

**T.C.  
BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**Doktora Tezi**

**FİRMALARDA TEMETTÜ POLİTİKALARINI  
ETKİLEYEN UNSURLAR: İMKB SANAYİ  
İŞLETMELERİ ÜZERİNE BİR PANEL VERİ  
UYGULAMASI**

**Hazırlayan  
Berk Yıldız**

**Zonguldak 2012**

**T.C.  
BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**Doktora Tezi**

**FİRMALARDA TEMETTÜ POLİTİKALARINI  
ETKİLEYEN UNSURLAR: İMKB SANAYİ  
İŞLETMELERİ ÜZERİNE BİR PANEL VERİ  
UYGULAMASI**

**Hazırlayan  
Berk Yıldız**

**Tez Danışmanı  
Prof. Dr. Turhan Korkmaz**

**Zonguldak 2012**

T.C.  
BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TEZ ONAYI

Enstitümüzün İşletme Anabilim Dalında 2009538201004 numaralı Berk Yıldız'ın hazırladığı “**Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: İMKB Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması**” konulu DOKTORA/~~YÜKSEK LİSANS~~-tezi ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliği uyarınca 14/09/2012 Cuma günü saat 14:00’da yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda tezinin onayına OYBİRLİĞİYLE/~~OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

Başkan \_\_\_\_\_

Prof. Dr. Turhan Korkmaz (Danışman)

Üye \_\_\_\_\_

Doç. Dr. Metin Saban

Üye \_\_\_\_\_

Doç. Dr. Yasemin Ersoy Köse

Üye \_\_\_\_\_

Doç. Dr. Erhan Demireli

Üye \_\_\_\_\_

Doç. Dr. Rasim İlker Gökbulut

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

4.../10/2012

Doç. Dr. Hakan Sarıbaş  
Enstitü Müdürü

## ÖZET

Kurum : BEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı  
Tez Başlığı : Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: İMKB Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması  
Tez Yazarı : Berk Yıldız  
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Turhan Korkmaz  
Tez Türü, Yılı : Doktora Tezi, 2012  
Sayfa Adedi : 160

Bu çalışmanın amacı İMKB'ye kayıtlı sanayi firmalarının temettü politikalarına etki eden faktörlerin tespit edilmesi ve bu faktörlerin temettü politikalarını ne ölçüde etkilediklerinin belirlenmesidir. Bu amaçla finans literatürü incelenerek bugüne kadar yapılan çalışmaların ışığında İMKB'ye kayıtlı firmaların nakit temettü politikalarına etki edeceği düşünülen içsel ve dışsal en önemli faktörler uygun hipotezler oluşturularak panel veri modeli ile test edilmiştir.

Türkiye'de 2003 yılında enflasyon oranlarının mali tablolar üzerindeki olumsuz etkilerinin giderilmesine yönelik yapılan düzenlemeler nedeniyle çalışmaya ilişkin uygulama 2003-2010 dönemini kapsamaktadır. İMKB'ye kayıtlı sanayi firmalarının temettü politikalarına etki eden faktörler panel veri analizi kullanılarak test edilmiştir. Çalışma kapsamında ele alınan firmalara ilişkin veriler İMKB ile KAP'ın resmi internet sitesinden elde edilen mali tablolar kullanılarak oluşturulmuş ve istatistiki modelin test edilmesinde EViews 7.2 ve Stata 12.1 programlarından yararlanılmıştır.

Elde edilen bulgular İMKB'ye kayıtlı firmaların temettü politikalarının başta vergi faktörü olmak üzere kârlılık, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü, kaldıraç ve likidite değişkenlerinden etkilendiğini göstermektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Nakit Temettü Politikası, Sanayi Firmaları, İMKB, Panel Veri.

## **ABSTRACT**

Institution : BEU Institute of Social Sciences, Department of Management  
Title : Determinants of Dividend Policy: A Study on Industrial Firms with Panel Data on ISE  
Author : Berk Yıldız  
Adviser : Prof. Dr. Turhan Korkmaz  
Type of Thesis, Year : Ph.D. Thesis, 2012  
Total Number of Pages : 160

The aim of this study is to find out which factors affect dividend policy of the firms listed on Istanbul Stock Exchange (ISE) and to what extent. Thus, financial literature has been examined, and the most important internal and external factors which are effecting firms cash dividend policy listed on ISE have been tested by suitable hypothesis using panel data methods.

This study extents 2003-2010 period because of the regulations for eliminating negative effects of inflation rates on financial statements which held on 2003. Factors that effecting cash dividend policies of the industrial firms listed on ISE has been tested using panel data method. The data used in this study has been generated from the financial statements on the official web site of ISE and KAP and EViews 7.2 and Stata 12.1 programmes have been used for statistical process.

The results of the analysis have shown that the dividend policy of the firms listed on ISE are affected mostly by the variables named; taxes, profitability, growth opportunities, firm size, leverage and liquidity.

**Keywords:** Cash Dividend Policy, Industrial Firms, ISE, Panel Data.

## ÖNSÖZ

Finans literatüründe finanslama ve yatırım politikalarına ilişkin birçok hipotez, teori ve açıklama üzerinde uzlaşma sağlanmış, ancak temettü politikaları üzerinde net olarak bir fikir birliği sağlanamamıştır. Bu nedenle, bu alanda yapılan çalışmalarda temettü politikaları önemli bir yere sahip olduğundan, Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Doktora programı kapsamında yapılan bu çalışmada, gelişmekte olan piyasalar arasında yer alan Türkiye’de hisse senetleri İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının temettü politikalarına etki eden faktörler tespit edilmeye çalışılırken, aynı zamanda bu faktörlerden hangilerinin firmaların temettü politikaları üzerinde daha etkin oldukları kurulan model ve panel veri yöntemi yardımı ile analiz edilmiştir.

