T.C
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI ANABİLİM DALI
SERMAYE PİYASASI YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARININ FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİ: BIST TEMETTÜ 25 ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Enes Malik ÜNAL
100024934

İstanbul, 2020

T.C
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI ANABİLİM DALI
SERMAYE PİYASASI YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARININ FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİ: BIST TEMETTÜ 25 ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Enes Malik ÜNAL
100024934

Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Hicabi ERSOY

İstanbul, 2020

T.C.İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAY FORMU

SERMAYE PİYASASI

Yüksek Lisans programı öğrencisi ENES MALİK ÜNAL'ın TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARININ FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİ: BİST TEMETTÜ 25 ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA başlıklı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulu 25.06.2020 tarih ve 108-1 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oybirliği/oyçokluğu ile Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

	UNVANI, ADI SOYADI	ÜNİVERSİTE
TEZ DANIŞMANI	: Dr. Öğr. Üyesi Hicabi Ersoy	İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
JÜRİ ÜYESİ	: Doç. Dr. Gökhan Işıl	MARMARA ÜNİVERSİTESİ
JÜRİ ÜYESİ	: Doç. Dr. Elif Güneren Genç	İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ

ENS.FR.Y15 06.11.2017

ÖNSÖZ VE TEŞEKKÜR

Şirketlerin asıl amacı kar elde etmektir. Şirketin faaliyetleri sonucu ortaya çıkan ve finansal tabloda açıklanan karın; dağıtılıp dağıtılmayacağı, temettü dağıtım oranı ve kar payı ödeme şeklinin nasıl olacağı şirketin vermesi gereken önemli bir karardır. Bu kararlar temettü dağıtım politikaları olarak adlandırılmaktadır. Şirketlerin temettü dağıtım politikalarını belirlerken hedeflerinden birisi de şirket değerini en yüksek seviyeye ulaştırmaktır. Şirketlerin temettü dağıtım politikalarını belirlerken izlediği stratejiler, şirketin performansı üzerinde etkili olmaktadır. Temettü dağıtım politikaları konusu itibariyle güncelliğini ve önemini korumaktadır.

Bu çalışmada BIST Temettü 25 endeksindeki şirketlerin, 2009-2018 döneminde temettü dağıtım politikalarının finansal performansa etkisi panel regresyon modeli kullanılarak analiz edilmiştir.

Çalışmalarım süresince değerli tecrübesi ve kıymetli katkısını esirgemeyen saygıdeğer danışman hocam Dr. Öğr. Üyesi Hicabi Ersoy'a teşekkür ve saygılarımı sunarım. Manevi destekleriyle bu uzun süreçte her zaman yanımda olan ve desteklerini hiçbir zaman eksik etmeyen öncelikle annem ve babam olmak üzere değerli aileme sonsuz şükranlarımı sunarım.

ÖZET

Şirketlerin yıl içerisinde elde ettikleri karın ortaklarına dağıtılması kararı, dağıtılacak ise ne kadarının dağıtılıp ne kadarının şirketin bünyesinde tutulacağı ve dağıtımın hangi yöntemle yapılacağı temettü dağıtım politikaları olarak tanımlanmaktadır. Şirketlerin temettü dağıtım politikalarını belirlerken izlediği stratejiler, şirketin performansı üzerinde etkili olmaktadır. Bu çalışmanın amacı BIST Temettü 25 Endeksi kapsamında yer alan 25 şirketin temettü dağıtım politikalarının finansal performansa etkisinin incelenmesidir. Uygulama dönemi 2009-2018 yılları arasındaki 10 yılı baz almaktadır. Çalışmada panel regresyon analizi yöntemi uygulanmıştır. Şirketlerin finansal performansının analizi için özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı değişkenleri kullanılmıştır. Şirketlerin temettü dağıtım politikaları olarak, temettü dağıtıp dağıtmadığı ve temettü dağıtım oranı değişkenleri kullanılmıştır. Finansal performansa etkisinin olabileceği düşünüldüğünden çalışmanın modeline şirketlerin toplam varlıkları ve kaldıraç oranı da dahil edilmiştir. Çalışmada şu hipotezler geliştirilmiştir:

H_1: Temettü dağıtım oranı ile özsermaye karlılığı pozitif yönde anlamlı ilişkilidir.

H_2: Temettü dağıtım oranı ile aktif karlılığı pozitif yönde anlamlı ilişkilidir.

H_3: Kaldıraç oranı ile özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı negatif yönde anlamlı ilişkilidir.

H_4: Firma büyüklüğü ile özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı pozitif yönde anlamlı ilişkilidir.

Uygulanan panel regresyon analizi çalışması sonucunda geliştirilen hipotezler H_1, H_2,H_3 ve H_4 kabul edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: *Temettü Dağıtım Politikası, Finansal Performans, Temettü Dağıtım Oranı, BIST Temettü 25 Endeksi, Kar Payı Ödemesi, Panel Regresyon*

ABSTRACT

The decision of the companies to distribute profit to their partners during the year, how much of them will be distributed and how much will be kept within the company, and the method of distribution is defined as dividend distribution policies. The strategies that companies follow while determining their dividend distribution policies have an impact on the company's performance. The aim of this study is to analyze the effect of dividend distribution policies of 25 companies within the scope of BIST Dividend 25 Index on financial performance. The implementation period is based on the 10 years between 2009-2018. In the study, panel regression analysis method was implemented. Equity profitability and asset profitability variables were used to analyze the financial performance of companies. As the dividend distribution policies of companies, whether the dividends are distributed or not and the dividend payout ratio variables are used. Since it is thought to have an impact on financial performance, the total assets and leverage ratio of the companies are also included in the model of the study. These hypotheses are developed in the study:

H_1: Dividend payout ratio and equity profitability are singnificant and positively related.

H_2: Dividend payout ratio and asset profitability are singnificant and positively related.

H_3: Leverage ratio and equity profitability and asset profitability are singnificant and negatively related.

H_4: Firm size and equity profitability and asset profitability are singnificant and positively related.

The hypotheses developed as a result of the applied panel regression analysis study were accepted as H_1, H_2, H_3 and H_4.

Keywords: *Dividend Distribution Policy, Financial Performance, Dividend Payout Ratio, BIST Dividend 25 Index, Dividend Payment, Panel Regression*

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

ÖNSÖZ VE TEŞEKKÜR ..... **iv**

ÖZET ..... **v**

ABSTRACT ..... **vii**

TABLOLAR LİSTESİ ..... **xiii**

ŞEKİLLER LİSTESİ ..... **xiv**

GRAFİKLER LİSTESİ ..... **xv**

KISALTMALAR LİSTESİ ..... **xvi**

GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM

TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARI TEMEL KAVRAMLARI

1.1. KAR KAVRAMI 3

1.2. TEMETTÜ (KAR PAYI) KAVRAMI 5

İKİNCİ BÖLÜM

TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKASI TÜRLERİ, TEMETTÜ ÖDEME ŞEKİLLERİ VE TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

2.1. TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKASI TÜRLERİ 17

2.1.1. Sabit Oranlı Temettü Dağıtımı 18

Sayfa No

2.1.2. Uzlaşmaya Dayalı Temettü Dağıtımı 20
2.1.3. İstikrarlı Temettü Dağıtımı 20
2.1.4. Sabit Miktarda Temettü Dağıtımı 21
2.1.5. Her Yıl Artan Temettü Dağıtımı 23
2.1.6. Artık Temettü Dağıtımı 24
2.1.7. Sabit Miktarlı Temettü ve Ek Temettü Dağıtımı 25
2.1.8. Optimal Temettü Dağıtımı 25
2.2. TEMETTÜ ÖDEME ŞEKİLLERİ 26
2.2.1. Nakit Temettü Ödemesi 27
2.2.2. Pay Senedi Olarak Temettü Ödemesi 29
2.2.3. Pay Senetlerinin Adedinin Yükseltilmesi ve Nominal Değerinin Düşürülmesiyle Temettü Ödemesi 30
2.2.4. Firmanın Kendi Pay Senetlerini Alarak Temettü Ödemesi 31
2.2.5. Bono Tipi Temettü Ödemesi 32
2.2.6. Ayni Temettü Ödemesi 32
2.2.7. Seçmeli Temettü Ödemesi 32
2.2.8. İntifa Senedi Temettü Ödemesi 33
2.2.9. Tasfiyeden Temettü Ödemesi 33
2.2.10. Melez Temettü Ödemesi 33
2.3. TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİYEN FAKTÖRLER 34
2.3.1. Kanun ve Şirket Sözleşmesinde Bulunan Hükümler 35
2.3.2. Vergi Etkisi 35
2.3.3. Yatırım Planları 36
2.3.4. İstikrarlı Temettü Dağıtımı 37
2.3.5. Likidite Durumu 37
2.3.6. Büyüme Hızı 38

Sayfa No

2.3.7. Borç Durumu ve Borçlanma Olanağı 38
2.3.8. Karlılık Oranı 39
2.3.9. Ortaklık Yapısı 39
2.3.10. Kredi Sözleşmelerinde Bulunan Hükümler 39
2.3.11. Sermaye Piyasasına Başvurma İmkanı 40
2.3.12. Piyasa Koşulları 41
2.3.13. Benzer Şirketlerin Kar Payı Politikaları 41

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARININ FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİNE YÖNELİK EKONOMETRİK ANALİZ

3.1. LİTERATÜR TARAMASI 43
3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ 48
3.3. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ 49
3.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ 50
3.4.1. Panel Regresyon Analizi 50
3.5. ÖRNEKLEM SEÇİMİ VE VERİLERİN TANITIMI 51
3.6. ANALİZ SONUÇLARI VE DEĞERLENDİRME 59
3.6.1. Panel Veri Homojenlik Testi 59
3.6.2.Birinci Nesil Durağanlık Testi 61
3.6.3. Panel Veri Yatay Kesit Bağımlılığının Testi 62
3.6.4. İkinci Nesil Birim Kök Testi 63
3.6.5. Panel Regresyon Tahmin Sonucu 64

SONUÇ **71**

KAYNAKÇA **73**

EKLER **82**

TABLOLAR LİSTESİ

Sayfa No

Tablo 1: Sabit Oranlı Temettü Dağıtım Politikası İzleyen X Şirketinin 10 Yıllık Net Karı, Kar Payı Dağıtım Oranı ve Kar Payı 19

Tablo 2: Sabit Miktarda Temettü Dağıtım Politikası İzleyen Y Şirketinin 10 Yıllık Net Karı, Kar Payı Dağıtım Oranı ve Kar Payı 22

Tablo 3: Her Yıl Artan Temettü Dağıtım Politikası İzleyen Z Şirketinin 10 Yıllık Net Karı, Kar Payı Dağıtım Oranı ve Kar Payı 24

Tablo 4: Araştırmanın Hipotezleri 50

Tablo 5: Örneklemi Oluşturan Şirketler..... 52

Tablo 6: Örneklemi Oluşturan Şirketlerin XTM 25 Endeksindeki Ağırlıkları 53

Tablo 7: Örneklemi Oluşturan Şirketlerin Endeksteki Sektörel Ağırlıkları..... 54

Tablo 8: Analizde Kullanılan Değişkenlerin Tanıtımı..... 55

Tablo 9: Analizde Kullanılan Değişkenlerin Hesaplanışları..... 55

Tablo 10: Değişkenlere Yönelik Tanımsal İstatistik Bilgiler..... 56

Tablo 11: Pesaran ve Yamagata (2008) Homojenlik Testi Sonuçları..... 61

Tablo 12: Birinci Nesil Testler Durağanlık Sonuçları 62

Tablo 13: Pesaran (2004) CDLM Test Sonuçları 63

Tablo 14: Birinci Mertebe Farklar İçin CIPS Test Sonuçları..... 64

Tablo 15: Panel Regresyon Tahmin Yöntemi Seçim Test Sonuçları..... 65

Tablo 16: Hausman Testi Sonuçları..... 66

Tablo 17: Panel Regresyon Tahmin Sonuçları..... 66

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No

Şekil 1: Şirketlerin Kar Payı Dağıtımı Kararlarının Etkileri 7

Şekil 2: Kar Payı Dağıtım Süreçleri 15

GRAFİKLER LİSTESİ

Sayfa No

Grafik 1: OZSR_KAR Bağımlı Değişkenin (2009-2018) Grafiği..... 57

Grafik 2: AKT_KAR Bağımlı Değişkenin (2009-2018) Grafiği..... 57

Grafik 3: TDO Bağımsız Değişkenin (2009-2018) Grafiği..... 58

Grafik 4: BYKL Kontrol Değişkenin (2009-2018) Grafiği..... 58

Grafik 5: KO Kontrol Değişkenin (2009-2018) Grafiği..... 59

KISALTMALAR LİSTESİ

A.Ş. : Anonim Şirketi

AKT_KAR : Aktif Karlılığı

BIST : Borsa İstanbul

BNBK: Birinci Nesil Birim Kök

BP: Breusch - Pagan

BYKL: Firma Büyüklüğü

IMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

İNBK: İkinci Nesil Birim Kök

KO : Kaldıraç Oranı

M&M : Miller ve Modigliani

OZSR_KAR : Özsermaye Karlılığı

PV: Panel Veri

SEM : Sabit Etkiler Modeli

T.A.Ş. : Türk Anonim Şirketi

TDO : Temettü Dağıtım Oranı

TEM : Tesadüfi Etkiler Modeli

TL : Türk Lirası

XTM25 : Temettü 25 Endeksi

YK: Yatay Kesit

GİRİŞ

Şirketler dönemsel faaliyetlerinin sonucu olarak finansal tablolarını yayınlamaktadır. Finansal tablolar, şirketin ilgili dönem içerisindeki faaliyetleri hakkında gösterge niteliğindedir. Açıklanan tablolar şirketlerin finansal performansları hakkında hissedarlarına ve yatırımcılarına bilgi vermektedir. Şirketlerin kuruluş amaçları faaliyetleri sonucunda kar elde etmektir. Finansal tabloda hissedarların en çok dikkat ettiği bilanço kalemi kar olmaktadır. Finansal tablolar, gösterge olarak kar ile birlikte karlılık oranları hakkında da bilgilendirme sunmaktadır. Tablodaki finansal sonuçlar firmaların temettü dağıtım oranı ve politikalarını belirlemeleri açısından önemlidir.

Şirketin faaliyetleri sonucu ortaya çıkan ve finansal tabloda açıklanan karın; dağıtılıp dağıtılmayacağı, temettü dağıtım oranı ve kar payı ödeme şeklinin nasıl olacağı şirketin vermesi gereken önemli bir karardır. Bu kararlar temettü dağıtım politikaları olarak adlandırılmaktadır. Şirketlerin temettü dağıtım kararı sonucunda, eldeki karın ne kadarının hissedarlara dağıtılacağı, ne kadarının yatırım için kullanmak üzere oto finansman olarak şirketin bünyesinde kalacağı belirlenir. Şirketlerin temettü dağıtım politikalarını belirlerken hedeflerinden birisi de şirket değerini en yüksek seviyeye ulaştırmaktır.

Temettü dağıtım politikalarıyla ilgili literatür taraması yapıldığında fikir ayrılıklarının olduğuna rastlanmıştır. Temettü dağıtım politikaları konusu itibariyle güncelliğini ve önemini korumaktadır. Temettü dağıtım politikaları araştırmacılar tarafından farklı yönleri ve yöntemleriyle araştırılmaya devam edilen bir konudur. Literatür taraması yapıldığında temettü dağıtım politikalarıyla şirket performansı ile ilgili genel olarak iki farklı ana çalışma olduğuna rastlanmıştır. Birincisi şirketlerin temettü politikasının firma değeri üzerine etkisi, diğeri ise şirketlerin temettü dağıtım politikasının finansal performansa etkisidir. Çalışmalar neticesinde iki farklı görüş etrafında toplanıldığı görülmektedir. Birinci görüş şirketlerin kar payı politikasının şirketin performansı üzerinde etkili olduğu, diğer görüş ise şirketlerin kar payı politikasının şirketin performansı üzerinde etkili olmadığı görüşüdür.

Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul (BIST) Temettü 25 Endeksinde (XTM25) bulunan şirketlerin 2009-2018 döneminde temettü dağıtım politikalarının finansal performansına etkisinin incelenmesidir. Modelde şirketlerin temettü dağıtıp dağıtmadığı ve temettü dağıtım oranı değişken olarak kullanılmıştır. Şirketlerin finansal performansının ölçülmesi için aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı kullanılmıştır. Şirketlerin finansal performansına etkisinin olabileceğinden modele kaldıraç oranı ve toplam varlıklar da eklenmiştir.

Üç bölüm olan bu çalışmanın birinci bölümünde kavramlar üzerinde durulmuştur. Öncelikle kar kavramı üzerinde açıklamalar yapılmıştır. Kar kavramının açıklanması ve detaylarının verilmesinden sonra temettü (kar payı) kavramıyla birlikte temettü dağıtım süreciyle alakalı örneklere de yer verilmiştir.

İkinci bölüme, temettü dağıtım politikası türlerinin incelenmesi ve bununla ilgili örneklere yer verilerek başlanmıştır. Daha sonra ise temettü ödeme şekilleri açıklanmıştır. Son olarak temettü dağıtım politikasını etkileyen faktörlerin üzerinde durulmuştur.

Üçüncü ve son bölüme ise, temettü politikalarıyla ilgili literatür çalışması yapılarak başlanmıştır. Daha sonra ise temettü dağıtım politikalarının finansal performansa etkisi araştırılmıştır. İlgili araştırma, 2019 yılında BIST Temettü 25 (XTM25) endeksi kapsamında bulunan 25 şirketin 2009-2018 yılları arasındaki 10 yılı kapsamaktadır. Araştırma, panel regresyon modeli kullanılarak analiz edilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARI TEMEL KAVRAMLARI

Çalışmanın bu bölümünde kavramlar üzerinde durulmuştur. Öncelikle kar kavramı üzerinde açıklamalar yapılmıştır. Kar kavramının açıklanması ve detaylarının verilmesinden sonra temettü (kar payı) kavramıyla birlikte temettü dağıtım süreciyle alakalı örneklere de yer verilmiştir.

1.1. KAR KAVRAMI

Kar kavramını çok farklı şekillerde açıklanmaya ve yorumlanmaya müsait bir kavramdır. Şirketlerin asıl kuruluş amacı kar elde etmektir. Kar, yapılan işten kazanç elde etmek olarak tanımlanabilir.

Kar elde etme isteği, firmaların çalışanlarını ve ortaklarını harekete geçmelerini sağlayan önemli etkenlerdendir. Firma, karını arttırdığı durumda; firmanın ortaklarının sermayesi, çalışanların kazançları yükselecektir (Akkuş, 2010, s. 23).

Kar, firmaların en önemli başarı kıstaslarından birisidir. Firmalar, gelişebilmek, yaşamlarını sürdürebilmek, olması gereken yenileşme hareketine ayak uydurabilmek, mali ve finansal durumlarını kuvvetlendirebilmek için kar etmek zorundadırlar.

Kar, bir dönem içinde gerçekleştirilen faaliyetlerden dolayı bir firmanın özsermayesinde meydana gelen artıştır (Akdoğan ve Aydın, 1987, s. 415). Kar, firmanın ilgili dönemindeki gelirlerinden giderlerinin çıkarılmasıyla oluşan gösterge olarak da tanımlanabilir

Kar, firmanın ilgili dönemdeki elde ettiği hasılatından giderlerinin çıkarılmasıyla oluşan gösterge olarak da ele alınabilir (Bülbül, 2003, s. 1). Firmaların

kuruluşları belli bir süre sınırına bağlı değildir. Kurulan firmalar süresiz olarak kurulur. Fakat firmalar hayatlarını devam ettirebilmek için kar elde etmelilerdir. Firmaların yaşam süresi boyunca kar elde etme çabası içerisinde olduğu görülmektedir.

Firmalar yaşamlarını sürdürebilmek ve ortaklarına kazanç sağlamak için her zaman kar etmek isterler. Bunu yapabilmek için giderlerini en az seviyeye, gelirlerini ise maksimum seviyeye ulaştırmak ister. Firmalar bu isteğine ulaşabilmek için yüksek getirili yatırıma ve üretime yönelir.

Firmalar için net kar kavramı da önemlidir. Net kar, firmanın faaliyet ve faaliyet dışı gelirlerinden olağanüstü ve olağan giderlerinin çıkarılmasından sonra oluşan vergi öncesi kardan yasal verginin düşülmesinden sonra kalan kardır. Vergiden sonraki kar diye de adlandırılır. Ortaklara dağıtılması planlanan kar, net kardan yapılır.

Kar, işletmenin rekabet gücünde ve pazar payında önemli bir belirleyici etkendir. Karlılığı yüksek olan firmalar; fazla ve kaliteli çalışanı bünyelerinde bulundurabilir, araştırma geliştirmeye daha çok kaynak ayırabilir ve daha fazla reklam vererek ön plana çıkabilirler. Bu kıstaslar o firmaların rekabet gücünü ve pazar payını arttıracaktır. Kar, şirketin kredibilitesini belirleyen en önemli unsurdan birisidir. Kar, şirkete ortak olmayı düşünenler için önemli olan kıstasların başında gelir. Oran analizi yapılırken en çok kullanılan kalemlerden biriside kardır. Karlılık oranları, şirkete ortak olmayı düşünenler ve ortaklar için şirketin faaliyet etkinliği hakkında bilgi verir (İleri, 2016, ss. 3-4).

Bütün firmalar, işler iyi gitmeyip kar edemedikleri dönemde bu durumdan çok yoğun etkilenmemek ve yaşamlarını sürdürebilmek için işler iyi olduğu dönemlerde kar etmeleri önem arz etmektedir. Buna göre, firmalar kötü dönemde oluşabilecek risklere karşı çok fazla etkilenmemek için kar ettikleri dönemde karı iyi değerlendirmeli ve bu durumlar için yedek akçe ayırmalılardır. Bu şekilde davranan firmalar kendilerini ilerde oluşabilecek riskleri engellemiş olacaklardır (Şimşek, 2005, s. 153).

1.2. TEMETTÜ (KAR PAYI) KAVRAMI

Kar payı, işletmenin elde ettiği karın ortaklarına dağıtılmasıdır. Kar payı dağıtımını bilanço ve gelir tablosundaki kalemler arasındaki net kar üzerinden yapılır. Net kar, vergiden arındırılmış dağıtım için hazır olan kardır. Kar payı dağıtımı, firmanın karının belli bir bölümünü ya da hepsini hissedarlarına dağıtması olarak tanımlanmaktadır.

Şirket hissedarları firmaya yaptıkları yatırımın karşılığını görmek isterler. Hissedarlar bu yatırımlarının karşılığında şirketin karından pay almak isterler. Şirkette bu talepleri temettü ödemesiyle gerçekleştirir. Hissedarların şirkete yatırım yaparken temettü almak amacı olduğu gibi bir diğer amaçları da şirketin pay senetlerinin değerinin artmasıdır. Bu talep şirketin piyasa değerinin artmasıyla gerçekleşebilecektir (Okka, 2009, s. 531).

Şirketler, pay senetlerinin işletme değerini yükseltmek amacıyla hissedarların beklentilerini de gözeterek kar payı dağıtırlar. Genellikle nakit ödeme yöntemiyle temettü ödemesi gerçekleşir. Şirketler nakit ödeme yapmak istemiyorsa bedelsiz sermaye artırımı da yapabilirler. Bedelsiz sermaye artırımı hissedarlara bedelsiz hisse verilmesi olarak tanımlanabilir. Bu şirketin tercihi ve inisiyatifindedir. Şirket bu kararını ortaklarının beklentilerini ve finansal durumunu gözeterek verir (Özdemir, 1999, ss. 417-418).

Firma değerinin yüksek olması amacı olan firmanın yöneticisi; yatırım, kar payı ve finansman sağlama seçeneklerini göz ardı etmeyerek efektif seçim yapmalıdır. Kar payı, işletmenin karlarının hissedarlarına dağıtılması veya dağıtılmayıp işletmede oto finansmanla yatırıma çevrilmesi seçimidir. Bu karar şirketin parayı yatırım yapması mı daha faydalı yoksa ortaklara dağıtması mı bununla ilgilidir. Eğer şirket yeni yatırımlarla büyümesini arttırabilecekse ve buna yatırımcısını ikna edebilecek yatırımı varsa dağıtılacak net karı oto finansman olarak kullanıp yatırım yapması faydalı bir seçim olacaktır. Fakat şirketin yatırım yapma ve büyüme amacı yoksa karını dağıtması daha faydalı bir seçim olacaktır. Çünkü yatırımcılar şirketlere olan paydaşlıkları nedeniyle kardan paylarını almak isteyeceklerdir.

Dönem içerisinde elde edilen kar ile yatırım yapmayan ve paydaşlarına dağıtmayan şirketler, yatırımcılar tarafından çok tercih edilmemektedir. Paydaşlar yatırımlarının karşılığında firmanın elde ettiği kardan nakit kar paylarını almak istemektedir. Firma yöneticisinin, paydaşların isteği ve firmanın ihtiyacı doğrultusunda iki tarafı da memnun edebileceği bir karar vermesi gerekir.

Kar payı dağıtım politikası, şirketlerde faaliyetleri ve faaliyet dışı işleri sonucunda oluşan net karın ne kadarının hissedarlara kar payı olarak ödeneceğinin, ne kadarının yatırımda kullanılmak için oto finansman olarak şirkette tutulacağının seçimidir. Kar payı dağıtım politikasında, kar payı dağıtılacaksa bunun hangi yöntemle dağıtılacağının; nakit mi olacak, bedelsiz hisse dağıtımı mı olacak yoksa farklı yöntemle mi dağıtım olacak onun kararı verilmektedir. Kar payı dağıtımı politikası şirketin finansman politikasını önemli ölçüde etkilemektedir.

