$$

denklemleriyle hesaplanmıştır.²¹ Buradaki amaç her bir i şirketinin her bir t yılındaki (-1,1) olay penceresindeki normalüstü getirilerinin ortalamasının bulunmasıdır. Ayrıca benzer şekilde olay penceresindeki üç gün için ayrı ayrı ortalama normalüstü getiriler $AR(-1,-1)$, $AR(0,0)$ ve $AR(1,1)$ benzer ölçümle hesaplanmıştır.

Araştırma hipotezi iki şekilde test edilmiştir. Bunlardan ilki için temettü değişimleri (yani bağımsız değişken) dramatik azalış, azalış, artış, dramatik artış ve değişmeme olarak sınıflandırılmıştır. Sonra her bir grubunun olay penceresinde normalüstü getirilerinin (yani bağımlı değişken) sıfıra eşit olup olmadığı t testi ile test edilmiştir. Bu yöntem test sonuçlarını yalın bir şekilde görebilmek için literatürle

²¹ n şirket sayısı, m zaman boyutunu göstermek üzere, bütün şirketler için zaman boyutu aynı olmayıp (4.4) numaralı denklem gösterim amaçlıdır. “ $AR(-1,1) =$ Ortalama $(AR(-1,1)_{i,t})$ bütün (i,t) ikilileri için” şeklinde göstermek daha doğrudur.

uyumlu şekilde yapılmış bir kategorik analizdir. İkinci test yöntemi ise bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin panel regresyon analizi ile incelenmesidir. Bunun için tahmin edilecek panel veri modeli aşağıda gösterilmiştir.

$$AR(-1,1)_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 * \Delta Div_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.5)$$

Son 20 yılda panel veri ekonometrisinin gelişimi, hem birim (firma, şehir, ülke vb.) hem de zaman boyutu (yıl, ay vb.) olan veri setlerinde iki boyutu da dikkate alan panel veri analizlerinin gelişmesini sağlamıştır. Panel veri modelleri hem birim hem zaman etkilerini dikkate aldığı için sadece yatay kesiti dikkate alan regresyon analizine göre daha güvenilir sonuçlar üretmektedir.²² Bu sebeple değişkenler arasındaki ilişkilerin ölçümünde panel veri modelleri kullanılmıştır.

Panel veri modellerini tahmin etmek için yaygın olarak kullanılan 3 farklı tahmin modeli vardır. Bunlar *havuzlanmış en küçük kareler modeli/klasik model (pooled ordinary regression model)*, *sabit etkiler modeli (fixed effects model)* ve *tesadüfi etkiler modelidir (random effects model)* (Adaoğlu, 2000: 261). Klasik modelde panelin birim ve zaman etkisi ihmal edilmekte bir başka ifade ile bütün gözlemlerin homojen olduğu varsayılmaktadır. Bu nedenle klasik modelde sabit ve eğim katsayıları zaman ve birimler boyunca aynı kalmaktadır (Bolatoğlu, 2016: 407). Sabit ve tesadüfi etkiler modelinde ise birim ve/veya zaman boyutlarındaki heterojenlik dikkate alınmaktadır (Bolatoğlu, 2016: 407).

Kukla değişkenli sabit etkiler, F testi ve Hausman testi ile panelin modeline karar verilmiştir. Kukla değişkenli sabit etkiler yöntemi ile paneldeki zaman boyutuna ait kukla değişken katsayıları tahmin edilerek zaman etkisinin olup olmadığına karar verilmiştir (zaman boyutu T=12).²³ Birim boyutunun fazla olması nedeniyle birim etkisinin olup olmadığı F testi ile kontrol edilmiştir (Gürüş, 2015: 61). Söz konusu testlerde birim veya zaman etkisinden en az birinin bulunması klasik modelin kullanılamayacağı anlamına gelmektedir. Bu durumda tek veya çift yönlü model tercih edilmiştir. Tek veya çift yönlü modelin kullanımında sabit veya tesadüfi etkiler tahmincilerinin tercihinde önsel bilgiler ve Hausman test sonuçları

²² Panel veri modellerinin avantajları konusunda detaylı bilgi için Gürüş'in (2015) eseri incelenebilir.

²³ Bu yöntemde panel veri modelinde her bir zaman değişkenine ait bir kukla değişken eklenerek en küçük kareler yöntemiyle katsayılar tahmin edilmektedir. Zaman kukla değişkenlerinin sıfırdan farklı ve anlamlı olması durumunda zaman etkisi olduğu anlaşılmaktadır (Gürüş, 2015: 57). Bu yöntem birim boyutu yüksek olan veri setlerinde serbestlik derecesini çok düşürmesi nedeniyle birim etkisini belirlemek için kullanılmamaktadır.

kullanılmıştır. Hausman testinin sıfır hipotezi tesadüfi etkiler tahmincilerinin etkin olduğu ve bu nedenle tercih edilmesi gerektiğini, alternatif hipotez ise tesadüfi etkiler tahmincilerinin tutarsız olduğu bu nedenle sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini ifade eder (Baltagi, 2014: 76)²⁴.

Tahmin edilecek modelin değişen varyans, otokorelasyon veya birimler arası korelasyona (yatay kesit bağımlılığı/uzamsal korelasyon) sahip olması durumunda söz konusu sapmalara karşı dirençli standart hatalar üreten White (1980) veya Driscoll Kraay (1998) gibi tahmincilerden sapmanın türüne göre uygun olanı kullanılmıştır (Tatoğlu, 2016: 252,276). Zira panel veri modelleri için varsayımların birinde dahi sapma olsa varyans kovaryans matrisi birim matris olma özelliğini kaybetmekte ve tahminciler etkin olmamaktadır. Bu durumda t istatistikleri ve güven aralıkları da geçerliliklerini kaybetmektedir (Tatoğlu, 2016: 211,241). Sapmalara karşı dirençli istatistikler üreten yukarıda bahsedilen tahminciler Stata 13.1 paket programında hesaplanabilmektedir.

Ayrıca panel veri modellerinin tahmininde uygulama kolaylığı, pratik yorum olanağı ve serbestlik derecesinin daha yüksek olması nedeniyle sabit parametresi değişen (eğim katsayısı sabit) modeller kullanılmıştır (Bolatoğlu, 2016: 411). Sahte regresyona sebebiyet vermemesi için değişkenlerin panel birim kök testleri yapılmış ve durağanlıkları kontrol edilmiştir.²⁵

Çalışmanın 2. Araştırma hipotezi,

H₂: “*Temettü verimi ile olay penceresindeki normalüstü getiriler arasında pozitif yönlü ilişki vardır.*” şeklinde oluşturulmuştur.²⁶

Bu hipotez yalnız temettü değişiminin bahsedilen sakıncalarından kurtulabilmek amacıyla oluşturulmuştur. Çünkü temettü verimi şirketler ve yıllar arasında aynı ölçekte objektif olarak ölçülebilen bir değişkendir.²⁷

Hipotezin bağımsız değişkeni olan temettü verimi (4.6) numaralı formülle hesaplanmıştır.

²⁴ Model tercihleri için daha detaylı bilgi için Gürüş’in (2015) eseri incelenebilir.

²⁵ Bağımlı ve bağımsız değişkenin fark değişkeni olması ve panelin kısa olmasına rağmen (T=12) durağanlık kontrolü yapılmıştır.

²⁶ Temettü verimi hisse başına ödenen nakit temettünün hisse senedinin fiyatına olan rasyosudur (<https://economictimes.indiatimes.com/definition/dividend-yield, 02.04.2019>). Sıfır hipotez ise bunun tam tersi yani böyle bir ilişkinin olmadığıdır.

²⁷ Örneğin bir şirketin temettü duyurusu %5 denildiğinde, o şirketin fiyatından ve geçmiş yıl dağıttığı temettüden bağımsız olarak fiyatının %5’i kadar temettü dağıtımını yaptığı anlaşılmaktadır.

$$DY_{it} = DPS_{it}/P(-2)_{it} \quad (4.6)$$

DY_{it} : i şirketinin t yılında açıklanan temettü verimi (dividend yield),

DPS_{it} : i şirketinin t yılında açıklanan hisse başına brüt temettü miktarı (Dividend Per Share),

$P(-2)_{it}$: i şirketinin t yılında temettü duyurusundan 2 gün önceki orijinal (ham) hisse fiyatını göstermektedir.

Hipotezin bağımlı değişkeni olan olay penceresindeki normalüstü getirinin hesaplanması yukarıda anlatılmıştır.

H_2 hipotezi hem kategorik olarak hem de panel regresyon analizi ile test edilmiştir. Kategorik analiz için duyurular temettü veriminin yüksek veya düşük olmasına göre ortanca değerden (medyan) iki gruba ayrılmış ve her iki grubun olay penceresinde ortalama normalüstü getirisi hesaplanmıştır. Hem grupların ortalamasının birbirinden hem de her bir grubun ortalamasının sıfırdan farklı olup olmadığı t testi ile kontrol edilmiştir. İkinci yöntemde ise panel regresyon analizi ile hipotez test edilmiştir. Bunun için tahmin edilecek panel veri modeli,

$$AR(-1,1)_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 * DY_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.7)$$

şeklinde oluşturulmuştur.

Hipotezlerin test sonuçlarına geçmeden önce 4.1.2 ve 4.1.3 nolu kısımlarda temettü dağıtımlarına ilişkin veri seti ve tanımsal istatistikler sunulmuştur.

4.1.2. Veri Seti

Çalışmanın veri setini 31.12.2018 tarihi itibari ile Borsa İstanbul'a kote olan finansal ve imalat sanayi sektör şirketlerinden 2006-2018 döneminde en az bir kez temettü dağıtanlar oluşturmaktadır. Söz konusu yılların bir kısmında Borsa İstanbul'a kayıtlı olup sonradan iflas veya başka bir nedenle Borsa İstanbul'dan çıkan şirketlerin söz konusu yıllar arasındaki eğer varsa temettü dağıtımları analizde bulunmamaktadır. Ancak bu durumun örnek seçim hatası (sample selection bias) veya sağ kalma önyargısı (survivorship bias)²⁸ yaratacağı tarafımızca

²⁸ Sağ kalma önyargısı, veri dönemi uzun olan ampirik çalışmalarda iflas, birleşme, devir gibi nedenlerle veri döneminin sonuna kadar tüzel yaşamını devam ettiremeyen şirketlerin analize dahil edilmemesi, bir başka ifade ile örneklem seçiminin sadece "sağ kalabilen" şirketler üzerinden yapılmasının örneklem seçim hatasına neden olacağını ifade eden bir kavramdır (Ho ve Wu, 2001).

düşünülmemektedir. Nitekim Watts da (1973) bu durumu “*söz konusu firmalarda sinyal teorisinin geçerliliğine dair daha farklı sonuçlar olmasını gerektirecek herhangi bir neden bulunmamaktadır*” şeklinde açıklamaktadır (Watts, 1973: 196).

Veri döneminde 179 imalat sanayi şirketinden 115’i, 128 finansal şirketten 92’si en az bir kez temettü dağıtımını yapmıştır. Bu şekilde imalat sanayi ve finansal sektör şirketlerine ait toplam 1.702 temettü duyurusuna ulaşılmıştır. Ancak yarattığı bazı sakıncalardan dolayı listeden aşağıda sayılan duyurular çıkarılmıştır.

- Birden fazla temettü dağıtımını yapılan yılın temettü duyuruları
- Genel kurul ve yönetim kurulu arasındaki ihtilaf veya başka bir nedenle aynı yılın temettü tutarına ait sık sık değiştirilen temettü duyuruları
- Temettü avansı ödemesine dair duyurular
- Çalışma döneminin ilk yıllarında halka açık şirket sayılması sebebiyle KAP'a temettü dağıtım kararlarının duyurusunu yapan ancak borsaya kote olmayan bu sebeple hisse senedi piyasa fiyatları bulunmayan şirketlerin o yıllardaki duyuruları.

Yukarıda sıralanan nedenler dolayısıyla veri listesinden çıkarılan duyuru sınırlı sayıda olmuştur. Ancak veri döneminin ilk yılı olan 2006 yılında yapılan temettü duyuruları bir önceki yılın temettü miktarı veri setinde olmadığı için değişimi hesaplanabilen duyurular değildir. Bütün bunların sonucunda imalat sanayi şirketlerine ait 859 finansal şirketlere ait 567 olmak üzere toplam 1.426 değişimi hesaplanabilen temettü duyurusu (olay günü) elde edilmiştir.

Çalışmada kullanılan hisse senedi fiyat bilgileri (düzeltilmiş ve düzeltilmemiş fiyat) Finnet ve Matriks veri dağıtım şirketlerinden temin edilmiştir. BİST İmalat Sanayi ve BİST Finansal Sektör getiri endeksleri TCMB elektronik veri dağıtım sisteminden elde edilmiştir.²⁹ Temettü duyuru tarihleri ve açıklanan temettü tutarları KAP, Finnet haber expert modülü ve İş Yatırım web sayfasından temin edilmiş ve doğrulukları birbirleriyle kontrol edilmiştir. Şirketlerin öz kaynaklarının defter değeri de Finnet veri dağıtım şirketinden temin edilmiştir.

²⁹ Borsa İstanbul’da endeksler fiyat ve getiri endeksi olmak üzere 2 şekilde hesaplanmaktadır. Fiyat endeksleri ödenen nakit temettüleri dikkate almadığından Borsa performansını olduğundan daha düşük göstermektedir. Getiri endeksleri ise ödenen nakit temettülerin endekste hisse senetlerine ağırlıkları oranında tekrar yatırıldığını dikkate alarak hesaplanır (www.borsaistanbul.com). Bu yönüyle getiri endeksi fiyat endeksine göre daha doğru bir benchmark olarak kabul edilmektedir (<https://cleartax.in/s/total-return-vs-price-return-index>, 19.03.2019).

Ayrıca analizlerin uç değerlerden (outlier) etkilenmemesi için bağımlı ve bağımsız değişkenler %95 seviyesinde winsorize edilmiştir. Winsorize ederek uç değerlerin analizden tamamen çıkarılmasına yani veri kaybına engel olunmaktadır.³⁰

4.1.3. Tanımsal İstatistikler

Bu kısımda 2006-2018 dönemi için Borsa İstanbul şirketlerinin temettü dağıtımları hakkında bilgiler veren tanımlayıcı istatistikler sunulmuştur. Çalışma dönemi boyunca derlenen verilerden elde edilen istatistiklerin sunulmasının faydalı olacağı düşünülmektedir.

2006-2018 arasında en az bir kez nakit temettü dağıtımı yapan şirket sayıları sektör ve alt sektörlerine göre Çizelge 5'te gösterilmektedir. Bu dönemde imalat sanayinden 115, finansal sektörden 92 şirket en az bir kez temettü dağıtmıştır. İmalat sanayi sektöründe en az bir kez temettü dağıtımı yapan şirketler en çok taş ve toprağa dayalı imalat (24), kimya petrol plastik (21) ve metal eşya (20) alt sektörlerine aittir. Finansal sektörde ise holding ve yatırım şirketlerinde 30, gayrimenkul yatırım ortaklıklarında 22 ve banka ve finans kurumlarında 11 adet en az bir defa temettü dağıtan şirket bulunmaktadır.

³⁰ Bir değişkenin winsorize edilmesi istatistiksel analizin uç değerlerden etkilenmemesi için o değişkenin dağılımının istenen bir aralığa sıkıştırılmasıdır (Cebenoyan ve Strahan, 2004: 26). Örneğin bir değişken %90 seviyesinde winsorize edildiğinde, değişkenin ilk %5'lik diliminin 5. yüzdeliğe (5. percentile), son %5'lik dilimi ise 95. yüzdeliğe (95. Percentile) sabitlenmektedir. Ampirik çalışmalarda en çok %95 veya %99 seviyesinde winsorize etme işlemine rastlanmaktadır.

Çizelge 5. Sektörel Bazda 2006-2018 Döneminde Temettü Dağıtım Yapan Şirket Sayıları

Sıra	Sektör	Alt Sektör	Şirket Sayısı
1	İmalat Sanayi	Taş ve Toprağa Dayalı İmalat	24
2	İmalat Sanayi	Kimya Petrol Plastik	21
3	İmalat Sanayi	Metal Eşya	20
4	İmalat Sanayi	Metal Ana	14
5	İmalat Sanayi	Gıda İçki Tütün	11
6	İmalat Sanayi	Dokuma Giyim Deri	11
7	İmalat Sanayi	Kağıt Ürünleri Basım Yayın	9
8	İmalat Sanayi	Orman Ürünleri ve Mobilya	4
9	İmalat Sanayi	Diğer İmalat	1
Toplam			115
1	Finansal	Holding ve Yatırım Şirketleri	30
2	Finansal	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)	22
2	Finansal	Banka ve Finans Kurumları	11
3	Finansal	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları (MKYO)	9
4	Finansal	Sigortacılık	6
5	Finansal	Aracı Kurumlar	5
6	Finansal	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı (GSYO)	5
7	Finansal	Leasing ve Faktoring	4
Toplam			92

Çizelge 6’da ise 2006-2018 dönemi boyunca dağıtılan toplam brüt nakit temettü tutarı sektör ve alt sektörler bazında sunulmuştur. İmalat sanayi şirketleri 63,2 milyar TL, finansal şirketler ise 54,7 milyar TL brüt nakit temettü ödemesi gerçekleştirmiştir. İmalat sanayi sektöründe en büyük payı %32,1 ile kimya petrol ve plastik sanayi alt sektörü almıştır. İlk dört alt sektör temettü dağıtımlarının %91’ini oluşturmaktadır. Finansal sektörde ise bankalar ve finans kurumları tek başına temettü ödemelerinin %58,3’ünü gerçekleştirmiştir. Holding ve yatırım şirketleri ile beraber bu iki sektörün oranı %86’ya yükselmektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları dahil ilk üç alt sektörün temettü ödemeleri ise finansal sektörün neredeyse tamamını (%95) oluşturmaktadır. Banka ve finans kurumlarında temettü ödeyen şirket sayısı diğer alt sektörlerdekinden daha az olmasına rağmen ölçüklerinin büyüklüğünden dolayı tutar olarak temettü ödemelerinin önemli bölümünü oluşturmaktadır.

Çizelge 6. 2006-2018 Döneminde Sektörel Bazda Temettü Dağıtım Tutarları

Sıra	Sektör	Alt Sektör	Toplam Brüt Temettü Miktarı (Milyar TL)	Sektör İçindeki Payı
1	İmalat Sanayi	Kimya Petrol Plastik	20.3	32.1%
2	İmalat Sanayi	Metal Ana Sanayi	14.7	23.3%
3	İmalat Sanayi	Metal Eşya	11.7	18.6%
4	İmalat Sanayi	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	10.1	16.0%
5	İmalat Sanayi	Gıda İçki Tütün	5.0	7.8%
6	İmalat Sanayi	Dokuma Giyim Deri	0.7	1.1%
7	İmalat Sanayi	Kağıt Ürünleri Basım Yayın	0.5	0.8%
8	İmalat Sanayi	Diğer İmalat	0.2	0.2%
9	İmalat Sanayi	Orman Ürünleri ve Mobilya	0.1	0.1%
		Alt Toplam	63.2	100%
1	Finansal Sektör	Banka ve Finans Kurumları	31.9	58.3%
2	Finansal Sektör	Holding ve Yatırım Şirketleri	15.1	27.7%
3	Finansal Sektör	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	4.9	9.0%
4	Finansal Sektör	Sigorta	1.7	3.2%
5	Finansal Sektör	Aracı Kurumlar	0.4	0.7%
6	Finansal Sektör	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	0.3	0.5%
7	Finansal Sektör	Leasing ve Faktoring	0.2	0.5%
8	Finansal Sektör	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı	0.1	0.2%
		Alt Toplam	54.7	100%

Çizelge 7’de ise çalışma dönemi için sektörel bazda temettü verimleri gösterilmiştir. Son 13 yılda imalat sanayi şirketleri %7,84, finansal şirketler ise %3,58 ortalama temettü verimi sağlamıştır. Bu durum imalat sanayi şirketlerinin daha çok temettü kazancı, finansal şirketlerin ise sermaye kazancı sağladığını işaret etmektedir. Bir başka ifade ile finansal kurumlar iç kaynakları temettü olarak dağıtmak yerine genellikle yeniden yatırıma yöneltmektedir. Bu bulgular şeffaflığı ve güvenilirliği daha yüksek olan bankalar ile holdinglerin temettü yoluyla bilgi aktarımına ve temsilden kaynaklanan maliyetlerin azaltılmasına daha az ihtiyaç duymasının sonucu olabilir.