Bu çalışmada, Bu çalışma süresince, zamanını ve sabrını benden esirgmeden her konuda bana yol gösterip, bilgi ve deneyimleri ile ufkumu genişleten değerli hocam ve tez danışmanım Sayın Prof. Dr. Turhan Korkmaz’a, tezimin hazırlanması sırasında değerli bilgilerini benimle paylaşarak, yardımını benden esirgemeyen Doç. Dr. Rasim İlker Gökbulut’a, yaptığı önemli katkılarından dolayı Yrd. Doç. Dr. Deniz Şükrüoğlu’na, Öğr. Gör. Sevil Gemrik’e ve manevi desteklerini hiçbir zaman benden esirgemeyen, tüm hayatım boyunca sevgi, anlayış ve destekleriyle her zaman yanımda olan annem ve babam ile bir babanın sahip olabileceği en güzel varlık olan bitanecik kızım Deniz’ime teşekkürlerimi sunarım.

## İÇİNDEKİLER

Sayfa

|                                                                                                  |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| ÖZET .....                                                                                       | iii       |
| ABSTRACT .....                                                                                   | iv        |
| ÖNSÖZ .....                                                                                      | v         |
| İÇİNDEKİLER .....                                                                                | vi        |
| TABLolar LİSTESİ.....                                                                            | viii      |
| ŞEKİLLER LİSTESİ.....                                                                            | ix        |
| KISALTMALAR LİSTESİ.....                                                                         | x         |
| GİRİŞ .....                                                                                      | 1         |
| <b>1. TEMETTÜ POLİTİKALARI VE FİRMALARIN TEMETTÜ<br/>POLİTİKALARINI ETKİLEYEN UNSURLAR .....</b> | <b>6</b>  |
| 1.1. Sermaye Yapısı Teorileri.....                                                               | 7         |
| 1.1.1. Sermaye Yapısına İlişkin Klasik Yaklaşımlar .....                                         | 8         |
| 1.1.1.1. Net Gelir Yaklaşımı .....                                                               | 9         |
| 1.1.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı .....                                                     | 9         |
| 1.1.1.3. Geleneksel Yaklaşım .....                                                               | 10        |
| 1.1.1.4. Modigliani-Miller (MM) Yaklaşımı.....                                                   | 11        |
| 1.1.2. Sermaye Yapısına İlişkin Güncel Yaklaşımlar.....                                          | 13        |
| 1.1.2.1. Denge Teorisi (Trade Off Theory) .....                                                  | 14        |
| 1.1.2.2. Asimetrik Bilgi Teorisi (Asymmetric Information Theory) .....                           | 16        |
| 1.1.2.2.1. Finansman Hiyerarşisi Teorisi (Pecking Order Theory).....                             | 16        |
| 1.1.2.2.2. Sinyal Teorisi (Signaling Theory) .....                                               | 19        |
| 1.2. Temettü Politikalarına İlişkin Teoriler .....                                               | 22        |
| 1.2.1. İlintisizlik Teorisi (Dividend Irrelevance Theory) .....                                  | 23        |
| 1.2.2. Eldeki Kuş Teorisi (Bird in the Hand Theory) .....                                        | 26        |
| 1.2.3. Vergi Etkisi Teorisi (Tax Effect Theory) .....                                            | 28        |
| 1.2.4. Müşteri Etkisi Teorisi (Tax Clientele Effect Theory) .....                                | 30        |
| 1.2.5. Sinyal Etkisi Teorisi (Signaling Effect Theory) .....                                     | 33        |
| 1.2.6. Temsil Maliyeti Teorisi (Agency Cost Theory) .....                                        | 36        |
| <b>2. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI .....</b>                                                            | <b>42</b> |
| 2.1. Gelişmiş Ülkelerde Yapılmış Çalışmalar .....                                                | 42        |
| 2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Yapılan Çalışmalar .....                                          | 52        |
| 2.3. Türkiye’de Yapılmış Çalışmalar .....                                                        | 65        |

|                                                                                                                                                             |            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>3. METODOLOJİ</b>                                                                                                                                        | <b>72</b>  |
| 3.1. Panel Veri Analizi                                                                                                                                     | 72         |
| 3.2. Panel Veri Modelleri                                                                                                                                   | 74         |
| 3.2.1. Havuz Modeli (Pooled Model)                                                                                                                          | 74         |
| 3.2.2. Tek Yönlü Hata Bileşenleri Modeli (One Way Error Component)                                                                                          | 74         |
| 3.2.2.1. Sabit Etkili Model (Fixed Effect Model)                                                                                                            | 76         |
| 3.2.2.2. Rassal Etkili Model (Random Effect Model)                                                                                                          | 78         |
| 3.2.3. Çift Yönlü Hata Bileşenleri Modeli (Two Way Error Component)                                                                                         | 82         |
| 3.2.3.1. Sabit Etkili Model (Fixed Effect Model)                                                                                                            | 82         |
| 3.2.3.2. Rassal Etkili Model (Random Effect Model)                                                                                                          | 84         |
| <b>4. HİSSE SENETLERİ İMKB'DE İŞLEM GÖREN SANAYİ FİRMALARININ TEMETTÜ POLİTİKALARINA ETKİ EDEN FAKTÖRLERİN PANEL VERİ ANALİZİ YÖNTEMİ İLE TEST EDİLMESİ</b> | <b>87</b>  |
| 4.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı                                                                                                                          | 87         |
| 4.2. Araştırmanın Veri Seti ve Yöntemi                                                                                                                      | 88         |
| 4.3. Araştırmada Test Edilecek Hipotezler ve Hipotezlerin Test Edilmesinde Kullanılan Değişkenler                                                           | 90         |
| 4.4. Model                                                                                                                                                  | 114        |
| 4.5. Bulguların Yorumlanması                                                                                                                                | 120        |
| <b>SONUÇ</b>                                                                                                                                                | <b>144</b> |
| <b>KAYNAKÇA</b>                                                                                                                                             | <b>149</b> |