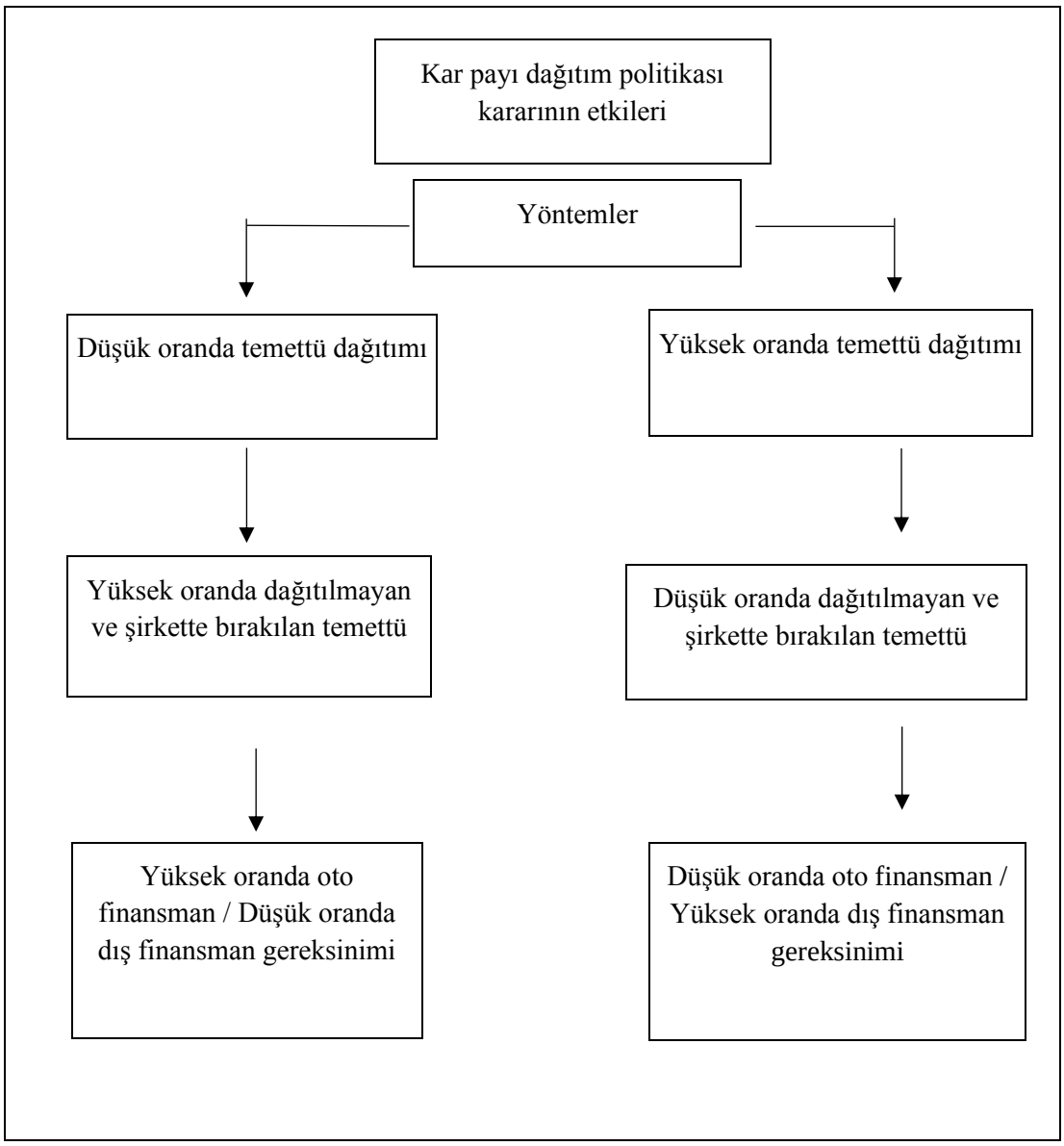
Şirketin karının yüksek olmasına rağmen kar payı ödemesi yapmaması veya düşük miktarda yapması şirkete yatırım yapan ortakları tarafından olumsuz bir durum olarak algılanmaktadır. Şirketin kar payı dağıtımındaki yükseliş ise yatırımcılar tarafından olumlu algılanır. Şirketin ortakları çoğunlukla kar paylarını düzenli ve sürekli artan şekilde almak istemektedir.

Kar payı politikası seçimi pay senetlerinin değerini etkileyen önemli bir seçimdir. Hissedarların, firmadan yüksek temettü dağıtmalarını istemesi ve firma değerinin hızlı yükselmesini beklemesi aralarında çelişmektedir. Şirketin bu dengeyi doğru bir şekilde kurarak kar dağıtım politikası izlemesi gerekmektedir. Şirket yeni yatırım yapacak ise elde edilen karın kullanması gereken kadarının yatırım için ayırıp kalan kısmı ile temettü ödemesi yaparsa daha faydalı bir karar almış olacaktır. Bu karar hem şirketin hem de yatırımcıların ihtiyaçlarını ve isteklerini karşılamış olacaktır.

Yüksek miktarda kar payı dağıtımı yapan firmanın, yatırım için oto finansman kaynağı azalmış olacaktır. Elde edilen karın az miktarda şirkette bırakılması büyümesine engel teşkil edebilmektedir. Yatırımcıların, şirketin oto finansman ayırmadan yatırım yapmasını beklemesi çok gerçekçi değildir. Şirketler için en büyük hata; yatırım yapacakken yüksek kar payı dağıtması ve finansmanı oto finansmanla değil de krediyle yapmasıdır.

Şirket ortaklarının beklentisi, karın firmada kalması yerine kendilerine dağıtılmasıysa; beklenti karşılanmaz yani temettü dağıtılmaz veya beklenen seviyenin altında dağıtılırsa bu durum pek olumlu karşılanmamaktadır. Bu durum şirketin piyasa değerini düşürebilmektedir. Şirket eğer ihtiyacı olabilecek olan kısmı temettü olarak dağıtırsa, hızlı büyüme gerçekleştiremez hatta nakit ihtiyacı doğup dış finansman kullanmak zorunda kalabilir.

Şekil-1'de şirketlerin kar payı dağıtımı kararlarının etkileri gösterilmiştir:



Şekil 1: Şirketlerin Kar Payı Dağıtımı Kararlarının Etkileri

Şirketler, temettü dağıtım politikaları hakkında aşağıdaki bilgileri açıklar:

- Temettüyü ödemesi yapıp yapmayacağını, yapacaksa temettü dağıtım oranını.
- Temettünün ödenme şekli (nakit, pay senedi).
- Temettü ödeme zamanını.
- Temettü avansı dağıtılıp dağıtılmayacağını.

Temettü analizi yapılırken ve yatırım planlaması yapılırken temettü dağıtım oranı önem teşkil etmektedir. Bu oran, işletmenin ilgili dönem için ödediği kar payının ilgili dönemin net karına bölünmesiyle bulunur.

$$\text{Temettü Dağıtım Oranı (TDO)} = \frac{\text{Dağıtılan Kar Payı}}{\text{Net Kar}} \quad (1)$$

Bu oran şirketin net karın ne kadarını ortaklarına dağıttığı gösterir.

Örneğin, şirket 5 Türk Lirası (TL) kar payı dağıtacak ve karı 25 liraysa TDO: (5/25) %20'dir.

Kar Payı Dağıtımı Sonucunda Şirket Bünyesinde Kalan Net Kar Oranı = (100 – Temettü Dağıtım Oranı)

Bu oran şirketin net karının ne kadarının şirket bünyesinde kaldığını göstermektedir.

Örneğin, şirket 5 lira kar payı dağıtacak ve karı 25 liraysa TDO: (5/25) %20'dir. Şirketin 25 lira net karının (25-5) 20 lirası şirket bünyesinde kalacaktır. Şirket net karın %20'ini hissedarlarına dağıttıysa net karın %80'ini şirket bünyesinde kalmıştır. Şirketin bünyesinde kalan kar tutarı dağıtılan karın %400'ü kadardır.

Temettü dağıtım oranı, şirketin hayat döngüsü hakkında hissedarlarına bilgi vermektedir. Eğer şirket düşük temettü dağıtım oranıyla kar payı dağıtımı gerçekleştirmiş ise net karı şirket bünyesinde tutmak istemiştir. Bünyesinde tuttuğu net karı, büyümek ve yatırım yapmak için kullanabilir. Şirket tersi politika izlemiş ve şirket bünyesinde net karın düşük bölümünü tuttu ise net karın büyük kısmını

hissedarlarına dağıtmıştır. Bu politikayı izleyen şirketin yüksek oranda oto finansman ihtiyacı olmadığını düşünülebilir. Bu düşünceye göre şirketin yüksek finansman gerektirecek yatırımlara yönelmeyeceğini sonucunu çıkarılabilmektedir.

Şirketlerin elde edilen karın dağıtım oranının, katma değerli ve yüksek getirili yatırım fırsatlarının çok, kaynak bulma imkanının zor olduğu dönemlerde az olması; yüksek getirili ve katma değerli yatırım fırsatlarının az, kaynak bulma imkanın kolay ve uygun olduğu dönemlerde fazla olması şirketinde ortaklarında avantajına olacaktır.

Şirketler çoğunlukla ilgili dönemde elde edilen net karı dağıtmaya yönelir. Fakat şirket ilgili dönemde net kar elde etmediyse geçmiş yılların karından da kar payı dağıtımı yapabilmektedir. Ancak bu kar dağıtımı şirketleri olumsuz etkileyebilmektedir. Bu olumsuz etki şirketin piyasa değerini düşürebilmektedir. Bu yüzden şirketler çoğunlukla bu yöntemi tercih etmemektedir. Tercih etmelerinde en büyük sebep ise yatırımcıların isteği olan düzenli kar payı dağıtım politikasını bozmak istememeleridir.

Temettü analizi yapılırken kullanılan bir diğer oran ise temettü getirisidir. Temettü getirisi temettü verimliliği olarak da anılmaktadır. Şirketin pay senedi fiyatına göre dağıtılan karın verimliliğinin ne kadar olduğunu gösteren orandır. Şirketlerin elde ettiği karın dağıtımı esnasında verimlilik şirketlerin birbirleriyle karşılaştırılmasında kullanılmaktadır.

Yatırımcı, temettü verim oranını piyasadaki şirket arasında karşılaştırabilir ve temettü verimi yüksek şirketleri tercih edebilir. Aynı zamanda temettü verimi diğer yatırım araçlarının getirileri ile karşılaştırılarak yatırım kararı vermek de mümkündür. Bu oranda, hisse başına ödenen kar payı ödemesinin pay senedi fiyatına bölünmesi ile bulunmaktadır. Ödenen kar payını tamamının şirketin piyasa değerine bölünmesiyle de bulunabilmektedir.

$$\text{Temettü Verimliliği} = \frac{\text{Pay Başına Ödenen Kar Payı}}{\text{Pay Senedi Fiyatı}} \quad (2)$$

$$\text{Temettü Verimliliği} = \frac{\text{Ödenen Kar Payı Toplamı}}{\text{Piyasa Değeri}} \quad (3)$$

Bu oran, şirketin dağıttığı net karın piyasa fiyatına göre ne kadar verimli olduğunu ortaklarına gösterir. Hesaplama sonucunda çıkan oran, yatırımcının temettülerden yıllık yüzde kaç getiri elde edeceğini göstermektedir.

Örneğin, şirketin hisse başına ödediği kar payı 1 lira ise pay senedinin fiyatı da 10 liraysa bu şirketin temettü verimliliği (1/10) %10 olacaktır.

Özetle, yatırımcı yatırdığı 10 TL'nin 1 TL'sini, yani %10'unu temettü olarak geri almıştır. Şirket her yıl aynı temettü verimliliğiyle karını dağıtırsa yatırılan 10 TL'yi yatırımcı 10 yılda geri almış olur. Bu 10 yıllık süreçte hissenin fiyatının artması yatırımcıya temettü gelirinin yanında farklı bir getiri imkanı da sunar. Yatırımdan 10 yıl sonra yatırımcının maliyeti hisse bazında 0 TL olacaktır. 10 yıl sonra hissenin fiyatı*eldeki hisse adedi kadar tutar yatırımcı için direkt kar olarak hesaplanır.

Örneğin, şirketin dağıttığı kar payı 100 lira ise şirketin piyasa değeri 1000 liraysa bu şirketin temettü verimliliği (100/1000) %10 olacaktır.

Temettü verimlilik oranı, şirketin hayat döngüsü hakkında hissedarlarına bilgi vermektedir. Şirketin temettü verimlilik oranı düşük ise şirket net karının düşük kısmını yatırımcılarına dağıtmıştır ya da şirketin piyasa değeri ve piyasadaki pay senedi fiyatı yüksektir. Net karının düşük kısmını dağıttıysa net karın büyük kısmını şirket bünyesinde tutmak istemiştir. Bünyede tuttuğu net karı büyümek ve yatırım yapmak için kullanabilir. Eğer tersi durumda ise şirketin temettü verimlilik oranı yüksek ise şirket net karının yüksek kısmını yatırımcılarına dağıtmıştır ya da şirketin piyasa değeri ve piyasadaki pay senedi fiyatı düşüktür. Net karının yüksek kısmını dağıttıysa net karın düşük kısmını şirket bünyesinde tutmak istemektedir. Bu politikayı izleyen şirketin yüksek oranda oto finansman kullanma isteği olmadığı düşünülmektedir. Bu düşünceye göre şirketin yüksek finansman gerektirecek yatırımlara yönelmeyeceğini sonucunu çıkarılabilmektedir.

Temettü verimliliği, yatırımcılar için önem arz etmektedir. Yatırımcılar borsada yatırım yaparken temettü verimliliği yüksek şirketleri tercih etmektedir. Bunun sebebi yatırımcıların yaptığı yatırımların karşılığında şirketin elde ettiği kar sonucunda dağıtılan temettülerden yüksek seviyede faydalanma isteğidir. Yatırımcılar şirketlere ortak olurken o şirketin kar etmesini ve bu karı ortaklarıyla paylaşmasını

isterler. Temettü verimliliği ne kadar yüksek ise yatırımcıların o şirkete ortak olma isteği de o kadar yüksektir. Yatırımcı, şirkete ortak olurken temettü verimliliğine bakarak oraya yatırdığı paranın ne kadar sürede geri döneceğini hesaplayabilmektedir.

Örneğin, %5 temettü verimliliği olan bir şirket 20 yıl boyunca %5 temettü verimliliğini korursa o şirkete yatırım yapan yatırımcı koyduğu parayı 20 yıl içinde şirketin nakit ödediği temettülerle amorti edecektir. Yani koyduğu parayı 20 yıl içerisinde çıkarır. Bu şekilde o hissenin maliyeti yatırımcı için 0 lira olur. Elindeki lot sayısı*hissenin fiyatı yatırımcının karıdır. Şirkete yatırım yaptığı zamanki hissenin fiyatı hiç değişmese bile yatırımcı karda olacaktır. Bu 20 yıl içerisinde hissenin fiyatının da artması yatırımcı için fazladan kar elde etmesi olarak görülmektedir. Şirketin temettü verimliliği %5'in altına düşmediği sürece yatırdığı parayı maksimum 20 yıl içerisinde amorti etmektedir. 20 yıl içerisinde temettü verimliliği ortalaması yıllık bazda %5 olursa koyduğu parayı 20 yılda amorti etmektedir.

Örneğin, 10 yıl önce X pay senedinin fiyatı 5 lira. Yatırımcı X pay senedinden 5 liradan 100.000 lot almaktadır. X şirketine yaptığı yatırım 500.000 (100.000*5) lira. X şirketinin 10 yıl içerisinde yıllara göre temettü verimliliği sırasıyla; %5, %14, %12, %13, %7 %6, %15, %8, %16, %4 gerçekleşmiştir. 10 yıl içerisinde şirketin ortalama temettü verimliliği %10'dur. 10 yıl sonrasında X hissesinin fiyatının da 10 lira olduğunu varsayılmaktadır. Yatırımcı yatırdığı parayı 10 yıl içerisinde şirketin dağıttığı nakit temettülerle amorti etmektedir. Hissenin fiyatı 5 liradan 10 liraya çıkarak %100'lük bir fiyat performansı göstermiştir. Yatırımcının X hissesinden 10 yıl içerisinde 500.000 lira temettü getirisi elde etmiştir. Hissenin performansından dolayı 500.000 liraya aldığı hissenin değeri de 1.000.000 (10*100.000) liraya gelmiştir. Yatırımcının temettüden 500.000 getirisi ve hissenin artışından 500.000 (1.000.000-500.000) getirisine bakıldığında toplam 1.000.000(500.000+500.000) net kar elde etmiştir. Yatırım yaptığı X şirketine koyduğu 500.000 lirası fiyat artışının pozitif etkisi, yatırdığı para ve elde ettiği temettülerle toplam 1.500.000(500.000+500.000+500.000) liraya ulaşmıştır. Yatırımcının net karı toplam değerden maliyetini çıkarak hesaplanabilmektedir. Yatırımcının net karı 1.000.000(1.500.000-500.000) liradır. Yatırım yaptığı para %300 artış göstermiştir. Yatırım yaptığı parayla %200 kar elde etmiştir. Elde ettiği karı başka bir şekilde hesaplamak da mümkündür. Yatırımcı X şirketine yatırdığı parayı 10 yıl içerinde

şirketin dağıttığı nakit temettüleriyle amorti etmektedir. Yani hissedeki maliyeti 0 liradır. Hissenin 10 yıl sonraki fiyatı ve yatırımcının elindeki lot sayısı baz alınarak X şirketine yaptığı yatırımın net karı hesaplanabilmektedir. Yatırımcı 10 yıl önce X hissesinden 100.000 lot almıştır. Hissenin 10 yıl sonra fiyatı 10 liraya ulaştır. Yatırımcının karı hissenin fiyatı*elindeki lot adedi ile hesaplanabilmektedir. Yatırımcının karı 100.000*10= 1.000.000 liradır.

Temettü yatırımcılığı, yatırımcılar tarafından uzun vadeli bir yatırım olarak tercih edilmektedir. Yatırımcılar birikimlerini düzenli temettü dağıtan şirketlere yatırım yaparak karşılığında şirketten düzenli nakit kar payı ödemesi almak istemektedir. Bu yatırım türünün uzun vadede yüksek getirisi olacağını düşünerek düzenli nakit temettü ödemesi yapan şirketleri tercih etmektedirler. Her yıl şirketin karlarından düzenli nakit kar payı alacağı beklentisiyle yatırım yapmaktadırlar. Temettü dağıtımı, şirketlerin kar payı politikaları bazında değişim gösterebilmektedir. Şirketler genellikle bir önceki yılın karını o yıl tek seferde dağıtma kararı almaktadır. Bu karar şirketin genel kurulunda alınmaktadır. Alınan karara göre yıl içerisinde iki veya üç seferde de kar payı dağıtımı yapılabilmektedir. Yıl içerisinde üç seferden fazlası pek tercih edilen bir temettü dağıtma politikası değildir. Yatırımcılar çoğunlukla genel kurul kararından hemen sonra ve tek seferde ortaklıklarından doğan kar payı haklarını almak istemektedir.

Temettü yatırımcılığı yapan yatırımcılar, temettü ödemesi yapıldıktan sonra genellikle ortaklıklarından doğan nakit kar paylarını aldıkları şirkete tekrar yatırım yapmaktadır. Yani şirketten aldıkları nakit kar paylarıyla tekrar aynı şirketin pay senedini almaktadır. Bu durum temettü yatırımcılığı yapanlarda çoğunlukla görülen bir davranışsal finans hareketidir. Bu şekilde, aldıkları kar payıyla tekrar o şirkete yatırım yaparak ellerindeki pay senedi adedini arttırmaktadırlar. Ellerindeki lot sayısını arttırarak, sonraki kar payı ödemesinden daha çok nakit kar payı almayı sağlamaktadırlar. Çünkü yatırımcılar nakit temettü alırken ellerindeki lot sayısı yani şirkete ortaklıkları oranınca kar payı almaktadır.

Örneğin, X şirketi ilgili yıl için lot başı 10 lira net temettü dağıtacağını açıkladı. Yatırımcının X şirketinden elinde 100 lot olduğunu varsayalım. Yatırımcının elde edeceği nakit kar payını aşağıdaki gibi hesaplayabiliriz.

X Şirketinden Elde Edilecek Nakit Temettü = Lot Sayısı*Lot Başına Dağıtılacak Kar Payı

10*100 = 1.000 lira

Yatırımcının ilgili yıl elde edeceği nakit temettü 1.000 liradır.

Yatırımcı nakit kar payını elde ettiği zamanda X şirketinin lot başına pay senedi fiyatının 100 lira olduğunu varsayalım,

Yatırımcı elde ettiği 1.000 lirayla 10 adet daha X hissesinden elde ettiği kar payıyla alabilmektedir.

Aldığı takdirde elindeki lot sayısı 110 (100+10) olmaktadır. Yatırımcı X şirketinin bir sonraki kar payı dağıtımına 110 lot ile katılacaktır. Bu sayede şirkette ortaklığını arttırmıştır ve bir sonraki kar payı dağıtımına daha fazla oranda katılacaktır. X şirketinin bir sonraki yıl yine aynı net temettüyü dağıttığını varsayarsak yatırımcının elde ettiği kar payı artacaktır.

X Şirketinden Elde Edilecek Nakit Temettü = Lot Sayısı*Lot Başına Dağıtılacak Kar Payı

10*110 =1.100 lira

Yatırımcının ilgili yıl elde edeceği nakit temettü 1.100 lira olacaktır. Önceki yıl elde ettiği 1000 lirayla aynı şirketin hissesini alarak elde ettiği kar payı tutarını 100 (1.100-1.000) lira arttırmıştır.

Örneğin, X şirketi ilgili yıl için elde ettiği net karın %25'ini dağıtacağı kararını genel kurulda almıştır. Şirketin ilgili yıl karı: 100.000 lira

X şirketine yatırım yapan yatırımcının ortaklık oranı: %10

Yatırımcının X şirketinden elde edeceği kar payını hesaplayalım,

Öncelikle bu hesabı yapmak için X şirketinin karının ne kadarını dağıtacağı bulunup daha sonra yatırımcının ne kadar kar payı elde edeceği hesaplanmalıdır.

X Şirketinin Dağıtacağı Kar Payı = Şirketin Karı*Dağıtılacak Oran

100.000*0,25 = 25.000 lira

Şirketin dağıtacağı toplam net karı 25.000 liradır. Şimdi de yatırımcının elde edeceği kar payını hesaplayalım,

Yatırımcının Elde Edeceği Net Kar Payı = X Şirketini Dağıtacağı Net Kar*Yatırımcının Ortaklık Oranı

25.000*0,10 = 2.500 lira

Yatırımcının elde ettiği kar payı 2.500 liradır.

Yatırımcı nakit kar payını elde ettiği zamanda X şirketinin lot başına hisse fiyatının 250 lira olduğunu varsayalım,

Yatırımcı elde ettiği 2.500 lira kar payı ile X hissesinden 10 adet alabilmektedir.

Yatırımcı, X şirketinden aldığı 10 lot hisseyle şirkette ortaklığını arttırmıştır ve bir sonraki kar payı dağıtımından daha fazla payını alacaktır.

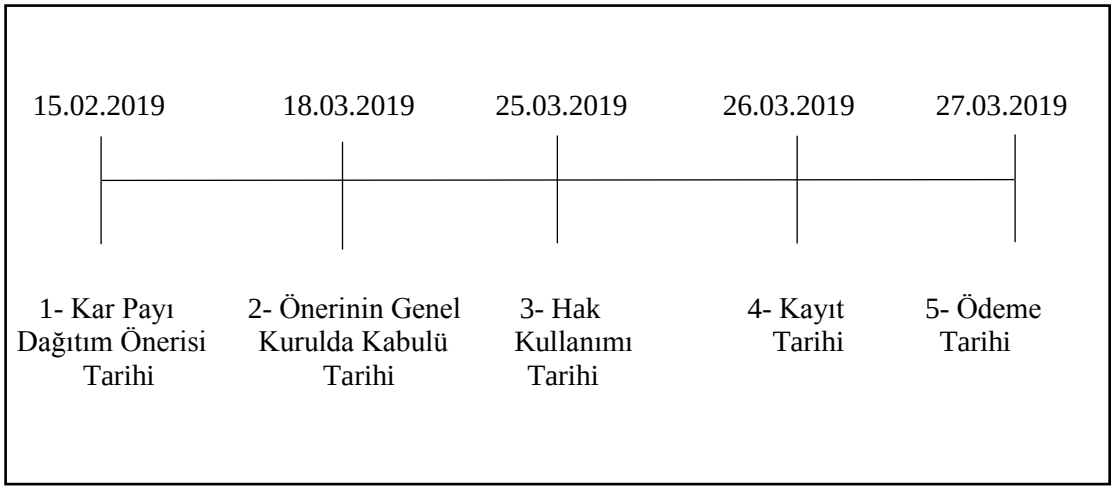
Borsa yatırımcısı, pay senedine yatırım yaparken karşısında türleri bakımından iki farklı tercih olmaktadır. Bunlardan biri temettü hissesi diğeri ise büyüme hissesidir. Yatırımcılar temettü yatırımı yapacak ise temettü hisselerini tercih etmektedir. Temettü hisseleri, elde ettiği karını yatırımcılarla paylaşan şirketlerin pay senetleridir. Bu tür firmalar fazla oto finansmana ihtiyacı olmadı için karlarını ortaklarıyla paylaşma yoluna başvurmaktadır. Fakat büyüme hissesi olan şirketler daha fazla yatırım yaparak büyüyebilmek için elde ettiği karlarını ortaklarına dağıtmaz veya az bir bölümünü dağıtır. Bu şekilde elde ettiği karı şirkette tutarak ve yatırımları için kullanarak büyümeyi yani daha fazla yatırım yapmayı tercih ederler. Temettü yatırımı yaparak düzenli temettü almak isteyen yatırımcılar büyüme hisselerini pek tercih etmemektedirler. Fakat büyüme hisseleri yatırımlarını tamamladıktan sonra potansiyel temettü hissesi olabileceği düşüncesiyle temettü yatırımcıları şirketin yatırımları bittikten sonra büyüme hisselerini tercih edebilir. Çünkü şirket artık yatırımlarını

yapmış ve bunun sonucunda ilerleyen dönemde bu yatırımların kar olarak geleceğini düşünülebilir.