Alt sektörler bazında imalat sanayi sektöründe metal ana sanayi (%9,36), kimya petrol plastik (%8.93), kağıt ürünleri basım ve yayın (%8,85) alt sektörleri; finansal sektörde ise MKYO (%14,83), leasing ve faktöringlerin (%12,47) yüksek temettü verimi sağladığı görülmektedir. Banka ve finans kurumları (%2,92) ile

holding ve yatırım şirketlerinin (%3,54) daha düşük temettü verimi sağladığı görülmektedir.

Çizelge 7. 2006-2018 Döneminde Sektörlere Göre Temettü Verimleri³¹

Sektör	Alt Sektör	Toplam Temettü (Milyar TL)	Temettü Verimi
İmalat Sanayi	Metal Ana Sanayi	14.7	%9.36
İmalat Sanayi	Kimya Petrol Plastik	20.3	%8.93
İmalat Sanayi	Kağıt Ürünleri Basım ve Yayın	0.5	%8.85
İmalat Sanayi	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	10.1	%8.16
İmalat Sanayi	Dokuma Giyim Deri	0.7	%7.75
İmalat Sanayi	Metal Eşya	11.7	%5.79
İmalat Sanayi	Diğer İmalat	0.2	%5.55
İmalat Sanayi	Orman Ürünleri ve Mobilya	0.1	%5.26
İmalat Sanayi	Gıda İçki Tütün	5.0	%3.03
	Alt Toplam	63.2	%7.84
Finansal Sektör	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	0.3	%14.83
Finansal Sektör	Leasing ve Faktoring	0.2	%12.47
Finansal Sektör	Araç Kurumlar	0.4	%8.65
Finansal Sektör	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı	0.1	%7.54
Finansal Sektör	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	4.9	%5.85
Finansal Sektör	Sigorta	1.7	%5.29
Finansal Sektör	Holding ve Yatırım Şirketleri	15.1	%3.54
Finansal Sektör	Banka ve Finans Kurumları	31.9	%2.92
	Alt Toplam	54.7	%3.58
	Genel Toplam/Ortalama	117.9	%5.84

Her bir alt sektörün ortalama temettü verimi, her bir temettü duyurusundaki temettü veriminin brüt temettü miktarı ile tartılı ortalaması alınarak bulunmuştur.

Çizelge 8’de ise sektörel bazda temettü dağıtım oranları (Dividend Payout Ratio-DPR) sunulmuştur.³² İmalat sanayiinde (%54) temettü dağıtım oranı finansal sektöre göre (%18,6) çok daha yüksektir. Alt sektörler bazındaki sonuçlar temettü verimi ve tutarı için olan bulgulara benzerdir. Örneğin finansal sektörde en düşük temettü dağıtım oranı banka ve finans kurumları (%16,7) ile holding ve yatırım şirketi (%19,8) alt sektörlerine aittir.

³¹ Temettü verimleri yalnızca temettü dağıtımı yapılan duyuruların ortalamasını yansıtmaktadır. Temettü dağıtımı yapılmayan duyurular dikkate alındığında bu oran daha düşük çıkacaktır.

³² Temettü dağıtım oranı dağıtılabilir kârın ortaklara dağıtılan payıdır. SPK tarafından yayınlanan Kâr Payı Rehberinde (KPR) net dağıtılabilir dönem kârı; “net dönem kârından varsa geçmiş yıllar zararlarının ve genel kanuni yedek akçenin düşülmesi ile bulunan tutar” olarak tanımlanmıştır. Ayrıca bağışlar dağıtılabilir kâra eklenmektedir. 207 şirketin 12 yıllık dönemdeki söz konusu verilerin ulaşmanın zorluğundan dolayı şirketlerin net kârı yaklaşık dağıtılabilir kâr olarak kabul edilmiştir.

Çizelge 8. Sektörlere Göre Temettü Dağıtım Oranları (DPR)³³

Sektör	Alt Sektör	Toplam Temettü (Milyar TL)	Tem. Dağ. Oranı (DPR)
İmalat Sanayi	Dokuma Giyim Deri	0,7	%64.2
İmalat Sanayi	Kimya Petrol Plastik	20.3	%59.9
İmalat Sanayi	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	10.1	%56.2
İmalat Sanayi	Metal Ana Sanayi	14.7	%53.9
İmalat Sanayi	Kağıt Ürünleri Basım Yayın	0,5	%52.8
İmalat Sanayi	Metal Eşya	11.7	%52.4
İmalat Sanayi	Orman Ürünleri ve Mobilya	0,1	%47.8
İmalat Sanayi	Diğer İmalat	0,2	%47.2
İmalat Sanayi	Gıda İçki Tütün	5.0	%38.2
	Alt Toplam/Ortalama	63.2	%54.0
Finansal Sektör	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	0.3	%93.9
Finansal Sektör	Sigorta	1.7	%53.1
Finansal Sektör	Leasing ve Faktoring	0.2	%45.5
Finansal Sektör	Aracı Kurumlar	0.4	%42.1
Finansal Sektör	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı	0.1	%30.0
Finansal Sektör	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	4.9	%23.3
Finansal Sektör	Holding ve Yatırım Şirketleri	15.1	%19.8
Finansal Sektör	Banka ve Finans Kurumları	31.9	%16.7
	Alt Toplam	54.7	%18.6
	Genel Toplam/Ortalama	117.9	%28.7

Sonuç olarak yukarıdaki tablolardan imalat sanayi sektöründe temettü dağıtımlarının finansal sektör şirketlerine göre daha yüksek olduğu görülmektedir. İmalat sanayi sektöründe Kimya Petrol Plastik, Taş Toprağa Dayalı Sanayi ve Metal Ana Sanayi birden fazla analizde en çok temettü dağıtan alt sektörler olarak ortaya çıkmıştır. Finansal sektörde ise MKYO ve leasing ve faktoring yüksek temettü dağıtımına; banka ve finans kurumu ile holding ve yatırım şirketleri düşük temettü dağıtımına sahip olarak görünmektedir.

Çizelge 9’da ise yıllara göre temettü dağıtım yapan şirket, temettü dağıtım oranı ve temettü verimi gösterilmiştir. Küresel ekonomik krizin en yoğun hissedildiği 2009 yılında ve ardından 2010 yılında temettü dağıtan şirket sayısı diğer yıllara göre daha düşük olarak gerçekleşmiştir. Aynı zamanda temettü dağıtan şirketlerin temettü

³³ Temettü dağıtım oranı yalnızca dağıtım yapan şirketler için ölçülmüştür. Temettü dağıtmayan şirketler veya temettü dağıtmama kararı içeren duyurular dikkate alınırsa bu oran daha düşük çıkacaktır.

dağıtım oranı da düşük kalmıştır. Ancak 2009 yılında temettü verimi yüksektir. Bu durumun nedeni hisse fiyatlarının kriz dönemlerinde çok düşük seviyelere gelmesinden kaynaklanmaktadır.

Çizelge 9. Yıllara Göre Temettü Dağıtım Bilgileri

Yıl	Tem. Dağıtan Şirket Sayısı	DPR (%)	DY (%)	Tem. Artıran Şirket	Tem. Azaltan Şirket	Tem. Sabit tutan Şirket
2006	78	30.6	3.7	-	-	-
2007	87	32.1	6.9	67	28	16
2008	94	58.0	7.8	65	37	10
2009	73	22.0	8.6	23	76	17
2010	82	22.9	4.2	52	39	28
2011	98	27.6	4.0	66	33	25
2012	100	26.0	4.7	72	41	32
2013	115	26.0	4.2	77	41	30
2014	110	24.2	4.9	77	52	23
2015	130	29.8	4.7	98	33	20
2016	122	30.4	6.4	72	65	18
2017	115	26.6	6.6	72	57	17
2018	118	31.7	6.9	89	36	4
Ortalama /Toplam	1.322	28.7	5.8	830	538	240

4.1.4. Analiz ve Bulgular

Metodoloji kısmında belirtilen her iki araştırma hipotezi için öncelikle kategorik analiz sonuçları sunulmuştur. Daha sonra panel regresyon analizi sonuçları gösterilmiştir.

Çizelge 10'da H₁ hipotezi için kategorik analiz sonuçları bulunmaktadır. Bunun için temettü artışları kendi içinde ortanca gözlemden ikiye ayrılarak dramatik temettü artışı ve ılımlı temettü artışı olarak 2 gruba ayrılmıştır. Temettü azalışları da aynı yöntemle 2 gruba ayrılmıştır. Böylece toplam 4 grup elde edilmiştir. Bu işlemler hem imalat sanayi hem de finansal şirketler için yapılmıştır. Daha sonra her bir grubun (-1,1) olay penceresi içinde ortalama normalüstü getirisi hesaplanmıştır. Değişim yaratmayan temettü duyurularının (yani bir önceki yılla aynı miktarda temettü miktarı açıklanan duyurularının) sonuçları ise tasniflenmemiştir. Çünkü bu duyuruların normalüstü getiri sağlayacağına dair bir teorik beklenti olmayıp gözlem sayısı da oldukça düşüktür.

Çizelge 10. Temettü Değişimine Göre Hisse Senedi Fiyat Tepkileri

	İmalat Sanayi			Finansal		
	Gözlem Sayısı	Ort. Tem. Değ.	Normalüstü getiri (%)	Gözlem Sayısı	Ort. Tem. Değ.	Normalüstü getiri (%)
Azalış (Dramatik)	160	-8.1%	-0.62**	93	-6.2%	-0.01
Azalış (İlımlı)	159	-1.4%	-0.97**	93	-0.7%	-0.22
Artış (İlımlı)	235	1.4%	-0.42	161	0.5%	0.13
Artış (Dramatik)	235	8.0%	0.96***	161	4.5%	0.62**

Tem. Değ.= $\Delta \text{Div}/\text{BV}$ olmak üzere, ortalama temettü değişimi her bir kategorideki temettü değişimlerinin ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

*** %1, ** %5, * %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Çizelge 10'dan görüldüğü gibi imalat sanayi sektöründeki şirketler için H_1 araştırma hipotezini destekleyen sonuçlar elde edilmiştir. Dramatik ve ılımlı temettü azalışları için negatif, dramatik temettü artışları için pozitif normalüstü getiriler ölçülmüştür. İlımlı temettü artışlarına ise yatırımcılar istatistiksel açıdan anlamlı bir tepki göstermemiştir. Bu bulgu, ılımlı ölçüde temettü artışının hayatın doğal akışı içinde olduğu ve sürpriz bir durum olarak görülmemesi nedeniyle, beklenen bir sonuç olarak değerlendirilebilir. Elde edilen bu sonuçlar imalat sanayi şirketlerinde sinyal teorisini destekler niteliktedir. Finansal şirketlerde ise sadece dramatik temettü artışları için pozitif normalüstü getiri tespit edilmiştir. Yani finansal sektörde sadece temettü artışlarının önemli bir bilgi içeriğine sahip olduğu görülmüştür. Bu bulgu finansal sektörde sinyal teorisini temettü artışları özelinde destekleyen bir sonuçtur.

Elde edilen ilk bulgular sinyal teorisini desteklemekle birlikte teoriden sapmalar gözlenmektedir. Bunun nedeni yatırımcıların temettü duyurularına sadece geçmiş temettüleri dikkate alarak tepki vermemesi olabilir. Yani yalın temettü değişimi yatırımcı fiyat tepkisini açıklamakta çok başarılı olmayabilir.

Çizelge 11'de H_2 araştırma hipotezinin kategorik analiz sonuçları için temettü verimine göre hisse senedi fiyat tepkileri görülmektedir. İmalat sanayi sektöründe temettü verimi düşük olan duyurularda negatif (-%1.02), temettü verimi yüksek olan duyurularda ise pozitif normalüstü getiri (%0,60) ölçülmüştür. Söz konusu getiriler %99 güven seviyesinde sıfırdan farklıdır. Aynı zamanda aralarındaki fark da (%1,62) istatistiksel açıdan anlamlıdır ($p < 0,01$).

Finansal sektör duyurularında da benzer sonuçlar vardır. Ancak H_1 hipotezi sonucuna benzer şekilde temettü veriminin yüksek olması pozitif fiyat etkisi yaratmış

(%0,60), temettü verimi düşük olan duyurular ise anlamlı negatif fiyat etkisine (-%0,29) neden olmamıştır. Fakat her iki duyuru grubunun ortalaması arasındaki fark (%0,89) anlamlıdır.

Çizelge 11. Temettü Verimine Göre Hisse Senedi Fiyat Tepkileri

	İmalat Sanayi Gözlem:859		Finansal Gözlem:567	
	Düşük	Yüksek	Düşük	Yüksek
Temettü Verimi Ort.	1.42%	8.00%	0.82%	6.46%
Gözlem Sayısı	429	430	284	283
Normalüstü getiri (t değeri)	-1.02% (-5.16)	0.60% (3.09)	-0.29% (-1.21)	0.60% (3.09)
Fark	1.62%***		0.89%***	

Temettü verimi= Hisse başına temettü/ Hisse fiyatı, Hisse fiyatı temettü duyurusundan 2 gün önceki orijinal (düzeltilmemiş) fiyat olarak alınmıştır (Denklem 4.6)

*** %1 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Dolayısıyla H_2 hipotezini destekleyen bulgular elde edilmiştir. Sonuçlar H_1 hipotezi test sonuçlarına oldukça benzerdir. İmalat sanayi sektöründe temettü duyurularının fiyat etkisi daha belirgin olup sinyal teorisini desteklemektedir. Ancak finansal sektör duyurularının fiyat etkisi yüksek temettü verimi olan duyurularda geçerlidir. Yani finansal sektörde düşük temettü verimi içeren duyurular belirgin bir negatif etki yaratmamaktadır.

Çizelge 12 ve Çizelge 13’de sırasıyla H_1 ve H_2 hipotezlerinin panel regresyon analizi ile test sonuçları sunulmuştur. Panel regresyon analizi kategorik analizden daha güçlü bir test olup bu testin sonucu temettü duyurusunun fiyat etkisini daha güvenilir bir şekilde göstermektedir.

Çizelge 12’de temettü değişimi ile normalüstü getiri arasındaki ilişkinin panel veri modeli tahmin sonuçları bulunmaktadır. Olay penceresindeki 3 günden anlamlı etkinin sadece olay gününde olduğu görülmektedir. Bu durum bilginin piyasaya duyuru gününde yansıdığı ve yansıma süresinin daha uzun sürmediğini bir başka ifade ile piyasanın etkinliğini göstermektedir.³⁴ (-1,1) olay penceresinde her iki sektör için de %1 seviyesinde anlamlı eğim katsayısı (0,11) elde edilmiştir. Eğim katsayıları için hesaplanan t istatistiği imalat sanayi sektörü için daha büyüktür. Sonuçlar her iki sektör için H_1 hipotezini ve sinyal teorisini desteklemektedir.

³⁴ Fama (1970) Etkin piyasa hipotezini (efficient market hypothesis) kamuya açık olan tüm bilgilerin fiyata yansımış olması şeklinde ifade ortaya atmıştır. Piyasalar yeni bilgilere ne kadar hızlı tepki gösterirse o kadar etkin olarak görülmektedir (Woolridge, 1982: 244).

**Çizelge 12. Temettü Değişimi ile Normalüstü Getiri Arasındaki İlişki
Panel Veri Modeli Tahminleri**

$AR(a,b)_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 \cdot \Delta Div_{it} + \varepsilon_{it}$				
	İmalat Sanayi (859 gözlem)		Finansal Sektör (567 gözlem)	
Olay Penceresi	Eğim Katsayısı (β_1)	t istatistiği	Eğim Katsayısı (β_1)	t istatistiği
(-1,-1)	0.02	1.44	0.00	-0.25
(0, 0)	0.09***	4.36	0.09**	2.36
(1, 1)	0.01	0.63	0.01	0.03
(-1,1)	0.11***	4.03	0.11**	2.43

*** %1, ** %5 ve * %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$AR(a,b)_{it}$ = i şirketinin t yılındaki temettü duyuru gününe göre a ve b günleri arasındaki normalüstü getirisi (Denklem 4.3).

ΔDiv_{it} = i şirketinin t yılındaki temettü değişim oranı (Denklem 4.1).

Panelde zaman etkisi gözlenmemiş birim etkisinin varlığı tespit edilmiştir (Ek1 ve Ek2). Bu sebeple tek yönlü (birim etkili) panel veri modeline karar verilmiştir. Hem önsel bilgiler hem de Hausman testi sonucunda tek yönlü sabit etkiler modeli tercih edilmiştir (Ek3). Otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığına rastlanmamış ancak değişen varyans problemine rastlanmıştır (Ek4, Ek5, Ek6). Bu nedenle nihai olarak tek yönlü (birim etkili) sabit etkiler modelinde değişen varyans problemine karşı dirençli olan White (1980) tahmincisi kullanılmıştır (Ek7). Ayrıca 1. nesil birim kök testleri (Levin, Lin ve Chu (1992) ve Hadri (2000) testleri) ile bağımlı ve bağımsız değişkenin durağanlığı kontrol edilmiş ve birim köke rastlanmamıştır (Ek8, Ek9). Ek tablolar sadece (-1,1) olay penceresi ve imalat sanayi sektörü için gösterilmiştir. Çünkü söz konusu ek tablolar finansal sektör için ve diğer olay penceresi için benzerdir.

Çizelge 13'de ise temettü verimi ile normalüstü getiri arasındaki ilişki için panel veri modeli tahmini bulunmaktadır. Sonuçlar H_2 hipotezi ve sinyal teorisini desteklemekte olup Çizelge 12'dekine benzerdir. Bütün günler ve olay penceresindeki eğim katsayıları ve t istatistikleri imalat sanayi sektörü için finansal sektöre göre daha büyüktür. Ancak Çizelge 12'den farklı olarak olay öncesi ve sonrası günler için de katsayılar anlamlı bulunmuştur. Bu sonuç da duyuruya verilen tepkiyi temettü veriminin temettü değişimine göre daha iyi açıkladığına işaret etmektedir. Ayrıca bu sonuç imalat sanayi sektöründe temettü duyurusundan önceki bir gün için içeriden öğrenenler ticareti (insider trading) yapıldığını göstermektedir. Olayın etkisinin olaydan bir gün sonraya sarkması ise olağan bir bulgudur. Çünkü borsa seansı kapanmak üzere gelen duyurular böylesi bir sonuca neden olabilir. Ayrıca belirtmek gerekir ki üç günlük olay penceresinde en güçlü fiyat etkisi olay gününde yaşanmaktadır.

**Çizelge 13. Temettü Verimi ile Normalüstü Getiri Arasındaki İlişki
Panel Veri Modeli Tahminleri**

$AR(a,b)_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 \cdot DY_{it} + \varepsilon_{it}$				
	İmalat Sanayi (859 gözlem)		Finansal Sektör (587 gözlem)	
Olay Pencerelemi	Eğim Katsayısı (β_1)	t istatistiği	Eğim Katsayısı (β_1)	t istatistiği
(-1,-1)	0.05*	1.73	0.00	0.02
(0, 0)	0.25***	5.90	0.19***	4.45
(1, 1)	0.10***	3.16	0.08**	2.02
(-1,1)	0.39***	7.20	0.28***	3.94

*** %1, ** %5 ve * %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$AR(a,b)_{it}$ = i şirketinin t yılındaki temettü duyuru gününe göre a ve b günleri arasındaki normalüstü getirisi (Denklem 4.3).