## TABLÖLAR LİSTESİ

### Sayfa

|             |                                                                                                   |     |
|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Tablo 4.1:  | İMKB’de İşlem Gören Sanayi Firmaları .....                                                        | 89  |
| Tablo 4.2:  | Hipotezlerin Test Edilmesinde Kullanılan Değişkenlerle İlgili Bilgiler .....                      | 112 |
| Tablo 4.3:  | Değişkenlere Ait Açıklayıcı İstatistikler (2003-2010 Dönemi) .....                                | 113 |
| Tablo 4.4:  | Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi (2003-2010 Dönemi) .....            | 115 |
| Tablo 4.5:  | Panel Birim Kök Testi İstatistik Sonuçları .....                                                  | 116 |
| Tablo 4.6:  | B-P/LM Testi İstatistik Sonuçları .....                                                           | 117 |
| Tablo 4.7:  | F-Testi İstatistik Sonuçları .....                                                                | 118 |
| Tablo 4.8:  | Hausman Testi Sonuçları .....                                                                     | 118 |
| Tablo 4.9:  | Wooldridge Otokorelasyon Testi İstatistik Sonuçları .....                                         | 119 |
| Tablo 4.10: | Wald Değişen Varyans Testi Sonuçları .....                                                        | 119 |
| Tablo 4.11: | Nakit Temettünün Bağımlı Değişken Olduğu Denklemin Hata Karelerinin Tahminiyle Modellenmesi ..... | 120 |

## ŞEKİLLER LİSTESİ

|                                                 | <u>Sayfa</u> |
|-------------------------------------------------|--------------|
| Şekil 1.1: Net Gelir Yaklaşımı .....            | 9            |
| Şekil 1.2: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı .....  | 10           |
| Şekil 1.3: Geleneksel Yaklaşımı .....           | 11           |
| Şekil 1.4: Modigliani ve Miller Yaklaşımı ..... | 12           |

## KISALTMALAR LİSTESİ

|       |                                                                   |
|-------|-------------------------------------------------------------------|
| AB    | : Aktif Büyüklüğü                                                 |
| ABD   | : Amerika Birleşik Devletleri                                     |
| AK    | : Aktif Kârlılığı                                                 |
| CEO   | : Chief Executive Officer                                         |
| CFO   | : Chief Financial Officer                                         |
| DPR   | : Dividend Payout Ratio                                           |
| EGLS  | : İki Yönlü Rastsal Etkiler (Estimated Generalized Least Squares) |
| EKK   | : En Küçük Kareler                                                |
| F/K   | : Fiyat/Kazanç Oranı                                              |
| FVAÖK | : Faiz ve Vergi ve Amortisman Öncesi Kâr                          |
| GEKK  | : Genelleştirilmiş En Küçük Kareler                               |
| HAO   | : Halka Açıklık Oranı                                             |
| İMKB  | : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası                               |
| KAP   | : Kamuyu Aydınlatma Platformu                                     |
| KLD   | : Finansal Kaldıraç Oranı                                         |
| MM    | : Merton Miller ve Franco Modigliani                              |
| NATB  | : Nakit Akışları/Toplam Borçlar Oranı                             |
| NBD   | : Net Bugünkü Değer                                               |
| NO    | : Nakit Oranı                                                     |
| OLS   | : Ordinary Least Square                                           |
| OV    | : Ödenen Vergiler                                                 |
| PD    | : Büyüme Fırsatları                                               |
| PD/DD | : Piyasa Değeri/Defter Değeri                                     |
| ROA   | : Return on Assets                                                |
| ROCE  | : Return on Capital Employed                                      |
| ROE   | : Return on Equity                                                |
| SHA   | : Sermaye Harcamaları/Aktifler Oranı                              |
| SY    | : Sahiplik Yapısı                                                 |
| VÖK   | : Vergi Öncesi Kâr                                                |
| VSNK  | : Vergi Sonrası Net Kâr                                           |

## GİRİŞ

Sosyal bilimler içerisinde ekonomik faaliyetlere ilişkin çalışmaların yeri ve önemi yadsınamayacak kadar fazladır. Özellikle yönetsel ve finansal bilimlerde, başta akademisyenler olmak üzere araştırmacıların ve yöneticilerin yanıtlamaya çaba sarf ettikleri birçok sorun bulunmaktadır. Bu bağlamda, finansal çerçeveden bir değerlendirme yapıldığında yanıt bekleyen sorunları; “finanslama”, “yatırım” ve “temettü (kâr payı)” politikaları başlıkları altında toplamak mümkündür.

Finans literatüründe finanslama ve yatırım politikalarına ilişkin birçok hipotez, teori ve açıklama üzerinde uzlaşma sağlanmış, ancak temettü politikaları üzerinde net olarak bir fikir birliği sağlanamamıştır. Başka bir deyişle, Lintner (1956)’ın firma yöneticilerinin temettü politikalarına büyük önem verdikleri, dolayısıyla firmaların uyguladıkları temettü politikaları ile firma değerini etkileyebilecekleri yönünde sonuçlara vardığı çalışmasının ardından, Modigliani ve Miller (MM)’in temettü ilintisizliği teorisi (dividend irrelevance theory) adlı çalışmalarıyla ters yönde bulgular elde etmeleri ile birbirlerine karşıt görüşler ortaya çıkmış ve bu durum temettü bulmacası (dividend puzzle) olarak adlandırılmaya başlanmıştır.