Büyüme ve temettü hisseleri sektörel olarak farklılıklar gösterebilmektedir. Genellikle çimento firmaları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, inşaat firmaları, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, sigorta firmaları, sınai firmaları, bankalar ve kimya - petrol - plastik firmalarının pay senetleri temettü hisseleri olarak nitelendirilmektedir.

Bilişim firmaları, finansal kiralama faktöring firmaları, madencilik firmaları, teknoloji firmaları, turizm firmaları ve ulaştırma firmalarının pay senetleri büyüme hisseleri olarak nitelendirilmektedir.

X firmasının 01.01.2018- 31.12.2018 hesap dönemi kar payı dağıtım süreci aşağıdaki gibi beş farklı tarihte oluşmaktadır. Örnek Şekil-2'de verilmiştir:



Şekil 2: Kar Payı Dağıtım Süreçleri

Şekil 2'deki kar payı dağıtım süreçlerinin açıklamaları sırasıyla aşağıda yapılmıştır:

1- 15.02.2019 tarihinde X şirketinin yönetim kurulunun kararı ile kar payı dağıtım önerisi sunulmuştur. Bu tarih şirketin kar payı ödemesi önerisinin açıklanma tarihidir.

2- 15.02.2019 tarihinde yönetim kurulu kararıyla alınan kar payı dağıtım önerisi 18.03.2019 tarihindeki genel kurulda kabul edilmiştir. Bu tarih

şirketin kar payı ödemesinin onaylandığı tarihtir. Genel kurulda kar payı dağıtım tarihinin ve kar payı ödemesinin ne şekilde yapılacağının kararının da alındığı tarihtir.

3- 18.03.2019 tarihinde genel kurulun onaylandığı şekilde kesinleşen kar payı hak kullanımı tarihi 25.03.2019'dur. Kar payının şirket tarafından ödeneceği ve payın kar payı hakkı bulunmadan işlem görmeye başlayacağı tarihtir. Yani bu tarihten önce elinde X şirketinin hissesi olanlar kar payından haklarını alacaktır. Bu tarihten sonra alınan hisselerle X şirketine yatırım yapan yatırımcılar ilgili dönemin temettüsünden yararlanamayacaklardır.

4- 26.03.2019 tarihi borsada işlem gören tipteki payların hak sahiplerinin belirlendiği tarihtir. Kayıt tarihi olarak ta adlandırılmaktadır.

5- 27.03.2019 Ödeme tarihi, payları Borsa'da işlem gören pay sahiplerinin X şirketi tarafından ödenen temettünün hesaplarına giriş yapılacağı tarihtir.

İKİNCİ BÖLÜM

TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKASI TÜRLERİ, TEMETTÜ ÖDEME ŞEKİLLERİ VE TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Çalışmanın bu bölümde temettü dağıtım politikası türlerinin incelenmesi ve bununla ilgili örneklere yer verilerek başlanmıştır. Daha sonra ise temettü ödeme şekilleri açıklanmıştır. Son olarak temettü dağıtım politikasını etkileyen faktörlerin üzerinde durulmuştur.

2.1. TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKASI TÜRLERİ

Kar dağıtım politikası, geçmiş yıl karı ve dönem net karının, ne kadarının ortaklarla paylaşılacağı ve ne kadarının işletmenin bünyesinde kalacağını belirler. Kar dağıtım politikası, işletmenin kararından ve gerekli onayın alınmasından sonra bir plan doğrultusunda yapılır. Kar dağıtım politikası içerisinde iki tane amaç önem taşımaktadır. İşletme sahiplerinin getirilerinin onları memnun etmesi ve işletme için gerekli oto finansmanı sağlamak.

Kar payı ödemesi istikrarlı olan şirketlerde, belirsizlikten kaynaklı doğabilecek riskler azalacaktır. Bu durumdaki şirketlerin risk düzeyi düşeceği için pay senetlerinin değerini de olumlu etkileyecektir (Sayılgan, 2006, s. 349).

Temettü dağıtım oranı, işletmenin yatırım için kullanacağı oto finansman ve hissedarların yatırımlarından elde etmek istediği verime göre değişiklik gösterir. Net karın hangi oranda hissedarlara dağıtılacağı işletme yönetiminin teklif etmesi ve ortakların vermesi gereken önemli bir karardır. Çünkü bu kararın, işletmenin büyüme hızında, işletmenin değerinde ve yatırımcıların yatırım kararında etkisi fazladır.

Şirketler hangi kar payı dağıtım türünü kullanacaklarının kararı kendileri verirler. Genellikle sekiz tane payı dağıtım politikası türü kullanılır. Bunlar başlıca;

- Sabit oranlı temettü dağıtımı
- Uzlaşmaya dayalı temettü dağıtımı
- İstikrarlı temettü dağıtımı
- Sabit miktarda temettü dağıtımı
- Her yıl artan temettü dağıtımı
- Artık temettü dağıtımı
- Sabit miktarlı temettü ve ek temettü dağıtımı
- Optimal temettü dağıtımı

2.1.1. Sabit Oranlı Temettü Dağıtımı

Şirketin, dönem içerisinde elde ettiği karın belli bir oranını ortaklarına kar payı olarak ödemesidir. Firmanın izlediği bu dağıtım politikasında, firmanın ortaklara dağıttığı temettü her yıl kara göre farklılık göstereceğinden, ortaklara bazı dağıtım döneminde az, bazı dağıtım döneminde fazla kar payı ödemesi yapılacaktır (Türko, 2002, s. 528). Belirlenen oranlar şirketten şirkete değişkenlik göstermektedir. Şirketler belirleyecekleri oranı genel kurulda veya ana sözleşmede belirleyebilirler.

Şirketlerin bu kar payı dağıtım politikasıyla alakalı en büyük risk, şirketin yıl içerisinde elde ettiği kar düşer ya da hiç kar elde edemez ise kar payı dağıtımı azalır veya hiç yapılamaz. Bu hem şirket için hem hissedarlar için risk teşkil eder. Bunun sonucu olarak şirketin piyasa değerinin düşeceği beklenir. Hissedarların elde edeceği kar payı tutarı şirketin elde edeceği karın değişimine bağlıdır. Önceki yıla daha çok kar elde ettiyse daha çok kar payı alacaklar, önceki yıla karı azaldıysa daha az kar payı alacaklar.

Bu politika şirketin alacağı kararlarda esnek olmasını ve efektif karar almasını engelleyen bir politikadır. Eğer şirketin elde ettiği karın tamamını oto finansman kullanarak yatırım yapma isteği varsa yapamayacaktır. İhtiyacı olan yatırım için gerek finansmanı oto finansman yerine dış finansmanla tamamlaması gerekmektedir. Dış finansman sağlamak oto finansmana göre hem maliyetli hem de zordur. Her yıl şirketin karının değişmesiyle dağıtacağı kar payının miktarı da değişeceğinden sabit oranlı

temettü dağıtım politikasına uygun hareket eden şirketlerin kar payı dağıtım politikalarının istikrarsız kar payı dağıttığını görülmektedir. İstikrarsız kar payı dağıtımını yatırımcıları uzaklaştırabilir.

Tablo 1: Sabit Oranlı Temettü Dağıtım Politikası İzleyen X Şirketinin 10 Yıllık Net Karı, Kar Payı Dağıtım Oranı ve Kar Payı

Yıllar	Net Kar (TL)	Kar Payı (TL)	Kar Payı Dağıtım Oranı (%)
2018	600.000	120.000	20
2017	580.000	116.000	20
2016	560.000	112.000	20
2015	400.000	80.000	20
2014	350.000	70.000	20
2013	240.000	48.000	20
2012	220.000	44.000	20
2011	200.000	40.000	20
2010	175.000	35.000	20
2009	100.000	20.000	20

Sabit oranlı kar payı dağıtım politikası izleyen X şirketinde, hissedarlara dağıtılan kar payının şirketin net karına bağlı olduğu görülmektir. Şirketin net karı arttıkça şirketin ortaklarına dağıttığı kar payı artmaktadır. X şirketinin karı 10 yıl boyunca arttığı için ortaklara dağıtılan kar payı da artmıştır. Tersi olsaydı her geçen yıl şirketin karı azalsaydı ortaklara dağıtılan kar payı da azalacaktı.

Örneğin, sabit oranda temettü dağıtım politikası izleyen Y şirketi 1. Yılında 1.000.000 TL net kar elde etmiştir. Temettü dağıtım oranı: %10'dur. 2. Yılında ise 750.000 TL net kar elde etmiştir. Sabit oranda temettü dağıtım politikası izleyen Y şirketine yatırım yapan yatırımcının 1. Ve 2. yıl elde ettiği kar payı;

1.yıl yatırımcının elde ettiği kar payı: 100.000 (1.000.000*0,10) TL.

2.yıl yatırımcının elde ettiği kar payı: 75.000 (750.000*0,10) TL.

Şirketin yıllık net karlarındaki değişimden dolayı yatırımcının elde ettiği kar payı oranı sabit kalsa da yatırımcının elde ettiği kar payı azalmıştır. Sebebi X şirketinin yıllık karının azalmasıdır.

Sabit oranda kar payı dağıtımı, halka açık şirketlerde çok fazla rastlanılan bir kar payı dağıtım politikası değildir. Daha çok halka açık olmayan aile şirketlerinde uygulandığı görülmektedir (Ceylan, 2003, s. 236).

2.1.2. Uzlaşmaya Dayalı Temettü Dağıtımı

Uzlaşmaya dayanan kar payı dağıtım politikasında şirketler çoğunluk sabit ve düşük miktarda kar payı dağıtırlar. Bununla birlikte şirketlerin yıllık performanslarına göre de sabit miktarda dağıtılan kar payının üstüne bir de fazladan kar payı dağıtırlar. Bu değişim şirketin kar performansına göre değişim gösterir. Yani şirketin karı önceki yıla göre arttıysa sabit tutarın yanında dağıttığı ilave kar payı artacaktır. Tersi durumda ise ekstra dağıtılan kar payı azalacaktır.

Hissedarların eline geçecek kar payı şirketin başarı durumuyla yakından ilişkilidir. Şirketin ilave dağıtımı dışında sabit dağıttığı kar payı olması hissedarların isteklerini tatmin eder. Bu politikayı izleyen şirketler yatırımcılar tarafında ilgi çekmektedir. Kar performansı artma ihtimali olan şirketlere yatırım yapma ve yüksek kar payı getirisi elde etme isteği yatırımcıların iştahını kabartır. Firmalar esnek kararlar alırlar.

2.1.3. İstikrarlı Temettü Dağıtımı

Temettülerin belli bir düzeyde olması veya belli bir yükseliş düzeyinde gerçekleşmesidir. İstikrarlı temettü dağıtım politikası, temettü yatırımcıların ilgisini çeken bir durumdur. Yatırımcılar çoğunlukla istikrarlı kar payı dağıtan pay senetlerini tercih ederler. Yatırımcılar gözünde istikrarlı temettü dağıtım politikası izleyen şirketlerin dalgalanma dönemlerinde risk katsayısı düşüktür. Şirket eğer kar payı dağıtımını çok hızlı bir şekilde arttırıyorsa ilerde kar elde etmesi azalırsa veya yüksek finansmana ihtiyaç duyduğunda sıkıntı yaşaması muhtemeldir. Şirketler bu istikrarı sağlarken dengeleri gözeterek ve kademeli arttırarak hareket etmelilerdir. Kar artışını sağlamadan yüksek bir kar payı dağıtımına gitmek şirketin finansallarını sıkıntıya düşürecektir.

Yatırımcılar şirkete yatırdıkları paralarını istikrarlı alıp ona göre yaşantılarını belirleyecekleri için istikrarsız temettü dağıtımı yapan şirketleri tercih etmezler. Bu şirketlerin riski yüksektir (Akgüç, 1998, s. 790). Tercih edilip edilmelerine göre de pay senetlerinin değeri değişkenlik gösterir. İstikrarlı dağıtım politikası izleyen firmaların piyasa değeri istikrarsız dağıtan firmalara göre daha yüksektir. İstikrarlı kar payı dağıtım politikası izleyen şirketler kurumsal yatırımcıların ilgisini çeker ve bu politikayı izleyen şirketlere yatırımlarını arttırabilirler. Şirketin dağıtacağı kar payı miktarının yatırımcılar tarafından bilinmesi şirketin pay senetlerini pozitif etkileyecektir. Çünkü bu politikayı izleyen şirketlere talep artacaktır. Bu durum yatırımcılara şirketin güvenilir olduğu düşüncesini arttıracaktır.

2.1.4. Sabit Miktarda Temettü Dağıtımı

Temettünün her yıl aynı miktarda dağıtılmasını hedefleyen bir politikadır. Şirketin karı değişse de dağıtılan temettü sabit olmaktadır. Şirketin önceki döneme göre az veya çok kar etmesi dağıtılacak tutarı etkilememektedir (Bolak, 1998, s. 258).

İstikrarlı getiri elde etmek isteyen hissedarlar bu kar payı dağıtım politikasını izleyen şirketleri tercih ederler. Çünkü şirketin karı bir önceki döneme göre azalsa bile hissedarın getirisi sabit kalacaktır. Şirkete yatırım yapmak isteyenler bu politika sonucu kendilerine gelecek olan kar payını sabit getiri sunan bir yatırım olarak göreceklerdir. Bu durum ise şirketlerin değerini olumlu etkiler.

Bu politikayı izleyen şirketlerin riski hissedarlar açısından düşüktür. Risk ve belirsizliğin az olması yatırımcıların iştahını kabartır. Her yıl şirketin karı değişse de hissedara gelecek kar payı sabit miktarda olacağı için aslında yatırımcı bu parayı risksiz getiri olarak görebilir. Risksiz getiri isteği kurumsal ve büyük yatırımcıların da ilgisini çeker. Eğer şirket yıl içerisinde net kar elde edemezse veya dağıtacağı kar payı tutarından daha az net kar elde ederse yatırımcılarına temettü dağıtamayacaktır veya sabit miktarda temettü dağıtım politikasından vazgeçecektir. Bu durumda, şirket sabit miktarda temettü dağıtım politikasından vazgeçmemek için önceki yıl karlarından temettü dağıtmayı da tercih edebilir.

Tablo 2: Sabit Miktarda Temettü Dağıtım Politikası İzleyen Y Şirketinin 10 Yıllık Net Karı, Kar Payı Dağıtım Oranı ve Kar Payı

Yıllar	Net Kar (TL)	Kar Payı (TL)	Kar Payı Dağıtım Oranı (%)
2018	200.000	100.000	50
2017	240.000	100.000	41,67
2016	300.000	100.000	33,34
2015	360.000	100.000	27,78
2014	400.000	100.000	25
2013	500.000	100.000	20
2012	600.000	100.000	16,67
2011	660.000	100.000	15,16
2010	720.000	100.000	13,89
2009	800.000	100.000	12,5

Sabit miktarda kar payı dağıtım politikası izleyen Y şirketinde, hissedarlara dağıtılan kar payının şirketin net karına bağlı olmadığı görülmektir. Şirketin net karı arttıkça şirketin ortaklarına dağıttığı kar payı değişmemektedir. Y şirketinin karı 10 yıl boyunca azalmasına rağmen ortaklara dağıtılan kar payı değişmemiştir. Yani şirketin karının azalması ortakların elde edeceği kar payını değiştirmemiştir. Şirketin net karına göre yıllar içerisinde kar payı dağıtım oranı değişmiştir. Şirketin kar payı sabit olduğu için şirketin yıllık net karı azaldıkça şirketin kar payı dağıtım oranı artmıştır. Eğer tersi bir durum olsaydı yani şirketin karı her geçen yıl artsaydı temettü sabit olduğundan TDO azalacaktır.

Halka açık olmayan aile şirketlerinde çok fazla rastlanılan bir kar payı dağıtım politikası değildir. Daha çok halka açık şirketlerde uygulandığı görülmektedir (Ceylan, 2003, s. 236).

2.1.5. Her Yıl Artan Temettü Dağıtımı

Şirketler temettü dağıtımı politikalarını belirlerken amaçlarından birisi hissedarların getiri maksimizasyonunu sağlamak. Bu yüzden firmalar yıllık temettüyü arttır en kötü ihtimalle azaltma ilkesini uygulamaya çalışırlar. Bu uygulamanın sürdürülebilir olması için şirketin elde ettiği karını arttırıyor olması veya temettü dağıtım oranını arttırıyor olması gerekiyor (Weston ve Brigham, 1993, s. 679).

Yatırımcıların, her yıl artan temettü dağıtım politikası izleyen işletmelere yatırım yapma iştahı yüksektir. Bu durum işletmenin değerinin artmasını da sağlar. Bu politikayı izleyen şirketlerin büyük ihtimalle net karı da yükseleceği için işletmenin değerinin artmasını da desteklemiş olur. Yatırımcılar için de çok memnun olacakları bir politika türüdür. Yatırımcı her yıl getirisinin artacağını bilerek yatırım yapmaktadır. Bu da işletmelerin belirsizlik döneminde risklere karşı gelebilme katsayısını arttırmaktadır.

Tablo 3: Her Yıl Artan Temettü Dağıtım Politikası İzleyen Z Şirketinin 10 Yıllık Net Karı, Kar Payı Dağıtım Oranı ve Kar Payı

Yıllar	Net Kar (TL)	Kar Payı (TL)	Kar Payı Dağıtım Oranı (%)
2018	1.000.000	200.000	20
2017	900.000	190.000	21,12
2016	900.000	170.000	18,89
2015	800.000	168.000	21
2014	600.000	160.000	26,67
2013	700.000	155.000	22,14
2012	500.000	150.000	30
2011	600.000	130.000	21
2010	400.000	120.000	30
2009	300.000	100.000	33,34

Her yıl artan temettü dağıtım politikası izleyen Z şirketinde, hissedarlara dağıtılan kar payının şirketin net karına bağlı olmadığı görülmektir. Şirketin net karı arttıkça da azaldıkça da şirketin ortaklarına dağıttığı kar payı artmaktadır.

2.1.6. Artık Temettü Dağıtımı

Artık kar payı dağıtım politikası; şirketin elde ettiği karı, daha karlı bir yatırım fırsatı için oto finansman ihtiyacı yoksa hissedarlarına kar payı olarak dağıtmasıdır (Kaba, 2009, s. 33). Elde edilen kar, gerekli oto finansmandan fazla olması durumunda oto finansman kadarı ayrılıp geri kalan kar temettü olarak dağıtılır. Eğer elde edilen karın tamamının oto finansman için kullanılması gerekirse yatırımcılara temettü dağıtımı yapılmayacaktır.

Ortaklara temettü dağıtılmayacağı kararı yatırımcılar açısından olumsuz görülebilir. Şirketin elde ettiği kara göre ve şirketin ihtiyacı olan oto finansman tutarına göre yatırımcılara gelen temettü miktarı da yıllara göre değişim gösterecektir.

Bu yüzden yatırımcıya gelecek kar payındaki bu değişimler pay senedi fiyatlarını da etkileyecektir. Kar paylarındaki bu değişimler beklentilere ilişkin bir risk doğuracaktır. Bu temettü dağıtım politikasını uygulayan firmalar, yatırımcılar tarafından çok fazla tercih edilmemektedir. Değişimden etkilenmeyecek yatırımcılar için tercih edilebilmektedir.

Bu politika türü, şirketin büyümesi ve daha fazla kar edebilme potansiyeli açısından önem arz etmektedir. Firmaların gelişme ve büyüme istekleri için en ideal temettü dağıtım politikalarından birisidir. Çünkü bu politikada öncelik şirketin çıkarları ve gereksinimleridir. Şirket büyümek için yaptığı yatırımları dış borçlanma olarak değil de oto finansman olarak sağlayarak diğer şirketlere göre avantaj sağlayabilir.

2.1.7. Sabit Miktarlı Temettü ve Ek Temettü Dağıtımı

Şirket belli bir sabit tutar belirlemekte ve duruma göre sabit tutarın üstüne ek yaparak kar payı dağıtımı yapmaktadır. Sabit miktarda olması ortakların kesin elde edeceği tutar olduğu için yatırımcıların ilgisini çekecektir. Eğer şirketin performansı yüksek ise fazla; performansı düşük ise az ek kar payı dağıtabilecektir. Bu politika şirketin yıllık performansında hissedarlarında etkilenmesi açısından en etkin kullanılabilecek olan politikalardan birisidir. Bu etkinlik yatırımcılar için cazip bir imkan sunar ve yatırımcıların ilgisini çeker. Kar payı dağıtımında esnekliğin olmasın şirketler açısından önemlidir (Arslanboğa, 1990, s. 37).

Ek kar payı uygulaması şirketlere bu esnekliği sağlamaktadır. Sabit miktarda kar payı olduğundan dolayı kar payı belli miktarın altına düşmeyecektir. Ek temettü değişebileceği için temettü yıllara göre inişli çıkışlı değişkenlikler gösterecektir.

2.1.8. Optimal Temettü Dağıtımı

Optimal temettü dağıtım politikasında şirketlerin birinci önceliği pay senetlerinin şirket değerinin maksimizasyonudur. Şirket elde ettiği karı, sonraki dönem ne kadarının yatırım için oto finansman sağlanması gerektiğini kararlaştırır. Önceliği yatırım için gerekli finansmanı kendi içinden oluşturmak ve maksimum büyüme sağlamaktır. Optimal kar payı dağıtım politikasını izleyen şirketler büyüme gerçekleştirmek için gerekli olan karı ayırır geri kalanı hissedarlarına dağıtır. Önceliği

yüksek kar payı dağıtmak olmayan asıl amacı büyümek olan optimal kar payı dağıtım politikasını izleyen şirketleri temettü getirisi elde etmek isteyen yatırımcılar tercih etmez. Optimal kar payı dağıtım politikasını politikayı izleyen şirketlerin yatırımcı profili daha çok yatırımının artmasını yani büyümesini isteyen yatırımcılardır.

Optimal kar payı dağıtım politikasını daha çok yatırım yapma imkanı ve düşüncesi olan şirketler kullanırlar. Optimal kar payı dağıtım politikası izleyen şirketlerin piyasa değeri yüksek temettü ödeme politikası izleyen şirketlere göre daha hızlı artar. Şirketlerin bu politikada temettü dağıtım oranı belirlemeleri zor bir durumdur. Şirketin gelecek planı yaparken ne kadar oto finansmana ihtiyacı olduğunu iyi hesaplayıp ona göre kar payı dağıtım oranını belirlemesi gerekmektedir. Bu oranı isabetli belirlemek önemli ve profesyonellik isteyen bir karardır. Şirket bu kararı verirken gerekli tetkikleri yapması gerekir. Şirket optimal kar payı politikasını uygulayarak aslında esnek karar vermenin avantajıyla büyümek için yatırım fırsatlarını daha iyi değerlendirecektir.

2.2. TEMETTÜ ÖDEME ŞEKİLLERİ

Firmalar kar payı ödeyeceklerini açıkladıklarında ortaklarına kar paylarını ne şekilde dağıtacaklarını da ilan açıklar. Firmanın kar payı dağıtma türü, kar payı ödemesinin tarihi ve tutarında olduğu gibi genel kurulun onayından geçerek uygulamaya alınır. Firmaların kar payı ödeme şekillerini etkileyen faktörler vardır. Firmanın; sermayesine, oto finansman veya başka faaliyetleri için gerekebilecek nakit ihtiyacına ve önceki dönemlerde uyguladığı kar payı ödeme politikalarına göre ödeme şekilleri değişkenlik gösterebilir (Okka, 2009, s. 535).

Firmalar dağıtılacak olan karlarını ortaklarının da isteklerini önemseyerek dağıtırlar. Firmaların dağıtılacak kar payı ödeme şekli olarak en çok uyguladığı yöntem nakit ödemedir. Yatırımcıların temettü ödemesi olarak tercih ettiği ödeme yöntemi de nakit ödemedir. Yatırımcılar nakit olarak yatırdığı paralarının kar payını nakit olarak almayı tercih ederler. Firmalar temettü ödemelerini nakit ödeme dışında da yapabilirler. Firmalar nakde ihtiyaç duymuyorsa kar payı ödemelerini çoğunluk nakit yaparlar.