DY_{it} = i şirketinin t yılında duyurulan temettü verimi (Denklem 4.6).

Panelde zaman etkisi gözlenmemiş birim etkisinin varlığı tespit edilmiştir (Ek10 ve Ek11). Bu sebeple tek yönlü (birim etkili) panel veri modeline karar verilmiştir. Hem önsel bilgiler hem de Hausman testi sonucunda tek yönlü sabit etkiler modeli tercih edilmiştir (Ek12). Otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığına rastlanmamış ancak değişen varyans problemine rastlanmıştır (Ek13, Ek14, Ek15). Bu nedenle nihai olarak tek yönlü (birim etkili) sabit etkiler modelinde değişen varyans problemine karşı dirençli olan White (1980) tahmincisi kullanılmıştır (Ek16). Ayrıca 1. nesil birim kök testleri (Levin, Lin ve Chu (1992) ve Hadri (2000) testleri) ile bağımlı ve bağımsız değişkenin durağanlığı kontrol edilmiş ve birim köke rastlanmamıştır (Ek9 ve Ek17). Ek tablolar sadece (-1,1) olay penceresi ve imalat sanayi sektörü için gösterilmiştir. Çünkü söz konusu ek tablolar finansal sektör için ve diğer olay pencerelemi için benzerdir.

Elde edilen tüm test sonuçları temettü duyurularının hisse senedi üzerinde pozitif fiyat etkisini göstermektedir. Bu pozitif etki temettü değişimi veya temettü verimi ile normalüstü getiriler arasında aynı yönlü ilişki olduğunu ifade etmektedir. Temettü duyurularına yatırımcılar tarafından verilen tepki sinyal teorisini desteklemektedir. Ayrıca imalat sanayi şirketlerinde finansal şirketlere göre daha güçlü sonuçlar elde edilmiştir. Finansal şirketlerde temettü artışları veya yüksek temettü verimi içeren duyurular pozitif fiyat etkisi yaratmaktadır.

Ayrıca bulgular temettü veriminin yalın temettü değişimine göre hisse senedi fiyat tepkilerini daha iyi açıkladığı izlenimini vermektedir. Bunu araştırmak için değişkenler arasındaki ilişkinin standart bir ölçeğini sunan korelasyon analizi yapılmıştır. Bu sebeple hem temettü verimi hem de temettü değişiminin (-1,1) olay penceresindeki normalüstü getiri ile olan korelasyon katsayıları Çizelge 14'te gösterilmiştir.³⁵

³⁵ Çizelge 14'deki korelasyon katsayıları, değişkenlerin birim ve zaman boyutları ihmal edilerek bütün gözlemler için yapılmıştır. Her bir birimdeki gözlem sayısının az olması nedeniyle bu yöntem tercih edilmiştir.

Çizelge 14. Korelasyon Analizi (İmalat Sanayi ve Finansal Şirketler İçin)

Toplam Gözlem:1.426	AR(-1,1)	DY	ΔDiv
AR(-1,1)	1		
DY	0,30	1	
ΔDiv	0,13	0,37	1

Çizelge 14'den görülmektedir ki; normalüstü getirinin temettü verimi ile olan ilişkisi ($\rho=0,30$ korelasyon) temettü değişimi ile olan ilişkisine göre ($\rho=0,13$ korelasyon) daha yüksektir. Yani hisse senedi fiyat tepkisi temettü verimine temettü değişiminden daha güçlü olmaktadır. Bu çizelge imalat sanayi ve finansal sektör şirketleri için ayrı ayrı yapılmamış sonuçların birbirine yakın olması sebebiyle analiz birlikte gerçekleştirilmiştir.

4.1.5. Sağlamlık (Robustness) Testleri

Bu kısımda öncelikle temettü duyurularının fiyat etkisinin şirket büyüklüklerine göre farklılaşıp farklılaşmadığı araştırılmıştır. Bunun için temettü duyuruları duyuruyu yapan şirketin öz kaynaklarının defter değerine göre ortanca gözlemden 2 gruba ayrılmıştır. Bu işlem imalat sanayi ve finansal sektör şirketleri için ayrı ayrı yapılmıştır. Örneğin imalat sanayi sektöründe yapılan 859 duyurunun 430'u küçük 429'u büyük şirket grubuna dahil edilmiştir.³⁶ Daha sonra H_1 ve H_2 araştırma hipotezleri küçük ve büyük şirket duyuruları için ayrı ayrı panel veri analizi ile test edilmiştir.

Çizelge 15'te imalat sanayi sektörüne ait sonuçlar bulunmaktadır. H_1 hipotezinin testinde (bağımsız değişken temettü değişimi iken) büyük şirket duyurularında eğim katsayısı ve t istatistiği küçük şirketlere göre daha büyüktür. H_2 hipotezi için de (bağımsız değişken temettü verimi iken) aynı durum geçerlidir. Bu sonuçlar imalat sanayi sektöründe büyük şirketlere ait temettü duyurularının fiyat etkisinin küçük şirketlere göre daha güçlü olduğunu göstermektedir.

³⁶ Bir şirketin herhangi bir yıldaki duyurusu küçük şirket duyurusuna girerken aynı şirketin yıllar içindeki öz kaynakların defter değerindeki dramatik artıştan dolayı başka bir yıl yaptığı duyuru büyük şirket duyurusuna girebilmekte veya bunun tam tersi olabilmektedir.

Çizelge 15. Şirket Büyüklüğüne Göre Temettü Duyurularının Fiyat Etkisi (İmalat Sanayi Sektörü)

	$AR(-1,1)_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 \Delta Div_{it} + \varepsilon_{it}$		$AR(-1,1)_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 DY_{it} + \varepsilon_{it}$	
	Eğim Katsayısı (β_1)	t istatistiği	Eğim Katsayısı (β_1)	t istatistiği
Küçük Şirket Duyuruları (430 gözlem)	0.09***	2.64	0.35***	4.49
Büyük Şirket Duyuruları (429 gözlem)	0.14***	2.93	0.46***	5.33

***: %1 seviyesinde anlamlılık

Yapılan testler sonucunda tek yönlü (birim etkili) sabit etkili model kullanılmasına karar verilmiştir. Otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığına rastlanmamış ancak değişen varyans problemine rastlanmıştır. Bu nedenle sabit etkiler modelinde değişen varyans problemine karşı dirençli olan White (1980) tahmincisi kullanılmıştır.

Çizelge16’da ise finansal sektöre ait sonuçlar bulunmaktadır. H_1 ve H_2 hipotezleri için büyük şirket duyurularında eğim katsayıları ve t istatistikleri küçük şirketlere göre daha büyüktür. Hatta H_1 hipotezi (bağımsız değişken temettü değişimi) küçük şirket duyurularında %10 anlamlılık seviyesinde reddedilmiştir.

Çizelge 16. Şirket Büyüklüğüne Göre Temettü Duyurularının Fiyat Etkisi (Finansal Sektör)

	$AR(-1,1)_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 \Delta Div_{it} + \varepsilon_{it}$		$AR(-1,1)_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 DY_{it} + \varepsilon_{it}$	
	Eğim Katsayısı (β_1)	t istatistiği	Eğim Katsayısı (β_1)	t istatistiği
Küçük Şirket Duyuruları (284 gözlem)	0.07	1.21	0.28***	3.07
Büyük Şirket Duyuruları (283 gözlem)	0.32***	3.71	0.30***	3.55

***: %1 seviyesinde anlamlılık

Yapılan testler sonucunda tek yönlü (birim etkili) sabit etkili model kullanılmasına karar verilmiştir. Otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığına rastlanmamış ancak değişen varyans problemine rastlanmıştır. Bu nedenle sabit etkiler modelinde değişen varyans problemine karşı dirençli olan White (1980) tahmincisi kullanılmıştır.

Elde edilen bulgular hem imalat sanayi hem de finansal sektörde temettü duyurularının büyük şirketler için daha güçlü fiyat etkisi yarattığını göstermektedir. Bu bulgu literatürdeki teorik bilgidен farklıdır. Çünkü literatürde küçük şirketlerde yönetici ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinin daha yüksek olduğu bu sebeple küçük şirketlerde temettünün fiyat etkisinin daha güçlü olduğu ifade edilmektedir (Buzby, 1975; Haw ve Kim, 1991). Bu çalışmada elde edilen farklılığın nedeni Borsa İstanbul şirketlerinde küçük şirketlerde sahiplik yoğunlaşmasının³⁷ daha yüksek olması olabilir. Çünkü sahiplik yoğunlaşması daha yüksek olan şirketlerde

³⁷ Sahiplik yoğunlaşması şirketin öz kaynaklarına az sayıda kişi veya kurumun sahip olması yani mülkiyet hakkının birkaç kişi veya kurumda olmasıdır (Ersay ve Çetenak, 2015: 509).

temettünün yatırımcılara aktardığı bilgi içeriğinin önemi azalmaktadır (Özvar ve Ersoy, 2017: 133).

Ayrıca bu kısımda hem finansal hem de imalat sanayi sektörü için elde edilen sonuçların alt sektörler bazında geçerli olup olmadığı kontrol edilmiştir. Bunun için fiyat etkisini temettü verimi daha iyi açıkladığı için H_2 hipotezi kullanılmıştır. Söz konusu hipotez alt sektörler bazında panel regresyon analizi ile test edilmiştir. Gözlem sayısı 20'nin altında olan alt sektörler için katsayılar hesaplanmamıştır. Çizelge 17'de test sonuçları yer almaktadır. Görüldüğü gibi imalat sanayi alt sektörlerinde katsayıların hepsi pozitif ve anlamlıdır. Ancak finansal sektörde bazı alt sektörlerde genellikle gözlem sayısının yetersiz olmasından dolayı pozitif katsayıların bazıları anlamlı bulunmamıştır. Bu sonuçlar hem imalat sanayi hem de finansal sektörlerde tespit edilen temettü duyurusunun fiyat etkisinin tüm alt sektörlerde geçerli olduğuna işaret etmektedir.

Çizelge 17. Alt Sektörlere Göre Temettü Duyurularının Fiyat Etkisi

		$AR(-1,1)_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 \cdot DY_{it} + \varepsilon_{it}$		
Sektör	Alt sektör	Gözlem Sayısı	Eğim Katsayısı (β_1)	Anlamlılık Seviyesi
İmalat Sanayi	Gıda İçki Tütün	87	1.29	0.00
	Dokuma Giyim Deri	55	0.43	0.00
	Orman Ürünleri ve Mobilya	15	-	-
	Kağıt Ürünleri Basım Yayın	50	0.52	0.03
	Kimya Petrol Plastik	154	0.20	0.07
	Taş ve Toprağa Dayalı İmalat	238	0.49	0.00
	Metal Ana	98	0.22	0.03
	Metal Eşya	150	0.37	0.01
Finansal	Banka ve Finans Kurumları	96	0.14	0.32
	Sigortacılık	44	0.46	0.03
	Leasing ve Faktoring	21	0.33	0.26
	Holder ve Yatırım Şirketleri	192	0.17	0.21
	Aracı Kurumlar	24	0.10	0.44
	GYO	111	0.51	0.00
	MKYO	60	0.20	0.18
	GSYO	19	-	-

Panel veri modeli bütün testler yapıldıktan sonra birime göre tek yönlü sabit etkiler modeli ile tahmin edilmiştir. Bunun için değişen varyans sorununa dirençli White (1980) tahmincisi kullanılmıştır.

4.1.6. Olay Çalışması Yöntemi Bulgularının Değerlendirilmesi

Olay çalışması yöntemiyle temettü duyurusunu çevreleyen (-1,1) şeklinde 3 günlük olay penceresinde nakit temettü duyurularının hisse senedi fiyatları üzerinde

etkisi olduğu tespit edilmiştir. İmalat sanayi sektöründe dramatik temettü artışlarında pozitif, dramatik veya ılımlı temettü azalışlarında negatif normalüstü getiriler gözlenirken finansal sektörde sadece dramatik temettü artışlarına pozitif normalüstü getiri ölçülmüştür. Benzer şekilde imalat sanayi sektöründe yüksek temettü verimi içeren duyurularda pozitif, düşük temettü verimi içeren duyurularda negatif normalüstü getiriler ölçülürken finansal sektörde yalnızca yüksek temettü verimi içeren duyurularda pozitif normalüstü getiriler görülmüştür. Her iki sektör için de temettü verimine göre ayrılan 2 grubun normalüstü getiri ortalaması arasındaki fark anlamlı bulunmuştur.

Ayrıca panel regresyon analizi sonucunda olay penceresindeki normalüstü getiriler ile temettü değişimi / temettü verimi arasında pozitif yönlü lineer ilişki tespit edilmiştir. Eğim katsayısı ve t istatistikleri imalat sanayi sektöründe finansal sektöre göre daha yüksek çıkmıştır.

Elde edilen bulgular her iki sektör için sinyal teorisini destekler niteliktedir. Ancak normalüstü getiriyi açıklamada temettü veriminin yalın temettü değişimine göre daha başarılı olduğu anlaşılmaktadır. Bu bulgu temettü değişiminin hesaplanması için yalın temettü yaklaşımından farklı metotların kullanılması gerekliliğini işaret etmektedir.

Sağlamlık (robustness) testi kısmında temettü duyurularının fiyat etkisi şirket büyüklüklerine göre de araştırılmıştır. Büyük şirketlerde fiyat etkisinin küçük şirketlere göre daha yüksek ve daha anlamlı olduğu görülmüştür. Bu sonuç hem imalat sanayi hem de finansal sektör için geçerlidir. Elde edilen bu bulgu küçük şirketlerde sahiplik yoğunlaşmasının daha yüksek olabileceği ihtimaline dayandırılmıştır.

Ayrıca sağlamlık testi kısmında imalat sanayi sektörü ve finansal sektör alt sektörlerine göre incelenmiştir. Temettü verimi ile normalüstü getiriler arasında yapılan panel veri modeli tahmini sonucunda bütün alt sektörlerde pozitif eğim katsayısı elde edilmiştir. Ancak finansal sektöre ait bazı alt sektörlerde eğim katsayılarının t istatistikleri anlamlı bulunmamıştır.

Temettü duyurularının pozitif fiyat etkisi yönünde elde edilen bu sonuç daha önce ifade edildiği gibi sinyal teorisini doğrulamamın ötesinde sinyal teorisi, eldeki

kuş teorisi ve temsil maliyeti teorisinin vergi etkisi, yaşam döngüsü ve işlem maliyeti teorilerine karşı üstünlüğünü göstermektedir.

4.2. Temettülerin Gelecekteki Kârlarla İlişkisi

Bu kısımda temettünün bilgi içeriği temettünün gelecekteki kâr değişimleri ile olan ilişkisi incelenerek test edilmiştir. Sinyal teorisinin özüne daha uygun olan bu yöntemin sonuçları Borsa İstanbul'a kote olan imalat sanayi ve finansal sektör şirketlerinde teorinin geçerli olup olmadığına dair kesin sonuçlar sunacaktır.

4.2.1. Hipotez ve Metodoloji

Çalışmanın araştırma hipotezi literatürdeki benzer araştırmalarda olduğu gibi aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur.

H₁: “*Beklenmeyen temettü değişimi (temettü değişimi) ile gelecekteki kâr değişimleri arasında pozitif yönlü ilişki vardır.*”.

Ball ve Brown (1968), Ball ve Watts (1972), Watts ve Leftwich (1977) gibi çok sayıda araştırmacının “kâr değişiminin rassal yürüyüş gösterdiği” tespitlerinden hareketle kâr değişimi ardışık yılların dönem net kârlarının farkı alınarak hesaplanmıştır (Healy ve Paleu, 1987: 11). Kâr değişiminin şirketlerin hisse sayısındaki değişimlerden etkilenmemesi için hisse başına kâr yerine toplam kârdan hareket edilmiştir. Ayrıca şirketler arasındaki ölçek farklılığı sorununu gidermek için dönem net kârları arasındaki fark bir önceki yıl sonuna ait öz kaynakların defter değerine bölünmüştür. Bunların sonucunda kâr değişimi aşağıdaki (4.8) numaralı formülle hesaplanmıştır.³⁸

$$\Delta E_{i,t} = \frac{(E_{i,t} - E_{i,t-1})}{BV_{i,t-1}} \quad (4.8)$$

Burada,

$\Delta E_{i,t}$: i firmasının t yılında bir önceki yıla göre kârının değişimini,

$E_{i,t}$: i firmasının t yılına ait dönem net kârını,

$BV_{i,t-1}$: i firmasının t-1 yıl sonu öz kaynaklarının defter değerini

³⁸ Kaymaz (2010)'un BİST özelinde yaptığı çalışmada vergi sonrası kâra dayalı aktif ve öz kaynak kârlılıklarındaki değişimlerin bağımlı değişken olarak kullanılması durumunda benzer sonuçlar etmiştir. Bu sebeple bu çalışmada dönem net kârları arasındaki değişim dikkate alınmıştır. Ayrıca diğer değişkenlerin benzer sonuçlar ürettiği kontrol edilmiş ve raporlanmamıştır.

göstermektedir.

Temettü değişimi de bir önceki kısımda anlatıldığı gibi yalın temettü değişimi yaklaşımıyla hesaplanmıştır. Çünkü Miller ve Shah (1995), Baker vd. (2003), Kuzucu (2015), Ö. Arslan (2015) ve Rahman (2015) gibi araştırmacıların çalışmalarından yöneticilerin temettü dağıtım oranından ziyade temettü tutarının istikrarlı olmasına önem verdiği anlaşılmaktadır. Benzer şekilde yatırımcılar temettü tutarının istikrarlı olmasını temettü dağıtım oranının istikrarlı olmasından daha değerli bulmaktadır. Sonuç olarak temettü değişimi (4.9) numaralı formülle hesaplanmıştır.³⁹

$$\Delta Div_{i,t} = \frac{(Div_{i,t} - Div_{i,t-1})}{BV_{i,t-1}} \quad (4.9)$$

Burada,

$Div_{i,t}$: i firmasının t yılına ait temettü miktarını (t+1'inci yılda duyurulan)

$\Delta Div_{i,t}$: i firmasının t yılında bir önceki yıla göre temettü değişimini

$BV_{i,t-1}$: i firmasından t-1 yıl sonundaki öz kaynakların defter değerini

göstermektedir.

Tahmin edilecek panel veri modeli için; Benartzi vd. (1997) ve Nissim ve Ziv (2001) denklemleri kullanılmıştır. Bu denklemler sırasıyla aşağıdaki gibidir.

Benartzi vd. (1997) regresyon modeli (BMT Modeli) :

$$\Delta E_{i,t+j} = a + b * \Delta Div_{i,t} + e_{i,t} \quad , \quad j=0,1,2 \text{ için} \quad (4.10)$$

Nissim ve Ziv (2001) regresyon modeli (NZ Modeli):

$$\Delta E_{i,t+j} = a + b * \Delta Div_{i,t} + ROE_{i,t+j-1} + e_{i,t} \quad , \quad j=0,1,2 \text{ için} \quad (4.11)$$

³⁹ (4.8) ve (4.9) numaralı formüller için paydada sırasıyla $E_{i,t-1}$ ve $Div_{i,t-1}$ yerine öz kaynakların defter değerini ifade eden $BV_{i,t-1}$ 'in kullanılmasının birinci nedeni mutlak değerce küçük/büyük ama oransal olarak büyük/küçük değişimlerin standartlaştırılarak daha doğru ölçülmesidir. Bir diğer amaç ise sonuçların Nissim ve Ziv (2001) ve Benartzi ve diğerlerinin (1997) sonuçları ile karşılaştırılmak istenmesidir. Ayrıca piyasa değeri yerine defter değeri ile standartlaştırmanın başkaca faydaları Nissim ve Ziv'in (2001) eserinde anlatılmıştır (Nissim ve Ziv, 2001: 2117). Her iki (bağımlı ve bağımsız) değişkenin ölçeğinin benzer olması eğim katsayısının mutlak değerce büyüklüğünün de kolayca yorumlanması avantajını getirmektedir.