Bu iki karşıt görüşün öncülüğünde, günümüze kadar gelen yarım asrı aşan bir süre içerisinde, firmalarca uygulanan temettü politikalarının firma değerini ne ölçüde etkilediği ve firmaların temettü politikalarına hangi faktörlerin ne boyutta etki edip etmediği konusunda pek çok tartışma ve ampirik çalışma yapılmıştır.

Bilindiği üzere firmaların amaçlarından en önemlisi, piyasa değerinin maksimize edilmesidir. Hissedarların amaçları ise, firmanın bugünkü değerini kendileri açısından maksimum kılmaktır. Hissedarlar açısından, hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının maksimum olabilmesi için temettü (kâr payı) dağıtım politikası önemli bir araçtır. Dolayısıyla, diğer şartlar sabit varsayıldığında, düzenli temettü dağıtan bir firmanın değeri, temettü dağıtımı değişkenlik gösteren bir firmaya kıyasla piyasada daha yüksek olabilmektedir.

Sermaye piyasalarının daha etkin olduğu gelişmiş ülkelerde fon kaynaklarının daha çeşitli ve düşük maliyetli olması firmalara sağlıklı ve dengeli büyüme olanakları sağlamaktadır. Çünkü bir firma, gereksinim duyduğu fonları başlıca iki kaynaktan (yabancı kaynak-öz kaynak) sağlar. Yabancı kaynak firma dışından sağlandığı halde özkaynak hem firma tarafından yaratılabilmekte hem de firma dışından sağlanabilmektedir. Ancak, firma faaliyetlerinin finansmanında kullanılan özkaynak ve yabancı kaynakların sahip oldukları nitelikler farklılıklar arz etmektedir. Dolayısıyla, uygulamada optimal sermaye yapısını verecek bir formül bulunmadığından, finans yöneticileri bu alanda kullanılan yaklaşımları göz önünde bulundurarak optimal sermaye yapısına ulaşmaya çalışmaktadırlar.

Firmalarca uygulanan temettü politikaları, gelişmekte olan piyasalarda sahip oldukları nitelikleri ve etkileri göz önünde bulundurulduğunda gelişmiş piyasalara kıyasla farklılıklar göstermektedir. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, firmaların yatırım politikalarını yönlendirebilmeleri için finansman ihtiyaçları oldukça önemli bir yere sahiptir. Çünkü fon kaynaklarının sınırlı olduğu gelişmekte olan ülkelerde, uzun vadeli finansman sağlamanın maliyeti çok yüksek olmaktadır. Kısa vadeli finansman olanaklarının da yetersiz kalması nedeniyle, firmalar özkaynak ile finansman tercihine birincil derecede önem vermektedirler. Ancak, firmalara fon sağlayan hissedarlar ve potansiyel yatırımcıların şüphesiz olarak bir takım beklentileri bulunmaktadır. Bu beklentiler arasında temettü dağıtımı, söz konusu paydaşlar için hatırı sayılır bir yer tutmaktadır.

Genel tanımı itibariyle temettü, firma bünyesinde yaratılan net kârın, firmanın hissedarlarına, firmadaki hisseleri oranında dağıtılması anlamına gelmektedir. Bu bağlamda temettü politikası, elde edilen net kârın firma ve hissedarlar arasında ne şekilde dağıtılacağına ilişkin kararları içermektedir. Temettü dağıtımına ilişkin kararları çoğunlukla; firmanın gelecekteki finansal başarısı, cari dönemdeki fon ihtiyacı, likidite pozisyonu, yatırım projeleri, finansman imkânları, hissedarların beklentileri, mevzuatlar ve firmanın ana sözleşme hükümleri gibi unsurlar etkilemektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde yatırımcılar için önemi gün geçtikçe artmakta olan temettü dağıtım politikalarının, firmaların piyasa değeri üzerinde yarattığı etkiler ile ilgili finansal alanda bugüne kadar pek çok çalışma yapılmıştır. Ancak, günümüzde yatırım politikalarına ilişkin kararlar, önemli ölçüde bir belirginlik kazanmış olsalarda, temettü dağıtım politikası ile ilgili aynı net ifadelerin kullanılamayışı, bu konunun çalışma alanı olarak seçilmesinde belirleyici bir etken olmuştur.

Temettü dağıtım politikalarını etkileyen finansal faktörlerin tespit edilmesi ve temettü politikalarının firma değeri üzerine etkilerinin araştırılmasının hedeflendiği bu çalışma ile özellikle gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Türkiye’de bu alanda yeterli sayıda çalışmanın olmaması ve elde edilebilecek bulgular ile yatırımcılar ve firma yöneticilerine, temettü dağıtım politikalarının etkileri ile ilgili bilimsel bilgiler sunabilmek amaçlanmıştır. Bu bağlamda, temettü dağıtım politikalarına ilişkin teoriler incelenecek, sermaye yapısı ile temettü dağıtım politikaları arasındaki ilişki ele alınacak ve finansman hiyerarşisi (pecking order) çerçevesinde bu ilişki test edilecektir. Ayrıca; firmaların likidite pozisyonlarının temettü dağıtım kararları üzerindeki etkileri, firmaların kârlılıklarının temettü dağıtımına etki edip etmediği, faaliyetlere ilişkin verimliliklerin temettü dağıtım kararlarında ne kadar önem arz ettiği incelenecektir. Bunun yanı sıra, firmaların düzenli olarak temettü dağıtım eğilimi gösterip göstermedikleri ile temettü dağıtım politikaları ile firma değeri arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin olup olmadığı da ortaya konulmaya çalışılacaktır.