Nakit kar payı ödemesini alan yatırımcılar bu parayla yine aynı şirkete yatırım yapabilirler. Nakit ödemesini alan hissedarlar o parayla farklı bir firmaya veya farklı bir yatırım aracına da yatırım yapabilirler. Temettü yatırımcıları çoğunluk nakit kar payından gelen parayla yine aynı firmanın hissesini alarak o firmada ortaklığını arttırırlar.

Firmalar en çok nakit kar payı ödemesini tercih ediyor olsalar da kullandıkları on kar payı ödeme şekilleri vardır. Başlıca bunlar;

- Nakit temettü ödemesi
- Pay senedi olarak temettü ödemesi
- Pay senetlerinin adedinin yükseltilmesi ve nominal değerinin düşürülmesiyle temettü ödemesi
- Firmanın kendi pay senetlerini alarak temettü ödemesi
- Bono tipi temettü ödemesi
- Ayni temettü ödemesi
- Seçmeli temettü ödemesi
- İntifa senedi temettü ödemesi
- Tasfiyeden temettü ödemesi
- Melez temettü ödemesi

2.2.1. Nakit Temettü Ödemesi

Şirketin elde ettiği karı hissedarlarına nakit şeklinde ödemesidir. Temettü ödeme şekilleri arasında nakit temettü ödemesi en çok tercih edilen yöntemdir. Nakit temettü ödemesi firmanın nakit kaynaklarından ödenir. Nakit kar payı ödemesini tercih eden şirketler genellikle likiditesinde sıkıntı olmayan şirketlerdir. Likidite sıkıntısı yaşayan şirketin nakit kar payı dağıtması şirketin aleyhine durum oluşturabilir. Durum şirketin yatırımlarını ve mevcut işlerini de etkileyebilir. Likidite sıkıntısı yaşayan şirketlerin pay senetlerinin şirket değerinin düşme ihtimali çok yüksektir. Şirketlerin; bilanço, gelir tablosu ve özsermaye değişim tablosu dışında birde nakit akış tabloları açıklanır. Nakit akış tablosunda sıkıntı yaşayan şirketler bu durumdan olumsuz etkilenmesi kaçınılmazdır. Şirket nakit kar payı dağıtacaksa bu durumları göz önüne almalıdır. Aynı zamanda şirketin karının yüksek olması elindeki

nakdin de yüksek olduğunu göstermez. Bu durum değişiklik gösterebilmektedir. Kar payını nakit ödemesi şirketi zor duruma düşürecekse şirket diğer ödeme yöntemlerine başvurmalıdır.

Firmanın pay senedi fiyatı, lot başına ödenen nakit brüt temettü tutarı kadar düşecektir. Ortaklara nakit temettü brüt üzerinden değil net üzerinden dağıtılmaktadır. Fakat pay senedi fiyatına etkisi brüt üzerinden olmaktadır. Brüt ve net temettü arasındaki fark stopajdan kaynaklanmaktadır. Ülkemizde firmalara göre stopaj oranı farklılık göstermektedir. Farklı bir durum yok ise genelde stopaj oranı %15'tir. Stopajın %0 olduğu durumlarda olabilmektedir. Bu durumda brüt ve net temettü tutarı aynı olmaktadır.

Nakit kar payı ödemesini alan yatırımcılar bu parayla yine aynı şirkete yatırım yapabilmektedir. Temettü yatırımcıları çoğunluk nakit kar payından gelen parayla yine aynı firmanın pay senedini alarak o firmada ortaklığını arttırmaktadır.

Örneğin, X şirketi yıl içerisinde elde ettiği net kardan ortaklarına hisse başına 1 lira temettü dağıtacak. Şirketin stopaj oranı %15'tir. Şirketin temettü dağıtacağı zaman pay senedinin fiyatı 10 liradır. Yatırımcının elinde 10 lot X şirketinin pay senedi bulunmaktadır.

Öncelikle yatırımcıya lot başına ne kadar net temettü geleceğini hesaplayalım. Brüt temettü 1 liradır. Net temettüyü hesaplamak için stopajı bulmamız ve brüt temettüden çıkarmamız gerekiyor.

Stopaj Tutarı = 1 liranın %15 i = 0,15

Lot Başına Net Temettü Tutarı = Brüt Temettü – Stopaj Tutarı

1 - 0,15 = 0,85

X şirketi yatırımcılarına pay başına 85 kuruş net temettü dağıtacaktır.

Yatırımcının toplam elde edeceği net nakit temettüyü hesaplayalım.

Toplam Net Temettü Tutarı = Lot Başına Net Temettü Tutarı* Pay Adedi

0,85*10 = 8,5 lira

Yatırımcıya toplam 8,5 lira net nakit temettü yatırılacaktır.

Şirketin pay senedinin nakit temettü dağıtımından sonra teorik fiyatını hesaplayalım.

Temettü Dağıtıldıktan Sonraki Fiyatı = Temettü Dağıtılmadan Önceki Fiyatı – Lot Başına Brüt Temettü Tutarı

10 – 1 = 9 lira

Şirketin temettü dağıttıktan sonraki teorik fiyatı 9 lira olacaktır.

Şirketlerin bazen yıllık net karı yüksek olabilir fakat nakit temettü dağıtacak nakdi olmayabilir. Bu durumda nakit temettü ödemesi dışındaki başka ödeme yollarına başvurabilir. Vergiden muafiyet oluşturmak veya sermaye yapısının değiştirmek için de nakit ödemeden başka ödeme şekillerine de başvurulabilir.

2.2.2. Pay Senedi Olarak Temettü Ödemesi

Nakde ihtiyacı olan şirketler nakit kar payı dağıtımı yerine pay senedi dağıtımını tercih eder. Şirketler hissedarlarına bu yöntemle aldıkları karar neticesinde belli olacak oranda ek pay senedi olarak dağıtır. Piyasada adı bedelsiz sermaye artırımı olarak ta bilinmektedir. Dağıtımı yapılacak olan orandaki pay senetleri genel kurulun belirleyeceği tarihte hissedarların hesabına aktarılacaktır. Genel kurul tarafından belirlenen oran kadarı şirketin piyasa değerindeki pay senetlerinin fiyatından düşecektir. Aslında hissedarın elindeki pay senedi artacaktır ama elindeki pay senetlerinin piyasada değeri değişmeyecektir. Aynı şekilde hissedarların pay senedi artmasına rağmen şirketteki ortaklılarının oranı artmayacak yani aynı kalacaktır. Nakit kar payına göre pay senedi olarak kar payı almanın avantajlarından birisi de stopajdır. Nakit kar payında stopaj kesintisi varken pay senedi olarak temettü ödemesinde stopaj kesintisi yoktur.

Pay senedi olarak kar payı ödeme şeklini kullanan şirketlerin sermayesi ve pay senedi sayısı artacaktır. Bu yöntem şirketlerin birikmiş kar hesabı ve yedek hesaplarından sermaye hesabına geçiştir. Nakit kar payı ödemesinde şirketten nakit çıkacağı için nakit hesaplarında azalma olacaktır. Fakat bu yöntemle herhangi bir

azalma olmayacak ve nakit şirketin bünyesinde kalacak ve gerekirse kullanıma hazır olacaktır. Aslında pay senedi kar payı dağıtımı şirketin hesap kalemleri içerisindeki aktarım işleminden gerçekleşir.

Genellikle şirketin nakit dağıtım imkanı az ise ve pay senediyle kar payı ödemesi yapıyorsa bu hissedarlar tarafından olumsuz karşılanmaz. Fakat şirketin nakit dağıtım imkanı yüksek ve nakdi de kullanmayacaksa bu şekilde dağıtması hissedarları da yatırım yapacakları da olumsuz etkiler. Bu durum şirketin piyasa değerini yani pay senedi fiyatını düşürecektir. Bu şekilde fiyatının düşmesi aslında o şirketin pay senedini alabilme kolaylığı sunmaktadır. Şirketin pay senedi fiyatı çok yükseldiyse bunu alabilmek daha güçtür bu şekilde pay senedinin fiyatı düşecek ve alımı daha kolay olacaktır.

Şirketin nakit dağıtma imkanı yoksa hiçbir şey dağıtmamak yerine pay senedi şeklinde kar payı ödemesi yapması hissedarları ve yatırım yapacakları olumlu etkiler. Bu durum şirketin piyasa değerini de olumlu etkileyecektir. Bu ödeme yöntemini tercih eden şirketlerin pay senedi adedi arttığı için şirkete ortak olan sayısı da artacaktır. Pay senedi olarak ödemesini alan hissedarlar piyasa fiyatından satarak nakde çevirebilir.

2.2.3. Pay Senetlerinin Adedinin Yükseltilmesi ve Nominal Değerinin Düşürülmesiyle Temettü Ödemesi

Pay senedi bölünmesi, şirketin pay senedi fiyatının düşürülmesi ve pay senedi adedinin arttırılmasıdır. Fiyatların düşüldüğü oranda pay senetlerinin sayısı artacaktır. Bu bölünme sonucunda şirketin sermayesinde değişim olmaz. Bölünme sonunda hissedarların ortaklık yapısı değişmez pay senedi ile ödemeyle karşılaştırıldığında en büyük ayrım sermaye yapısının değişmemesidir. Pay senedinin fiyatının düşmesi piyasada daha likit olmasını sağlar. Bu durum ise alış-satış işlemlerinin basitleşmesini sağlar. Şirket bu bölünmeyi yapmasındaki en büyük niyeti pay senetlerinin bu durumdan pozitif etkilenmesi ve fiyatlarının artması beklentisidir. Pay senedi bölünmesi çoğunluk yatırımcılar tarafından olumlu algılanır ve fiyatları pozitif etkiler. Bu yöntemi daha çok pay senedi fiyatı çok yükselen bu yüzden alımı zor olan şirketler uygular. Bu yöntemle likidite sorununu çözmüş olur. Çünkü fiyatı yüksek olan bir kıymeti herkesin alabilmesi mümkün değildir. Bölünme sonunda yatırımcıların

şirketin pay senedini alım gücü artacaktır. Bölünmeyle birlikte şirketin pay senedinin fiyatı düşeceğinden şirkete ortak olanların sayısı da artacaktır (Gitman, 2003, s. 574).

Şirket pay senedi bölünmesinin tersini de yapmayı tercih edebilir. Bu yöntem ise ters bölünme olarak adlandırılır. Şirket pay senetlerinin fiyatının çok düştüğünü düşünürse bu yöntemle kullanabilir. Bu yöntemle pay senetlerinin adedini azaltarak pay senetlerinin fiyatını arttıracaktır. Bu yöntem şirketler tarafından çok kullanılmayan ve tercih edilmeyen bir yöntemdir. Bu yöntemin kullanılması şirketin başarısızlığı olarak görülür ve şirketin pay senedi fiyatlarını olumsuz etkileyebilir (Gitman, 2003, s. 575).

2.2.4. Firmanın Kendi Pay Senetlerini Alarak Temettü Ödemesi

Şirketlerin bünyesinde çok fazla nakit bulunuyorsa ve bu nakitle yatırım yapabileceği karlı bir yatırım fırsatı bulamıyorsa elindeki nakit parayla kendi şirketinin dolaşımda bulunan kendi pay senetlerini alması anlamına gelir.

Şirketin kendi pay senetlerini satın alması sonucunda dolaşımda olan pay senedi sayısı azalacaktır. Dolaşımdaki hisse adedinin azalmasıyla şirketin hissedarları azalacaktır. Bu işlemden dolayı şirketin net karı değişmeyeceği için hissenin halka açık kısmının hisse adedi düşeceği için hisse başına kar arttıracaktır. Şirketin kendi paylarını alması şirketin piyasadaki pay senedi fiyatını da arttıracaktır.

Şirketin kendi pay senetlerini alarak kar payı ödeme şekliyle, yapılan satın almalarla şirketin sermaye yapısını değişir. Şirketin piyasa değerini artar. Bunun sonucunda yatırımcıların ortakların ellerindeki pay senetlerinin değeri artar. Şirkete iç fon sağlar. Azınlık hissedarlar azalır. Kendi pay senetlerini alarak ortaklık payını arttırarak yönetim gücünü arttırır. Paydaşları stopaj ödemesinden kurtarır.

Bu yöntem borsada işlem gören şirketlerde çok fazla tercih edilen bir yöntem değildir. Riskli bir kar payı ödemesi olduğu düşünüldüğünden hissedarlar bu ödeme şekli yerine nakit kar payı ödemesini tercih ederler.

2.2.5. Bono Tipi Temettü Ödemesi

Bono tipi temettü ödeme yönteminde şirket hissedarlarına nakit kar payı yerine bono tipi kar payı verir. Şirketin böylelikle nakit kar payı ödemesini ilerleyen bir tarihe erteleme fırsatı olmuştur. Şirketten nakit çıkışını ertelemiştir. Şirketler genellikle bono tipi kar payı ödeme yöntemini nakit sıkıntısı içinde olduğu için nakit kar payı ödemesini ertelemek için kullanırlar. Şirketlerin bu yöntemi kullanma sebeplerinden bir diğeri de şirketin bünyesindeki nakde ihtiyaç duyduğundan veya o nakdi yatırımlarda kullanarak yüksek getiri elde etme amacıdır. Şirketler bu sebeplerden dolayı nakdi dağıtmak istemezler.

Şirket yaptığı işlerden dolayı hesabına gelecek nakdin ilerleyen zamanlarda geleceğini düşünüyorsa da bu yöntemi kullanır. Şirketler genellikle bono tipi kar payı ödeme yöntemini nakit sıkıntısı olduğu için kullanırlar. Şirketin elinde nakit var ve o nakde ihtiyacı olmamasına rağmen bu yöntemi seçiyorsa bu hissedarlar ve yatırım yapmak isteyenler tarafından olumsuz bir sinyal olarak algılanır. Bu negatif algılanmayla birlikte şirketin piyasadaki pay senetlerinin olumsuz etkilenmesi kaçınılmazdır (Gürel, 2008, s. 38).

2.2.6. Ayni Temettü Ödemesi

Şirket, ortaklarına satmak ve kazanç elde etmek için ürettiği mallarla kar payı ödemesi yapabilir. Ayni kar payı ödemesinde, şirket eğer gıda üretimi yapıyorsa ortaklarına gıda dağıtarak kar payı ödemesini yapar. Ayni ödeme yapıldıktan sonra şirketin varlıklarında azalma olur. Şirketin ürettiği ürün stoku fazlaysa bu yöntemle stoklarını eritebilir. Ayni kar payı ödemesiyle şirket hem temettü dağıtımını yapmış olacak hem de eldeki nakdi dağıtmamış olacak. Şirketteki nakdi yatırımlarda da kullanabilir gerekebilir diye saklamayı da seçebilir. Çoğu şirket ayni kar payı ödeme yöntemini kullanmazlar (Gürel, 2008, s. 39).

2.2.7. Seçmeli Temettü Ödemesi

Şirketler seçmeli kar payı ödeme yöntemiyle hissedarlarına pay senedi veya nakit kar payını seçme şansı verirler. Hissedarlar ikisi arasında bir seçim yaparlarken kendi çıkarlarını gözeteceklerdir. Hangi seçenek daha fazla kar elde etme şansı

veriyorsa onu seçeceklerdir. Duyurudan sonra hissedarların seçmeleri için zaman tanınacaktır (Kaba, 2009, s. 52).

Hissedarlar pay senedi ve nakit arasında seçim yaparken şirketin piyasadaki pay senedi fiyatını baz alarak kararlarını vereceklerdir. Şirketin ödeme yapmayı sunduğu pay senedinin piyasa değeri vermeyi sunduğu nakitten daha düşük ise hissedarlar bu durumda nakit kar payı ödemesini tercih edeceklerdir. Eğer şirketin vermeyi teklif ettiği pay senetlerinin piyasa değeri vereceği nakitten fazlaysa hissedarlar bu durumda kar paylarını pay senedi olarak almayı tercih edecekleridir. Yatırımcılar bu iki karşılaştırmayı yaparken vergiyi de hesaba katmaları gerekir. Çünkü pay senedi ile yapılan kar payı ödemesinde stopaj kesintisi olmuyorken; nakit kar payı ödemesinde stopaj kesintisi yapılacaktır. Eğer ikisi arasındaki kazanç eşit veya yakın ise vergi muafiyetinden dolayı hissedarlar pay senedi ile kar payı almayı tercih edecektir (Kaba, 2009, s. 52).

2.2.8. İntifa Senedi Temettü Ödemesi

Şirketin, hizmetleri veya alacakları karşılığında gerekli gördükleri kişilere verdikleri haktır. İntifa senedi genel kurul kararı ile verilir. İntifa senedi şirketin kuruluşundan sonra verilebilir. Verilen intifa senetlerine sahip olan kişilerin şirketteki sermayede ortaklık hakkı yoktur. Şirketin intifa senedi kar payı ödemesi yapması şirketin sermaye yapısını değiştirmez. Bu yöntem şirketlerin çok fazla tercih ettiği kar payı ödeme yöntemi değildir (Karan, 2011, s. 314).

2.2.9. Tasfiyeden Temettü Ödemesi

Şirketin tasfiye olması bünyesindeki varlıkları satması demektir. Satış işleminden gelen nakit ile şirketin borçları ödenir. Satıştan elde edilen nakitten borçlar düşüldükten sonra kalan nakit hissedarların ortaklık oranlarına göre dağıtılır. Şirketin uyguladığı tasfiyeden kar payı dağıtım yöntemi bu şekilde uygulanır (Gürel, 2008, s. 39).

2.2.10. Melez Temettü Ödemesi

Şirket melez temettü ödemesinde, ortaklarına hem pay senedi hem de nakit olarak kar payı dağıtımı yapmaktadır. Şirketler tarafından fazla tercih edilen temettü

ödeme yöntemi değildir. Melez temettü ödemesinin en büyük avantajı; hem nakit kar payı almak isteyen hem de pay senediyle kar payını almak isteyen hissedarların isteklerini karşılamaktadır. Hem nakit hem de pay senedi kar payı almak isteyen yatırımcılar, melez kar dağıtım yöntemi kullanan şirketleri tercih ederler. Melez kar payı dağıtım yöntemi şirketin risklerini de azaltmaktadır. Bu yöntemi seçen şirketler sadece nakit dağıtımına gitselerdi bu sefer pay senedi almak isteyen yatırımcıların ilgilerini çekmeyecektir. Eğer sadece pay senedi dağıtımı yapsalardı bu sefer de nakit kar payı almak isteyen yatırımcılara hitap edemeyeceklerdi.

Melez kar payı dağıtım yolunu seçen şirketler her iki yatırımcı profiline de hitap etmiş olacaklar. Bu durum da şirketin pay senedi fiyatını olumlu etkileyecektir. Şirketin hangisinden ne kadar dağıtılacağı konusunda esnekliği de şirketin elini kuvvetlendirecektir. Bu esneklik şirketin nakit sıkıntı yaşamasının önüne geçmesinde en büyük etken olacaktır. Nakit sıkıntısı yaşadığı durumlarda nakit miktarını azaltıp pay senedi miktarını arttırabilecektir. Bu durum hem şirketin lehine olacaktır hem de ortakları memnun edecektir (Belkayalı, 2004, s. 116).

2.3. TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİYEN FAKTÖRLER

Şirketler kar payı dağıtma kararı alırken şirketi etkileyebilecek bütün faktörleri gözden geçirir ve o şekilde karar alırlar. Şirketin kar payı dağıtım politikasını etkileyebilecek faktörler şirketin iç dinamiklerinden veya dış etkenlerde olabilir. Şirket temettü kararını verirken etraflıca düşünüp ve araştırıp karar vermelidir. Şirketin kar payı dağıtım politikasını etkiyen on üç adet faktörler vardır. Başlıca bu faktörler;

- Kanun ve şirket sözleşmesinde bulunan hükümler
- Vergi etkisi
- Yatırım planları
- İstikrarlı temettü dağıtımı
- Likidite durumu
- Büyüme hızı
- Borç durumu ve borçlanma olanağı
- Karlılık oranı
- Ortaklık yapısı

- Kredi sözleşmelerinde bulunan hükümler
- Sermaye piyasasına başvurma imkanı
- Piyasa koşulları
- Benzer şirketlerin kar payı politikaları

2.3.1. Kanun ve Şirket Sözleşmesinde Bulunan Hükümler

Şirketin kendi sözleşmeleri ve bağlı olduklarını kanun koyucuların koydukları kanun hükümleri kar payı dağıtım politikasını etkileyen önemli faktörlerden birisidir. Şirket kar payı dağıtımı kararı alacaksa öncelikle kanun ve sözleşmelere bakarak karar vermelidir. Kanun ve sözleşmelere uymayan bir kar payı dağıtım politikası uygulaması mümkün değildir. Faktörler arasında en önce uygunluğuna bakması gereken kanun ve sözleşmelerdir. Kar payı dağıtım politikası kanun ve sözleşmelere uygun ise diğer faktörleri değerlendirmesi gerekmektedir. Şirket karar alırken öncelikle kanuna bakmalı daha sonra sözleşmeye bakmalıdır. Sözleşmede kanuna aykırı bir kararın uygulanması olanak dahilinde değildir. Şirketler kanuna aykırı olmayacak şekilde kendi hükümlerini sözleşmelerinde belirleyebilirler. Her şirketin kar payı dağıtımıyla alakalı sözleşmesi farklılık gösterebilir. Genel kurulda alınacak kararlar her ikisine de uygun ise alınabilir.

Kanun koyucular kanun hükümleri ile birlikte şirketin elde ettiği karı dağıtmasıyla alakalı kısıtlamalar getirmişlerdir. Bu kısıtlamalar şirketin ve ticari bağlı olduklarını riske karşı korumak içindir. Şirketlere bu kısıtlamaların gelmesinin en büyük sebebi şirketin alacaklılarını korumak istemesidir. Türkiye'de kar payı dağıtımıyla alakalı iki tane kanunu kullanabiliriz. Bunlar Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunudur.

2.3.2. Vergi Etkisi

Pay senedi ile yapılan kar payı ödemesinde stopaj kesintisi olmuyorken; nakit kar payı ödemesinde stopaj kesintisi yapılacaktır. Eğer ikisi arasındaki kazanç eşit veya yakın ise vergi muafiyetinden dolayı hissedarlar pay senedi ile kar payı almayı tercih edecektir (Kaba, 2009, s. 52).

Ortaklara nakit temettü brüt üzerinden değil net üzerinden dağıtılır. Brüt ve net temettü arasındaki fark stopajdan kaynaklanır. Ülkemizde firmalara göre stopaj oranı farklılık göstermektedir. Farklı bir durum yok ise genelde stopaj oranı %15'tir. Stopajın %0 olduğu durumlarda olabilmektedir. Bu durumda brüt ve net temettü tutarı aynıdır. Ülkeler oranları ayarlayarak şirketlerinin kar payı dağıtım alışkanlıklarını yönlendirebilir. Eğer elde edilen karın şirketlerde kalması istiyorlarsa kar payından alınacak olan stopaj oranını yükseltirler. Tersi durumda ise stopaj oranını azaltırlar. Şirketler karı dağıtmamak için direniyorsa da dağıtılmayan karlara ekstra vergi yükü getirebilir. Kar payı ödemesinin yapılması hissedarları vergilendirme olarak yüksek seviyede etkiliyorsa hissedarların isteği kar payı dağıtımının yapılmaması şirket bünyesinde kalan nakdin şirketin yatırımlarında oto finansman olarak kullanılmak üzere şirketin büyümesidir. Büyümeyle birlikte de şirketin piyasa değerinin artması sonucu pay senetlerini satarak vergi muafiyeti sağlamaktır. Pay senetlerinin alış ve satışlarından vergi sorumluluğu doğmamaktadır.

2.3.3. Yatırım Planları

Şirketler temettü dağıtım kararı verirken, katma değerli ve yüksek getirili yatırım fırsatlarının çok, kaynak bulma imkanının zor ve az olduğu dönemlerde az ; yüksek getirili ve katma değerli yatırım fırsatlarının az, kaynak bulma imkanın kolay ve uygun olduğu dönemlerde fazla temettü dağıtmayı tercih ederler. Şirketlerin temettü kararı vermesinde yatırım planlarının etkisi yüksektir. Eğer şirketin yatırım yapması için uygun şartlar varsa şirketler en uygun olan finansman şekli olan oto finansmanla yatırımlarını gerçekleştirebilir. Şirketler kar payı dağıtmak yerine nakdi şirket bünyesinde tutarak bu şekilde yatırımlara kaynak ayırarak yatırım kararı alırlar.

Yöneticiler elde edilen kardan ne kadarının yatırım için kullanılması gerektiğini hesaplayıp gerekenden fazla dağıtılabilecek kar varsa onun dağıtılmasının kararını vermelilerdir. Yatırım kararlarında esneklik şirketin sahip olabileceği en büyük avantaj olabilir. Yatırım fırsatları ertelenemeyecek durumda olabilir. Şirketin yatırım planı ileri vadede olmasını bekleniyorsa temettü dağıtmaması olumsuz algılanabilir.

2.3.4. İstikrarlı Temettü Dağıtımı

Kar payı ödemesi istikrarlı olan şirketlerde, belirsizlikten kaynaklı doğabilecek riskler azalacaktır. Bu durumdaki şirketlerin risk düzeyi düşeceği için pay senetlerinin değerini de olumlu etkileyecektir (Sayılgan, 2006, s. 349).