şeklinde yazılabilir.⁴⁰

(4.11) nolu denklemdaki $ROE_{i,t}$ değişkeni i firmasının t yılına ait öz kaynak getirisini ifade etmekte olup aşağıdaki formülle hesaplanmıştır.

$$ROE_{i,t} = \frac{E_{i,t}}{BV_{i,t-1}} \quad (4.12)$$

(4.10) ve (4.11) numaralı denklemlerde $j=1$ ve $j=2$ için b eğim katsayısının pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı olması temettü değişimlerinin gelecekteki kâr değişimi üzerinde sırasıyla 1 ve 2 yıl için sinyal etkisinin olduğu anlamına gelmektedir. Ancak $j=0$ için bulunacak ilişki bir sinyal etkisi değil temettü değişimi ile kâr değişimi arasındaki eş zamanlı (contemporaneous) ilişkiyi gösterir. Eş zamanlı ilişki literatürde yapılan hemen her ampirik çalışmada tespit edilmiştir. Nissim ve Ziv (2001), Benartzi ve arkadaşlarının (1997) kullanmış olduğu (4.10) numaralı modeli ROE'nin kontrol değişkeni olarak modelde olmaması nedeniyle eleştirmiştir. Yazarlar Benartzi ve arkadaşlarının (1997) pozitif sinyal etkisi bulamaması hatta negatif eğim katsayısı elde etmesinin nedeni olarak bu durumu göstermiştir. Bu nedenle bu çalışmada NZ (2001) modeli ile elde edilecek sonuçlar temettünün gelecek yıllardaki kârlar üzerinde sinyal etkisine sahip olup olmadığını sonucunu verecektir. Ancak BMT (1997) modelinin sonuçları da bilgi amaçlı bulgular kısmında sunulmuştur.

4.2.2. Veri Seti

Türkiye'de temettü dağıtımları genellikle faaliyet döneminden sonra yıllık olarak yapılmaktadır. Faaliyet dönemine ait temettü dağıtım kararları da yönetim kurulları tarafından genellikle ertesi yılın Şubat ve Mayıs ayları arasında verilmektedir. Bu durum bir faaliyet döneminin temettü değişimi ile ertesi yılın kâr değişimi arasındaki ilişkiyi yapay olarak güçlendirir ve sonuçların yanlı olmasına neden olabilir. Bir başka ifade ile bulunacak bir ilişkinin gerçek bir sinyal etkisi olmama ihtimalini doğurur (Grullon vd., 2005: 1662). Bu sebeple Wats (1973), Healy ve Palepu (1988), Nissim ve Ziv (2001), Ho ve Wu (2001) ve Grullon'un

⁴⁰ Ampirik çalışmalarda yazarlar genellikle temettü artışları için ayrı temettü azalışları için ayrı şekilde temettü değişimi değişkeni de kullanmaktadır. Ancak bu durumda her iki grup arasındaki farklılık ölçülememektedir. Ayrıca bu çalışmadaki veri sayısı gelişmiş ülkelerdekine göre daha az olup bahsedilen şekilde bir gruplama yapılması durumunda serbestlik derecesi azalacaktır. Bu nedenlerden dolayı bahsedilen şekilde bir ayırım yapılmamıştır.

(2005) çalışmalarıyla uyumlu şekilde bir veri ayıklaması yapılmıştır. Bunun için temettü dağıtım kararı 1. Çeyrek finansal sonuçları açıklanmadan önce yapılan temettü duyuruları analizde bırakılmış, 1. Çeyrek finansal sonuçları açıklandıktan sonra yapılan temettü duyuruları ise analizden çıkarılmıştır. Bu şekilde zaten kamuya açıklanmış finansal sonuçların temettü dağıtımının sinyal etkisi olarak yorumlanmasından kaçınılmıştır.⁴¹

2006-2018 yılları arasındaki imalat sanayi ve finansal sektöre ait toplam 1.702 temettü duyurusundan belirtilen koşula uymayanlar çıkarıldığında imalat sanayi şirketleri için 778, finansal şirketler için 492 değişimi hesaplanmış temettü duyurusu elde edilmiştir. Hipotez testleri bu gözlemlerle gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada kullanılan şirket mali tablo bilgileri (net dönem kârı ve öz kaynaklar) Finnet veri dağıtım şirketinden temin edilmiş bir önceki uygulamada kullanılan değişkenlerden bu kısımda kullanılacak olanlar tekrar açıklanmamıştır.

4.2.3. Analiz ve Bulgular

Araştırma hipotezinin ilk önce kategorik analiz test sonuçları sunulmuştur. Bunun için önceki yıla göre artış içeren temettü duyuruları artışın büyüklüğüne göre ortancadan 2 gruba (dramatik artış ve ılımlı artış), benzer şekilde azalış duyuruları azalışın büyüklüğüne göre ortancadan 2 gruba (dramatik azalış, ılımlı azalış) ayrılmıştır. Son olarak bir önceki yıla göre göre değişim göstermeyen temettü duyuruları ise ayrı bir grupta toplanmıştır. Böylece temettü duyuruları 5 grupta sınıflandırılmıştır. Bu işlem hem finansal hem de imalat sanayi sektörü için yapılmıştır.

Çizelge 18'de finansal sektörden 492 temettü duyurusu için elde edilen sonuçlar bulunmaktadır. Görüldüğü gibi $t=0$ yılı için temettü tutarını düşüren (dramatik veya ılımlı) şirketlerin aynı yıl için ortalama kâr değişimi negatif; temettü tutarını artıran şirketlerin (dramatik veya ılımlı) aynı yıl için ortalama kâr değişimi pozitifdir. Söz konusu negatif ve pozitif ortalamalar %5 anlamlılık seviyesinde sıfırdan farklıdır. Yani kâr değişimleri ile temettü değişimleri arasında eş zamanlı bir ilişki bulunmaktadır. Bu eş zamanlı ilişki sinyal teorisinin varlığı hakkında herhangi bir sonuç üretmeyip sadece kâr değişimi ile temettü değişimi arasındaki eş zamanlı

⁴¹ Bu kriter Watts'ın (1973) yaklaşımıyla uyumludur. Watts (1973) sinyal teorisini yöneticilerin temettü dağıtım kararı verirken henüz kamuya açıklanmamış dâhili bilgileri kullanması şeklinde değerlendirmiştir.

ilişki olduğunu göstermektedir. Bu eş zamanlı ilişki literatürde ampirik çalışmalarda kanıtlanmış genelgeçer bir bulgu olup aslında kârın temettünün bir nedenseli olduğu anlamına gelmektedir. Çünkü bir faaliyet dönemi tamamlanıp kâr bilgisi oluştuktan sonra o dönemin temettü miktarına karar verilmektedir.

Ayrıca Çizelge 18’de bir faaliyet dönemi temettü değişimlerine göre ertesi yıl kâr değişim bilgileri bulunmaktadır. Görüldüğü gibi t=0 yılı için temettü tutarı azalan (dramatik veya ılımlı ölçüde) şirketlerin kârı ertesi yıl (t=1) anlamlı seviyede artmaktadır. Temettüsü t=0 yılında dramatik ölçüde artan şirketlerin ertesi yıl kârı ise anlamlı ölçüde düşmektedir. Bu tablodan ilk bakışta temettü değişimlerinin gelecekteki kârlar hakkında negatif yönlü bir sinyal verdiği anlaşılmaktadır. Oysaki Nissim ve Ziv’in (2001) ifade ettiği gibi ROE’nin ortalamaya dönen bir değişken olup modele dahil edilmemesi böylesi bir hatalı sonucun elde edilmesine sebep olmaktadır. Örneğin temettüsü dramatik ölçüde azalan bir şirketin temettü ile kâr değişimi arasındaki eş zamanlı ilişkiden dolayı o yıl kârının da bir önceki yıla göre önemli ölçüde azalmış olması muhtemeldir. ROE’nin ortalamaya dönme özelliğinden dolayı da bu şirketlerin ertesi yıl kârının artış gösterme ihtimali oldukça yüksektir. Bu durumda ROE değişkeninin dikkate alınmadığı bir analizde bir faaliyet döneminin temettü değişimi ile ertesi yılın kâr değişimi arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığı şeklinde yanlış bir sonuca ulaşılmaktadır.

Çizelge 18. Temettü Değişim Seviyesine Göre Eş zamanlı ve Gelecek Yıllık Kâr Değişimi (Finansal Şirketler)

Temettü Değişimi (Yıl 0)	Gözlem Sayısı (492)	Tem. Değ. Ort. (Yıl 0)	Kâr Değ. Ort. (Yıl 0) ve t istatistiği.	Kâr Değ. Ort. (Yıl 1) ve t istatistiği.
Azalış (Dramatik)	80	-4,7%	-4,99% -3,4	5,74% 3,3
Azalış (İlmlı)	80	-0,8%	-2,20% -2,3	1,78% 1,8
Değişmeme	52	0%	1,23% 0,7	1,03% 0,7
Artış (İlmlı)	140	0,6%	2,85% 3,9	0,69% 0,9
Artış (Dramatik)	140	5,0%	8,20% 9,2	-1,17% -1,3

Tem. Değ. Ort. : Temettü değişimi ortalaması; Kâr Değ. Ort. : Kâr değişimi ortalaması.

Temettü değişimi: $(\Delta \text{Div}/\text{BV}_{-1})$

Kâr Değişimi: $(\Delta \text{E}/\text{BV}_{-1})$

t istatistiği %1, %5 veya %10 seviyesinde anlamlı olan değişimler ve t değeri kalın yazılmıştır.

Benzer sonuçlar Çizelge 19’da imalat sanayi sektörü için bulunmaktadır. Temettü değişimi ile aynı yılın kâr değişimi arasında pozitif yönlü bir ilişki görülmektedir (eş zamanlı ilişki). Temettü değişimi ile 1 yıl sonraki kâr değişimi

arasında ise bir ilişkisizlik görünmektedir. Çünkü $t=0$ yılındaki temettü değişim seviyesine göre 5 gruptan 3'ünün gelecek yılki kâr değişimi sıfırdan farklı değildir. Ayrıca temettünün ılımlı azalış gösterdiği grubun ertesi yıl kâr değişimi pozitif (%1,64) olup negatif sinyal görünmektedir. Sadece temettüsü ılımlı artış gösteren şirketlerde ertesi yıl kâr değişimi pozitif (%1,73) olup sinyal teorisi desteklenmiştir. Dolayısıyla imalat sanayi sektöründe de ROE değişkeninin modele dahil edilmediği analizlerde temettü değişimi ile gelecek yılın kâr değişimi arasında pozitif bir ilişki bulunmamıştır.

Çizelge 19. Temettü Değişim Seviyesine Göre Eş zamanlı ve Gelecek Yıllık Kâr Değişimi (İmalat Sanayi Şirketleri)

Temettü Değişimi (Yıl 0)	Gözlem Sayısı (778)	Tem. Değ. Ort. (Yıl 0)	Kâr Değ. Ort. (Yıl 0) ve t istatistiği.	Kâr Değ. Ort. (Yıl 1) ve t istatistiği.
Azalış (Dramatik)	139	-6,1%	-6,5% -7,3	0,18% 0,2
Azalış (İlımlı)	139	-1,5%	-1,50% -2,2	1,64% 1,9
Değişmeme	63	0%	0,53% 0,3	1,65% 0,4
Artış (İlımlı)	218	1,6%	3,34% 6,7	1,73% 2,8
Artış (Dramatik)	219	8,0%	9,87% 13,1	0,49% 0,6

Tem. Değ. Ort. : Temettü değişimi ortalaması; Kâr Değ. Ort.: Kâr değişimi ortalaması.

Temettü değişimi: $(\Delta \text{Div}/\text{BV}_{-1})$

Kâr Değişimi: $(\Delta E/\text{BV}_{-1})$

t istatistiği %1, %5 veya %10 seviyesinde anlamlı olan değişimler ve t değeri kalın yazılmıştır.

Yukarıdaki sonuçlardan sonra ROE değişkenini dikkate alan bir kategorik analiz yapılarak temettü değişimi ile gelecek yılın kâr değişimi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu gösterilmeye çalışılmıştır. Bu amaçla öncelikle imalat sanayi sektöründe $t=0$ yılı için temettü ve kâr değişimine göre ertesi yılın kâr değişimini gösteren bir çizelge oluşturulmuştur. Çizelge 20'den görüldüğü gibi şirketlerin tüm gözlemleri $t=0$ yılındaki kâr değişim seviyesine göre 6 gruba ayrılmıştır. Daha sonra her bir kâr değişim grubuna dahil olan şirketlerin temettü duyuruları artış veya azalış şeklinde 2 gruba ayrılmıştır.⁴² Örneğin $t=0$ yılında kârı dramatik ölçüde artan şirketlerin aynı yıl için yaptıkları 127 adet temettü duyurusunun 111'i artış 16'sı azalış yönünde olmuştur. Temettü artış duyuruları ve azalış duyurularının ertesi yıla ait kâr değişim ortalamaları sırasıyla -%2,3 ve -%10,9 olup aradaki fark %8,6'dır. Temettü artış duyuruları lehine olan bu pozitif fark istatistiksel açıdan %5 seviyesinde anlamlıdır. Kâr değişim seviyesine göre oluşturulmuş toplam 6 gruptan

⁴² Bir önceki yıla göre temettünün değişmediği duyurular sınırlı sayıda olup analize dahil edilmemiştir.

4'ü için söz konusu farklar temettü artış duyuruları lehine pozitif ve anlamlıdır. *Sonuç olarak kâr değişim seviyesi sabitlendiğinde bir faaliyet döneminin temettü değişimi ile ertesi yılın kâr değişimi hakkında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Temettüsünü artıran şirketlerin azaltanlara göre ertesi yılki kâr değişimi daha yüksektir. Dolayısıyla temettünün bilgi içeriği (sinyal teorisi) imalat sanayi sektörü için doğrulanmaktadır. Bir başka ifade ile H_1 araştırma hipotezi imalat sanayi sektörü için kategorik analizle doğrulanmıştır.*

Çizelge 20. Temettü ve Kâr Değişim Seviyesine Göre Gelecek Yılın Kâr Değişimi (İmalat Sanayi Şirketleri)

Kâr Değişimi (t=0)	Gözlem Sayısı (651*)	Tem. Değişimi Ort. (t=0)	Gözlem Sayısı	Kâr Değişimi Ort. (t=1)	Fark (i-d)	t istatistiği
Azalış (Dramatik)	89	Artış (i) Azalış (d)	17 72	2,8% 4,0%	-1,2%	-0,3
Azalış (Ortalama)	89	Artış Azalış	25 64	6,3% 1,2%	5,1%	2,4
Azalış (Düşük)	90	Artış Azalış	39 51	2,3% 3,9%	-1,6%	-0,8
Artış (Düşük)	128	Artış Azalış	94 34	1,7% -2,2%	3,9%	2,7
Artış (Ortalama)	128	Artış Azalış	103 25	2,0% -3,8%	5,8%	2,8
Artış (Dramatik)	127	Artış Azalış	111 16	-2,3% -10,9%	8,6%	2,0

t istatistiği %1, %5 veya %10 seviyesinde anlamlı olan değişimler kalın yazılmıştır.

* Gecikmeli değerlerin kullanılması ile kayıp gözlem oluşması ve temettü değişiminin olmadığı duyuruların alınmaması nedeniyle 778 olan gözlem sayısı 651'e düşmüştür.

Tem. : Temettü, Ort. : Ortalama

Çizelge 21'de ise aynı yöntemle finansal sektör için elde edilen bulgular sunulmuştur. Bulgular imalat sanayi sektöründen farklı olarak finansal sektörde temettünün gelecek yılki kâr değişimleri ile ilişkisi olmadığını göstermektedir. Yani kâr değişim seviyesi sabitlendiğinde temettü değişikliği ertesi yıla ait kâr değişimi hakkında bilgi vermemektedir. Çünkü t=0 yılındaki kâr değişim seviyesine göre oluşturulan 6 gruptan hiçbirinde temettü artış ve azalış duyurularının ertesi yılki kâr değişimi ortalamaları arasındaki fark anlamlı değildir. Dolayısıyla kategorik analiz sonucunda H_1 araştırma hipotezi finansal sektör için reddedilmiştir.

Çizelge 21. Temettü ve Kâr Değişim Seviyesine Göre Gelecek Yılın Kâr Değişimi (Finansal Şirketler)

Kâr Değişimi (t=0)	Gözlem Sayısı (397*)	Tem. Değişimi (Ort.) (t=0)	Gözlem Sayısı	Kâr Değişimi (Ort.) (t=1)	Fark (i-d)	t istatistiği
Azalış (Dramatik)	54	Artış (i) Azalış (d)	12 42	9,0% 8,7%	0,3%	0,1
Azalış (Ortalama)	54	Artış Azalış	22 32	2,7% 4,6%	-1,9%	-1,0
Azalış (Düşük)	55	Artış Azalış	25 30	5,9% 3,6%	2,3%	1,0
Artış (Düşük)	78	Artış Azalış	60 18	1,6% -0,2%	1,8%	1,3
Artış (Ortalama)	78	Artış Azalış	69 9	1,9% 2,6%	-0,7%	-0,2
Artış (Dramatik)	78	Artış Azalış	61 17	-10,3% -6,3%	-4,0%	1,2

Tem. : Temettü, Ort. : Ortalama

t istatistiği %1, %5 veya %10 seviyesinde anlamlı olan değişimler kalın yazılmıştır.

* Gecikmeli değerlerin kullanılması ile kayıp gözlem oluşması ve temettü değişiminin olmadığı duyuruların alınmaması nedeniyle 492 olan gözlem sayısı 397'ye düşmüştür.

Özetle kategorik analiz sonuçları imalat sanayi sektöründe temettünün gelecekteki kâr değişimleri ile pozitif yönde ilişkili olduğunu ancak finansal sektörde böyle bir ilişkinin olmadığını işaret etmektedir. Ancak panel regresyon analizi daha güvenilir sonuçlar üretmekte olup H_1 hipotezinin bu yöntemle test sonuçları aşağıda sunulmuştur.

Çizelge 22'de BMT (1997) modeli test sonuçları bulunmaktadır. Görüldüğü gibi $j=0$ iken hem imalat sanayi hem de finansal sektör için eğim katsayısı pozitif ve %1 seviyesinde anlamlıdır. Bu sonuç temettü ile şirket kârlılığı arasındaki ampirik olarak kanıtlanmış eş zamanlı ilişkiyi gösteren bilinen bir sonuçtur. Ancak $j=1$ için her iki sektör için de negatif ve finansal sektör için %1 seviyesinde anlamlı eğim katsayısı (β_1) elde edilmiş olup bu sonuç temettü değişimleri ile gelecek yıl kârının negatif yönde ilişkili olduğunu göstermektedir. Elde edilen negatif yönlü sonuçlar kâr değişiminin sabitlenmediği (modele dahil olmadığı) kategorik analiz sonuçlarına benzemektedir. Ancak bu sonuç daha önce belirtildiği gibi yanlış bir bulgu olup modelde ROE değişkeninin olmamasından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla bu modelin sonuçları bilgi olarak raporlanmış olup H_1 hipotezinin reddini gerektirmemektedir.