Bu çalışmada, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nda işlem gören sanayi firmalarının temettü politikalarına etki eden faktörler panel veri analizi yöntemi ile incelenmiş ve firmaların temettü dağıtım kararlarında gelişmekte olan bir piyasa çerçevesinden bakıldığında hangi faktörlerin daha etkin oldukları belirlenmeye çalışılmıştır.

Çalışmada, Türkiye ekonomisinin sanayi sektöründe faaliyet gösteren öncü firmalar seçilerek, bu firmaların temettü politikalarına hangi faktörlerin etki ettiği araştırılmıştır. Bunu gerçekleştirebilmek için, İMKB’de kayıtlı sanayi firmalarının

temettü dağıtım politikalarına etki edeceği düşünülen en önemli faktörler yapılan literatür taraması sonucunda tespit edilip uygun hipotezler yardımıyla test edilmiştir.

Çalışma kapsamındaki firmaların 2003-2010 yıllarına ilişkin mali tablo verileri İMKB'nin resmi internet sitesinden ve kısaca KAP olarak bilinen Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan elde edilmiştir. Bu veriler yardımı ile oluşturulan panel veri setine ilişkin istatistiki modelin test edilmesinde EViews 7.2 ve Stata 12.1 paket programlarından yararlanılmıştır. Türkiye'de, yüksek enflasyon oranlarının mali tablolar üzerindeki olumsuz etkilerinin giderilmesine yönelik olarak muhasebe standartlarında önemli reformların yapıldığı yıllar göz önünde bulundurularak, çalışmada 2003 yılı temel alınmıştır.

Çalışma kapsamındaki tek bağımlı değişken nakit temettü dağıtımdır. Bağımlı değişkeni etkilediği düşünülen ve test edilmek üzere analiz kapsamına dahil edilen bağımsız değişkenler ise; aktif kârlılığı, piyasa değeri/defter değeri oranı, aktif büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı, halka açıklık oranı, ödenen vergiler, sermaye harcamaları/aktifler, nakit oranı, sahiplik yapısı, nakit akışı/toplam borç oranı ve faiz vergi ve amortisman öncesi kâr marjları olarak belirlenmiştir.

Çalışma toplam dört bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde, firmaların temettü politikalarına etki eden faktörleri daha iyi anlayabilmek için, finansal yönetimin odak noktasını oluşturan “yatırım”, “finans” ve “temettü” politikalarına ilişkin literatürde yer alan teoriler ve yaklaşımlar üzerinde durulmuştur. Ayrıca, sermaye yapısı ve temettü dağıtım politikaları arasındaki ilişkiden bahsedilmiştir.

İkinci bölümde, finans yazınında firmaların temettü politikalarına etki eden faktörlerin belirlenmesine ilişkin çalışmalarda kullanılan modellerin test edildiği çalışmalar gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye'de yapılan bilimsel çalışmalar olmak üzere ayrı ayrı başlıklar altında incelenmiş ve incelenen bu çalışmalar gerek değişkenlerin seçiminde gerekse hipotezlerin oluşturulmasında çalışmaya yön vermiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, uygulamada kullanılan panel veri analizi yönteminin belirli üç modeli hakkında bilgiler sunulmuştur. Bu modeller sırasıyla;

havuz modeli, tek yönlü hata bileşenleri modeli ve çift yönlü hata bileşenleri modelidir.

Dördüncü bölümde, araştırmanın amacı, kapsamı ve veri setinden söz edilmiştir. Ayrıca bu bilgilere ek olarak çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler ile bunlara ait hipotezler açıklanmış ve çalışma kapsamında oluşturulan modellemeler test edilerek araştırmanın sonuçları yorumlanmıştır.

Sonuç bölümünde ise, uygulama sonuçları özetlenerek genel bir değerlendirme yapılmıştır.

## **1. TEMETTÜ POLİTİKALARI VE FİRMALARIN TEMETTÜ POLİTİKALARINI ETKİLEYEN UNSURLAR**

Firmaların en temel fonksiyonlarından biri olan finansman, para ya da sermayenin sağlanmasıdır. Finansal yönetim ise, firmaların gereksinim duydukları fonların belirlenerek, sağlanması ve sağlanan bu fonların yönetilmesi faaliyetleridir.

Dünyada; siyasi, teknolojik ve ekonomik alanlarda yaşanan hızlı değişim ve gelişime bağlı olarak, sermayenin dolaşım hızı gün geçtikçe artmaktadır. Dolayısıyla, firmalar uluslararası boyutlarda faaliyetlerde bulunmak ve yoğun rekabet ortamında varlıklarını sürdürürebilmek mecburiyetinde kalmaktadırlar. Bu noktada, firmaların başarılı ya da başarısız olmalarında, finansal kararların özel bir önemi bulunmaktadır. Bu zorlu karar sürecinde, firmaların finans bölümleri devreye girmekte ve önemli roller üstlenmektedir. Firmaların dengeli bir biçimde gelişip, büyüebilmesi, olumsuz ekonomik şartlar altında varlıklarını sürdürebilmeleri ve amaçlarına uygun finansal kararları verebilmelerinde finans yöneticilerinin katkıları büyüktür (Ercan ve Ban, 2008:5). Çünkü özellikle sınırlı fon kaynaklarının optimal bir şekilde değerlendirilmesi konusunda finans yöneticilerine önemli sorumluluklar düşmektedir.