İstikrarlı kar payı ödemesi, temettülerin belli bir düzeyde olması veya belli bir yükseliş düzeyinde gerçekleşmesidir. İstikrarlı temettü dağıtım politikası, temettü yatırımcıların ilgisini çeken bir durumdur. Yatırımcılar çoğunlukla istikrarlı kar payı dağıtan pay senetlerini tercih ederler. Yatırımcılar gözünde istikrarlı temettü dağıtım politikası izleyen şirketlerin dalgalanma dönemlerinde risk katsayısı düşüktür. İstikrarlı temettü dağıtımını şirketin pay senedinin firma değerini de olumlu etkileyecektir. İstikrarlı kar dağıtımı şirketin kar ve satışlarındaki istikrarla da bağlantılıdır. İstikrarsız kar elde eden şirketin istikrarlı kar payı dağıtması beklenemez.

İstikrarlı dağıtım politikası izleyen firmaların piyasa değeri istikrarsız dağıtan firmalara göre daha yüksektir. İstikrarlı kar payı dağıtım politikası izleyen şirketler kurumsal yatırımcıların ilgisini çeker ve bu politikayı izleyen şirketlere yatırımlarını arttırabilirler.

Nakit kar payına göre pay senedi olarak kar payı almanın avantajlarından stopajdır. Nakit kar payında stopaj kesintisi varken pay senedi olarak temettü ödemesinde stopaj kesintisi yoktur.

2.3.5. Likidite Durumu

Şirketin likidite durumu kar payı dağıtımı önemli derecede etkileyen faktördür. Kar payı dağıtımı için şirketin nakde ihtiyacı vardır. Eğer şirketin likidite sıkıntısı varsa nakit kar payı ödemesini doğru bir karar olmayacaktır. Bir çok şirket nakit kar payı ödemeyi tercih ederler. Bu yüzden likidite durumuna göre hareket etmeleri gerekmektedir. Likidite durumu iyi olmayan şirketler nakit kar payı yerine diğer ödeme türlerini tercih etmeli ya da hiç kar payı dağıtmamalılardır. Likidite durumu iyi olan şirketler daha çok nakit kar payı ödeme yöntemini kullanırlar.

Nakdinin az olması şirketin nakit kar payı ödemesi yaparken sıkıntısı yaşama ihtimalini arttıracaktır. Şirket elinde yeteri kadar nakit olmadan borçlanma yoluyla

nakit kar payı ödeme yöntemine başvurduysa bu şirketi borçtan kaynaklanan faize maruz bırakacaktır.

Şirketin karı yüksek olması onun yüksek miktarda nakit kar payı dağıtabileceğini anlamına gelmez. Çünkü şirketin karının yüksek olması nakdinin yüksek olduğu anlamına gelmez. Yani şirketin yüksek karı likidite durumunda aynı oranda pozitif olduğunu göstermez. Şirketin fazla nakdinin olması şirketin kar payı ödemesi yaparken elini kuvvetlendirecektir (Türko, 2002, s. 530).

2.3.6. Büyüme Hızı

Şirket elde ettiği karı hissedarlarına dağıtmak yerine büyümek için yatırım yaparak kullanabilir. Büyümeyen şirketlerde finansman ihtiyacı her zaman olacaktır. Şirkette bu durumda elde ettiği karı kar payı olarak dağıtmak yerine oto finansman için kullanmayı tercih edebilir. Oto finansman hem uygun hem de esnek bir finansman yöntemidir. Şirket kar payı dağıtmayarak şirketin büyümesi için nakdi kullanacaktır. Oto finansmanın yetmediği durumlarda dış finansmanla borçlanma seçenekleri kullanılabilir. Büyüme hızı yüksek olan şirketlerin yüksek temettü dağıtmaları beklenmez. Büyüme planı olmayan kar eden şirketlerin yüksek kar payı dağıtması beklenmektir. Şirketin büyüme planı yoksa ve düşük miktarda kar payı dağıtıyorsa bu yatırımcılar tarafından olumsuz algılanır.

Fazla kar payı dağıtımı yapan firmanın eğer yatırım yapacaksa bu durumda oto finansman kaynağı azalmış olacaktır. Daha az karın şirkette bırakması da büyümesine engeldir. Şirket eğer ihtiyacı olacak olan kısmı da temettü olarak dağıtırsa bu sefer hızlı büyüme gerçekleştiremez hatta nakit ihtiyacı doğup dış finansman kullanmak zorunda kalabilir.

2.3.7. Borç Durumu ve Borçlanma Olanağı

Şirketin kar payı dağıtıp dağıtmaması borç durumuna bağlıdır. Eğer şirketin borcu varsa önceliği borcunu kapatmak olacaktır. Borcu yüksek olan şirketlerin kar payı dağıtımı pek olumlu karşılanmaz. Şirket elde ettiği karı kar payı dağıtmak yerine borcunu kapatmak için kullanacaktır. Bu karar şirketin geleceği için doğru bir karar olacaktır (Akgüç, 1998, s. 785).

Şirketlerin borç durumu kadar borçlanma olanakları da önemlidir. Eğer şirketin borçlanma olanağı fazlaysa daha esnek hareket edebilecek ve borç durumunu daha iyi kontrol edebilecektir. Borçlanma olanağı kar payı ödemesi için önem arz etmektedir.

2.3.8. Karlılık Oranı

Firmanın yöneticisi; yatırım, kar payı ve finansman sağlama seçeneklerini göz ardı etmeyerek efektif seçim yapmalıdır. Kar payı, işletmenin karlarının hissedarlarına dağıtılması veya dağıtılmayıp işletmede oto finansmanla yatırıma çevrilmesi seçimidir. Bu karar şirketin parayı yatırım yapması mı daha faydalı yoksa ortaklara dağıtması mı bununla ilgilidir. Eğer şirket yeni yatırımlarla büyümesini arttırabilecekse ve buna yatırımcısını ikna edebilecek yatırımı varsa dağıtılacak net karı oto finansman olarak kullanıp yatırım yapması daha mantıklı olabilir. Fakat şirketin yatırım yapma ve büyüme amacı yoksa karını dağıtması daha mantıklı olabilir. Karlılık oranı faktöründe elde edilen karın şirkette kalması mı daha karlı yoksa hissedarlara dağıtılması mı daha karlı bu karşılaştırma yapılır.

2.3.9. Ortaklık Yapısı

Ortaklık yapıları şirketin halka açık olup olmaması durumuna göre değişkenlik göstermektedir. Halka açık şirketlerin yatırımcı sayısı, halka açık olmayan şirketlere göre daha fazladır. Halka açık olan şirketlerde ortak sayısı fazla olduğu için ortaklık yapısı içerisinde küçük ve bireysel yatırımcı adedi fazladır. Halka açık olmayan şirketlerde ortak sayısı az olduğu için küçük oranlara sahip olan ortak sayısı azdır. Ortaklık yapısına göre temettü dağıtımı etkilenmektedir. Küçük yatırımcıları olan şirketler daha çok nakit veya pay senedi olarak kar payı ödemesi almak istemektedirler. Halka açık şirketler bu talepten dolayı çoğunluk elde edilen dağıtılabilir karı ödemeyi tercih ederken halka açık olmayan şirketler karın şirkette oto finansman olarak kullanılması için şirket bünyesinde kalmasını tercih ederler. Ortaklık yapısı bu yüzden şirketin kar payı dağıtımını etkilemektedir (Akgüç, 1998, s. 788).

2.3.10. Kredi Sözleşmelerinde Bulunan Hükümler

Şirkete kredi veren kurumlar, verdikleri kredinin ödemesinde sıkıntı olmasını engellemek adına krediyi verirken şirketlerden bazı hükümlere uymalarını isterler. Kurumlar krediyi verirken oluşturulan kredi sözleşmesine alacaklarını korumak adına

hükümler yazalar. Bu hükümlerden şirketin kar payı politikasını etkilen hükümlerde içerebilir. Kar payı dağıtımı şirketten nakit çıkışı olduğu için kredi veren kurumlar krediyi verirken şirketin kar payı politikaları ile ilgili bazı sınırlamalara uyması gerektiğini bildirirler. Kredi kurumlarının hükümleri verdikleri kredi ödenene kadar geçerlidir. Krediyi veren kurumlar, şirketlerden temettü ödemesinin az olmasını veya hiç olmamasını isterler. Bu şekilde olduğunda kar şirketin bünyesinde kalacaktır ve şirketin krediyi ödeyememe riski azalacaktır.

Krediyi veren kurum şirketin kar payı ödemesi hakkında sınırlar getirebilir. Bunlara örnek olarak ilgili maddeler şu şekilde olabilir (Moyer, Mcguigan ve Rao, 2014, s. 556):

- Şirketteki nakdin belli bir kısmının kredinin geri ödenmesi için tutulması
- Şirketin belli bir karı olmadan kar payı dağıtamaması
- Şirketin dağıtacağı kar payı tutarına limit koyulması
- Şirketin özsermayesinin belli bir rakama ulaşmadan kar payı dağıtılamaması

2.3.11. Sermaye Piyasasına Başvurma İmkanı

Halka açık olmayan şirketlerin sermaye piyasasından fon bulma ihtimali düşüktür. Halka açık şirketlerin ise ihtiyacı olan fonu sağlayabilmesi daha kolaydır. Halka açık olmayan şirketler gerek duydukları finansmanı sağlayabilmek için sermaye piyasalarından bulma ihtimali düşük olduğundan şirketin elde ettiğin karlarla oto finansman sağlayacaktır. Şirket elde ettiği karı dağıtmak yerine şirketin yatırımları için oto finansman olarak kullanmayı isteyecektir. Bu durumda şirketlerin ortaklarına dağıtacakları kar payı düşük olacaktır. Halka açık şirketlerde sermaye piyasasından fon sağlama imkanı daha fazla olduğu için şirketin oto finansman ihtiyacı halka açık şirketler kadar fazla değildir. Bu esneklik halka açık şirketlerin daha yüksek kar payı ödeme yapmalarını sağlamaktadır (Aydın, Başar ve Coşkun, 2014, s. 298).

2.3.12. Piyasa Koşulları

Piyasa koşulları hem şirketin hem de yatırımcıların kar payı dağıtımı talep ve yöntemlerini değiştirebilmektedir. Şirket açısından baktığımızda eğer piyasa koşulları yüksek getirili yatırım yapmaya müsait veya finansman bulmak maliyetli ise şirket kar payını düşük seviyede dağıtmak isteyecektir. Çünkü karı daha düşük dağıtarak kalanını şirket bünyesinde tutarak yatırımları için oto finansman olarak kullanacaktır. Piyasa koşulları yatırım yapmaya uygun değil veya dış finansman bulmak uygun ise şirket daha yüksek kar payı dağıtmayı düşünecektir. Yatırımcıların talebi de zaman zaman değişiklikler göstermektedir. Yatırımcılar ekonomik büyümenin hızlı olduğu dönemde yatırımcılar, kar payı dağıtmak yerine onu kullanarak büyümek isteyen şirketlere yatırım yaparlar. Yatırımcılar ekonomik büyümenin yavaş olduğu dönemlerde ise yüksek temettü dağıtımı yapan şirketleri tercih etmektedirler (Gitman ve Zutter, 2012, ss. 576-577).

2.3.13. Benzer Şirketlerin Kar Payı Politikaları

Şirketler kar payı politikalarını düzenlerken benzer şirketlerin de kar payı politikalarını inceler. Bu durum şirketin kar payı politikasını düzenlerken yol gösterici olabilir. Benzer şirketlerin kar payı politikalarını referans alarak kendi politikalarıyla karşılaştırarak karar verebilirler. Benzer şirketler belli bir kar payı politikası izliyorken karar verecek şirketin çok başka bir politika izlemesi onu diğerlerinden ayırarak olumlu da etkileyebilir olumsuz da etkileyebilir. Şirkete yatırım yapacak olan yatırımcılar şirketi araştırırken benzer şirketlerin de kar payı politikalarına bakarak karşılaştırarak araştırır.

Yatırımcının kar payı politikaları içerisinde şirketleri incelerken karşılaştırmalı olarak baktığı hususlar vardır. Bu hususa, kar payı ödemesini nakit mi, pay senedi ödemesi olarak mı yoksa daha farklı yöntemlerle mi yapıyor olması örnek verilebilir. Şirketin dağıtacağı kar payı miktarı ve kar payı dağıtma oranı da yatırımcının benzer şirketler arasında araştırma yaparken baktığı detaylardandır. O yüzden şirketler bunları belirlerken yatırımcıların ilgisini çekebilmek ve şirketlerine yatırım için ikna edebilmek için kar payı politikalarını belirlerken benzer şirketlerin kar payı politikalarını göz önünde bulundururlar. Temettü getirisi elde etmek isteyen

yatırımcılar, benzer şirketler arasında en çok getirisi sağlamasına imkan veren şirkete yatırım yapacaktır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARININ FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİNE YÖNELİK EKONOMETRİK ANALİZ

Çalışmanın bu bölümünde temettü dağıtım politikalarıyla ilgili literatür çalışması yapılarak başlanmıştır. Daha sonra ise temettü dağıtım politikalarının finansal performansa etkisi araştırılmıştır. İlgili araştırma, 2019 yılında BIST Temettü 25 (XTM25) endeksi kapsamında bulunan 25 şirketin 2009-2018 yılları arasındaki 10 yılı kapsamaktadır. Araştırma, panel regresyon modeli kullanılarak analiz edilmiş ve yorumlanmıştır.

3.1. LİTERATÜR TARAMASI

Temettü politikalarıyla ilgili literatür taraması yapıldığında farklı fikirlerin fazlaca olduğuna rastlanmıştır. Literatür çalışmasında, temettü politikalarıyla alakalı yıllardır süre gelen fikir ayrılıklarının günümüzde dahi devam ettiği gözlemlenmiştir. Temettü politikaları konusu itibariyle güncelliğini ve önemini korumaktadır. Bundan sebeple üzerinde çalışılmaya devam edilen bir konudur. Temettü politikaları şirketler için önemli bir karar olmasından dolayı araştırmacılar tarafından konusu itibariyle de güncelliğini korumaya devam edecektir. Temettü politikaları konusu geniş bir perspektifte araştırılmaya açık bir konu olduğundan dolayı üzerinde çalışmaların fazla olduğu gözlemlenmiştir.

Literatür taraması yapıldığında temettü politikalarıyla şirket performansı ile ilgili genel olarak iki farklı ana çalışma olduğuna rastlanmıştır. Birincisi şirketlerin temettü politikasının firma değeri üzerine etkisi, ikincisi ise şirketlerin temettü politikasının finansal performansa etkisidir. Çalışmalar neticesinde iki farklı görüş etrafında toplanıldığı görülmektedir. Birinci görüş şirketlerin kar payı politikasının şirketin performansı üzerinde etkili olduğu, ikinci görüş ise şirketlerin kar payı politikasının şirketin performansı üzerinde etkili olmadığı görüşüdür.

Temettü politikalarıyla ilgili yabancı ve yerli kaynakların çalışmaları literatür taramasıyla incelenmiştir.

Kırbaş (2018) çalışmasında BIST'te işlem gören firmaların kar payı duyurularının pay senedi getirilerine olan etkileri incelenmiştir. Çalışma sonucunda nakit kar payı dağıtım kararının temettü verimi ile anormal getiriler arasında anlamlı ve pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Sakarya, Çalış ve Kayacan (2018) çalışmalarında BIST Çimento Sektöründe faaliyet gösteren firmaların dağıtacağı temettülere ilişkin duyuruların, getiri üzerinde nasıl bir etki yaratacağını incelenmiştir. Çalışma sonucunda kar payı ödeme duyurularının şirketin pay senedi fiyatlarını etkilediği tespit edilmiştir.

Günalp, Kadıoğlu ve Kılıç (2010) çalışmalarında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (IMKB) işlem gören şirketlerin nakit kar payı bilgisinin pay senedi getirisi üzerinde önemli etkisi incelenmiştir. Çalışma sonucunda nakit kar payı duyurusu sonrasında hisse başına nakit kar payı oranı ile kümülatif normalüstü getiri arasında istatistiksel olarak anlamlı negatif ilişki tespit edilmiştir.

Yıldız, Gökbulut ve Korkmaz (2014) çalışmalarında BIST'te işlem gören sanayi şirketlerinin büyüklüğü ve karlılığının nakit kar payı ödeme dağıtım kararları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışma sonucunda şirketlerin büyüklüğü ve karlılığının nakit temettü dağıtım kararı üzerinde etkisinin olduğu varsayımına ulaşılmıştır.

Ouma ve Murekefu (2012) çalışmalarında şirketlerin karı ile kar payı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Kar payı dağıtım oranı ile karın pozitif ilişkisi olduğu bulgusuna varılmıştır.

Korkmaz ve Karaca (2013) çalışmalarında IMKB 30 endeksinde bulunan şirketlerin performansı etkileyecek verileri incelenmiştir. Çalışma sonucunda hisse getiri oranını, piyasa değeri artışı ve hisse başına kar arttırırken, aktif karlılığı ise etkilemediği gözlenmiştir.

Kaplanoğlu (2005) çalışmasında IMKB'de işlem gören şirketlerin kar payı dağıtım politikaları ve ödeme türü değişiminin yıllar itibariyle şirketler tarafından nasıl

yönlendirildiği incelenmiştir. Çalışma sonucunda temettü politikalarını; genel ekonomik belirsizlik, vergi, yasal düzenlemelerin etkilediği sonucuna varmıştır.

Amidu (2007) analizinde şirketlerin temettü ödeme kararı ile karlılığın etkileşimini araştırmıştır. Temettü ödeme oranı ile şirket karlılığının pozitif etkileşimde olduğu sonucu tespit edilmiştir.

İleri (2016) çalışmasında BIST Otomotiv Sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin temettü dağıtım politikasının firma değerini etkileyip etkilemediği incelenmiştir. Çalışma sonucunda nakit temettü dağıtımının bir kısım şirketlerin değerini artırırken, bir kısım şirketlerin değerini azalttığı tespit edilmiştir.

Pekkaya (2006) çalışmasında BIST 30 endeksindeki şirketlerin temettü miktarının firma değerini ne ölçüde etkilediği incelenmiştir. Çalışma sonucunda temettü dağıtım miktarı ile şirket değeri arasında netlik olmadığı tespit edilmiştir.

Kaba (2009) çalışmasında IMKB'de bulunan 222 şirketin 2000-2007 arası yıllarda temettü dağıtım oranı ile şirketlerin pay senedi getirisi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda şirketlerin pay senetleri getirisi ile temettü dağıtım oranının pozitif ilişkide olduğu bulgusuna varılmıştır.

Aygören, Uyar & Çakır (2013) çalışmalarında Borsa İstanbul'da bulunan şirketlerin, yaşanan ekonomik krizlerin kar payı dağıtım politikası üzerine olan etkisini araştırmıştır. Çalışma sonucunda krizlerin kar payı ödemesiyle ilişkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Arslan (2018) çalışmasında BIST 100 endeksindeki şirketlerin kar payı dağıtma kararları ile firma değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma sonucunda şirketlerin kar payı ödemesini kararı sonucunda, ilgili şirketlerin pay senetleri fiyatlarının pozitif yönlü anormal getiri sağlamadıkları tespit edilmiştir.

Kadıoğlu ve Öcal (2016) çalışmalarında kar payı değişimleri ve gelecek dönemde elde edilecek kar arasındaki ilişkiyi incelemiştir. BIST'te bulunan 123 firmanın 2004-2014 yılları arasındaki dönem araştırılmıştır. Kar payı değişimlerinin gelecek dönem karları üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı bulgusuna varılmıştır.

Uwuigbe, Jafaru, ve Ajayi (2012) çalışmalarında temettü ödeme oranı ile şirket performansının ilişkisi incelenmiştir. Çalışma sonuçlarına göre temettü ödeme oranı ile şirket performansının pozitif pozitif ilişkili olduğu bulgusuna varılmıştır.

Watts (1973) çalışmasında 310 şirketin kar payı değişimleri ile sonraki dönem finansal performansıyla arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda 310 şirketin sadece 10 tanesinde pozitif yönde ilişki olduğu bulgusuna varılmıştır.

Zeren (2017) çalışmasında BIST Temettü 25 Endeksindeki şirketlerin temettü dağıtım politikalarının firma değeri üzerindeki etkileri incelenmiştir. İnceleme sonunda kar payı ödemesi ile şirket değerinin istatistiki olarak anlamlı ilişkili olduğu tespit edilmiştir.

Pettit (1972) çalışmasında şirketlerin kar payı dağıtımları ile pay senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda kar payı dağıtımlarında oluşan yüksek artışın pay senetleri üzerinde pozitif yönde etkilendiğini yani pay senetlerinin fiyatlarının kar payı ödemelerinin artışıyla arttığını tespit etmiştir. Aksi durumdaysa pay senetlerinin fiyatının düştüğünü gözlemlemiştir.

Zhou ve Ruland (2006) çalışmalarında kar payı dağıtım ve şirketlerin sonraki dönemdeki büyüme performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda fazla kar payı ödemesi yapan şirketlerin sonraki dönemlerde kuvvetli büyüdüğünü tespit etmiştir.

Nissim ve Ziv (2001) çalışmalarında 1963-1998 yıllarındaki kar payı politikası değişiklikleri ile sonraki dönemdeki karlılık arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda kar payı artışlarının şirketlerin sonraki dönemdeki karlılığını yükselttiğini ve tersi durumda ise karlılığını düşürdüğünü tespit etmiştir.

Black ve Scholes (1974) çalışmalarında şirketlerin kar payı getirisi ile pay senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda kar payı getirisi ile pay senedi fiyatı arasında anlamlı bir etkinin olmadığını tespit etmiştir.

Miller ve Modigliani (1961) (M&M) çalışmalarında kar payı dağıtma ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda ideal durumdaki bir ekonomik ortamda kar dağıtımının şirket değerini etkilemediğini tespit etmiştir. Bu

ikilinin ortaya attığı teoride, şirketin finansman kararının temettü dağıtım politikasıyla bağımsız olduğunun görüşündelerdir. İkilinin diğer bir görüşü ise nakit dağıtılan temettünün yatırımcıları tarafından eğer o paraya ihtiyacı yoksa o şirketin pay senedi alabileceği görüşüdür. Gordon (1962) çalışmasında pay senedi sahiplerinin sermaye kazancı yerine temettüyü almak isteyecekleri görüşünü ortaya atmıştır. Bu görüş eldeki kuş teorisi olarak adlandırılmaktadır. Sermaye kazancını daldaki kuşa, temettüyü ise eldeki kuşa benzetmiştir. Bu benzetme sonunda eldeki bir tane kuşun iki kuştan daha iyi olduğunu belirmiştir. Yaklaşıma göre pay senedi sahipleri sermaye kazancını temettüye göre riskli bulmaktadır. Bu yüzden temettü dağıtan firmalar onlara yatırım yapacak kişiler tarafından daha cazip gelmektedir. Litzenberger ve Ramaswamy (1979) çalışmalarında 1936-1977 arası yıllarda New York borsasındaki firmalar üzerine çalışmıştır. Yazarların görüşüne göre hissedar temettüden alınan verginin fazla olmasından dolayı karın firmada kalması ve bunu pay senedinin kazancı olarak almak isterler. Bu ikili ortaya koydukları vergi tercihi teorisinde kar payı dağıtım politikasının pay senedi fiyatlarını etkilediğini savunmuştur. Üç önemli ana görüş olarak M&M (1961) teorilerinde şirketlerin temettü ödeme kararının şirket değerini etkilemediğini savunmaktadır. Gordon (1962) eldeki kuş teorisinde şirketlerin kar payı dağıtımını arttırmaları gerektiğini savunur. Litzenberger ve Ramaswamy (1979) vergi tercihi teorisinde kar payı ödemelerini azaltmalarının firmanın piyasa değerini yükselteceğini savunur. Bu üç farklı ana görüşünde doğruluklarında kesinleşen bir sonuca ulaşılamamıştır.

Allen ve Rachim (1996) çalışmalarında Avustralya borsasındaki 173 şirketin 1972-1985 arası yıllarda temettü dağıtım politikası ve pay senedi fiyat hareketliliği arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda temettü verimliliği ve pay senetlerinin fiyat hareketliliği arasında anlamlı ilişki tespit edilmemiştir.

Kutukız (1997) çalışmasında IMKB'de bulunan 30 şirketin 1991-1996 arası yıllarda temettü dağıtımı ve verimi ile pay senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda pay senedi değerini, temettü dağıtım oranının etkilediğini tespit etmiştir.

Barak ve Demireli (2006) çalışmalarında BIST'te bulunan 80 şirketin 1992-2004 arası yıllarda pay senedi performansı ile temettü dağıtım kararının etkileşimini

araştırmıştır. Araştırmada, şirketlerin pay senedi performansı ile temettü dağıtım kararı arasında pozitif ilişki olduğu bulgusuna varılmıştır.

Yılmaz ve Selçuk (2010) çalışmalarında BIST'te bulunan 46 firmanın 2005-2008 arası yıllarda nakit kar payı politikasının değişiminin nasıl sonuçlar doğurduğunu incelemiştir. Çalışma sonucunda nakit kar payı ödemesinin yükselmesinin şirketin piyasa değerini pozitif etkilediğini, tersi durumda ise negatif etkilediğini tespit etmiştir.

Karaca (2007) çalışmasında IMKB-100'de işlem gören firmaların 2000-2005 arası yıllarda temettü dağıtım şekilleri ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda nakit kar payı ödeme duyurularının firma değerini pozitif etkilediğini tespit etmiştir.

Batchelor ve Orakçıoğlu (2003) çalışmalarında IMKB'de işlem gören 20 firmanın 1990-1994 arası yıllarda pay senedi fiyatı ile nakit kar payı dağıtımı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda nakit kar payı ödemelerinin şirketin kar payı ödeme günü yakınında yüksek fiyat artışına sebep olduğunu tespit etmiştir.