Çizelge 22. Temettü değişimi ile Gelecek Yılların Kâr Değişimleri Arasındaki İlişki (BMT Modeli-Panel Veri Tahmin Sonuçları)

$\Delta E_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 * \Delta Div_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
	İmalat Sanayi Sektörü (778 gözlem)		Finansal Sektör (492 gözlem)	
	Eğim. Katsayısı (β_1)	Sign.	Eğim. Katsayısı (β_1)	Sign.
j=0	0,66***	0,01	0,57***	0,01
j=1	-0,10	0,47	-0,45***	0,01
j=2	-0,09	0,26	0,06	0,68

*** %1 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$\Delta E_{i,t+j}$: i şirketinin t+j yılında bir önceki yıla göre kâr değişimi (Denklem 4.8).

ΔDiv_{it} : i şirketinin t yılındaki temettü değişim oranı (Denklem 4.9).

Panelde (J=0,1,2 için) zaman ve birim etkisi kontrol edilmiş ve yalnızca zaman etkisi bulunmuş olup zaman etkili tek yönlü model tercih edilmiştir. Önsel bilgiler ve Hausman testi sonucunda tek yönlü sabit etkili modelin kullanılmasına karar verilmiştir. Değişen varyans problemine rastlandığı için değişen varyans sorununa dirençli White (1980) tahmincisi kullanılmıştır. Ayrıca Levin, Lin ve Chu (1992) ve Hadri'nin (2000) birinci nesil birim kök testleri sonucunda değişkenlerin durağan olduğu belirlenmiştir. Test sonuçları istenilmesi durumunda okuyucularla paylaşılabilir.

Çizelge 23'te Nissim ve Ziv (2001) modelinin panel veri tahmin sonuçları bulunmaktadır. J=0 için elde edilen pozitif β_1 katsayıları kâr ile temettü arasındaki bilinen eş zamanlı ilişkiyi göstermektedir. Ölçeği aynı olan iki değişken arasındaki eğim katsayısının 1'e yakın olması dönem kârı ile temettü tutarı arasındaki eş zamanlı ilişkinin ne kadar güçlü olduğunu göstermektedir. J=1 için imalat sanayi sektöründe β_1 eğim katsayısı pozitif (0,31) ve %1 seviyesinde anlamlıdır. *Bu sonuç imalat sanayi sektöründe temettü değişiminin gelecek yılki kâr değişimi ile pozitif yönlü ilişkisini yani bilgi içeriğine sahip olduğunu göstermektedir.* Bununla birlikte finansal sektörde j=1 için β_1 eğim katsayısı pozitif (0,19) olarak tahmin edilmiş ancak anlamlı bulunmamıştır. Bu sonuç finansal sektörde temettünün şirketin gelecek yıl kârı hakkında bilgi içeriğine sahip olmadığını göstermektedir. Yani H_1 hipotezi 1 yıl için imalat sanayi şirketlerinde kabul, finansal şirketlerde reddedilmiştir. Bu sonuç da H_1 hipotezinin kategorik analiz test sonuçlarıyla (kâr değişiminin sabitlendiği modelde) aynıdır.

Ayrıca her iki sektörde temettü değişimi ile temettü değişimini takip eden 2. yılın kâr değişiminin ilişkili olmadığı görülmektedir (j=2 için β_1 eğim katsayıları anlamlı değildir). Bu sonuç imalat sanayi sektöründe temettü değişiminden 1 yıl sonra gerçekleşen pozitif kâr değişiminin kalıcı olduğu anlamına gelmektedir.

Tahmin sonuçlarında her iki sektörde bütün j'ler için β_2 katsayılarının negatif ve anlamlı olması ROE değişkenin ortalamaya dönüş özelliğini göstermekte ve bu nedenle kontrol değişkeni olarak modelde olmasının önemini göstermektedir.

Çizelge 23. Temettü değişimi ile Gelecek Yılların Kâr Değişimleri Arasındaki İlişki (NZ Modeli-Panel Veri Tahmin Sonuçları)

$\Delta E_{i,t+j} = \beta_{0i} + \beta_1 * \Delta Div_{i,t} + \beta_2 * ROE_{i,t+j-1} + \varepsilon_{i,t}$				
	İmalat Sanayi Sektörü (778 gözlem)		Finansal Sektör (492 gözlem)	
	Eğim Kats. (β_1)	Eğim Kats. (β_2)	Eğim Kats. (β_1)	Eğim Kats. (β_2)
j=0	0,95***	-0,61***	0,85***	-0,94***
j=1	0,31***	-0,64***	0,19	-0,72***
j=2	-0,07	-0,54***	-0,18	-0,82***

*** %1 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$\Delta E_{i,t+j}$: i şirketinin t+j yılında bir önceki yıla göre kâr değişimi (Denklem 4.8).

$\Delta Div_{i,t}$: i şirketinin t yılındaki temettü değişim oranı (Denklem 4.9).

$ROE_{i,t+j-1}$: i şirketinin t+j-1 yılındaki öz kaynak getirisi (Denklem 4.12).

Panelde (J=0,1,2 için) zaman ve birim etkisinin varlığı tespit edilmiştir. Önsel bilgi ve Hausman test sonuçlarına göre 2 yönlü sabit etkiler modelinin kullanılmasına karar verilmiştir. Grup içi tahminci ile tahmin yapabilmek için bağımlı ve bağımsız değişkenlere grup içi dönüşüm uygulanmıştır (değişkenlerin kendisinden birim ve zaman ortalamaları çıkarılmıştır).⁴³ Dönüştürülmüş değişkenler kullanılarak havuzlanmış modelle eğim katsayıları tahmin edilmiş, bu modelde otokorelasyona rastlanmamış ancak değişen varyans problemine rastlanmıştır. Bu nedenle havuzlanmış model değişen varyans problemine karşı dirençli olan White (1980) tahmincisi ile tahmin edilmiştir. Ayrıca Levin, Lin ve Chu (1992) ve Hadri'nin (2000) birinci nesil birim kök testleri sonucunda dönüştürülmüş değişkenlerin durağan olduğu belirlenmiştir. Test sonuçları istenilmesi durumunda okuyucularla paylaşılabilir.

Finansal sektörde 1 yıl için temettünün sinyal etkisinin pozitif ancak anlamlı bulunmamasından dolayı aynı analiz her iki sektör için şirket büyüklüklerine göre ayrı ayrı tekrar yapılmıştır.

Çizelge 24'de imalat sanayi ve finansal sektör için NZ modeline ait panel veri modeli tahmin sonuçları sunulmuştur. Sonuçlar sadece j=1 yıl için gösterilmiştir. Görüldüğü gibi imalat sanayi sektöründe büyük şirketler için eğim katsayısı (β_1) 0.30, küçük şirketler için 0.36 ve her ikisi de %1 seviyesinde anlamlıdır. *Yani H_1 hipotezi imalat sanayi sektöründe büyük ve küçük şirketlerin her ikisi için de kabul edilmiş olup temettünün gelecek bir yılın kârı hakkında bilgi içerdiği anlaşılmaktadır. Finansal sektörde ise sonuçlarda şirket büyüklüğüne göre dramatik*

⁴³ Birim ve zaman etkisinin olduğu panel veri modelinde, sabit etkiler varsayımıyla değişkenlerden hem birimlere hem de zaman göre ortalamalar düşürülerek, birim ve zaman etkisinin olmadığı dönüştürülmüş değişkenlerle havuzlanmış model ile tahmin yapılabilmektedir. Detaylı bilgi için Tatoğlu'nun (2016) eseri incelenebilir.

farklılıklar vardır. Eğim katsayısı büyük şirketlerde pozitif (0,62) ve %1 seviyesinde anlamlı, küçük şirketlerde 0,13 olup anlamsızdır. Yani H_1 hipotezi finansal sektörde büyük şirketler için kabul edilmekte, küçük şirketlerde reddedilmektedir. Bu ise finansal sektörde temettünün gelecek dönem kârları hakkında bilgi içeriğinin büyük şirketler için geçerli olduğunu göstermektedir. Elde edilen sonuçlar olay çalışması yöntemi test sonuçları ile örtüşmektedir.

Çizelge 24. NZ Modeli-Panel Veri Tahmin Sonuçları (j=1 yıl için) Şirket Büyüklüklerine Göre

$\Delta E_{i,t+j} = \beta_{0i} + \beta_1 * \Delta Div_{i,t} + \beta_2 * ROE_{i,t+j-1} + \varepsilon_{i,t}$				
J=1 yıl için	Büyük Şirketler		Küçük Şirketler	
	Reg. Katsayısı (β_1)	Sign.	Reg. Katsayısı (β_1)	Sign.
İmalat Sanayi Sektörü	0,30***	0,01	0,36***	0,01
Finansal Sektör	0,62***	0,01	0,13	0,52

*** %1 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$\Delta E_{i,t+j}$: i şirketinin t+j bir önceki yıla göre kâr değişimi (Denklem 4.8).

$\Delta Div_{i,t}$: i şirketinin t yılındaki temettü değişim oranı (Denklem 4.9).

$ROE_{i,t+j-1}$: i şirketinin t+j-1 yılındaki öz kaynak getirisi (Denklem 4.12).

Panelde zaman ve birim etkisinin varlığı tespit edilmiştir. Önsel bilgi ve Hausman test sonuçlarına göre 2 yönlü sabit etkiler modelinin kullanılmasına karar verilmiştir. Grup içi tahminci ile tahmin yapabilmek için bağımlı ve bağımsız değişkenlere grup içi dönüşüm uygulanmıştır (değişkenlerin kendisinden birim ve zaman ortalamaları çıkarılmıştır). Dönüştürülmüş değişkenler kullanılarak havuzlanmış modelle eğim katsayıları tahmin edilmiş, bu modelde otokorelasyona rastlanmamış ancak değişen varyans problemine rastlanmıştır. Bu nedenle havuzlanmış model değişen varyans problemine karşı dirençli olan White (1980) tahmincisi ile tahmin edilmiştir. Ayrıca (Levin, Lin ve Chu (1992) ve Hadri'nin (2000) birinci nesil birim kök testleri sonucunda dönüştürülmüş değişkenlerin durağan olduğu belirlenmiştir. Test sonuçları istenilmesi durumunda okuyucularla paylaşılabilir.

4.2.4. Sağlamlık (Robustness) Testi

Bu kısımda öncelikle her iki sektör için de alt sektörlere göre analiz yapıldığında gözlem sayısının oldukça düşük seviyelere geldiği görülmüş ve bu nedenle alt sektörler bazında analizler raporlanmamıştır.

Ayrıca literatürde yalın temettü değişimi yaklaşımına olan eleştirilerden dolayı olay çalışması yöntemindeki gibi bağımsız değişken olarak temettü verimi alınarak ikinci araştırma hipotezi aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur.

H_2 : “Temettü verimi ile gelecekteki kâr değişimi arasında pozitif yönlü ilişki vardır”.

Bu hipotezin oluşturulmasındaki amaç objektif bir ölçüm olan temettü veriminin bağımsız değişken olarak kullanılarak beklenmeyen temettü değişiminin hesaplanmasında yaşanan sorunları aşabilmektir. Böylece farklı bir yaklaşımla temettünün gelecek yıl kârları hakkında bilgi içeriğinin olup olmadığı test edilmiştir.

Hipotezin testi için tahmin edilecek panel veri denklemi NZ modelinde temettü değişimi yerine temettü verimi değişkenini konulmasıyla aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

$$\Delta E_{i,t+j} = a + b * DY_{i,t} + ROE_{i,t+j-1} + e_{i,t} , \quad j=0,1,2 \text{ için} \quad (4.13)$$

şeklinde yazılabilir. (4.13) nolu denklemdeki bütün değişkenler daha önce açıklanmıştır.

Çizelge 25'te H₂ hipotezinin panel veri modeli tahmin sonuçları bulunmaktadır. İmalat sanayi ve finansal sektöründe j=1 için eğim katsayıları anlamlı bulunmamıştır. Bu da temettü veriminin gelecekteki kârlılığı açıklamada başarılı olmadığını göstermektedir. Yani temettü duyurusuna verilen tepkiyi temettü değişimine göre daha iyi açıklayan temettü verimi, temettünün gelecek kârlarla ilişkisini açıklayamamıştır.⁴⁴

Çizelge 25. Temettü Verimi ile Gelecek Yıl Kâr Değişim Arasındaki İlişki

$\Delta E_{i,t+j} = \beta_{0i} + \beta_1 * \Delta DY_{i,t} + \beta_2 * ROE_{i,t+j-1} + \varepsilon_{i,t}$				
	İmalat Sanayi Sektörü (778 gözlem)		Finansal Sektör (492 gözlem)	
	Eğim. Kats. (β_1)	Sign.	Eğim. Kats. (β_1)	Sign.
j=0	0,85	0,01	0,23	0,09
J=1	-0,09	0,57	-0,05	0,81

$\Delta E_{i,t+j}$: i şirketinin t+j bir önceki yıla göre kâr değişimi (Denklem 4.8).

$DY_{i,t}$: i şirketinin t yılındaki temettü değişim oranı (Denklem 4.9).

$ROE_{i,t+j-1}$: i şirketinin t+j-1 yılındaki öz kaynak getirisi (Denklem 4.12).

Panelde zaman ve birim etkisinin varlığı tespit edilmiştir. Bu sebeple modeldeki bağımlı ve bağımsız değişkenlere grup içi dönüşüm uygulandı. Dönüştürülmüş değişkenler kullanılarak havuzlanmış modelde eğim katsayıları tahmin edilmiş, bu modelde otokorelasyona rastlanmamış ancak değişen varyans problemine rastlanmıştır. Bu nedenle havuzlanmış model değişen varyans problemine karşı dirençli olan White (1980) tahmincisi ile tahmin edilmiştir. Ayrıca dönüştürülmüş değişkenlere ait birim kök testleri sonucunda değişkenlerin durağan olduğu belirlenmiştir. Test sonuçları istenilmesi durumunda okuyucularla paylaşılabilir.

⁴⁴ Söz konusu katsayılar büyük ve küçük şirket ayrımı için aynı şekilde anlamsız bulunmuş olup raporlanmamıştır.

4.2.5. Bulguların Değerlendirmesi

Sinyal teorisi bu kısımda temettü değişimlerinin gelecekteki kâr değişimleri ile ilişkisi olup olmadığı test edilerek araştırılmıştır. Bunun için yapılan kategorik analiz sonuçları imalat sanayi sektöründe araştırma hipotezini desteklemiş ve temettünün gelecek 1 yılki kâr değişimi hakkında bilgi içerdiği tespit edilmiştir. Zira $t=0$ yılında kâr değişimi aynı kategoride olan şirketlerin temettü değişimine göre (artış veya azalış) gelecek yılki kâr değişimleri arasında anlamlı farklılıklar olduğu görülmüştür. Temettüsünü artıran şirketlerin temettü azaltan şirketlere göre ertesi yıl kâr değişimi daha yüksektir. Finansal sektör için ise böyle bir ilişki bulunamamıştır.

Araştırma hipotezi ayrıca Nissim ve Ziv (2001) modeli için panel regresyon analizi ile test edilmiş ve sonuçlar kategorik analiz sonuçlarına benzer çıkmıştır. İmalat sanayi sektöründe bir faaliyet döneminin temettü değişimi ile ertesi yılın kâr değişimi arasında pozitif yönlü lineer ilişki bulunmuştur. Finansal sektörde ise bahsedilen ilişkiye büyük ölçekli şirketler için ulaşılmış küçük ölçekli şirketlerde herhangi bir ilişki elde edilememiştir. Dolayısıyla sinyal teorisi temettülerin gelecek kârlarla olan ilişkisi ile test edildiğinde imalat sanayi sektöründe tüm şirketlerde finansal sektörde ise büyük ölçekli şirketlerde teorinin geçerli olduğu tespit edilmiştir. Sonuçlar olay çalışması yöntemi sonuçları ile örtüşmektedir.

Ayrıca temettü değişimi ile gelecekteki kâr değişimleri arasında bulunan ilişki gelecek 1 yıla sınırlı kalmıştır (ABD ve Avrupa ülkeleri şirketlerinde genellikle 2 yıllık ilişki bulunmaktadır). Bir başka ifade ile bir faaliyet döneminin temettü değişimi ile 2 yıl sonraki yıllık kâr değişimi arasında ilişki bulunamamıştır. Bu bulgu temettü değişimini takip eden yılda gerçekleşen kâr değişiminin kalıcı olduğunu göstermektedir. Nitekim bu bulgu, yöneticilerin ancak kârlarda kalıcı değişimlerin olması durumunda temettü tutarında değişim yaptıkları fenomeniyile örtüşmektedir. Söz konusu bulgu Kaymaz'ın (2010) Türkiye şirketleri için temettü dağıtımlarının 1 yıllık sinyal etkisi bulduğu sonuçla da örtüşmektedir. 2 yıl yerine 1 yıllık sinyal etkisinin bulunmasının nedeni olarak Türkiye'deki şirketlerde sahiplik yoğunlaşmasının ABD ve Avrupa ülkelerine göre daha yüksek olması ihtimalini düşünmekteyiz. Ayrıca söz konusu sonuç gelişmekte olan ülkelere sinyal teorisinin geçerliliğinin gelişmiş ülkelere göre daha düşük olduğu alanyazınıyla da örtüşmektedir.

Sağlamlık testi kısmında panel regresyon analizinde yalın temettü değişimi yerine temettü verimi kullanılarak tahminler yenilenmiş ve gelecekteki kâr değişimini açıklamakta temettü veriminin anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Bu bulgu sinyal teorisinin özüne uygun bir sonuçtur. Çünkü sinyal teorisine göre yöneticiler şirketin gelecekteki finansal durumuna ilişkin öngörülerini dikkate alarak temettü miktarında artış veya azalış şeklinde değişim yapmaktadır.

Ayrıca elde edilen sonuç sinyal teorisinin tam tersi görüşü savunan yaşam döngüsü teorisinin (life cycle theory) Borsa İstanbul şirketlerinde geçerli olmadığını göstermiştir. Çünkü yaşam döngüsü teorisi temettü artışlarını firmanın olgunlaşması (azalan yatırım fırsatları) ve bunun neticesinde gelecekteki kâr veya nakit akışlarının azalmasının işareti olarak görmektedir. Bir başka ifade ile teori temettü değişimleri ile gelecekteki kâr değişimleri arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğunu ifade etmektedir (Grullon vd., 2002: 388).

5. SONUÇ

5.1. Sonuç

Bu çalışmada Borsa İstanbul'a kayıtlı imalat sanayi ve finansal sektör şirketlerinde nakit temettünün bilgi içeriğinin (sinyal teorisi) geçerli olup olmadığı araştırılmıştır.¹ Bunun için iki yöntem kullanılmış olup bunlardan ilki olay çalışması yöntemi ile temettü duyurularının fiyat etkisinin araştırılmasıdır. İkinci yöntem ise temettü ile gelecekteki kârlar arasındaki ilişkinin araştırılmasıdır.

Sinyal teorisinin testi için olay çalışması yönteminin kullanılma nedeni temettü dağıtımları şirketin gelecekteki finansal durumu hakkında bilgi içeriğine sahipse temettü duyurusu yapıldığında söz konusu bilginin piyasa fiyatına en hızlı şekilde yansıtacağı beklentisidir. Bu nedenle bu yöntemde temettü dağıtım gününü kapsayan (-1,1) şeklinde 3 günlük olay penceresinde hisse senedi fiyat hareketi incelenmiştir. Bu yöntemin en çok eleştirilen yönü temettü duyurusu yapıldığında hisse senedi fiyatını tek etkileyen faktörün sinyal teorisinin gerekçeleri olmadığı başka nedenlerin de olmasıdır (Bajaj ve Vijh, 1990: 218). Nitekim şirketlerin ihraç maliyetleri, vergi etkisi teorisi ve yaşam döngüsü teorisi temettünün negatif fiyat etkisi yaratacağını, eldeki kuş teorisi, sinyal teorisi ve temsil maliyetleri teorisi temettünün pozitif fiyat etkisi yaratacağını savunmaktadır. Söz konusu pozitif ve negatif etkilerin ayrıştırılamaması yöntemin eleştirilen tarafıdır. Ancak literatürde sıkça kullanılması nedeniyle bu yöntem ikinci yöntemi destekleyici bir metot olarak kullanılmıştır.