Günümüzde finans yöneticilerinin üzerinde yoğunlaştıkları başlıca politikalar, “finanslama”, “yatırım” ve “temettü” politikalarıdır. Finansal yönetim kapsamında, finans yöneticileri temel olarak, yatırım ve finanslama olmak üzere iki operasyonel karar ile karşı karşıyadır. Yatırım politikalarına ilişkin kararlar, temel olarak sabit varlıklara yapılacak olan yatırımları içermekte ve Net Bugünkü Değeri (NBD) en yüksek olan yatırımların seçilerek, firma değerinin artırılması üzerine odaklanmaktadır. Finanslama politikalarına ilişkin kararlar ise, firmanın kaynak yapısının ne olması gerektiğine ve yatırım kararları kapsamındaki sabit varlıkların nasıl finanse edileceklerine ilişkin kararları içermekte olup, sonuçta firma değerinin maksimize edilmesi amaçlanmaktadır. Ancak, firmalar elde ettikleri kârları dağıtmaya karar verdiklerinde, finans yöneticileri üçüncü bir karar süreci ile karşı karşıya kalırlar. Firma kârlarının hissedarlara dağıtılması veya bu kârların

dağıtılmayarak firmada alıkonulması ve yeniden yatırıma dönüştürülmesi kararlarını içeren bu süreç literatürde “temettü politikası” olarak bilinmektedir.

Finans yöneticileri, temettü dağıtımına ilişkin politikaların yönlendirilmesi konusunda, sadece firmanın elde ettiği kârların ne kadarının yatırımların finansmanı için firmada bırakılması gerektiği sorusunu değil, aynı zamanda alacakları kararlar ile firmanın piyasadaki hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini de göz önünde bulundurmak mecburiyetindedirler (Al-Malkawi vd., 2010: 171-200). Bu nedenle, firmalarda nakit çıkışlarına yol açan temettü politikaları oluşturulurken, firmaların sermaye yapıları bu politikalardan etkileneceğinden, sermaye yapısına ilişkin teorilerin önemi daha da artmaktadır. Dolayısıyla, bu bölümde öncelikli olarak sermaye yapısına ilişkin teorilere yer verilmekte, daha sonra ise çalışmanın özünü oluşturan temettü teorileri hakkında bilgiler verilmektedir.

### **1.1. Sermaye Yapısı Teorileri**

Firmalar için stratejik önem arz eden kararların alınmasında, finansal alanda yürütülen yönetim faaliyetleri üç temel politika üzerinde odaklanmaktadır. Bu politikalar finans literatüründe “finanslama politikası”, “yatırım politikası” ve “temettü politikası” olarak sınıflandırılmaktadır.

Finanslama politikası, firmaların sermaye yapıları ile ilgili kararların alınması sürecinde yönetimlere yol gösteren faaliyetler bütünüdür. Bir firma, gereksinim duyduğu fonları yabancı kaynak ve özkaynak olmak üzere başlıca iki kaynaktan sağlayabilmektedir. Yabancı kaynak firma dışından sağlandığı halde özkaynak firma tarafından yaratılabileceği gibi firma dışından da elde edilebilmektedir (Akgüç, 2010:481). Dolayısıyla, firmaların gereksinim duydukları fonların sağlanmasında, sermaye yapısının nasıl olması gerektiği yani bilançonun pasifinde ne kadar uzun vadeli yabancı kaynak ile ne kadar özkaynak kullanılması gerektiği sorularına yanıtlar verilmesinde ve stratejik kararların alınmasında özellikle finans yöneticilerine önemli sorumluluklar düşmektedir. Söz konusu kararların firmanın değeri üzerinde yaratacağı etki de kuşkusuz çok önemlidir. Ancak, firma faaliyetlerinin finansmanında kullanılan özkaynak ve yabancı kaynakların sahip

oldukları nitelikler farklılıklar arz etmektedir. Bu nedenle, uygulamada optimal sermaye yapısını verecek bir formül bulunmadığı için finans yöneticileri bu alanda kullanılan yaklaşımları dikkate alarak optimal sermaye yapısını oluşturmaya çalışmaktadır. Bu alanda yapılan çalışmaların özünü, risk ve getiri oranları arasında denge kuran, sermaye maliyetini minimize etmeye çalışan ve bu şekilde firmanın hisse senedi fiyatını, diğer bir ifade ile firmanın piyasa değerini maksimize eden öz kaynak-yabancı kaynak ilişkisini belirlemeye yönelik kararların alınması süreci oluşturmaktadır.

Firmaların amaçlarından en önemlisi, firmanın piyasa değerinin maksimize edilmesidir. Hissedarların amaçları ise, firmanın bugünkü değerini kendileri açısından maksimum kılmaktır. Hissedarlar açısından, hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının maksimum olabilmesi için temettü (kâr payı) dağıtım politikası önemli bir araçtır. Başka bir ifadeyle, diğer şartlar sabit varsayıldığında, düzenli temettü dağıtan bir firma, temettü dağıtımını değişkenlik gösteren bir firmaya göre, piyasada daha yüksek bir değere sahip olur (Ceylan ve Korkmaz, 2006:268). Bu nedenle, sermaye yapısı ile temettü politikaları arasında anlamlı bir ilişki vardır. Geçtiğimiz asrın ikinci yarısından günümüze kadar geçen sürede; araştırmacılar, akademisyenler ve yöneticiler yaptıkları çalışmalarla hem temettü politikalarının hem de finanslama politikalarının temelini oluşturan sermaye yapısı kavramı ile firmaların kaynak yapılarının firma değeri üzerindeki etkilerinin varlığını ve aralarındaki ilişkinin boyutunu tespit etmeye çalışmaktadır. Dolayısıyla, sermaye yapısına ilişkin teorilerin firma değeri üzerindeki etkilerinin anlaşılabilmesi açısından, aşağıda finans literatüründe yer alan sermaye teorileri hakkında bilgiler verilmektedir. Bu kapsamda, sermaye yapısını açıklamaya yönelik yaklaşımları, klasik ve güncel yaklaşımlar olmak üzere iki temel başlık altında gruplandırmak mümkündür.