Litzenberger ve Ramaswamy (1982) çalışmalarında Capm modelini kullanarak kar payı ile pay senedi getirisi arasındaki ilişkiyi gözlemlemiştir. Çalışma sonuncunda kar payı verimi ile pay senedi arasında pozitif ilişki olduğunu tespit etmiştir.

John ve Williams (1985), Miller ve Rock (1985) ve Bhattacharya (1979) tarafından öne sürülen teoriye göre kar payındaki değişimlerin şirketin sonraki dönemlerdeki karlarıyla alakalı bilgi verdiği düşüncesidir. Sinyalleme ve bilgi içeriği olarak bilinen teoriye göre kar payı değişimleri şirketin sonraki dönemlerle alakalı bilgi içerdiğinden bu durum pay senedinin fiyatını etkilemeyecektir.

3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Araştırmanın amacı; şirketlerin temettü dağıtım politikalarının finansal performansa etkisinin olup olmadığının incelenmesidir. Şirketlerin temettü dağıtım politikaları için temettü dağıtıp dağıtmadığı ve temettü dağıtım oranı değişkenlerinin

kullanılması, finansal performansının analizi için özsermaye ve aktif karlılığı değişkenlerinin kullanılması amaçlanmıştır. Finansal performansa etkisinin olabileceği düşünüldüğünden dolayı çalışmanın modeline şirketlerin toplam varlıkları ve kaldıraç oranı da dahil edilecektir.

Bu çalışma, BIST Temettü 25 Endeksi kapsamında yer alan şirketlerin, 2009-2018 yılları arasındaki 10 yıla ait verileri kullanılarak panel regresyon analizi yöntemiyle yapılması amaçlanmıştır. Bu çalışmada, şirketlerin temettü dağıtım politikalarının aktif ve özsermaye karlılığına etkisinin var olup olmadığının, etkisi varsa ne ölçüde olduğunun bulunması amaçlanmıştır.

Şirketlerin kar payı politikalarının finansal performansa etkisinin belirlenmesi açısından önem taşımaktadır. Bu çalışma, Temettü 25 Endeksi kapsamında bulunan şirketlerin temettü politikalarının özsermaye ve aktif karlılığını ne boyutta etkilediğinin analizi açısından önem arz etmektedir. Analiz sonucunda elde edilecek olan veriler şirketlerin politikalarının finansal performansa etkisinin sonuçları hakkında bilgi verecektir.

Temettü politikalarıyla ilgili literatür taraması yapıldığında fikir birliği olmadığına rastlanmıştır. Literatür çalışmasında, temettü politikalarıyla alakalı yıllardır süre gelen fikir ayrılıklarının günümüzde dahi devam ettiği gözlemlenmiştir. Temettü politikaları konusu itibariyle güncelliğini ve önemini korumaktadır. Bundan sebeple üzerinde araştırmacıların çalışmaya devam ettiği bir konudur. Çalışmanın motivasyonunu konuyla alakalı bu bilgiler oluşturmuştur.

3.3. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ

Bu çalışmanın ana hipotezi, temettü dağıtım oranının özsermaye karlılığını ve aktif karlılığını olumlu yönde etkilediği biçimindedir. Alt hipotez olarak ise, kaldıraç oranı ve şirket büyüklüğünün özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı üzerinde istatistiki anlamlı ilişkili olduğu belirlenmiştir.

Tablo 4: Araştırmanın Hipotezleri

	Hipotezler
H_1 (ana hipotez)	Temettü dağıtım oranı (TDO) ile özsermaye karlılığı (OZSR_KAR) pozitif yönde anlamlı ilişkilidir.
H_2 (ana hipotez)	Temettü dağıtım oranı (TDO) ile aktif karlılığı (AKT_KAR) pozitif yönde anlamlı ilişkilidir.
H_3 (alt hipotez)	Kaldıraç Oranı (KO) ile özsermaye karlılığı (OZSR_KAR) ve aktif karlılığı (AKT_KAR) negatif yönde anlamlı ilişkilidir.
H_4 (alt hipotez)	Firma büyüklüğü (BYKL) ile özsermaye karlılığı (OZSR_KAR) ve aktif karlılığı (AKT_KAR) pozitif yönde anlamlı ilişkilidir.

3.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Panel veri (PV) analizi kapsamında oluşturulan ampirik modelin tahmininde R yazılımı ve Eviews 10.0 paket programlarından yararlanılmıştır. İlk aşamada yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik testi yapılmıştır. Araştırmada, birinci nesil birim kök (BNBK) testi ve ikinci nesil birim kök (İNBK) testi uygulanmıştır. BNBK testlerinden Choi (2001), Im, Perasan & Shin (2003) ve Wu & Maddala (1999) testleri yapılmıştır. İNBK testi olan CIPS testiyle durağanlık analizi yapılmıştır. Sonrasında ise ilişkilerin belirlenmesine için Panel Regresyon Analizi uygulanmıştır. Panel regresyonun türünün seçiminde Hausman testi, Chow testi ve Breusch-Pagan (BP) testi kullanılmıştır.

3.4.1. Panel Regresyon Analizi

Ekonometrik analizlerde çoğunlukla zaman serisi veya yatay kesit (YK) verilerinin kullanıldığı bilinmektedir. Yatay kesit verilerinin kullanıldığı çalışmalarda kesit boyutu dikkate alınmaktadır. Zaman serisi verilerinin kullanıldığı çalışmalarda ise zaman boyutu üzerinde durulmaktadır.

PV çalışmalarının kullanımı, 2000'li yıllardan sonra yaygınlaşmıştır. PV'de kesit ve zaman boyutu birlikte kullanılmaktadır. Zaman serisi ve YK verisinin birleştirilmesine uzunlamasına veri denmektedir. Uzunlamasına verilerde, aynı zaman

boyutunda aynı birimler bulunuyorsa PV olarak isimlendirilir. Farklı araştırma alanlarında uygulanabilmektedir. Bu analizin kullanımı yaygınlaşmaktadır. Gelişen ve gelişmiş ülkelerin analizinde kullanılan yöntem haline gelmiştir.

Panel verinin, zaman serilerine ve yatay kesit verilerine göre daha çok veri noktası sunar. Uyum dinamiklerinin gözlemi daha idealdir (Hsiao, 2003, s. 3). Üstünlüklerinin yanında panel verinin kullanımının dezavantajları da vardır. Panel veriler, yatay kesit ve zaman verilerine has sapmaları olduğundan dolayı modelin hata terimi çoğunluk sapacaktır. Bununla birlikte panel verinin heterojenliğinin sapması, ölçümlemedeki yanlışlar ve tasarlanmasının zorluğu dezavantaj olarak söylenebilir. Bir diğer dezavantajlardan biriside eğer yatay kesitin zaman serisi panel verinin zaman serisine göre uzun ise farklı zorluklar görülmektedir. (Tatoğlu, 2013, s. 14).

Panel regresyonun türünün seçiminde kullanılan testlerden biri olan Hausman testiyle, sabit etkiler modeli (SEM) ve tesadüfi etkiler modeli (TEM) arasında hangisinin model seçimine uygun olduğu bulunur. Tesadüfi bilimsel etkinin anlamlılığı BP testiyle kontrol edilir. Chow testi ise birim ve zaman spesifik etkilerin birlikte olan anlamlılığının bulunması için uygulanır.

3.5. ÖRNEKLEM SEÇİMİ VE VERİLERİN TANITIMI

Çalışmada örneklem olarak; Borsa İstanbul (BIST)'da işlem gören Temettü 25 (XTM25) endeksinde bulunan ve verisine ulaşılabilen 25 şirket ele alınmıştır. Kullanılan veri seti Finnet2000 veri tabanından [2009-2018] dönemi yıllık veriler kullanılarak oluşturulmuştur. Ele alınan şirketlerin listesi, 2019 tarihinde Temettü 25 (XTM25) endeksi kapsamında olan şirketler olup Tablo 5'te sunulmuştur.

Tablo 5: Örneklemi Oluşturan Şirketler

SIRA NO	BIST PAY SENEDİ KODU	ŞİRKET ADI
1	AKBNK	AKBANK TÜRK ANONİM ŞİRKETİ (T.A.Ş.)
2	AKCNS	AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ (A.Ş.)
3	AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.
4	AKSGY	AKİŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
5	ANHYT	ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş.
6	ARCLK	ARÇELİK A.Ş.
7	AYGAZ	AYGAZ A.Ş.
8	CIMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
9	ECILC	EİS ECZACIBAŞI İLAÇ, SINAİ VE FİNANSAL YATIRIMLAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
10	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
11	EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
12	FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
13	GARAN	TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.
14	ISCTR	TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.
15	ISDMR	İSKENDERUN DEMİR VE ÇELİK A.Ş.
16	ISGYO	İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
17	PETKM	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.
18	SAHOL	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.
19	SARKY	SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
20	TAVHL	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.
21	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
22	TSKB	TÜRKİYE SINAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
23	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.
24	TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.
25	YGGYO	YENİ GİMAT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Kaynak: www.borsaistanbul.com

Tablo 6: Örneklemi Oluşturan Şirketlerin XTM 25 Endeksindeki Ağırlıkları

BIST PAY SENEDİ KODU	ENDEKS AĞIRLIĞI %	BIST PAY SENEDİ KODU	ENDEKS AĞIRLIĞI %
AKBNK	17,21	ISCTR	7,12
AKCNS	0,26	ISDMR	0,88
AKSA	0,53	ISGYO	0,44
AKSGY	0,38	PETKM	7,56
ANHYT	0,38	SAHOL	3,76
ARCLK	2,81	SARKY	0,51
AYGAZ	0,79	TAVHL	3,64
CIMSA	0,40	TOASO	2,27
ECILC	0,44	TSKB	0,83
EGEEN	0,38	TTRAK	0,44
EREGL	12,82	TUPRS	15,33
FROTO	3,40	YGGYO	0,99
GARAN	16,42	TOPLAM	100

Kaynak: www.borsaistanbul.com

Temettü 25 endeks kapsamındaki şirketlerin pay senetleri ağırlıkları arasında en yüksek oran AKBNK kıymetindedir. Endeks ağırlığı %10 üzerinde olan dört pay senedi olduğu görülmektedir. Bunlar en yüksekten sırasıyla; AKBNK, GARAN, TUPRS, EREGL kıymetleridir. Endeks kapsamında %1 ağırlığın altında olan 14 adet pay senedi vardır. Endeks kapsamında ağırlığı en az olan yani endeksi en az etkileyen %0,26 ile AKCNS kıymetidir.

Örneklemi oluşturan şirketlerin endeks kapsamındaki ağırlıklarının sektörel dağılımı ise Tablo 7'de sunulmuştur.

Tablo 7: Örneklemi Oluşturan Şirketlerin Endeksteki Sektörel Ağırlıkları

Ana Sektör	Alt Sektör	Endeks Ağırlığı %
MALİ KURULUŞLAR	BANKALAR	41,58
	GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	1,81
	HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	11,64
	SİGORTA ŞİRKETLERİ	0,38
İMALAT	METAL EŞYA MAKİNE ELEKTRİKLİ CİHAZLAR VE ULAŞIM ARAÇLARI	9,30
	KİMYA İLAÇ PETROL LASTİK VE PLASTİK ÜRÜNLER	20,42
	ANA METAL SANAYİ	14,21
	TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI	0,66
TOPLAM		100

Şirketlerin endeks kapsamındaki ağırlıklarının sektörel dağılımına bakıldığında ana sektör olan mali kuruluşların ağırlığı %55,41 diğer bir ana sektör olan imalatın ağırlığının ise %44,59 olduğu görülmektedir. Mali kuruluşların, imalat sektöründeki şirketlerden endeksi daha çok etkilediği söylenebilir. Mali kuruluşların 11 şirket olmasına rağmen 14 şirket olan imalat şirketlerine göre endekse etkisinin daha yüksek olması; mali kuruluş olan 11 şirketin ağırlığının ortalamasının 14 şirket olan imalat şirketlerine göre daha yüksek olduğunu göstermektedir.

Endeks ağırlığı olarak alt sektörlere bakıldığında %41,58 ile bankaların en yüksek etkiye sahip olduğu görülmektedir. Alt sektörler arasında ağırlığı %10'un üzerinde olan 4 sektör olduğunu söylenebilir. Bunların en yüksekten sırasıyla; bankalar, kimya ilaç petrol lastik ve plastik ürünler üreten şirketler, ana metal sanayi şirketleri, holdingler ve yatırım şirketleri olduğunu söylenebilir.

Endeks ağırlığı olarak alt sektörlere bakıldığında %0,38 ile sigorta şirketlerinin en düşük etkiye sahip olduğu görülmektedir. Alt sektörler arasında ağırlığı %10'un altında olan 4 sektör olduğunu söylenebilir. Bunların en düşükten sırasıyla; sigorta şirketleri, taş toprağa dayalı üretim yapan şirketler, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, metal eşya makine elektrikli cihazlar ve ulaşım araçları şirketleri olduğunu söylenebilir.

Çalışmada finansal performans olarak özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı incelenecektir. Çalışma iki aşamada gerçekleştirilecektir. İlk aşamada, bağımlı değişken özsermaye karlılığı ele alınırken, ikinci aşamada aktif karlılığı ele alınarak iki model analiz edilecektir. Bağımsız değişken olarak temettü dağıtım oranı kullanılmıştır. Şirketlerin yıl içerisinde temettü dağıtıp dağıtmaması ise gölge değişken olarak modelde yerini almıştır. Şirketlerin toplam varlıkları yani aktifiyle birlikte kaldıraç oranı da modelde kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Analiz için ele alınan bağımlı, bağımsız ve gölge değişkenler Tablo 8'de gösterilmiştir.

Tablo 8: Analizde Kullanılan Değişkenlerin Tanıtımı

Değişken	Gösterimi	Tanımı
Özsermaye Karlılığı (%)	OZSR_KAR	Bağımlı Değişken
Aktif Karlılığı (%)	AKT_KAR	Bağımlı Değişken
Temettü Dağıtım Oranı (%)	TDO	Bağımsız Değişken
Gölge Değişken (Temettü Ödendi=1, Temettü Ödenmedi=0	D1	Gölge(Kukla) Değişken
Şirket Büyüklüğü (Toplam Varlıklar) (TL)	BYKL	Kontrol Değişkeni
Kaldıraç Oranı (%)	KO	Kontrol Değişkeni

Tablo 9: Analizde Kullanılan Değişkenlerin Hesaplanışları

Gösterimi	Değişken	Hesaplanma Şekli
AKT_KAR	Aktif Karlılığı	Net Kar / Aktif (Toplam Varlıklar)
OZSR_KAR	Özsermaye Karlılığı	Net Kar / Özsermaye
KO	Kaldıraç Oranı	Toplam Yükümlülükler / Toplam Varlıklar (Toplam Borç / Aktif)
BYKL	Toplam Varlıklar (Aktif)	Dönen Varlıklar + Duran Varlıklar
TDO	Temettü Dağıtım Oranı	Pay Başına Temettü / Pay Başına Kar (Toplam Temettü / Toplam Kar)

Tablo 10: Değişkenlere Yönelik Tanımsal İstatistik Bilgiler

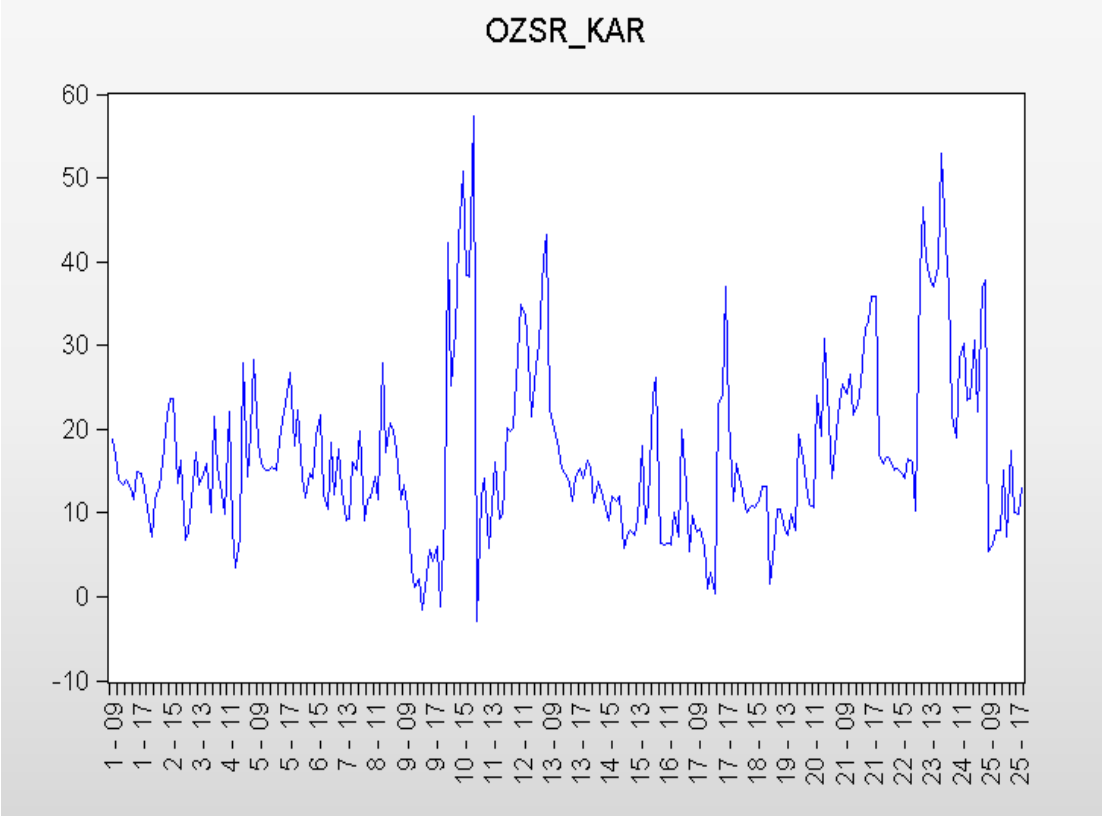
İstatistikler	OZSR_KAR	AKT_KAR	TDO	BYKL	KO
Ortalama	17.11268	7.137840	50.75200	44.729.656.532	55.94524
Medyan	14.76500	5.800000	48.50000	52.973.981.445	59.42500
Maksimum	57.40000	40.60000	324.0000	499.907.357.000	95.35000
Minimum	-2.930000	-1.510000	0.000000	64.987.138	0.620000
St.sapma	10.39567	6.385196	40.24287	9.507.488.447	26.32686

Gözlem süresi 2009-2018 dönemi olan 25 şirketin istatistiki bilgileri Tablo 10'da verilmiştir. 10 yıllık dönem içerisindeki 25 şirketin özsermaye karlılığı (net kar/özsermaye) ortalaması %17.11 iken aktif karlılığı (net kar/aktif) ortalamasının %7.13 olduğu görülmektedir. Şirketlerin, özsermaye karlılığının aktif karlılığa göre daha yüksek olduğu görülmektedir.

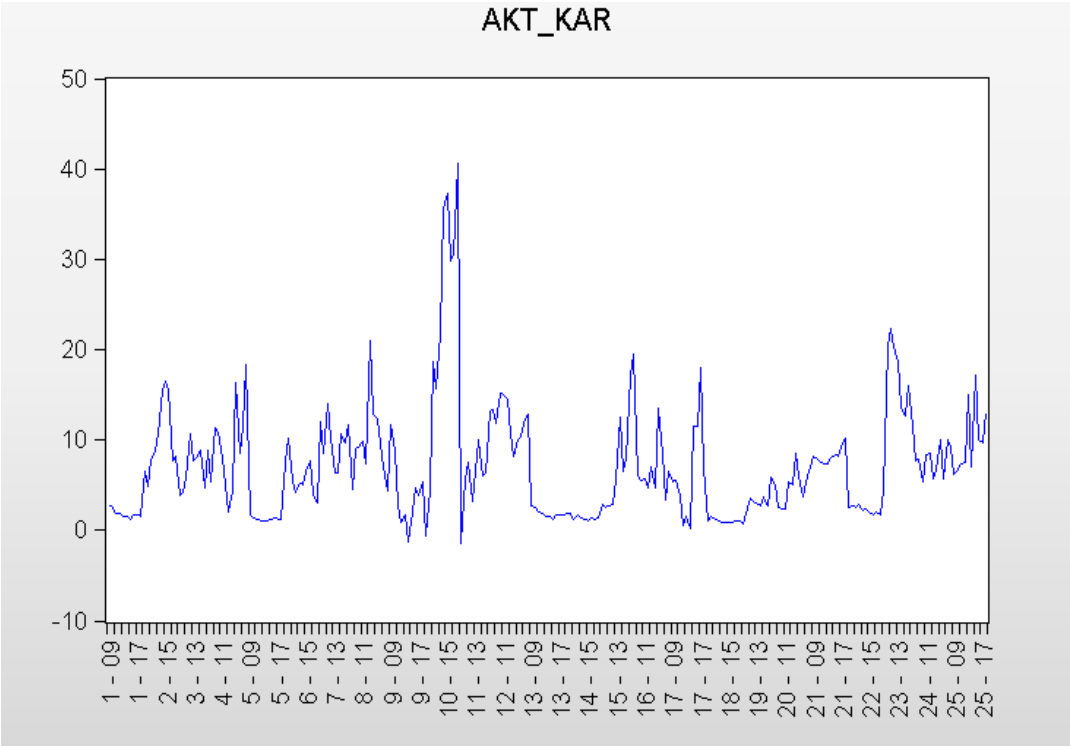
Şirketlerin temettü dağıtım oranlarının ortalamalarının %50.75 olduğu gözlemlenmiştir. Şirketlerin elde edilen karın %50.75 oranına karşılık gelen nakdi dağıttığını; geri kalan %49.25 oranına karşılık gelen nakdi şirketin bünyesinde tuttuğu sonucuna varılabilir. Şirketlerin temettü dağıtım oranının neredeyse yarı yarıya olduğu söylenebilir.

Modelde kontrol değişkeni olan şirketin aktifini gösteren toplam varlıkların; ortalamasının 44.729.656.532 TL, maksimum değerinin 499.907.357.000 TL, minimum değerinin 64.987.138 TL olduğu tespit edilmiştir. Modelde bir diğer kontrol değişkeni olan şirketin yükümlülüklerinin varlıklara oranını gösteren kaldıraç oranının; ortalamasının %55.94, maksimum değerinin %95.35, minimum değerinin ise %0,62 olduğu tespit edilmiştir.