Olay çalışması yöntemiyle temettü duyurusunu çevreleyen 3 günlük olay penceresinde temettü duyurularının pozitif fiyat etkisi yarattığı tespit edilmiştir. İmalat sanayi sektöründe dramatik temettü artışlarında pozitif, dramatik veya ılımlı temettü azalışlarında negatif normalüstü getiriler gözlenirken finansal sektörde sadece dramatik temettü artışlarında pozitif normalüstü getiri ölçülmüştür. Benzer şekilde imalat sanayi sektöründe yüksek temettü verimi içeren duyurularda pozitif düşük temettü verimi içeren duyurularda negatif normalüstü getiriler ölçülürken

¹ Sinyal teorisi (temettün bilgi içeriği) nakit temettüler için ifade edilen bir teori olup çalışmada sadece temettü ifadesi kullanılarak nakit temettüler kastedilmiştir.

finansal sektörde yalnızca yüksek temettü verimi içeren duyurularda pozitif normalüstü getiriler görülmüştür. Her iki sektör için de temettü verimine göre ayrılan 2 grubun normalüstü getiri ortalaması arasındaki fark anlamlı bulunmuştur.

Ayrıca panel regresyon analizi sonucunda olay penceresindeki normalüstü getirilerle temettü değişimi / temettü verimi arasında pozitif yönlü lineer ilişki bulunmuştur. Eğim katsayısı ve t istatistikleri imalat sanayi sektöründe finansal sektöre göre daha yüksek çıkmıştır. Elde edilen bulgular her iki sektör için temettünün pozitif fiyat etkisini destekler nitelikte olmuştur.

Sağlamlık (robustness) testi kısmında temettü duyurularının fiyat etkisi şirket büyüklüklerine göre incelenmiştir. İmalat sanayi sektöründe büyük ve küçük ölçekli tüm şirketlerde temettünün pozitif fiyat etkisi olduğu görülmüştür. Ancak finansal sektörde yalnızca büyük ölçekli şirketlerde temettünün pozitif fiyat etkisinin varlığı tespit edilmiştir. Küçük ölçekli finansal şirketlerde temettü duyurusunun fiyat etkisine dair istikrarlı (robust) sonuçlar elde edilmemiştir.

Sonuç olarak olay çalışması yöntemi ile imalat sanayinde tüm şirketlerde finansal sektörde ise yalnızca büyük ölçekli şirketlerde temettü duyurusunun pozitif fiyat etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla olay çalışması yöntemiyle imalat sanayi sektörünün tamamında finansal sektörde ise büyük ölçekli şirketlerde sinyal teorisinin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca temettü artış veya azalışlarına verilen fiyat tepkisinin (normalüstü getirinin) 1960-2000 veri dönemi ile yapılan çalışmalardakine göre daha düşük olduğu görülmüştür. Bu bulgu son on yıllarda şirketlerin temettü dağıtım oranlarının düşmesi, denetim süreçlerinin gelişimi ile yönetici ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinin ve temettünün bilgi içeriğinin (dolayısıyla öneminin) azalması ile örtüşmektedir.

Son olarak sağlamlık testi kısmında temettü duyurularının fiyat etkisi imalat sanayi ve finansal sektörlerinin alt sektörlerine göre incelenmiştir. Temettü verimi ile normalüstü getiriler arasında yapılan panel veri modeli tahmini sonucunda bütün alt sektörlerde pozitif eğim katsayısı elde edilmiştir. Ancak finansal sektörde bazı alt sektörlerde eğim katsayılarının t istatistikleri anlamlı bulunmamıştır.

Ayrıca analizlerde normalüstü getiriyi açıklamada temettü veriminin yalnız temettü değişimine göre daha başarılı olduğu anlaşılmıştır. Bu sonuç temettü

değişimi değişkeni için yalın temettü yaklaşımından farklı metotların kullanılmasını işaret etmiştir.

Sinyal teorisinin ikinci ampirik test yöntemi ise şirketlerin temettü değişimi ile gelecek yılların kâr değişimleri arasındaki ilişkisinin incelenmesi olmuştur. Araştırma hipotezi ilk önce kategorik analiz ile test edilmiştir. Bunun için imalat sanayi ve finansal şirketler $t=0$ yılındaki kâr değişim seviyesine göre 6 gruba ayrılmıştır. İmalat sanayi sektöründe kâr değişim seviyesi sabitlendiğinde temettü değişiminin (artış veya azalış) gelecek yılın kâr değişimi hakkında bilgi verdiği görülmüştür. Çünkü 4 grup için temettüsünü artıran şirketlerin azaltanlara göre gelecek yılki kâr değişimi daha yüksek ve aradaki fark anlamlı olmuştur. Finansal sektörde ise böylesi bir farklılık bulunmamıştır. Yani kategorik analiz sonuçları imalat sanayi sektöründe sinyal teorisini doğrulamış finansal sektörde ise reddetmiştir.

Araştırma hipotezinin ikinci ve daha güçlü olan test yöntemi ise Nissim ve Ziv'in (2001) geliştirmiş olduğu modelin panel veri analizi ile tahmin edilmesi olmuştur. Panel veri analizi sonucunda imalat sanayi sektöründe $t=0$ yılındaki temettü değişimi ile ertesi yılın ($t=1$) kâr değişimi arasında pozitif yönlü lineer ilişki tespit edilmiştir. $t=0$ 'ıncı yıldaki kâr değişimi ile 2 yıl sonraki kâr değişimi arasında ise bir ilişki bulunmamıştır. Bu ise temettü değişimini takip eden yıldaki kâr değişiminin kalıcı olduğu anlamına gelmektedir. Nitekim bu bulgu, yöneticilerin ancak kârlarda kalıcı değişimlerin olması durumunda temettü tutarında değişim yaptıkları fenomeniyle örtüşmektedir. Finansal sektör için büyük ölçekli şirketlerde $t=0$ 'ıncı yıldaki temettü değişimi ile ertesi yılın kâr değişimi arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Ancak küçük ölçekli şirketlerde böylesi bir ilişki elde edilmemiştir. İmalat sanayi şirketlerinde sonuçlar şirket büyüklüğüne göre istikrarlı (robust) olup hem büyük hem küçük ölçekli şirketlerde temettü değişimlerinin gelecek yılın kâr değişimi ile ilişkili olduğu görülmüştür.

Yani sonuçta imalat sanayiinde hem büyük hem küçük ölçekli şirketlerde, finansal sektörde ise büyük ölçekli şirketlerde temettü değişiminin gelecekteki kâr değişimleri üzerinde sinyal etkisine (bilgi içeriğine) sahip olduğu görülmüştür.

Dolayısıyla hem temettü duyurularının fiyat etkisi hem de temettü değişimlerinin gelecekteki kâr değişimleri ile olan ilişkisinin incelenmesinde benzer

sonuçlar elde edilmiştir. Bu nedenle yatırımcıların temettü artış (azalış) duyurularına pozitif (negatif) tepki vermeleri rasyonel bir davranış olarak görünmektedir. İmalat sanayinde hem büyük hem kk ölçekli şirketler için, finansal sektörde ise sadece büyük ölçekli şirketler için sinyal teorisinin geçerli olduğu anlaşılmıştır. Ayrıca imalat sanayi sektöründe sonuçlar büyük ölçekli şirketler için kk leklilere göre daha güçlüdür. Bir başka ifade ile imalat sanayi sektöründe finansal sektöre göre; büyük şirketlerde kk şireklere göre nakit temettünün sinyal etkisi daha yüksektir.

Elde edilen bu sonuçlar sinyal teorisinin güçlü teorik desteğine hem de literatürdeki ampirik çalışma sonuçlarına uygun görünmektedir. Çünkü olay çalışması yöntemiyle yurt dışında yapılmış çalışmaların neredeyse tamamında temettü duyurusunun pozitif fiyat etkisi tespit edilmiştir. Türkiye’deki şirketler özelinde yapılan çalışmalarda temettünün negatif fiyat etkisini bulan çalışmalar da bulunduğu için geniş bir veri setiyle elde edilen bu sonuç önemli görünmektedir. Ayrıca temettü değişimi ile gelecekteki kr değişimini ilişkilendiren çalışmalarda birbiri ile tutarlı sonuçlar elde edilmediği ve Türkiye’deki şirketler için bu yöntemle yapılan çok az sayıda çalışma olduğu için bu araştırmada söz konusu pozitif ilişkinin bulunması önemli görünmektedir.

Ancak şirketlerin büyüklüğüne göre elde edilen sonuçlar teoriyle uyumlu görünmemektedir. Çünkü literatürde kurumsal yönetim ilkelerinin daha az uygulanması nedeniyle kk şirketlerde yönetici ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinin daha yüksek olduğu ve bu nedenle sinyal teorisinin daha güçlü olduğu savunulmaktadır. Bu çalışmada elde edilen farklılığın nedeni Türkiye’de kk şirketlerde sahiplik yoėunlařmasının² büyük şirketlere göre daha düşük olması ihtimaline dayandırılmıştır. Çünkü sahiplik yoğunlaşması daha düşük olan şirketlerde temettünün yatırımcılara aktardığı bilgi içeriği azalmaktadır (zvar ve Ersoy, 2017: 133).

Finansal sektörde ampirik olarak sinyal teorisinin daha az geçerli olması sonucu da alan yazın bilgileriyle örtüşmektedir. Çünkü finansal şirketlerde imalat sanayi şirketlerine göre denetim faaliyetleri daha sıkı, şeffaflık ve mali tablo güvenilirlikleri daha yüksektir. Bu nedenlerden dolayı teorik olarak yönetici ve

² Sahiplik yoğunlaşması şirketin öz kaynaklarına az sayıda kişi veya kurumun sahip olması yani mülkiyet hakkının birkaç kişi veya kurumda olmasıdır (Ersoy ve etenak, 2015: 509).

yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi ve sinyal teorisinin geçerliliğinin azalması beklenmektedir. Nitekim bu çalışmada finansal şirketlerin temettü verimi ve temettü dağıtım oranları imalat sanayi şirketlerine göre daha düşük çıkmış olup, bu bulgu şeffaflığı yüksek olan finansal şirketlerde temettü dağıtımına ihtiyacın daha az olduğu şeklinde yorumlanmıştır. Benzer şekilde temettü dağıtım gününden 1 gün önce için imalat sanayi sektöründe fiyat hareketi gözlenmiş ancak finansal şirketlerde böylesi bir hareket gözlenmemiştir. Bu bulgu da denetim faaliyetleri daha çok yüksek olması nedeniyle finansal şirketlerde içeriden öğrenenler ticaretinin daha zor olacağı teorik bilgisiyle uyumlu bir sonuçtur.

Son olarak belirtmek gerekir ki 1960-2000 arası verilerle yapılan çalışmalara göre temettü duyularının fiyat etkisi son yıllarda azalmıştır. Bu sonuç son yıllarda yapılan başka çalışmalarda da görülmektedir. Bu durumun nedeni son zamanlarda bilgi teknolojisinin hızla gelişmesi, denetleyici kurumların etkinliğinin artması ve muhasebe tablolarının güvenilirliğin artması olarak görülmektedir. Çünkü bu gelişmeler şirket yöneticisi ve yatırımcıları arasındaki asimetrik bilgiyi ve temettü dağıtımlarının aktardığı bilginin önemini azaltmaktadır.

5.2. Öneriler

Literatürde sinyal teorisini temettülerin gelecek kârlarla birlikte gelecek nakit akışları hakkında da bilgi verebileceğini ifade eden araştırmacılar mevcuttur (Al Qudah, 1996: 1267). Ampirik çalışmalarda benzer sonuçlar elde edilmekle beraber (Benartzi vd., 1997: 1011) bundan sonra yapılacak çalışmalarda temettü değişimi ile gelecek kârlar yerine gelecek nakit akışları arasında ilişki kurulması da faydalı olacaktır.

Benzer şekilde temettü değişimi ile gelecekteki hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar da literatüre katkı sağlayacaktır. Nitekim temettünün gelecekteki kârlar ile ilişkili olması hisse senedi getirileri ile de ilişkili olmasını gerektirir. Çünkü kâr değişimlerinin hisse senedi fiyatlarına yansması beklenmektedir.

Ayrıca yapılacak çalışmalarda, yöneticilerle yatırımcılar arasında bilgi asimetrisinin ölçüsü olabilecek kurumsal yönetim endeksi, şirketi takip eden analist sayısı, ortaklık yoğunlaşması gibi kriterlere göre sinyal teorisinin geçerliliğini

araştırmak bu alanda yapılmış sınırlı sayıda çalışma olan literatüre katkı sağlayacaktır.

Temettü değişimleri ile gelecekteki kârların ilişkisinin incelenmesinde örneklem sağ kalım yanlılığı (sample survivorship bias) görülebilmektedir.³ Çünkü genellikle temettüsü azalan veya sonlanan (omission) şirketlerin gelecekte iflas etme veya benzeri nedenlerle borsa kodundan çıkma ihtimali diğer şirketlere göre daha yüksektir (Healy ve Palepu, 1987: 26-28). Yapılan araştırmalarda seçilen örneklemde genellikle sağ kalan şirketlerin bulunup diğerleri bulunmamaktadır. Bu durum temettüsü azalan veya sonlanan şirketlerin gelecek yıllardaki kâr değişimlerinin olduğundan daha yüksek hesaplanmasına neden olmaktadır (Ho ve Wu, 2001: 968-971). Bu da temettü değişimi ile gelecekteki kâr değişimi arasındaki pozitif yönlü ilişkinin zayıflaması bir başka ifade ile sonuçların yanlı olması anlamına gelmektedir. Bu nedenle bundan sonraki çalışmalarda iflas eden veya liste dışı kalan şirketlerin analize dahil edilmesi ile temettü değişimi ile gelecekteki kâr değişimi arasındaki pozitif yönlü ilişkinin gücünün ve süresinin artması muhtemel görünmektedir.

Çalışmada kullanılan yalın temettü değişimi her ne kadar sinyal teorisinin geçerliliğini desteklese de elde edilen bulgular yalın temettü değişimi yerine beklenmeyen temettü değişiminin ölçüsü olarak farklı yaklaşımların uygulanmasının sonuçları daha güçlü hale getirebileceği işaret etmektedir. Bu yaklaşımlar Lintner'in (1956) temettü yumuşatma modeli (dividend smoothing) veya yatırım şirketlerinin beklenen temettü tutarlarını referans olan modeller olabilir. Nitekim son yıllarda Türkiye'deki şirketler için yatırım şirketleri tarafından temettü beklentileri oluşturulmaya ve kamuya açıklanmaya başlanmıştır.

³ Sağ kalma önyargısı, veri dönemi uzun olan ampirik çalışmalarda iflas, birleşme, devir gibi nedenlerle veri döneminin sonuna kadar tüzel yaşamını devam ettiremeyen şirketlerin analize dahil edilmemesi, bir başka ifade ile örneklem seçiminin sadece "sağ kalabilen" şirketler üzerinden yapılmasının örneklem seçim hatasına neden olacağını ifade eden bir kavramdır (Ho ve Wu, 2001).

KAYNAKÇA

- Aamir, M., Zullfiqar, S. and Shah, A. (2011). Dividend Announcements and the Abnormal Stock Returns for the Event Firm and its Rivals, *Australian Journal of Business and Management Research*, 1(8), 72-76.
- Abdioğlu, H. (2012). *Maliyet Muhasebesi*. Balıkesir: Dora Yayınları.
- Abdioğlu, N. ve Deniz, D. (2015). Borsa İstanbul'da İşlem Gören İmalat Sanayi Şirketlerinin Sermaye Yapılarının Firmaya Özgü Belirleyicileri, *Sosyoekonomi*, 23(26), 195-213.
- Adaoğlu, C. (2000). Instability in the Dividend Policy of the İstanbul Stock Exchange (ISE) Corporation: Evidence from an Emerging Market, *Emerging Markets Review*, 1(3), 1-35.
- Aharony, J. and Dotan, A. (1994). Regular Dividend Announcements and Future Unexpected Earnings: An Empirical Analysis, *Financial Review*, 29(1), 125-151.
- Aharony, J. and Swary, I. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis, *Journal of Finance*, XXXV(1), 1-12.
- Akgüç, Ö. (2011). *Finansal Yönetim*. (9. Baskı). İstanbul: Avcıol Basım.
- Akhigbe, A. and Madura, J. (1996). Dividend Policy and Corporate Performance, *Journal of Business Finance and Accounting*, 23(9), 1267-1287.
- Akyol, E. (2007). Temsil Sorunu ve Temettü Politikası Arasındaki İlişkiyi Test Etmeye Yönelik Olarak Türkiye Üzerine Bir Araştırma, Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Alam, Z. and Hossain, M.E. (2012). Dividend Policy: A Comparative Study of UK and Bangladesh Based Companies, *Journal of Business and Management*, 1(1), 57-67.
- Ali, I., Muhammad, N. and Gohar, A. (2017). Do Firms Use Dividend Changes to Signal Future Earnings? An Investigation Based on Market Rationality, *International Journal of Economics and Finance*, 9(4), 20-34.
- Al-Malkawi, H.A., Nizar, M.R. and Pillai, R. (2010). Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence, *International Bulletin of Business Administration*, (9), 171-200.
- Altaş, S. (2012). *Yeni Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Şirketler*. İstanbul: Seçkin Yayıncılık.

- Arslan, M. (2016). Firmaların Temettü Ödemeleri ile Firma Değeri Arasındaki İlişki ve BİST100’de Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli.
- Arslan, Ö. (2008). Firma Yöneticilerinin Temettü Dağıtımlarına Dair Algıları, *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 26, 1, 85-99.
- Al-Kuwari, D. (2009). Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries, *Global Economy & Finance Journal*, 2(2), 38-63.
- Asadi, A. and Zendehtdel, A. (2014). Signalling Effects of Dividend Announcements in Tehran Stock Exchange (TSE), *Indian Journal of Commerce & Management Studies*, V (2), 62-72.
- Asquith, P. and Mullins, D.W. (1983). The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth, *The Journal of Business*, 56(1), 77-96.
- Ateşgaoğlu, E. (2012). *Vergi Hukuku Bakımından Anonim Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı*. İstanbul: Oniki Levha Yayıncılık.
- Bajaj, M. and Vijh, A.M. (1990). Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Changes, *Journal of Financial Economics*, 26, 193-219.
- Baker, H. K. and Pawell, G.E. (2000). Determinants of Corporate Dividend Policy: A Survey of NYSE Firms, *Financial Practice and Education*, 10(1), 29-40.
- Baker, H.K., Saadi, S., Dutta, S. and Gandhi, D. (2007). The Perception of Dividends by Canadian Managers: New Survey Evidence, *International Journal of Managerial Finance*, 3(1), 70-91.
- Bakker, A., Levey, M.M. (2012). *Transfer Pricing and Intra-group Financing*. (1st Edition). Amsterdam: IBFD Publisher.
- Baker, H.K., Mukherjee, T.K. and Paskelian, O.G. (2006). How Norwegian Managers View Dividend Policy, *Global Finance Journal*, 17, 155–176.
- Baltagi, B. H. (2014). *Econometric Analysis of Panel Data*. (Fifth Edition). West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
- Başkaya, H. (2015). Halka Açık Firmalarda Kâr Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Olay Çalışması ile Ölçülmesi, Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Ben-David, I. (2010). *Dividend Policy Decisions*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Bender, R. and Ward, K. (2009). *Corporate Financial Strategy*. (Third Edition). Oxford: Elsevier.