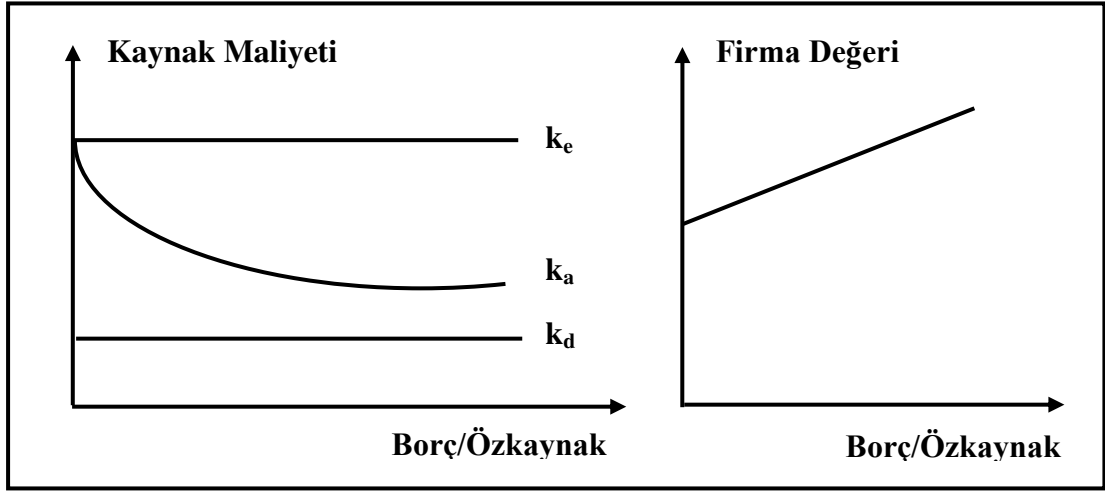
### **1.1.1. Sermaye Yapısına İlişkin Klasik Yaklaşımlar**

Sermaye yapısı ile ilgili çalışmalarda, firmanın sermaye yapısı ile firmanın değeri arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmaktadır. Sermaye yapısı ile ilgili klasik yaklaşımlar dört başlık altında toplanmaktadır.

#### 1.1.1.1. Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımı, firmanın sermaye yapısı içerisinde borçların payının artmasına bağlı olarak firmanın değerinin artacağını, başka bir ifade ile en yüksek borç düzeyinde firmanın değerinin maksimum olacağını belirtmektedir (Ercan ve Ban, 2008:16). Bu yaklaşımın varsayımlarına göre, firmanın borçlanma ve özkaynak maliyetleri, sermaye yapısı ne olursa olsun sabit kalır. Bu nedenle, bir firma sermaye yapısını değiştirmek suretiyle piyasa değerini yükseltmek ve ortalama sermaye maliyetini düşürmek olanağına sahiptir (Ceylan ve Korkmaz, 2006:250). Kaldıraç faktörünün etkisini en aşırı biçimde dikkate alan bu yaklaşıma göre, borçlanma maliyeti ( $k_d$ ) özkaynak maliyetinden ( $k_e$ ) düşük olduğu için, firmalar sermaye yapıları içerisindeki borç oranını arttırarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ( $k_a$ ) düşürmek ve böylece piyasa değerlerini arttırmak olanağına sahiptirler (Aydın vd., 2007:249). Söz konusu durum Şekil 1.1’de gösterilmektedir.

**Şekil 1.1: Net Gelir Yaklaşımı**



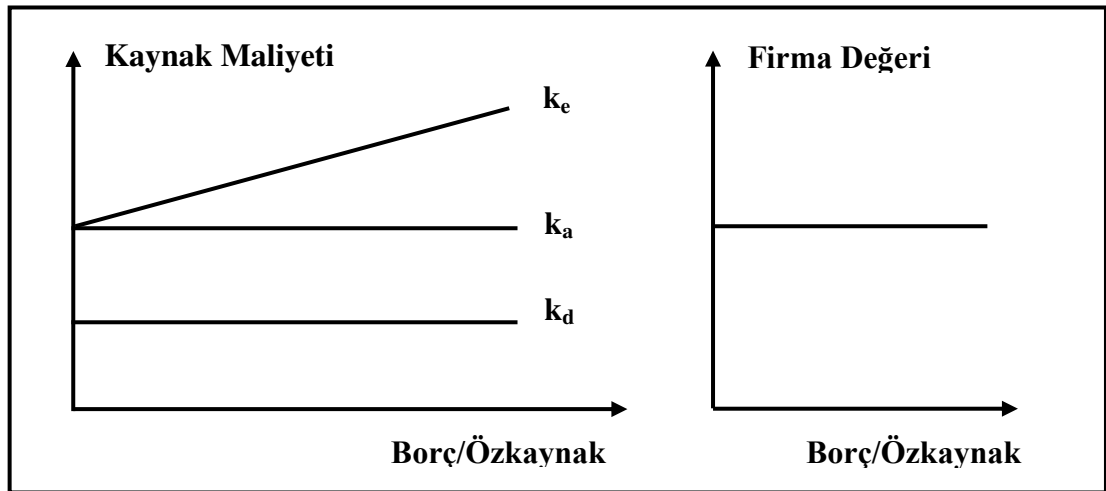
**Kaynak:** Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz (2006); *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Güncelleştirilmiş 9. Baskı, Ekin Kitabevi, Bursa, s. 251.