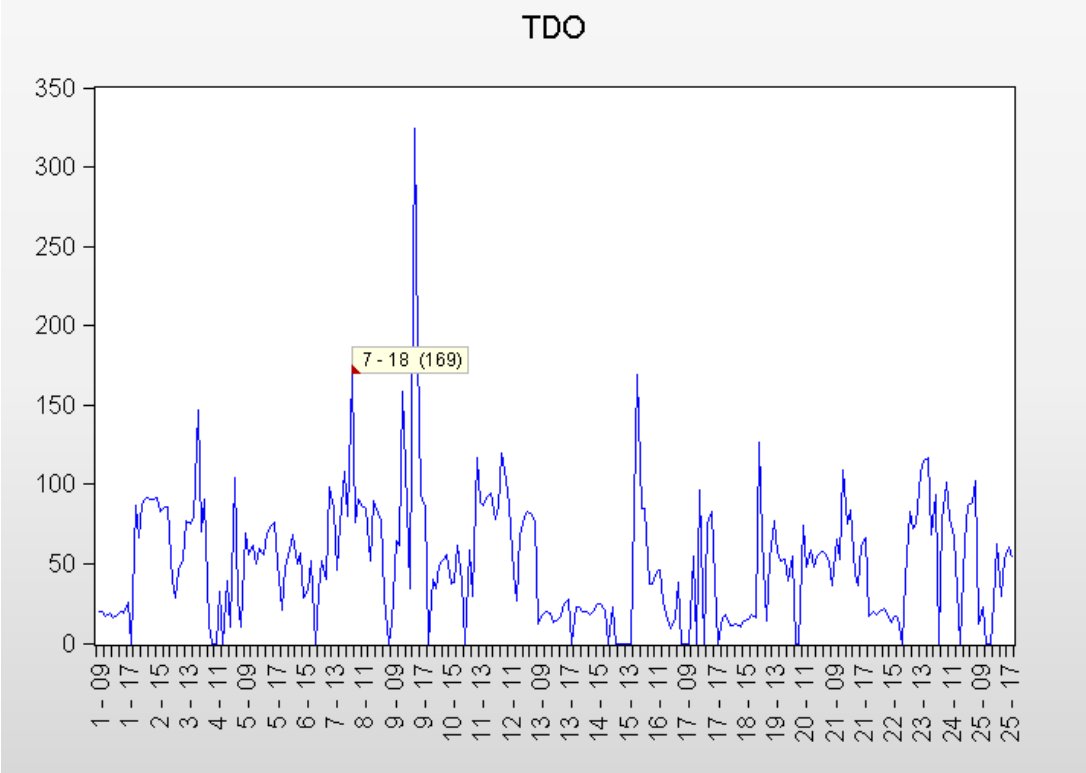
Değişkenlere yönelik zaman seyri grafikleri aşağıda verilmiştir:



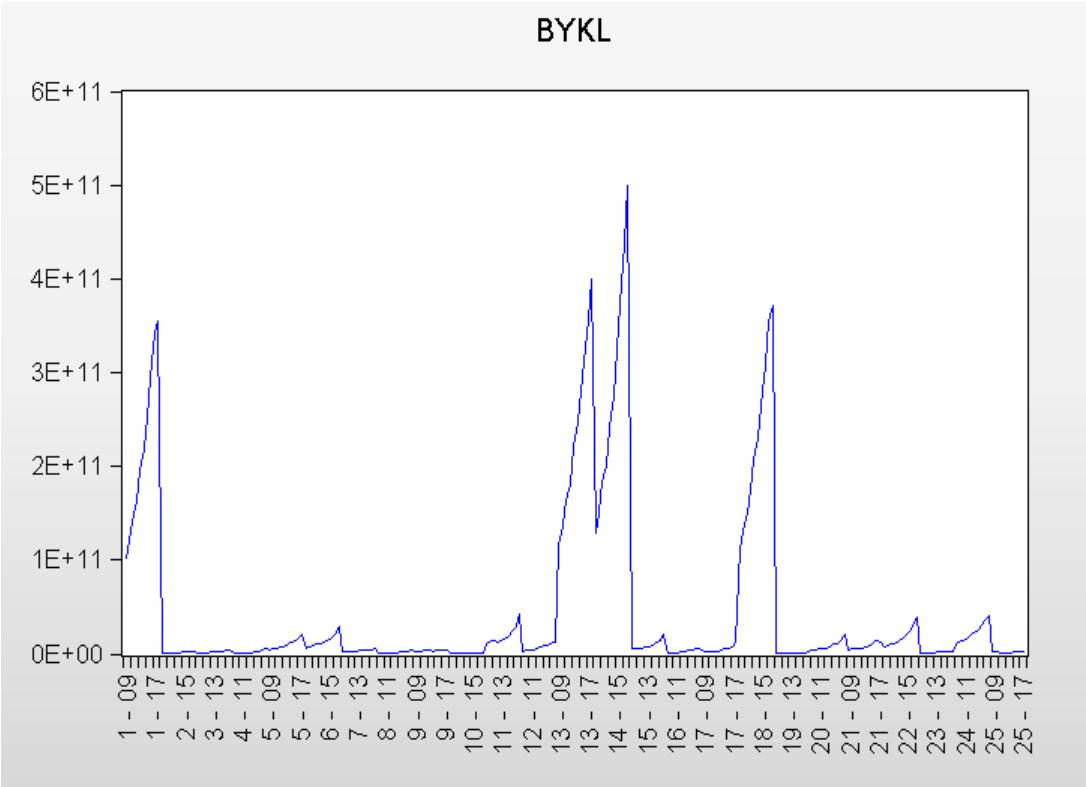
Grafik 1: OZSR_KAR Bağımlı Değişkenin (2009-2018) Grafiği



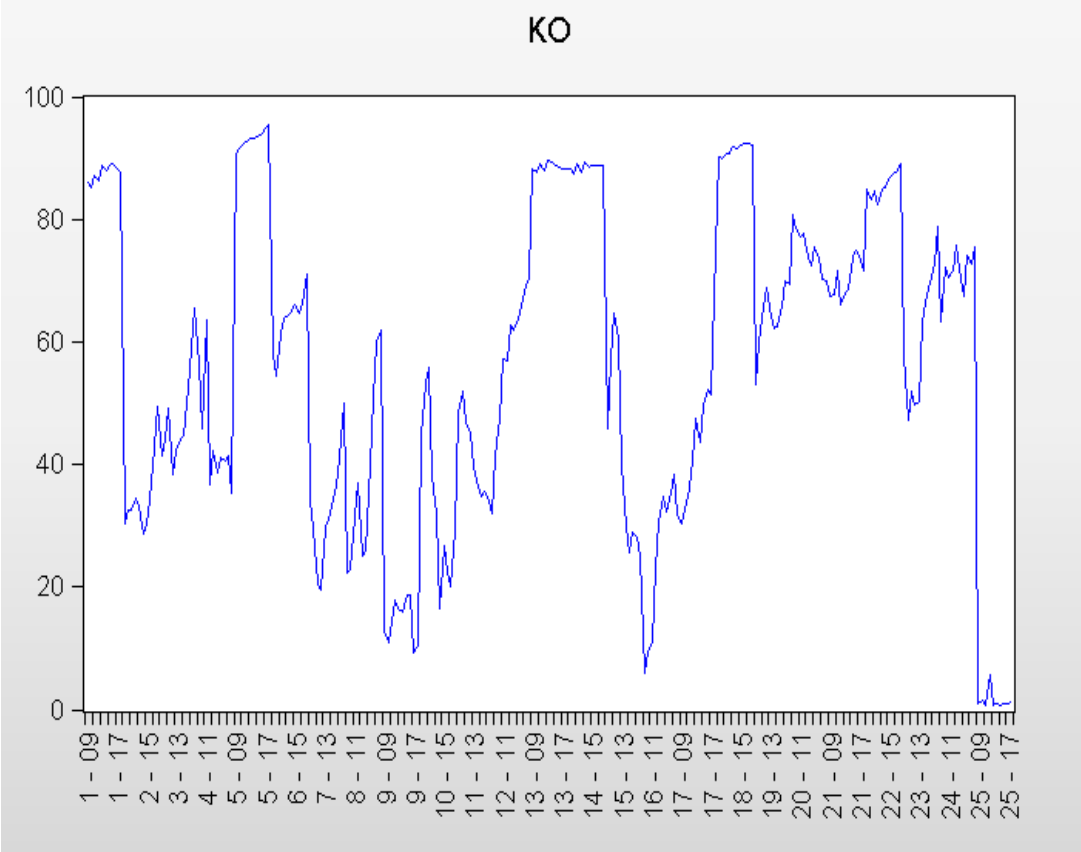
Grafik 2: AKT_KAR Bağımlı Değişkenin (2009-2018) Grafiği



Grafik 3: TDO Bağımsız Değişkenin (2009-2018) Grafiği



Grafik 4: BYKL Kontrol Değişkenin (2009-2018) Grafiği



Grafik 5: KO Kontrol Değişkenin (2009-2018) Grafiği

3.6. ANALİZ SONUÇLARI VE DEĞERLENDİRME

3.6.1. Panel Veri Homojenlik Testi

İlk olarak test edilmesi gereken değişkenlerin homojen mi değil mi olduğunun anlaşılmasıdır. Değişkenlerin heterojen veya homojen olması, kullanılacak eşbütünleşme ve birim kök testlerinin yapısını farklılaştırmaktadır. BNBK testleri heterojen ve homojen modeller olarak ayrışır. Choi (2001), Pesaran, Im & Shin (2003) ve Wu & Maddala (1999) heterojen model; Hadri (2000), Chu, Lin & Levin (2002) ve Breitung (2005) homojen model varsayımına dayanır.

Panel regresyon analizi ile araştırmadaki ilişkiler bulunmaya çalışılacaktır. Ancak uygulanacak birim kök testinin güvenilirliği ile etkinliği heterojenliğe ve yatay bağımlılığının varlığına göre değişkenlik göstereceğinden doğru testin bulunması için YK bağımlılığı ve homojenlik test edilmiştir.

Paneli oluşturan YK'lara ait eşbütünleşme denklemlerindeki eğim katsayılarının homojen mi değil mi olduğunun anlaşılması için yapılan ilk çalışmayı Swamy (1970) yapmıştır. Pesaran ve Yamagata (2008), bu testini geliştirmişlerdir.

$$x_{it} = \alpha + \beta_i MM_{it} + \varepsilon_{it} \tag{4}$$

Panel eşbütünleşme denkleminde β_i eğim katsayılarının YK'lar arasında farklılığı ölçmektedir. Hipotezler;

H_0: Eğim katsayıları homojendir.

H_1: Eğim katsayıları homojen değildir.

Denklem (4)'te başta panel en küçük kareler yöntemiyle birlikte sonrasında ağırlıklandırılmış SEM ile tahmin edilerek test istatistikleri yapılmaktadır. Hipotezleri test edebilmek maksadıyla iki farklı test istatistiği oluşturulmuştur (Pesaran ve Yamagata, 2008, s. 8):

Büyük örneklem için: $$LM_{adj} = \left(\frac{2}{N(N-1)} \right)^{1/2} \tag{5}$$

Küçük örneklem için: $$\hat{\Delta}_{adj} = \sqrt{N} \left(\frac{N^{-1}\tilde{S} - k}{v(T,k)} \right) \Rightarrow N(0,1) \tag{6}$$

Örneklemde: v(T,k) standart hatayı, N; YK sayısını, S; Swamy test istatistiğini ve k; açıklayıcı değişkeni göstermektedir. Test sonucunda bulunan olasılık değerleri 0.05'ten büyük olduğu zaman H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde kabul edilmekte ve eşbütünleşme katsayılarının homojen olduğu kesinleşmektedir. Homojenlik testi sonuçları Tablo 11'de gösterilmiştir.

Tablo 11: Pesaran ve Yamagata (2008) Homojenlik Testi Sonuçları

	Test istatistiği	Olasılık (p)
$\tilde{\Delta}$	8.476	0.000*
$\tilde{\Delta}_{adj}$	9.832	0.001*

* Değişkenin 0.05 anlamlılık düzeyinde anlamlılığını göstermektedir.

Tablo 11'de hesaplanan testlerin olasılık değerleri 0.05'ten küçük olduğundan H_0 reddedilmiştir. Eğim katsayılarının homojen olmadığı, heterojen olduğu bulgusuna varılmıştır.

3.6.2.Birinci Nesil Durağanlık Testi

Birinci nesil durağanlık testleri olan Choi (2001), Maddala ve Wu (1999) ve Im, Pesaran ve Shin (2003)testleri uygulanacaktır. Bu testler heterojenlik varsayımına dayanır. Testin hipotezleri:

H_0: Birim kök vardır.

H_1: Birim kök yoktur.

Tablo 12'de BNBK testlerinin trend + sabit olarak PV'sine uygulanması sonucunda düzeyde durağan olmadıkları ve 1. mertebe fark için durağan oldukları I(1) bulgusuna varılmıştır. H_0 reddedilmiştir.

Tablo 12: Birinci Nesil Testler Durağanlık Sonuçları

Değişkenler	Maddala&Wu Test		Im, Pesaran & Shin Test		Choi Test	
	Düzey	1. mertebe fark	Düzey	1. mertebe fark	Düzey	1. mertebe fark
	Trend+sabit	Sabit	Trend+sabit	Sabit	Trend+ sabit	Sabit
OZSR_KAR	-1.231(0.326)	-8.521(0.000)*	-1.142(0.251)	-8.993(0.000)*	-1.015(0.398)	-10.092(0.000)*
AKT_KAR	-0.956(0.228)	-7.453(0.005)*	-0.723(0.186)	-8.021(0.002)*	-1.049(0.281)	-9.463(0.000)*
TDO	-1.105(0.162)	-6.092(0.000)*	-1.029(0.289)	-7.654(0.000)*	-1.157(0.375)	-11.451(0.000)*
BYKL	-1.173(0.092)	-8.733(0.001)*	-1.205(0.362)	-9.033(0.000)*	-1.198(0.195)	-10.114(0.000)*
KO	-0.852(0.144)	-7.981(0.002)*	-1.459(0.195)	-8.765(0.000)*	-0.947(0.203)	-10.791(0.000)*

Tablo 12'deki testler birinci nesil test diye isimlendirilir. Olasılık değerleri için parantez kullanılmıştır. Testler %5 düzeyinde anlamlılık için uygulanmıştır. BNBK testleri, paneli oluşturan YK birimlerinin bağımsız olduğu varsayımına dayanır. Yatay kesit birimlerinin bağımlılığından dolayı durağanlığı ölçen İNBK testi uygulanmıştır.

3.6.3. Panel Veri Yatay Kesit Bağımlılığının Testi

BNBK testi, paneli oluşturan birimlerden birine gelen şokun tüm YK birimlerinin aynı şekilde etkilendiği ve paneli oluşturan YK birimlerinin bağımsız olduğu düşüncesine dayanmaktadır. İNBK testleri: PANKPSS (Carrion-I Silvestre, Barrio-Castro ve Lopez-Bazo, 2005), CADF (Pesaran, 2006), SURADF (Breuer, Mcnown ve Wallace, 2002), MADF (Taylor ve Sarno, 1998) ve Bai ve Ng (2004)'tür.

Testin hipotezleri:

H_0: YK bağımlılığı yoktur.

H_1: YK bağımlılığı vardır.

Tablo 13 YK bağımlılığı test sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 13: Pesaran (2004) CDLM Test Sonuçları

Değişkenler	**Pesaran (2004) CD_{LM}**
OZSR_KAR	8.345(0.013)*
AKT_KAR	9.721(0.000)*
TDO	9.062(0.000)*
BYKL	6.223(0.000)*
KO	8.561(0.004)*

* Değişkenin 0.05 anlamlılık düzeyinde anlamlılığını göstermektedir.

Tablo 13'te olasılık değerleri 0.05'ten küçük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiş ve YK bağımlılığının var olduğu anlaşılmıştır. Paneli oluşturan şirketler arasında YK bağımlılığı vardır. Herhangi bir firmaya gelen şoktan diğerleri etkilenir.

3.6.4. İkinci Nesil Birim Kök Testi

Araştırmada, şirketler arasında YK bağımlılığı fark edildiğinden dolayı; serilerin durağanlığı için CADF testi uygulanmıştır. CADF testi ikinci kuşak birim kök testidir.

Testin hipotezleri:

H_0: Birim kök vardır.

H_1: Birim kök yoktur.

Bütün şirketler CADF ile test edilmiştir. Şirketlerin birim kök test istatistiklerinin ortalaması alınarak panelin geneli için birim kök test istatistiği olan CIPS bulunabilir (Pesaran, 2006). CIPS istatistiği aşağıdaki gibi gösterilir:

$$CIPS = N^{-1}\sum_{i=1}^{n} CADF_i \qquad (7)$$

Tablo 14: Birinci Mertebe Farklar İçin CIPS Test Sonuçları

Değişkenler	**CIPS istatistiği**
OZSR_KAR	9.667(0.002)*
AKT_KAR	7.409(0.000)*
TDO	8.112(0.000)*
BYKL	8.892(0.000)*
KO	9.453(0.005)*

CIPS için Pesaran (2007) sayfa 281 Tablo IIc'de %5 anlamlılık düzeyindeki kritik değer = -2.899'dur. Parantez içi değerler olasılık değerleridir. Gecikme sayısı, Schwarz Bilgi Kriterine göre belirlenmiştir. Trend+sabit modeli çalışılmıştır.

Paneli oluşturan serilerde birinci mertebe fark alındığında birim kök olmadığına karar verilmiştir. H_0 reddedilmiştir. Seriler düzey değerlerinde durağan değildir, birinci mertebe fark alındığında durağandır. Bu yüzden regresyon analizi, birinci mertebe farkları ile yapılacaktır.

3.6.5. Panel Regresyon Tahmin Sonucu

Panel veri yöntemleri: havuzlanmış, TEM ve SEM olarak yapılmaktadır. Analizde, tahmin modelleri arasında seçim yapılabilmesi için bazı istatistiksel testler yapılmaktadır. Modellerdeki tüm değişkenler zamanlar ve şirketler arasında değişkenlik gösterebildiğinden asıl cevaplanması gereken, verinin zamanlar ve şirketler arasında toplanıp toplanmayacağıdır. Chow testi ile şirketlerin, zaman spesifik etkiler ile spesifik etkilerin ortak anlamlılığı bulunmaktadır. Alternatif hipotez altında etkin tahminci ise SEM'dir. Boş hipotez altında etkin tahmin edici Havuzlanmış en küçük kareler modelidir. Bu çalışmada iki model tanımlanmıştır.

Model 1: Özsermaye Karlılığı=f (TDO, D1, BYKL, KO)

Model 2: Aktif Karlılığı= f (TDO, D1, BYKL, KO)

Her bir değişkenin birinci mertebe farkı alınarak model içinde analiz edilmiştir. Kullanılacak panel regresyon modelin seçilmesi için yapılan Breusch-Pagan (BP) ve Chow Testi sonuçları Tablo 15'te verilmiştir. BP testinde H_0 hipotezi havuzlanmış regresyon ve H_1 TEM model iken, Chow testi için H_0 hipotezi havuzlanmış regresyon H_1 hipotezi SEM model olarak ele alınır. Tablo 15 panel regresyon tahmin yöntemi seçim testinin sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 15: Panel Regresyon Tahmin Yöntemi Seçim Test Sonuçları

	Test	**Olasılık**	**Karar**
MODEL 1	Chow(F testi)	0.000	H_0 red
	BP(χ^2 testi)	0.001	H_0 red
	Test	**Olasılık**	**Karar**
MODEL 2	Chow(F testi)	0.002	H_0 red
	BP(χ2 testi)	0.014	H_0 red

Her iki model için test sonuçları, H_0 hipotezinin reddedilmesi SEM ve TEM arasında bir seçim yapılması gerektiğini göstermektedir. Diğer aşama Hausman testi, SEM ve TEM arasında karara dayanmaktadır. Testin hipotezleri:

H_0 : Tesadüfi etki vardır.

H_1 : Tesadüfi etki yoktur.

şeklinde oluşturulmuştur. Tablo 16 Hausman testi sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 16: Hausman Testi Sonuçları

	Test Özeti	**Ki-Kare İstatistiği**	**sd**	**p(olasılık)**
MODEL 1	Cross-section random	562.095	2	0.000
	Period random	690.782	2	0.001
	Cross-section and period random	685.386	2	0.000
	Test Özeti	**Ki-Kare İstatistiği**	**sd**	**p(olasılık)**
MODEL 2	Cross-section random	562.095	2	0.000
	Period random	690.782	2	0.000
	Cross-section and period random	685.386	2	0.013

H_0 hipotezi red edilerek sabit etkiler modelinde karar verilmiş, H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Tablo 17 içinde F gösterimi birinci mertebe farkı belirtmektedir.

Tablo 17: Panel Regresyon Tahmin Sonuçları

MODEL 1				
Bağımlı Değişken: FÖZSR_KAR				
	Katsayı	**Std. Hata**	**t-istatistiği**	**Olasılık**
FTDO	0.050663	0.014113	3.589913	0.0004*
D1	7.706677	1.624132	4.745106	0.0000*
FBYKL	0.078343	0.030748	2.547905	0.0124*
FKO	-0.113357	0.032836	-3.452180	0.0012*
Sabit	22.37144	3.776981	5.923100	0.0000*
$R^2 = 0.757$ $F_{ist} = 15.09$ F(p)= 0.000 DW=2.04 **Diagnostik testler:** Wooldridge Otokorelasyon (p)= 0.194, Greene Heteroskedasite Testi (p)= 0.164				

MODEL 2				
Bağımlı Değişken: FAKTF_KAR				
	Katsayı	**Std. Hata**	**t-istatistiği**	**Olasılık**
FTDO	0.073960	0.015097	4.899029	0.0000*
D1	3.957856	0.977724	4.048032	0.0001*
FBYKL	0.082212	0.020315	4.046874	0.0001*
FKO	-0.165350	0.029533	-5.598773	0.0000*
Sabit	20.89013	2.273734	9.187585	0.0000*
R^2 = 0.728 F_{ist} = 24.825 F(p)= 0.000 DW=1.99 **Diagnostik testler:** Wooldridge Otokorelasyon (p)= 0.173, Greene Heteroskedasite Testi (p)= 0.125				

*0.05 için istatistik anlamlı değişken

Regresyon çıktılarında model 1 için ele alınan bağımsız değişkenler OZSR_KAR değişkenini %75.7 açıklamaktadır. Etkileyici değişkenler, özsermaye karlılığı üzerinde istatistik anlamlı çıkmıştır ($p<0.05$). Katsayı büyüklük sırasına göre; KO değişkeni %1 arttıkça özsermaye karlılığı %11.3 azalmakta, şirket büyüklüğü %1 arttıkça özsermaye karlılığı %7.8 artmakta, TDO değişkeni %1 arttığında özsermaye karlılığı %5 artmaktadır. Ayrıca, gölge (kukla) değişken anlamlı ve pozitif yönlü ilişkili çıktığı için, temettü dağıtımının özsermaye karlılığı üzerinde olumlu ve arttırıcı bir etkisi olduğu belirlenmiştir.

Regresyon çıktılarında model 2 için ele alınan bağımsız değişkenler AKTF_KAR değişkenini %72.8 açıklamaktadır. Etkileyici değişkenler bu model de aktif karlılığı üzerinde istatistik anlamlı çıkmıştır ($p<0.05$). Katsayı büyüklük sırasına göre; KO değişkeni %1 arttıkça aktif karlılığı %16.5 azalmakta, şirket büyüklüğü %1 arttıkça aktif karlılığı %8.2 artmakta, TDO değişkeni %1 arttığında aktif karlılığı %7.3 artmaktadır. Bu model için, gölge (kukla) değişken anlamlı ve pozitif yönlü ilişkili

çıktığından, temettü dağıtımının aktif karlılığı üzerinde olumlu ve arttırıcı bir etkisi olduğu belirlenmiştir.

Genel olarak bakıldığında, borçluluğu gösteren kaldıraç oranının, her iki karlılığı da azaltıcı yönde etkileyen yüksek etkili değişken olduğu, 2008 likidite krizi dönemi ve sonrası için kaldıraç oranının karlılıklar üzerinde ne kadar önem kazandığı görülmektedir. İkinci sırada şirketlerin varlıkları yani büyüklükleri karlılıklar üzerinde etkili çıkmıştır. Üçüncü sırada temettü dağıtımı etkilidir.

Şirketin finansal performansını ölçmek için modele bağımsız değişkenle birlikte dahil edilen kontrol değişkenlerinin, bağımsız değişken olan temettü dağıtım oranından daha etkili olduğu bulgusuna varılmıştır. Modele dahil edilen kontrol değişkenlerinin finansal performansa olan etkilerinin yüksek çıkmış olması modele konulmasının önemini ve gerekliliğini göstermiştir.

2008 yılında finansal kriz ile başlayan sürecin devamında oluşan likidite sıkıntısının olduğu dönem için borçluluk oranının, şirketin finansal performansı üzerinde ne kadar etkili olduğu gözlemlenmiştir. Şirketlerin borçluluğu arttıkça likiditesi azalması, bu durumun da finansal performansı olumsuz etkilemesi beklenmektedir. Gözlem yılı olarak 2009-2018 arası yılları seçilmesi aynı zamanda 2008 krizinden sonraki süreci de analiz etme imkanı sağlamıştır. Bir diğer kontrol değişkeni olan şirketlerin varlıklarının da finansal performans üzerinde ne kadar etkili olduğu gözlemlenmiştir. Varlıklarını yani aktifi artıran şirketlerin finansal performansları pozitif yönde yüksek oranda etkilenmiştir.

Her iki karlılığın ölçülmesinde bütün değişkenler anlamlı çıkmıştır. Şirketin finansal performansı üzerinde etkisini ölçmek için kullanılan; temettü dağıtım oranı, toplam varlıklar ve kaldıraç oranı bağımsız değişkenlerinin, özsermaye karlılığını açıklama oranı aktif karlılığı açıklama oranından daha yüksektir. Temettü dağıtıp dağıtmadığını gösteren gölge (kukla) değişken, şirketlerin temettü dağıtmasının hem özsermaye karlılığı hem de aktif karlılığı üzerinde olumlu ve arttırıcı etkisi olduğunu göstermiştir.

Bağımsız değişken olarak modelde bulunan temettü dağıtım oranının artmasının her iki karlılıkta da arttırıcı yönde etkisi olduğu gözlemlenmiştir. Temettü

dağıtım oranının artmasının; aktif karlılığı, özsermaye karlılığından daha fazla arttırdığı görülmektedir.

Kontrol değişkeni olarak modele konulan şirketlerin varlıklarının yani büyüklüklerinin artmasının her iki karlılıkta da arttırıcı yönde etkisi olduğu gözlemlenmiştir. Şirketlerin varlıklarının artmasının; aktif karlılığı, özsermaye karlılığından daha fazla arttırdığı görülmektedir.

Bir diğer kontrol değişkeni olarak modele konulan şirketlerin borçluluğunu gösteren kaldıraç oranının artmasının her iki karlılıkta da azaltıcı yönde etkisi olduğu gözlemlenmiştir. Şirketlerin kaldıraç oranının artmasının; aktif karlılığı, özsermaye karlılığından daha fazla azalttığı görülmektedir.

Bağımsız değişken olan temettü dağıtım oranı ve kontrol değişkenleri olan büyüklük ve kaldıraç oranı; her iki karlılıkta da aynı yönde etkisini göstermiştir. Bu değişkenlerin aktif karlılığı etkileme oranı özsermaye karlılığı etkileme oranından daha yüksektir. Değişkenlerin aktif karlılığı etkileme oranı büyüklük sırasıyla; kaldıraç oranı, büyüklük ve temettü dağıtım oranıdır. Değişkenlerin özsermaye karlılığını etkileme sıralaması da aktif karlılığı etkileme sıralamasıyla aynıdır.

Otokorelasyon problemi, tüm ZS'lerde var olduğu gibi PV analizlerinde de var olan problemdir. Regresyon analizlerinin ana varsayımı, farklı incelemeler için hata teriminin ardışık değerleri arasında ilişkinin olmamasıdır. Hata terimlerinin ardışık değerleri arasında ilişki var ise bu durum serisel korelasyon veya otokorelasyon olarak isimlendirilir.