- Belkayalı, N. (2004). Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB100 Endeksindeki Firmalar Üzerine Bir İnceleme, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Benartzi, S., Michaely, R. and Thaler. R. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?, *The Journal of Finance*, LII(3), 1007-1034.
- Berezinets, I., Ilina, Y., Smirnov, M. and Bulatova, L. (2017). How Does Stock Market React to Dividend Surprises? Evidence from Emerging Markets of India and Russia, *Journal of Asia-Pacific Business*, 18(3), 153–179.
- Berk, N. (1999). *Finansal Yönetim*. (4. Baskı). İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy, *Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.
- Bilgili, F. ve Demirkapı, E. (2015). *Şirketler Hukuku Dersleri*. (4. Basım). Bursa: Dora Yayınları.
- Bolatoğlu, N. (2016). *Örneklerle Ekonometri*. Ankara: BB101 Yayınları.
- Bozkurt, Ü, Arıkan, T. ve Doğukanlı, H. (2007). *İşletme Finansının Temelleri*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Borsa İstanbul, www.borsaistanbul.com.
- BPP Learning Media. (2016). *CIMA F3 Financial Strategy*. London.
- Brealey, R. A., Myers, S.C. and Allen, F. (2011). *Principle of Corporate Finance*. (Tenth Edition). New York: McGraw-Hill Irwin.
- Brook, Y., Charlton, W.T. and Hendershott, R.J. (1998). Do Firms Use Dividends to Signal Large Future Cash Flow Increases?, *Financial Management*, 27(3), 46-57.
- Buzby, S.L. (1975). Company Size, Listed Versus Unlisted Stocks and the Extent of Financial Disclosure, *Journal of Accounting Research*, 13(1), 16-37.
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle, *Journal of Portfolio Management*, Special Issue, 8-12.
- Boztosun, D. (2006). Temettü Dağıtım Kararının Farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü , Ankara.
- Carroll, T.J. (1995). The Information Content of Quarterly Dividend Changes, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 10(2), 293-320.
- Cebenoyan, A.S and Strahan, P.E. (2004). Risk Management, Capital Structure and Lending at Banks, *Journal of Banking & Finance*, 28, 19-43.
- ClearTax, <https://cleartax.in/s/total-return-vs-price-return-index> (30 Kasım 2018).

- Çatıkkaş, Ö., Çelikdemir, N. Ç. ve Yatbaz, A. (2016). Kâr Payı Avansı Dağıtımında Vergisel Boyut ve Muhasebeleştirme: Örnek Uygulama, *Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi*, C:12, 45, 439-461.
- Çelik, B. (2014). Dönem Kârının Dağıtılması, Muhasebeleştirilmesi, Vergilendirilmesi ve KİT'ler Üzerine Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Demirel, E. (2014). Temettü Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve BİST30 Endeksinde Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Denis, D.J., Denis, D.K and Sarin. A. (1994). The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(4), 567-587.
- Dereli, H. (2017). Türkiye'de Halka Açık Şirketlerde Kâr Payı Dağıtım Politikalarının Hisse Senedi Değeri Üzerindeki Etkisi: BİST Üzerine Bir Araştırma, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Easterbrook, F.H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends, *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Elton, E.J. and Gruber, M.J. (1970). Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect, *The Review of Economics and Statistics*, 52(1), 68-74.
- ETTK, <http://www.furkanlardanismanlik.com/index.php/mevzuat/kanunlar/332-6762-sayili-t%C3%BCrk-ticaret-kanunu.html> (18 Kasım 2018)
- Ersoy, E. ve Çetenak, E.H. (2015). Sahiplik Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama, *Ege Akademik Bakış*, Cilt:15, 4, 509-521.
- Deangelo, H. and DeAngelo, L. (2006). The Irrelevance of MM Dividend Irrelevance Theorem, *Journal of Financial Economics*, 79, 293-315.
- Fahim, L. and Khurshid, M.K. (2015). Determinants of Dividend Payout: Evidence from Financial Sector of Pakistan, *Journal of Poverty Investment and Development*, 17, 5-16.
- Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E.F. and French, K.R. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?, *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- Farsio, F., Geary, A. and Moser, J. (2004). The Relationship Between Dividends and Earnings, *Journal For Economic Edicators*, 4(4), 1-5.

- Frankfurter, G.M. and Wood, B.G. (1997). The Evolution of Corporate Dividend Policy, *Journal of Financial Education*, (23), 16-33.
- Freeman, R.N., Ohlson, J.A. and Penman, S.H. (1982). Book Rate-of-Return and Prediction of Earnings Changes: An Empirical Investigation, *Journal of Accounting Research*, 20(2), 639-653.
- GAPT, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, <http://mevzuat.spk.gov.tr/> (20 Kasım 2018)
- GVK, <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.4.193.pdf> (02 Ağustos 2019)
- Geedan, H. A. (2010). Örtülü Sermaye ve Transfer Fiyatlandırması Yoluyla Örtülü Kazanç Dağıtımı, Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.
- Ghollenji, I. M. (2015). Hisse Başına Temettü Üzerinde Etkili Olan Faktörlerin Panel Veri ve Genetik Algoritma ile Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama, Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü, Erzurum.
- Gordon, M.J. (1963). Management of Corporate of Capital Optimal Investment and Financing Policy, *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272.
- Gençoğlu, Ü.G. ve Ertan, Y. (2012). Türkiye'de Örtülü Sermaye ve Örtülü Kazanç Dağıtımı: İMKB50 Endeksinde Bir Uygulama, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 56, 85-100.
- Ghodrati, H. and Hashemi, A. (2014) A study on Relationship Between Dividend Changes with Future Profitability, *Management Science Letters*, 4, 1043-1050.
- Güenalp, B., Kadioğlu, E. ve Kılıç, S. (2010). Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisinin Olup Olmadığının İMKB'de Test Edilmesi, *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 28, 2, 47-69.
- Gürüş, S. (Editör). (2015). *Stata ile Panel Veri Modelleri*. İstanbul: Der Yayınları.
- Gürel, E. (2008). Kâr Dağıtım Politikalarının Etkinliği ve İMKB Uygulaması, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S. and Thaler, R. (2005). Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability, *Journal of Business*, 78(5), 1659-1682.
- Grullon, G., Michaely, R., Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?, *Journal of Business*, 75(3), 387-424.
- Gunasekarage, A., Power, D.M. (2006). Anomalous Evidence in Dividend Announcement Effect, *Managerial Finance*, 32(3), 209-226.
- Haw, I.M. and Kim, W.S. (1991). Firm Size and Dividend Announcement Effect, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 6(3), 325-344.

- Healy, P.M. and Palepu, K.G. (1987). Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions, Working Paper, *Massachusetts Institute of Technology*, Alfred P. Sloan of Management, 149-175.
- Hernandez, M.D.B. (2017). How Does the Norwegian Stock Market React to Unexpected Dividend Announcements?, Master's Thesis, BI Norwegian Business School – Campus, Oslo.
- Ho, S.J.K. and Wu, C. (2001). The Earnings Information Content of Dividend Initiations and Omissions, *Journal of Business Finance & Accounting*, 28 (7), 963-977.
- Investopedia, <https://www.investopedia.com>
- Jensen, G.R., Solberg, D.P. and Zorn, T.S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 247–263.
- Jensen, G.R., Lundstrum, L.L. and Miller, R.E. (2010). What do Dividend Reductions Signal?, *Journal of Corporate Finance*, 16, 736-747.
- Jung, B.C. (2007). Information Asymmetry, Dividend Increases, Risk and Expected Future Earnings Changes, Phd. Thesis, University of Colorado Department of Accounting, Colorado.
- Jagannathan, M., Stephens, C.P. and Weisbach, M.S. (2000). Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases, *Journal of Financial Economics*, 57, 355-384.
- John Wiley and Sons. (2018). *CFA Program Curriculum 2018 Level II*. New Jersey.
- John Wiley and Sons. (2015). *Study Guide for 2015 Level II CFA Exam: Complete Set*. New Jersey.
- John Wiley and Sons. (2017). *CPAexcel Exam Review April 2017 Study Guide: Financial Accounting and Reporting*. New Jersey.
- Kaderli, Y. ve Başkaya, H. (2017). Halka Açık Firmalarda Sermaye Artırımı Duyurularının Hisse Senedi Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama, *Aydın İktisat Fakültesi Dergisi*, Cilt:2, 1, 30-31.
- Kadioğlu, E. (2008). The Announcement Effect of Cash Dividend: Evidence from Turkish Capital Market, Master's Thesis, Leeds University Business School, Leeds.
- Kadioğlu, E. ve Öcal, N. (2016). Temettü Değişiklikleri ile Gelecekteki Kârlılık Arasındaki İlişkinin Test Edilmesi, *International Journal of Economics and Finance*, 8(3), 196-205.
- Kadioğlu, E., Telçeken, N. ve Öcal, N. (2015). Market Reaction to Dividend Announcement: Evidence from Turkish Stock Market, *International Business Research*, 8(9), 83-94.

- Kaplanoğlu, E. (2005). Temettü Politikası Teorileri ve İMKB'de Ampirik Bir Çalışma, Yüksek Lisans Tezi, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli.
- Kara, D. ve Can, A.V. (2017). Transfer Fiyatlandırması Yoluyla Örtülü Kazanç Dağıtımında İlişkili Kişi Kavramının 6728 Sayılı Kanun Kapsamında Değerlendirilmesi, *İşletme Bilimi Dergisi (JOBS)*, 5(1), 13-33.
- Karan, M.B. (2011). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. (3. Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Karşlıoğlu, H. (2015). *Anonim Şirketlerde Örtülü Kâr Dağıtımı*. Ankara: Adalet Yayınevi.
- Karyağdı, N. (2014). *Tüm Yönleriyle Kâr Dağıtımı*. (Geliştirilmiş-güncellenmiş 4. Baskı). İstanbul: Oluş Yayıncılık.
- Kaymaz, Ö. (2010). Şirket Temettü Politikasında Sinyalizasyon Teorisi ve Bir İmkb Uygulaması, Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Khan, M.Y. (2004). *Financial Management Text, Problems and Cases*. Delhi: Tata McGraw-Hill Education.
- Kılıç, Y., Buğan, M.F. ve Özbezek, B.D. (2016) Asimetrik Bilgi ve Sinyal Teorisi: Temettü ve Kazanç İlişkisinde Panel Nedensellik Yaklaşımı, *Gaziantep University Journal of Social Sciences*, 15 (4), 1132-1145.
- Kırbaş, A. (2015). Temettü Duyurularının Hisse Senedi Getirilerine Olan Etkilerinin Analizi: Borsa İstanbul Şirketlerinde Bir Uygulama, Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Koch, P.D. and Shenoy, C. (1999). The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies, *Financial Management*, 28(4), 16-35.
- Koç, İ.Ö. (2016). Şirket Temettü Dağıtımının Asimetrik Bilgi Varlığında İşaret Olarak Değerlendirilmesi, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, Cilt: 53, 613, 33-43.
- Sermaye Piyasası Kurulu, Kar Payı Rehberi, <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/986> (02 Nisan 2019)
- Sermaye Piyasası Kurulu Kar Payı Tebliği, <http://mevzuat.spk.gov.tr/>
- KVK, <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.5520.pdf> (11 Nisan 2019)
- Kuzucu, N. (2015). Corporate Dividend Payout Policy: Empirical Evidence from Borsa İstanbul and a Survey of Managerial Perspective, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Lakonishok, J. and Lev, B. (1987). Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who, and When, *The Journal of Finance*, 42 (4), 913-932.

- Lee, S.P., Isa, M. and Lim, W.L. (2012). Dividend Changes and Future Profitability: Evidence From Malaysia, *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 8(2), 93-110.
- Ling, L. W. (2008). Do Changes in Dividend Policy Signal The Future or the Past?, Master's Thesis, Graduate School of Business Faculty of Business and Accountancy University of Malaya, Kuala Lumpur.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Lukose, P.J.J. and Rao, S.N. (2010). Dividend Changes and Profitability: An Empirical Study of Indian Manufacturing Firms, *The IUP Journal of Applied Finance*, 16(1), 1-25.
- Megginson, William L., Brian M. Lucey and Scott B. Smart. (2008). Introduction to Corporate Finance. Hampshire: Cengage Learning EMEA.
- Michaely, R., Thaler, R.H and Womack, K.L. (1995). Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?, *The Journal of Finance*, L(2), 573-608.
- Miller, H.M. and Rock, K. (1985). Dividend Policy Under Asymmetric Information, *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Miller, M.H. and Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *The Journal of Business*, 34 (4), 411-433.
- Moghanloo, B.S. and Farzinfar, A.A. (2015). Life-Cycle and Free Cash Flow: Evidence From Dividend Policy At Companies Listed in Tehran Stock Exchange, *Arabian Journal of Business and Management Review*, 3(1), 110-114.
- Moradi, M., Salehi, M. and Honarmand, S. (2010). Factors Affecting Dividend Policy: Empirical Evidence of Iran, *Poslovna Izvrsnost Zagreb*, God. IV, 45-61.
- Muller, N. and Svensson, T. (2014). Dividend Smoothing in Sweden An Empirical Investigation of Determinants of Dividend Smoothing, Master Thesis, Lunds University Department of Business Administration.
- Nikolai, L. A., Bazley, J.D. and Jones, J.P. (2009). *Intermediate Accounting*. South-Western Cengage Learning.
- Nissim, D. and Ziv, A. (2001). Dividend Changes and Future Profitability, *The Journal of Finance*, LVI(6), 2111-2134.
- Ogilvie, J. (1999). *Treasury Management: Tools and Techniques for Countering Financial Risks*. Philadelphia: Kogan Page Publishers.
- Okka, O. (2009). *Analitik Finansal Yönetim Teori ve Problemler*. Ankara: Nobel Yayın.

- Özdemir, M. (1999). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Özvar, K. ve Ersoy, E.. (2017). Sahiplik Yapısının Kâr Dağıtım Kararlarına Etkisi: Panel Tobit Yöntemiyle Bir Analiz, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Cilt: 9, 17, 129-147*.
- Pandey, I. M. (2015). *Financial Management*. (11th Edition). Delhi: Vikas Publishing House.
- Parameswaran, S. (2011). *Fundamentals of Financial Instruments: An Introduction to Stocks, Bonds, Foreign Exchange, and Derivatives*. Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd.
- Periasamy, F. (2009). *Financial Management*. New York: Tata McGraw-Hill Education.
- Pettit, R.R. (1972). Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency, *The Journal of Finance, XXVII(5)*, 993-1007.
- Pike, R. and Neale, B. (2009). *Corporate Finance and Investment Decisions and Strategies*. (Sixth Edition). London: Pearson Education.
- Qudah, A.A. and Badavi, A. (2014). The Signaling Effects and Predictive Powers of dividend announcements: Evidence from Kingdom of Saudi Arabia. Paper presented at the First Asia-Pacific Conference on Global Business, Economics, Finance and Social Sciences, Singapore.
- Ramagopal, C. (2008). *Financial Management*. Delhi: New Age International Pvt. Ltd. Publishers.
- Rahman, M.M. (2015), Managers' Perception Towards Dividends and Dividend Policy—Evidence from Bangladesh, *Journal of Financial Risk Management, 4*, 143-157.
- Rattiner, J. H. (2009). *Financial Planning Answer Book*. Illinois: Cch Incorporated.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W. and Jordan, B.D. (2003b). *Fundamentals of Corporate Finance*. Sixth Edition. New York: McGraw-Hill.
- Ross, S., Westerfield, R. and Jaffe, J. (2003a). *Corporate Finance*. (Sixth Edition). New York: Tata McGraw-Hill Publishing Company Limited.
- Rozeff, M.S. (1982). Growth, Beta And Agency Costs As Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research, 5(3)*, 249-259.
- Sakarya, Ş., Çalış, N. ve Kayacan, M.A. (2018). Temettü Ödeme Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama, *Sakarya İktisat Dergisi, Cilt: 7, 2, 92-106*.
- Shulian, L. and Yanhong, H. (2005). Empirical Analysis of Dividend Payment in China Listed companies, *Nature and Science, 3(1)*, 29-35.

- Sindhu, M.I. (2014). Relationship Between Free Cash Flow and Dividend: Moderating Role of Firm Size, *Research Journal of Finance and Accounting*, 5 (5), 16-23.
- SPKan, <http://mevzuat.spk.gov.tr/> (13 Mart 2019)
- Stiglitz, J.E. (1973). Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital, *Journal of Public Economics*, 2(1), 1-34.
- Suwanna, T. (2012). Impacts of Dividend Announcement on Stock Return, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40 , 721–725.
- Tatoğlu, F. Y. (2016). *Panel Veri Ekonometrisi*. (Genişletilmiş 3. Baskı). İstanbul: Beta Yayınları.
- TBK, <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6098.pdf> (10 şubat 2019)
- T.C. Resmi Gazete, <http://www.resmigazete.gov.tr> (9 Ocak 2018)
- Terry, J. V. (1995). Dictionary for Business & Finance. Arkansas: University of Arkansas Press.
- Thanatawee, Y. (2009). The Information Content of Dividends and Openmarket Share Repurchases: Theory and Evidence, Phd. Thesis, University of Bath, School of Management.
- Thanatawee, Y. (2011). Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand, *International Journal of Financial Research*, 2(2), 52-60.
- The Economic Times, <https://economictimes.indiatimes.com/definition/residual-claimant> (8 Ağustos 2018)
- Tinashe, C.D. (2014). Dividend Policy in an Inflationary Environment. The case of Dividend Paying Firms Listed on the Zimbabwe Stock Exchange, *International Journal of Management Sciences and Business Research*, 3(5), 89-95.
- Türk Medeni Kanunu, <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.4721.pdf> (7 Temmuz 2018)
- Türk Ticaret Kanunu, <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6102.pdf> (10 Eylül 2018)
- Travlos, N.G., Trigeorgis, L. and Vafeas, N. (2001). Shareholder Wealth Effects of Dividend Policy Changes in an Emerging Stock Market: The Case of Cyprus, *Multinational Finance Journal*, 5(2), 87-112.
- Türk Dil Kurumu, Türkçe Sözlük, www.tdk.gov.tr (19 Kasım 2019)
- Türko, R. M. (1999). Finansal Yönetim, Bursa: Alfa Yayınları.

- Ünal, A. C. (2006). Anonim Şirketlerde Kâr Payı, Kâr Dağıtımı ve Yedek Akçe Ayrılması, Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Velasco, J. (2006). The Fundamental Rights of the Shareholder, *Notre Dame Law School, Journal Articles*, 407-467.
- Vieira, E. (2005). Signalling with Dividends? The Signalling Effects of Dividend Change Announcements: New Evidence from Europe, Phd Thesis, Universidade de Aveiro Management Department Rua Associação H. B. Voluntários, Portugal.
- Yıldız, B. (2012). Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: İmkb Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması, Doktora Tezi, Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Zonguldak.
- Watts, R. (1973). The information Content of Dividends, *Journal of Business*, 46, 191-211.
- Woolridge, J. R. (1982). Information Content of Dividend Changes, *Journal of Financial Research*, V(3), 237-247.
- Yılmaz, A.A. and Selçuk, E.A. (2010). Information Content of Dividends: Evidence from Istanbul Stock Exchange, *International Business Research*, 3(3), 126-132.

EKLER

Ek 1: Zaman Etkilerinin Kontrolü (Kukla Değişkenli Sabit Etkiler Modeli)

```
. iis t
. xi: reg AR Div_Change i.t
i.t      _It_2007-2018      (naturally coded; _It_2007 omitted)
```

Source	SS	df	MS			
Model	.065560102	12	.005463342	Number of obs =	859	
Residual	1.40938246	846	.001665937	F(12, 846) =	3.28	
				Prob > F	= 0.0001	
				R-squared	= 0.0444	
				Adj R-squared	= 0.0309	
Total	1.47494256	858	.001719047	Root MSE	= .04082	

AR	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Div_Change	.117619	.0228817	5.14	0.000	.0727073	.1625306
_It_2008	-.0007909	.0074775	-0.11	0.916	-.0154676	.0138858
_It_2009	.0117473	.0076598	1.53	0.125	-.0032871	.0267818
_It_2010	.0005989	.0075553	0.08	0.937	-.0142304	.0154282
_It_2011	-.0140139	.0074917	-1.87	0.062	-.0287184	.0006907
_It_2012	-.0065932	.0072919	-0.90	0.366	-.0209055	.007719
_It_2013	-.0023265	.007245	-0.32	0.748	-.0165467	.0118937
_It_2014	-.0007523	.0071518	-0.11	0.916	-.0147896	.013285
_It_2015	.0007327	.0070244	0.10	0.917	-.0130545	.01452
_It_2016	-.0003255	.0069998	-0.05	0.963	-.0140644	.0134134
_It_2017	-.004587	.0070918	-0.65	0.518	-.0185065	.0093325
_It_2018	-.0076774	.0072326	-1.06	0.289	-.0218734	.0065186
_cons	-.00097	.0054832	-0.18	0.860	-.0117322	.0097923

AR_{it}: (-1,1) olay penceresi için normalüstü getiri.