Wooldridge (2002) otokorelasyon testi ile veri setinde otokorelasyon probleminin var olup olmadığı incelenmiştir. Wooldridge (2002) otokorelasyon testindeki inceleme sonucuna göre, modelde otokorelasyon yoktur şeklinde kurulan H_0 hipotezi kabul edilmiştir ($p<0.05$). Denklemlerdeki hata terimleri arasında otokorelasyon problemi çıkmamıştır.

Greene (2003) tarafından geliştirilen heteroskedasite testiyle modellerde değişen varyanslılık sorunu olup olmadığı test edilmiş ve yapılan analizlerde değişken varyansın olmadığını belirten H_0 hipotezi kabul edilmiştir.

Yapılan çalışmalar sonunda tahmin edilen regresyon parametrelerinin istatistiksel olarak güvenilir olacağı belirlenmiş ve varsayımlar sağlanmıştır.

Çalışmada geliştirilen ana ve alt hipotezler H_1, H_2,H_3 ve H_4 kabul edilmiştir.

SONUÇ

Bu çalışmanın amacı şirketlerin temettü dağıtım politikalarının finansal performansa etkisinin incelenmesidir. Şirketlerin temettü dağıtım politikaları olarak, temettü dağıtıp dağıtmadığı ve temettü dağıtım oranı değişkenleri kullanılmıştır. Şirketlerin finansal performansının analizi için özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı değişkenleri kullanılmıştır. Finansal performansa etkisinin olabileceği düşünüldüğünden çalışmanın modeline şirketlerin toplam varlıkları ve kaldıraç oranı da dahil edilmiştir. Çalışma BIST Temettü 25 Endeksi kapsamında yer alan şirketlerin, 2009-2018 yılları arasındaki 10 yıla ait verileri kullanılarak panel regresyon analizi yöntemiyle yapılmıştır. Veri seti Finnet2000 veri tabanından alınmıştır. Panel veri analizi kapsamında oluşturulan ampirik modelin tahmininde R yazılımı ve Eviews 10.0 paket programlarından yararlanılmıştır.

Uygulanan panel regresyon analizi çalışması sonucunda; temettü dağıtım oranı ile özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı pozitif yönde anlamlı ilişkili, kaldıraç oranı ile özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı negatif yönde anlamlı ilişkili, firma büyüklüğü ile özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı pozitif yönde anlamlı ilişkili olduğu belirlenmiştir. Temettü dağıtıp dağıtmadığını gösteren gölge değişken ise temettünün dağıtılmasının hem özsermaye karlılığı hem de aktif karlılığı üzerinde olumlu ve arttırıcı etkisi olduğunu göstermiştir. Her iki karlılığın ölçülmesinde bütün değişkenler anlamlı çıkmıştır.

Genel olarak bakıldığında, borçluluğu gösteren kaldıraç oranının, finansal performansı azaltıcı yönde etkileyen yüksek etkili değişken olduğu görülmektedir. İkinci sırada şirketlerin varlıkları yani büyüklükleri finansal performans üzerinde etkili çıkmıştır. Üçüncü sırada temettü dağıtım oranının etkili olduğu görülmektedir

Temettü dağıtım oranının artmasının; aktif karlılığı, özsermaye karlılığından daha fazla arttırdığı görülmektedir. Şirketlerin kaldıraç oranının artmasının; aktif karlılığı, özsermaye karlılığından daha fazla azalttığı görülmektedir. Şirketlerin varlıklarının artmasının; aktif karlılığı, özsermaye karlılığından daha fazla arttırdığı

görülmektedir. Temettü dağıtım oranı, toplam varlıklar ve kaldıraç oranı değişkenlerinin aktif karlılığı etkileme oranı özsermaye karlılığı etkileme oranından daha yüksek olduğu bulgusuna varılmıştır.

Temettü politikalarıyla ilgili literatür taraması yapıldığında farklı fikirlerin fazlaca olduğuna rastlanmıştır. Literatür çalışmasında, temettü politikalarıyla alakalı yıllardır süre gelen fikir ayrılıklarının günümüzde dahi devam ettiği gözlemlenmiştir. Temettü politikaları konusu itibariyle güncelliğini ve önemini korumaktadır. Bundan sebeple üzerinde çalışılmaya devam edilen bir konudur. Temettü politikalarıyla ilgili yabancı ve yerli kaynakların çalışmaları literatür taramasında incelenmiştir.

Literatür taraması yapıldığında temettü politikalarıyla şirket performansı ile ilgili genel olarak iki farklı ana çalışma olduğuna rastlanmıştır. Birincisi şirketlerin temettü politikasının firma değeri üzerine etkisi, ikincisi ise şirketlerin temettü politikasının finansal performansa etkisidir. Çalışmalar neticesinde iki farklı görüş etrafında toplanıldığı görülmektedir. Birinci görüş şirketlerin kar payı politikasının şirketin performansı üzerinde etkili olduğu, ikinci görüş ise şirketlerin kar payı politikasının şirketin performansı üzerinde etkili olmadığı görüşüdür.

Uygulamasını yapılan analiz çalışmasında şirketlerin temettü politikasının finansal performansa etkisi incelenmiştir. Çalışma sonucunda şirketlerin temettü politikasının finansal performans üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. BIST Temettü 25 Endeksinin analiz edildiği bu çalışma farklı endekslerde uygulanarak sonuçların farklılık gösterip göstermediği analiz edilebilir. Ayrıca farklı ülkelerin endeksleri üzerinde çalışmalar yapılarak temettü politikalarının şirketin finansal performansına ve firma değerine etkisi olup olmadığı sorusuna cevap aranabilir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

Akdoğan, N. & Aydın, H. (1987). ***Muhasebe Teorileri***. Ankara: Gazi Üniversitesi Yayınları.

Akgüç, Ö. (1998). ***Finansal Yönetim***. İstanbul: Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Yayınları.

Akkuş, B. (2010). ***Finans Yönetimi: Paraya Hükmetmenin Sırları***. İstanbul: Kum Saati Yayıncılık.

Aydın, N., Başar, M. & Coşkun, M. (2014). ***Finansal Yönetim***. Ankara: Detay Yayıncılık.

Bolak, M. (1998). ***İşletme Finansı***. İstanbul: Birsen Yayınevi.

Ceylan, A. (2003). ***İşletmelerde Finansal Yönetim***. Bursa: Ekin Kitabevi.

Gitman, L. (2003). ***Principles Of Managerial Finance***. Massachusetts: Addison Wesley.

Gitman, L. J. & Zutter, C. J. (2012). ***Principles Of Managerial Finance***. New Jersey: Prentice Hall.

Greene, W. H. (2003). ***Econometric Analysis***. New Jersey: Prentice Hall.

Hsiao, C. (2003). ***Analysis of Panel Data***. Cambridge: University Press.

Karan, M. B. (2011). ***Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi***. Ankara: Gazi Kitabevi.

Moyer, R. C., Mcguigan, J. R. & Rao, R. P. (2014). ***Contemporary Financial Management***. Massachusetts: Cengage Learning.

Okka, O. (2009). ***Analitik Finans Yönetim: Teori ve Problemler***. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Özdemir, M. (1999). ***Finansal Yönetim***. Ankara: Türkmen Kitabevi.

Sayılgan, G. (2006). ***İşletme Finansı***. Ankara: Türkmen Kitabevi.

Şimşek, Ş. (2005). ***İşletme Bilimlerine Giriş***. Konya: Adım Matbaacılık ve Ofset.

Tatoğlu, F. Y. (2013). ***Panel veri ekonometrisi: Stata uygulamalı***. İstanbul: Beta Yayınları.

Türko, M. (2002). ***Finansal Yönetim***. İstanbul: Alfa Basım.

Weston, F. J. & Brigham E. F. (1993). ***Essentials Of Managerial Finance***. Philadelphia: The Dryden Press.

Wooldridge, J. M. (2002). ***Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data***. New York: The MIT Press.

Makaleler

Allen, D. E. & Rachim, V. S. (1996). Dividend Policy and Stock Price Volatility: Australian Evidence. ***Applied Financial Economics***, 6(2), 175-188.

Amidu, M. (2007). How Does Dividend Policy Affect Performance Of The Firm On Ghana Stock Exchange. ***Invesment Managent & Financial Innovations***, 4(2), 103-112.

Arslan, M. (2018). Firmaların Temettü Ödeme İle Firma Değeri Arasındaki İlişki ve Bist 100'de Bir Uygulama. ***Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi***, 33, 169-180.

Aygören, H., Çakır, H. M. & Uyar, U. (2013). Ekonomik Krizlerin İmkb'de Temettü Politikaları Üzerine Etkisi. ***E-Journal Of New World Sciences Academy***, 8(1), 1-15.

Bai, J. & Ng, S. (2004). A Panic Attack on Unit Roots and Cointegration. ***Econometrica***, 72, 1127-1177.

Batchelor, R. & Orakçıoğlu, İ. (2003). Event-related GARCH: The İmpact Of Stock Dividends İn Turkey. ***Applied Finance Economics***, 13(4), 295-307.

Bhattacharya, S. (1979). Imperfect İnformation, Dividend and The Bird İn The Hand Fallacy. ***The Bell Journal Of Economics***, 10(1), 259-270.

Black, F. & Scholes, M. (1974). The Effects Of Dividend Wield and Dividend Policy On Common Stock Prices and Returns. ***Journal Of Financial Economics***, 1(1), 1-22.

Breitung, J. (*2005*). A Parametric Approach to the Estimation of Cointegration Vectors In Panel Data. ***Econometric Reviews***, 24(2), 151–173.

Breuer, J. B., Mcnown, R. & Wallace, M. (2002). Series-specific unit root tests with panel data. ***Oxford Bulletin of Economics and Statistics***, 64(5), 527-546.

Bülbül, D. (2003). Kar ortaklara dağıtılmayıp sermayeye ilave edilirse vergilendirilir mi?. ***Mali Çözüm Dergisi***, 65, 1-4.

Carrion-i Silvestre, J.L., Barrio-Castro, T.D. & Lopez-Bazo, E. (2005). Breaking the panels: an application to the gdp per capita. ***Econometrics Journal***, 8(2), 159-175.

Choi, I. (2001). Unit Root Tests for Panel Data. ***Journal of International Money and Finance***, 20(1), 249-272.

Gordon, M. J. (1962). The Saving, Investment and Valuation Of Corporation. ***The Review Of Economics and Statistics***, 44, 37-51.

Günalp, B., Kadıoğlu, E. & 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***, 28(2), 47-69.

Hadri, K. (2000). Testing for Stationarity in Heterogeneous Panels. ***Econometrics Journal***, 3(1), 148-161.

Im, K. S., Pesaran, M. H. & Shin, Y. (2003). Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels. ***Journal of Econometrics***, 115(1), 53-74.

John, K. & Williams, J. (1985). Dividens, Dilution and Taxes: A Signalling Equilibrium. ***Journal Of Finance***, 40(4), 1053-1070.

Kadıoğlu, E. & Öcal N. (2016). Testing Relationship Between Dividend Changes and Future Profitability. ***International Journal Of Economics and Finance***, 8(3), 196-205.

Kırbaş, A. (2018). Temettü Duyurularının Hisse Senedi Getirilerine Olan Etkilerinin Analizi. ***Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi***, 3(2), 133-148.

Korkmaz, Ö. & Karaca, S. S. (2013). Firma Performansını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Örneği. ***Ege Akademik Bakış Dergisi***, 13(2), 169-179.

Levin, A., Lin C. F. & Chu C. S. J. (2002). Asymptotic and finitesample properties. ***Journal of Econometrics***, 108, 1-24.

Litzenberger, R. & Ramaswamy, K. (1979). The Effect Of Personal Taxes and Dividends On Asset Prices: Theory and Empirical Evidence. ***Journal Of Finance Economics*** , 7, 163-195.

Litzenberger, R. & Ramaswamy, K. (1982). The Effect Of Dividends On Common Stock Prices Tax Effects Or İnformation Effects?. ***Journal Of Finance Economics*** , 37(2), 429-443.

Maddala, G. S. & Wu, S. (1999). A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and A New Simple Test. ***Oxford Bulletin of Economics and Statistics***, 61(1), 631-652.

Miller, M. & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth and The Valuation Of Shares. ***The Journal Of Business***, 34, 411-433.

Miller, M. H. & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. ***Journal of finance,*** 404(4), 1031-1051.

Nissim, D. & Ziv, A. (2001). Dividend Changes and Futu Profitability. ***The Journal Of Finance***, 56(6), 2111-2133.

Ouma, O. P. & Murekefu, T. M. (2012). The Relationship Between Dividend Payout and Firm Performance: A Study Of Listed Companies İn Kenya. ***European Scientific Journal***, 8(9), 199-215.

Pekkaya, M. (2006). Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İmkb 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz. ***ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi***, 2(4), 183-209.

Pesaran, M. H. (2004). *General Diagnostic Tests for Cross-Section Dependence in Panels*. ***Cambridge Working Papers in Economics***, 435, 45-67.

Pesaran, M. H. (2006). Estimation and Inference in Large Heterogeneous Panels with a Multifactor Error Structure. ***Econometrica***, 74(4), 967-1012.

Pesaran, M. H. (2007). A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-Section Dependence. ***Journal of Applied Econometrics***, 22(1), 265-312.

Pesaran, M. H. & Yamagata, T. (2008). Testing slope homogeneity in large panels. ***Journal of Econometrics***, 142(1), 50-93.

Pettit, R. R. (1972). Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency. ***The Journal Of Finance***, 27(5), 993-1007.

Sakarya, Ş., Çalış N. & Kayacan, M. A. (2018). Temettü Ödeme Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. ***Sakarya İktisat Dergisi***, 7(2), 92-106.

Swamy, P. A. V. B. (1970). Efficient inference in a random coefficient regression model. ***Econometrica***, 38, 311–323.

Taylor, M. & L. Sarno (1998). The behavior of real exchange rates during the post–Bretton Woods period. ***Journal of International Economics***, 46, 281-312.

Uwuigbe, U., Jafaru, L. & Ajayi, A. (2012). Dividend Policy and Firm Performance: Astudy Of Listed Firms İn Nigeria. ***Journal Of Accounting and Managent Information Systems***, 11(3), 442-454.

Watts, R. (1973). The İnformation Content Of Dividens. ***The Journal Of Business***, 46(2), 191-211.

Yıldız, B., Gökbulut, R. İ. & Korkmaz, T. (2014). Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: Bist Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması. ***Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi***, 10(1), 185-206.

Yılmaz, A. A. & Selçuk, E. (2010). Information Content Of Dividends: Evidence From Istanbul Stock Exchange. ***International Business Research***, 3(3), 126-132.

Zeren, F. (2017). Kar Payı Bilmecesinin Araştırılması: Bist Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. ***Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi***, 6(5), 172-183.

Zhou, P. & Ruland, W. (2006). Dividend Payout and Future Earnings Growth. ***Financial Analysts Journal***, 62(3), 58-69.

İnternet Kaynakları

Akbank. ***www.akbank.com.*** Erişim Tarihi 15 Ağustos 2019 https://www.akbankinvestorrelations.com/tr/

Akçansa. ***www.akcansa.com.tr.*** Erişim Tarihi 25 Ağustos 2019 http://www.akcansa.com.tr/yatirimci-merkezi/

Akiş Gyo. ***www.akisgyo.com.*** Erişim Tarihi 3 Eylül 2019 http://www.akisgyo.com/yatirimci-iliskileri-bolumu

Aksa. ***www.aksa.com.tr.*** Erişim Tarihi 10 Eylül 2019 https://www.aksa.com/tr/i-82

Anadolu Hayat. ***www.anadoluhayat.com.tr.*** Erişim Tarihi 5 Eylül 2019 https://www.anadoluhayat.com.tr/yatirimci-iliskileri

Arçelik. ***www.arcelik.com.tr.*** Erişim Tarihi 6 Eylül 2019 http://www.arcelikas.com/yatirimci

Aygaz. **www.aygaz.com.tr.** Erişim Tarihi 5 Eylül 2019 https://www.aygaz.com.tr/yatirimci-iliskileri/default.aspx

Borsa İstanbul. ***www.borsaistanbul.com.*** Erişim Tarihi 10 Ekim 2019 https://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/temettu-endeksleri

Çimsa. ***www.cimsa.com.tr.*** Erişim Tarihi 25 Ağustos 2019 https://www.cimsa.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/kurumsal-yonetim/kar dagitim-politikasi/kar-dagitim-politikasi/i-14

Eczacıbaşı. ***www.eczacibasi.com.tr.*** Erişim Tarihi 5 Eylül 2019 https://www.eczacibasi.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri

Ege Endüstri. ***www.egeendustri.com.tr.*** Erişim Tarihi 10 Eylül 2019 https://egeendustri.com.tr/yatirimcilar-2/

Erdemir. ***www.erdemir.com.tr.*** Erişim Tarihi 17 Ağustos 2019 https://www.erdemir.com.tr/yatirimci-iliskileri/

Finnet2000. ***www.finnet2000.com.*** Erişim Tarihi 1 Kasım 2019 https://www.finnet2000.com/F2000Plus

Ford Otosan. ***www.fordotosan.com.tr.*** Erişim Tarihi 17 Ağustos 2019 https://www.fordotosan.com.tr/tr/yatirimcilar/yatirimci-iliskileri-anasayfasi

Garanti Bankası. ***www.garantibbva.com.tr.*** Erişim Tarihi 15 Ağustos 2019 https://www.garantibbva.com.tr/yatirimciiliskileri

İsdemir. ***www.isdemir.com.tr.*** Erişim Tarihi 17 Ağustos 2019 https://www.isdemir.com.tr/yatirimci-iliskileri/

İş Bankası. ***www.isbank.com.tr.*** Erişim Tarihi 15 Ağustos 2019 https://www.isbank.com.tr/bankamizi-taniyin/yatirimci-iliskileri

İş Gyo. ***www.isgyo.com.tr.*** Erişim Tarihi 3 Eylül 2019 https://www.isgyo.com.tr/is-gyo-gayrimenkul-yatirim-ortakligi-insaat-projeleri/

Kap. ***www.kap.org.tr.*** Erişim Tarihi 10 Ekim 2019 https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler

Petkim. ***www.petkim.com.tr.*** Erişim Tarihi 5 Eylül 2019 https://www.petkim.com.tr/Sayfa/1/270/YATIRIMCI-ILISKILERI.aspx

Sabancı. ***www.sabanci.com.*** Erişim Tarihi 6 Eylül 2019 https://yatirimciiliskileri.sabanci.com/tr

Sarkuysan. ***www.sarkuysan.com.*** Erişim Tarihi 10 Eylül 2019 http://sarkuysan.com/tr-TR/anasayfa.aspx

Tav. ***www.tavhavalimanlari.com.tr.*** Erişim Tarihi 6 Eylül 2019 http://ir.tav.aero/tr-TR/

Tofaş. ***www.tofas.com.tr.*** Erişim Tarihi 17 Ağustos 2019 https://tofas.com.tr/YatirimciIliskileri/FinansalSonuclar/Pages/default.aspx

Tskb. ***www.tskb.com.tr.*** Erişim Tarihi 15 Ağustos 2019 http://www.tskb.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri

Tüpraş. ***www.tupras.com.tr.*** Erişim Tarihi 5 Eylül 2019 https://www.tupras.com.tr/

Türk Traktör. ***www.turktraktor.com.tr.*** Erişim Tarihi 17 Ağustos 2019 http://www.turktraktor.com.tr/yatirimci_default.aspx

Yeni Gimat. ***www.yenigimatgyo.com.tr.*** Erişim Tarihi 3 Eylül 2019 http://www.yenigimatgyo.com.tr/

Sempozyum

Barak, O. & Demireli, E. (2006). IMKB'de Gözlenen Fiyat Anomalilerinin Davranışsal Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi. ***10. Ulusal Finans Sempozyumu***. İzmir: 1-4 Kasım.

Tezler

Arslanboğa, S. (1990). ***Türkiye'de Kar Dağıtım Politikasının Şirket Değerine Etkisi ve İMKB'ye Kayıtlı Şirketlerde Bir Değerleme***. Yüksek Lisans Tezi. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.

Belkayalı, N. (2004). ***Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB 100 Endeksindeki Firmalar Üzerine Bir İnceleme.*** Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Gürel, E. (2008). ***Kar Dağıtım Politikalarının Etkinliği ve İMKB Uygulaması***. Doktora Tezi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

İleri, F. Ş. (2016). ***Nakit Kar Payı Ödemesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Türkiye'de Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama***. Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Kaba, F. (2009). ***Kar Payı Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama***. Yüksek Lisans Tezi. Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.

Kaplanoğlu, E. (2005). ***Temettü Politikası Teorileri ve İmkb'de Ampirik Bir Çalışma***. Yüksek Lisans Tezi. Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli.

Karaca, S. S. (2007). ***Şirketlerin Kar Dağıtım Politikası ve Kar Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir İnceleme***. Doktora Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya.

Kutukız, D. (1997). ***Finansal Açıdan Anonim Şirketlerde Kar Payı Dağıtım Politikası ve Türkiye Uygulaması***. Doktora Tezi. İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya.

EKLER

EK 1: Örneklemi Oluşturan Şirketlerin Sektörleri

ŞİRKET ADI	SEKTÖR
AKBANK T.A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR / BANKALAR
AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	İMALAT / TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI
AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.	İMALAT / KİMYA İLAÇ PETROL LASTİK VE PLASTİK ÜRÜNLER
AKİŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR / GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI
ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR / SİGORTA ŞİRKETLERİ
ARÇELİK A.Ş.	İMALAT / METAL EŞYA MAKİNE ELEKTRİKLİ CİHAZLAR VE ULAŞIM ARAÇLARI
AYGAZ A.Ş.	İMALAT / KİMYA İLAÇ PETROL LASTİK VE PLASTİK ÜRÜNLER
ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	İMALAT / TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI
EİS ECZACIBAŞI İLAÇ, SINAİ VE FİNANSAL YATIRIMLAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR / HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ
EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.	İMALAT / METAL EŞYA MAKİNE ELEKTRİKLİ CİHAZLAR VE ULAŞIM ARAÇLARI
EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.	İMALAT / ANA METAL SANAYİ
FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.	İMALAT / METAL EŞYA MAKİNE ELEKTRİKLİ CİHAZLAR VE ULAŞIM ARAÇLARI

TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR / BANKALAR
TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR / BANKALAR
İSKENDERUN DEMİR VE ÇELİK A.Ş.	İMALAT / ANA METAL SANAYİ
İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR / GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI
HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR / HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ
PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.	İMALAT / KİMYA İLAÇ PETROL LASTİK VE PLASTİK ÜRÜNLER
SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	İMALAT / ANA METAL SANAYİ
TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR / HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ
TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.	İMALAT / METAL EŞYA MAKİNE ELEKTRİKLİ CİHAZLAR VE ULAŞIM ARAÇLARI
TÜRKİYE SINAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR / BANKALAR
TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.	İMALAT / METAL EŞYA MAKİNE ELEKTRİKLİ CİHAZLAR VE ULAŞIM ARAÇLARI
TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.	İMALAT / KİMYA İLAÇ PETROL LASTİK VE PLASTİK ÜRÜNLER
YENİ GİMAT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR / GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

Kaynak: www.kap.org.tr

EK 2: Örneklemi Oluşturan Şirketlerin Sektörel Dağılımı

Ana Sektör	Alt Sektör	Şirket Sayısı
MALİ KURULUŞLAR	BANKALAR	4
	GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	3
	HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	3
	SİGORTA ŞİRKETLERİ	1
İMALAT	METAL EŞYA MAKİNE ELEKTRİKLİ CİHAZLAR VE ULAŞIM ARAÇLARI	5
	KİMYA İLAÇ PETROL LASTİK VE PLASTİK ÜRÜNLER	4
	ANA METAL SANAYİ	3
	TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI	2
TOPLAM		25

Temettü 25 Endeksi kapsamında bulunan şirketlerin iki ana sektör etrafında toplandıkları görülmektedir. Sektörel ana dağılıma bakıldığında mali kuruluş olan 11 şirket, imalat sektöründe olan ise 14 şirket olduğu görülmektedir. Alt sektör sayısı; 4 tanesi imalat, 4 tanesi mali kuruluş olmak üzere 8 tanedir. İmalat ana sektörü içerisindeki alt sektörler arasında şirketlerin çoğunluğu sırasıyla; metal eşya makine elektrikli cihazlar ve ulaşım araçları, kimya ilaç petrol lastik ve plastik ürünler, ana metal sanayi ve taş ve toprağa dayalı şirketlerden oluşmaktadır. Mali kuruluşlar ana sektörü içerisindeki alt sektörler arasında en çok şirket bankalar sektöründe bulunmaktadır. Bankaları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile holdingler ve yatırım şirketleri alt sektörleri takip etmektedir. Sigorta sektörü ise en az şirket bulunduran sektör konumundadır.

EK 3: Örneklemi Oluşturan Şirketlerin Sektörel Oransal Dağılımı

Ana Sektör	**Alt Sektör**	**Şirketlerin Oransal Dağılımı %**
MALİ KURULUŞLAR	BANKALAR	16
	GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	12
	HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	12
	SİGORTA ŞİRKETLERİ	4
İMALAT	METAL EŞYA MAKİNE ELEKTRİKLİ CİHAZLAR VE ULAŞIM ARAÇLARI	20
	KİMYA İLAÇ PETROL LASTİK VE PLASTİK ÜRÜNLER	16
	ANA METAL SANAYİ	12
	TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI	8
TOPLAM		100