Div_Change_{it} : Temettü Değişim Oranı (ΔDiv_{it}).

Hiçbir yıla ait zaman kukla değişkenin anlamlı olmadığı görülmektedir. Bu ise panelde zaman etkisinin olmadığı anlamına gelir.

Ek 2: Birim Etkilerinin Kontrolü (F Testi)

```
. xtreg AR Div_Change, fe
```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: id

Number of obs = 859
Number of groups = 112

R-sq: within = 0.0334
between = 0.0025
overall = 0.0263

Obs per group: min = 1
avg = 7.7
max = 12

corr(u_i, Xb) = -0.0212

F(1,746) = 25.76
Prob > F = 0.0000

AR	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Div_Change	.1111871	.0219064	5.08	0.000	.0681816	.1541927
_cons	-.0029591	.0013642	-2.17	0.030	-.0056372	-.0002809
sigma_u	.01896604					
sigma_e	.03967749					
rho	.18599168	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 746) = 1.50 Prob > F = 0.0014

AR_{it}: (-1,1) olay penceresi için normalüstü getiri,

Div_Change_{it} : Temettü Değişim Oranı (ΔDiv_{it})

Birim etkinin sıfıra eşit olduğu ($u_i=0$) hipotezi reddedilmektedir (Prob>F=0.0014). Birim etkinin olması klasik modelin (havuzlanmış panel) kullanılamayacağı anlamına gelir.

Ek 3: Hausman Testi (Sabit veya Tesadüfi Etkiler Modeli Tercih İçin)

```
. hausman fe re
```

	Coefficients			
	(b) fe	(B) re	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
Div_Change	.1111871	.1054126	.0057746	.0019776

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(1) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
= 8.53
Prob>chi2 = 0.0035

Hausman testi sonucu H_0 hipotezinin reddedilmesi tesadüfi etkiler tahmincilerinin tutarsız olduğu bu sebeple sabit etkiler modelinin kullanılması gerektiğini işaret etmektedir. Ayrıca Borsa İstanbul'a ait imalat sanayi sektörü şirketlerinin analiz edilmesi nedeniyle daha homojen bir örnek kütle ile çalışıldığı için sabit etkiler modelinin kullanılması sezgisel olarak tarafımızca isabetlidir.

Ek 5: Sabit Etkiler Modelinde Yatay Kesit Bağımsızlık Testi

```
. xtreg AR Div_Change, fe
```

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	360
Group variable: id	Number of groups	=	30
R-sq: within = 0.0282	Obs per group: min =		12
between = 0.1333	avg =		12.0
overall = 0.0307	max =		12
	F(1,329)	=	9.56
corr(u_i, Xb) = 0.0497	Prob > F	=	0.0022

AR	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Div_Change	.1113551	.0360079	3.09	0.002	.0405204 .1821899
_cons	.0001067	.0019571	0.05	0.957	-.0037432 .0039566
sigma_u	.01595628				
sigma_e	.03684944				
rho	.15789474	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(29, 329) = 2.24 Prob > F = 0.0004

```
. xtcsd, friedman
```

Friedman's test of cross sectional independence = 14.262, Pr = 0.9900

AR_{it}: Normalüstü getiri

Div_Change: Temettü değişimi (ΔDiv_{it})

Friedman (1937) testi yatay kesit bağımsızlığını varsayan H_0 hipotezini reddetmemiştir. Yani sabit etkiler ile tahmin edilen panel modelinde yatay kesit bağımlılığı söz konusu değildir. Bu testler 12 yıllık zaman boyutuna sahip (hiçbir yılda eksik gözlemi olmayan) birimler üzerinden (yani dengeli panel ile) gerçekleştirilmiştir.

Ek 6: Sabit Etkiler Modelinde Değişen Varyans Testi (Değiştirilmiş Wald Testi, Greene (2000))

```
. xtreg AR Div_Change, fe
```

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	859
Group variable: id	Number of groups	=	112
R-sq: within = 0.0334	Obs per group: min =		1
between = 0.0025	avg =		7.7
overall = 0.0263	max =		12
	F(1,746)	=	25.76
corr(u_i, Xb) = -0.0212	Prob > F	=	0.0000

AR	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Div_Change	.1111871	.0219064	5.08	0.000	.0681816 .1541927
_cons	-.0029591	.0013642	-2.17	0.030	-.0056372 -.0002809
sigma_u	.01896604				
sigma_e	.03967749				
rho	.18599168	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(111, 746) = 1.50 Prob > F = 0.0014

```
. xttest3
```

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (112) = 6.2e+36
Prob>chi2 = 0.0000

Değiştirilmiş Wald testi istatistiği sonucuna göre H_0 hipotezi reddedilmekte yani panelde birimlere göre değişen varyans olduğu anlaşılmaktadır.

Ek 7: Sabit Etkiler Modelinde Değişen Varyans Sorununa Karşı Dirençli White (1980) Tahmincisi Sonuçları

```
. xtreg AR Div_Change, fe robust
```

Fixed-effects (within) regression

Group variable: id

R-sq: within = 0.0334
between = 0.0025
overall = 0.0263

corr(u_i, Xb) = -0.0212

Number of obs = 859
Number of groups = 112
Obs per group: min = 1
avg = 7.7
max = 12

F(1,111) = 16.50
Prob > F = 0.0001

(Std. Err. adjusted for 112 clusters in id)

AR	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Div_Change	.1111871	.0273734	4.06	0.000	.0569448	.1654294
_cons	-.0029591	.0002103	-14.07	0.000	-.0033758	-.0025423
sigma_u	.01896604					
sigma_e	.03967749					
rho	.18599168	(fraction of variance due to u_i)				

AR_{it}: Normalüstü getiri

Div_Change_{it}: Temettü değişimi (ΔDiv_{it})

Eğim katsayısının tahmini 0,11 ve istatistiksel açıdan 0'dan büyüktür. Bu sonuç temettü değişimi ile olay penceresindeki normalüstü getiri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Ek 8: Durağanlık Testi (Bağımsız Değişken Temettü Değişimi/ ΔDiv_{it} için)

```
. xtunitroot ips Div_Change

Im-Pesaran-Shin unit-root test for Div_Change
-----
Ho: All panels contain unit roots      Number of panels =    30
Ha: Some panels are stationary         Number of periods =   12

AR parameter: Panel-specific           Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means: Included                  sequentially
Time trend: Not included

ADF regressions: No lags included
-----
```

	Statistic	p-value	Fixed-N exact critical values		
			1%	5%	10%
t-bar	-3.8763		-1.830	-1.740	-1.690
t-tilde-bar	-2.4158				
Z-t-tilde-bar	-8.2975	0.0000			

```
-----
. xtunitroot llc Div_Change

Levin-Lin-Chu unit-root test for Div_Change
-----
Ho: Panels contain unit roots          Number of panels =    30
Ha: Panels are stationary              Number of periods =   12

AR parameter: Common                   Asymptotics: N/T -> 0
Panel means: Included
Time trend: Not included

ADF regressions: 1 lag
LR variance: Bartlett kernel, 7.00 lags average (chosen by LLC)
-----
```

	Statistic	p-value
Unadjusted t	-18.8259	
Adjusted t*	-10.0461	0.0000

Div_Change_{it} : Temettü değişimi (ΔDiv_{it})

Im, Pesaran ve Shin (1997) ve Levin ve Lin Chu (1992) panel birim kök testleri temettü değişimi bağımsız değişkenin (ΔDiv_{it}) birim kökü olduğu boş hipotezini kuvvetli şekilde reddetmiştir. Söz konusu testler 12 yıllık zaman boyutuna sahip (hiçbir yılda eksik gözlemi olmayan) birimler üzerinden (yani dengeli panel ile) gerçekleştirilmiştir.

Ek 9: Durağanlık Testi (Bağımlı Değişken/ AR_{it} için)

```
. xtunitroot ips AR
-----
Im-Pesaran-Shin unit-root test for AR
-----
Ho: All panels contain unit roots      Number of panels =    30
Ha: Some panels are stationary         Number of periods =   12

AR parameter: Panel-specific           Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means: Included                  sequentially
Time trend: Not included

ADF regressions: No lags included
-----
```

	Statistic	p-value	Fixed-N exact critical values		
			1%	5%	10%
t-bar	-3.5103		-1.830	-1.740	-1.690
t-tilde-bar	-2.3430				
Z-t-tilde-bar	-7.7544	0.0000			

```
-----
. xtunitroot llc AF
-----
Levin-Lin-Chu unit-root test for AR
-----
Ho: Panels contain unit roots          Number of panels =    30
Ha: Panels are stationary              Number of periods =   12

AR parameter: Common                  Asymptotics: N/T -> 0
Panel means: Included
Time trend: Not included

ADF regressions: 1 lag
LR variance: Bartlett kernel, 7.00 lags average (chosen by LLC)
-----
```

	Statistic	p-value
Unadjusted t	-17.8345	
Adjusted t*	-11.3166	0.0000

AR_{it} : (-1,1) olay penceresinde normalüstü getiri

Im, Pesaran ve Shin (1997) ve Levin ve Lin Chu (1992) panel birim kök testleri normalüstü getiri bağımlı değişkeninin (AR_{it}) birim kökü olduğu boş hipotezini kuvvetli şekilde reddetmiştir. Söz konusu testler 12 yıllık zaman boyutuna sahip (hiçbir yılda eksik gözlemi olmayan) birimler üzerinden (yani dengeli panel ile) gerçekleştirilmiştir.

Ek 10: Zaman Etkilerinin Kontrolü (Kukla Değişkenli Sabit Etkiler Modeli)

```
. xi: reg AR DY i.t
i.t          _It_2007-2018      (naturally coded; _It_2007 omitted)
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	859
Model	.172710634	12	.014392553	F(12, 846) =	9.35
Residual	1.30223193	846	.001539281	Prob > F =	0.0000
Total	1.47494256	858	.001719047	R-squared =	0.1171
				Adj R-squared =	0.1046
				Root MSE =	.03923

AR	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DY	.3208066	.0323721	9.91	0.000	.2572676 .3843457
_It_2008	-.0048408	.0071454	-0.68	0.498	-.0188656 .0091839
_It_2009	.0051794	.0071515	0.72	0.469	-.0088573 .0192162
_It_2010	.0059268	.007286	0.81	0.416	-.008374 .0202277
_It_2011	-.0082558	.0072322	-1.14	0.254	-.022451 .0059394
_It_2012	-.0018027	.0070327	-0.26	0.798	-.0156062 .0120008
_It_2013	.0012622	.0069616	0.18	0.856	-.0124018 .0149263
_It_2014	.0021031	.0068701	0.31	0.760	-.0113813 .0155875
_It_2015	.0057482	.006777	0.85	0.397	-.0075535 .0190499
_It_2016	.0006279	.006695	0.09	0.925	-.0125128 .0137687
_It_2017	-.0030306	.0067725	-0.45	0.655	-.0163235 .0102624
_It_2018	-.0049553	.0069558	-0.71	0.476	-.0186079 .0086974
_cons	-.017119	.0056066	-3.05	0.002	-.0281234 -.0061145

AR_{it}: (-1,1) olay penceresi için normalüstü getiri.

DY_{it}: Temettü Verimi

Hiçbir yıla ait zaman kukla değişkenin anlamlı olmadığı görülmektedir. Bu ise panelde zaman etkisinin olmadığı anlamına gelir.

Ek 11: Birim Etkilerinin Kontrolü (F Testi)

```
. xtreg AR DY, fe
```

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	859
Group variable: id	Number of groups	=	112
R-sq: within = 0.0999	Obs per group: min =		1
between = 0.0910	avg =		7.7
overall = 0.1065	max =		12
	F(1,746)	=	82.77
corr(u_i, Xb) = -0.1821	Prob > F	=	0.0000

AR	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DY	.3908824	.0429648	9.10	0.000	.3065362 .4752286
_cons	-.0205257	.0024096	-8.52	0.000	-.0252562 -.0157952
sigma_u	.01877597				
sigma_e	.03828855				
rho	.19385609	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(111, 746) = 1.38 Prob > F = 0.0093

AR_{it} : (-1,1) olay penceresi için normalüstü getiri,

DY_{it} : Temettü Verimi

Birim etkinin sıfıra eşit olduğu ($u_i=0$) hipotezi reddedilmektedir ($Prob>F=0.0093$). Birim etkinin olması klasik modelin (havuzlanmış panel) kullanılamayacağı anlamına gelir.

Ek 12: Hausman Testi (Sabit veya Tesadüfi Etkiler Modeli Tercih İçin)

```
. hausman fe re
```

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
DY	.3908824	.3207004	.0701821	.0289074

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\chi^2(1) = (b-B)' [(V_b-V_B)^{-1}] (b-B)$$
$$= 5.89$$
$$\text{Prob}>\chi^2 = 0.0152$$

Hausman testi sonucu H_0 hipotezinin reddedilmesi tesadüfi etkiler tahmincilerinin tutarsız olduğu bu sebeple sabit etkiler modelinin kullanılması gerektiğini işaret etmektedir. Ayrıca Borsa İstanbul'a ait imalat sanayi sektörü şirketlerinin analiz edilmesi nedeniyle daha homojen bir örnek kütle çalışıldığı için sabit etkiler modelinin kullanılması sezgisel olarak tarafımızca sabit etkiler modelinin kullanılması isabetlidir.

Ek 13: Sabit Etkiler Modelinde Otokorelasyon Testi (Bhargava vd. Durbin Watson Testi (1982) ve Baltagi ve Wu'nun (1999) Yerel En İyi Değişmez Testi)

```
. xtregar AR DY, fe lbi
```

FE (within) regression with AR(1) disturbances	Number of obs	=	747		
Group variable: id	Number of groups	=	109		
R-sq: within	=	0.1046	Obs per group: min	=	1
between	=	0.1688	avg	=	6.9
overall	=	0.1106	max	=	11
			F(1,637)	=	74.39
corr(u_i, Xb)	=	-0.1952	Prob > F	=	0.0000

AR	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
DY	.4078282	.0472856	8.62	0.000	.3149737	.5006826
_cons	-.0210544	.0025629	-8.21	0.000	-.0260872	-.0160216
rho_ar	-.00605258					
sigma_u	.02264733					
sigma_e	.03806717					
rho_fov	.2614163	(fraction of variance because of u_i)				

F test that all u_i=0:	F(108,637)	=	1.36	Prob > F	=	0.0147
modified Bhargava et al. Durbin-Watson	=	2.0565821				
Baltagi-Wu LBI	=	2.3386306				

AR_{it}: (-1,1) olay penceresi için normalüstü getiri.

DY_{it}: Temettü Verimi

Her iki test için de test istatistikleri 2'ye oldukça yakın olup (2,06 ve 2,34) otokorelasyon olmadığı anlaşılmaktadır.

Ek 14: Sabit Etkiler Modelinde Yatay Kesit Bağımsızlık Testi

```
. xtreg AR DY, fe
```

Fixed-effects (within) regression

Group variable: id

R-sq: within = 0.1674
between = 0.1954
overall = 0.1464

corr(u_i, Xb) = -0.4134

Number of obs = 360
Number of groups = 30
Obs per group: min = 12
avg = 12.0
max = 12

F(1, 329) = 66.14
Prob > F = 0.0000

AR	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DY	.4927116	.0605867	8.13	0.000	.3735255 .6118977
_cons	-.0276301	.0039368	-7.02	0.000	-.0353746 -.0198855
sigma_u	.01751416				
sigma_e	.03410973				
rho	.20863951	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(29, 329) = 2.62 Prob > F = 0.0000

```
. xtcsd, friedman
```

Friedman's test of cross sectional independence = 4.569, Pr = 1.0000

AR_{it}: (-1,1) olay penceresi için normalüstü getiri.

Div_Change_{it}: Temettü değişimi (ΔDiv_{it})

Friedman (1937) testi yatay kesit bağımsızlığını varsayan H_0 hipotezini reddetmemiştir. Yani sabit etkiler ile tahmin edilen panel modelinde yatay kesit bağımlılığı söz konusu değildir. Bu testler 12 yıllık zaman boyutuna sahip (hiçbir yılda eksik gözlemi olmayan) birimler üzerinden gerçekleştirilmiştir.

Ek 15: Sabit Etkiler Modelinde Değişen Varyans Testi (Değiştirilmiş Wald Testi, Greene (2000))

```
. xtreg AR DY, fe

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =       859
Group variable: id                    Number of groups =       112

R-sq:  within = 0.0999                Obs per group: min =        1
      between = 0.0910                  avg =           7.7
      overall  = 0.1065                  max =           12

corr(u_i, Xb) = -0.1821                F(1,746)        =       82.77
                                           Prob > F         =       0.0000
```

AR	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DY	.3908824	.0429648	9.10	0.000	.3065362 .4752286
_cons	-.0205257	.0024096	-8.52	0.000	-.0252562 -.0157952
sigma_u	.01877597				
sigma_e	.03828855				
rho	.19385609	(fraction of variance due to u_i)			

```
F test that all u_i=0:      F(111, 746) =      1.38      Prob > F = 0.0093

. xttest3

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (112) =      5.2e+37
Prob>chi2 =      0.0000
```

Değiştirilmiş Wald test istatistiği sonucuna göre H_0 hipotezi reddedilmekte bir başka ifade ile panelde birimlere göre değişen varyans problemi olduğu anlaşılmaktadır.

Ek 17: Durağanlık Testi (Bağımsız Değişken Temettü Verimi/ DY_{it} için)

```
. xtunitroot ips DY
-----
Im-Pesaran-Shin unit-root test for DY
-----
Ho: All panels contain unit roots           Number of panels =    30
Ha: Some panels are stationary             Number of periods =   12

AR parameter: Panel-specific               Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means:   Included                    sequentially
Time trend:   Not included

ADF regressions: No lags included
-----
                Statistic      p-value          Fixed-N exact critical values
                |              |              |          1%       5%       10%
-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----
t-bar          -2.5774
t-tilde-bar    -1.9657
Z-t-tilde-bar  -4.9387      0.0000
-----

. xtunitroot llc DY
-----
Levin-Lin-Chu unit-root test for DY
-----
Ho: Panels contain unit roots              ber of panels =    30
Ha: Panels are stationary                  ber of periods =   12

AR parameter: Common                       Asymptotics: N/T -> 0
Panel means:   Included
Time trend:   Not included

ADF regressions: 1 lag
LR variance:   Bartlett kernel, 7.00 lags average (chosen by LLC)
-----
                Statistic      p-value
-----|-----|-----
Unadjusted t   -18.4461
Adjusted t*    -13.9653      0.0000
```

DY_{it} : Temettü verimi

Levin ve Lin Chu (1992) ve Im, Pesaran ve Shin (1997) panel birim kök testleri temettü değişimi bağımsız değişkenin (ΔY_{it}) birim kökü olduğu boş hipotezini kuvvetli şekilde reddetmiştir. Söz konusu testler 12 yıllık zaman boyutuna sahip (hiçbir yılda eksik gözlemi olmayan) birimler üzerinden (yani dengeli panel ile) gerçekleştirilmiştir.