#### 1.1.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımı, net gelir yaklaşımının aksine, firmaya ait sermaye maliyetinin ( $k_a$ ) düşürülmesinin, sermaye yapısı kapsamındaki borçlanma düzeyinin artırılarak mümkün olamayacağını ve dolayısıyla firmanın piyasa değerinin

yükseltilemeyeceğini savunmaktadır (Brigham ve Gapenski, 1998:373-374). Bu yaklaşım, borçların maliyetinin, bütün borç/özkaynak bileşimlerinde aynı olduğu varsayımına dayanmaktadır. Firmanın borçlanma düzeyi arttıkça finansal yapı daha riskli bir hale gelmekte ve hissedarlar daha yüksek bir getiri beklentisi içine girmektedirler. Bu nedenle, yüksek oranda borç düzeyi, borçlanma maliyetinin düşük olmasına rağmen özkaynak maliyetini olumsuz yönde etkileyerek, firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin azaltılmasına imkân vermemektedir. Dolayısıyla da, firmanın piyasa değerini yükseltmek mümkün olmamaktadır. Söz konusu durum aşağıdaki Şekil 1.2’de gösterilmektedir.

**Şekil 1.2: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı**



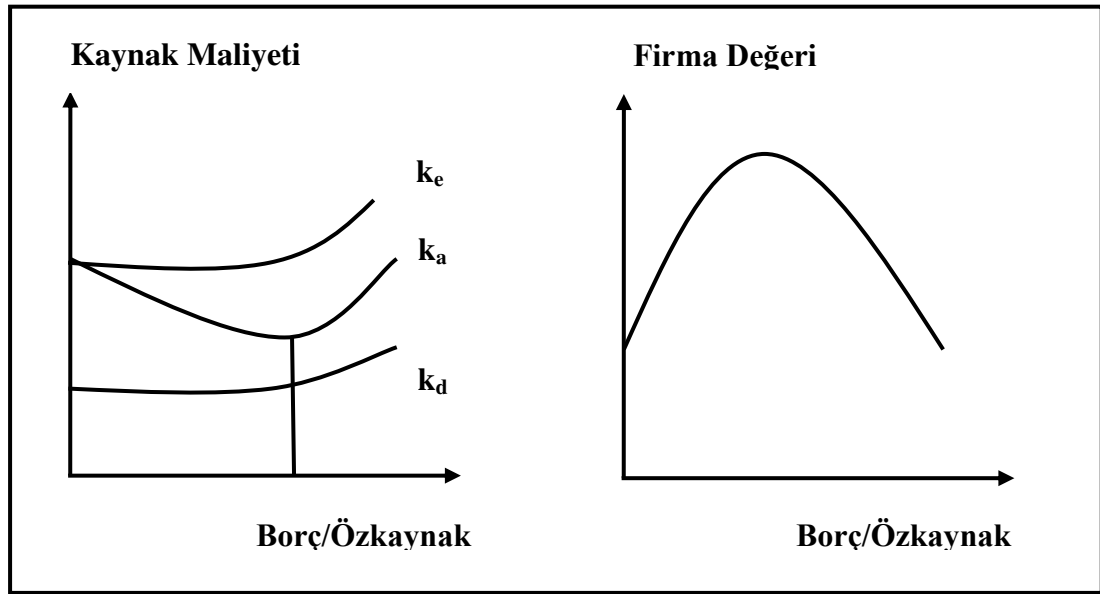
**Kaynak:** Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz (2006); *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Güncelleştirilmiş 9. Baskı, Ekin Kitabevi, Bursa, s. 249.

### 1.1.1.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşıma göre, firmanın ortalama sermaye maliyeti ile sermaye yapısı arasında bir ilişki vardır. Başka bir deyişle, firma sermaye yapısını değiştirerek, ortalama sermaye maliyetini düşürebilir ve firmanın piyasa değeri artırılabilir (Ceylan ve Korkmaz, 2006:251-252). Bu nedenle, geleneksel yaklaşım, net gelir ve net faaliyet geliri yaklaşımlarının arasında yer almakta, bir anlamda iki yaklaşımın ortak bir uygulamasını oluşturmaktadır (Aydın vd., 2007:256). Ayrıca bu görüşe göre, firmalar için tek bir optimal sermaye yapısı vardır. Optimal sermaye yapısında firmanın kullandığı yabancı kaynakların reel marjinal maliyeti ile

özkaynak reel marjinal maliyeti birbirine eşittir. Firma yöneticileri, optimal sermaye yapısına ulaşmadan önce, yabancı kaynak kullanarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilir. Optimal sermaye yapısına ulaştıktan sonra borçlanmaya devam edilirse, yabancı kaynak ve özkaynak maliyetleri artar ve bunun sonucu olarak firmanın piyasa değeri düşer (Ceylan ve Korkmaz, 2006:252).

**Şekil 1.3: Geleneksel Yaklaşım**



**Kaynak:** Öztin Akgüç (2010); *Finansal Yönetim*, 8. Baskı, Avcıol Basım Yayım, İstanbul, s. 496.

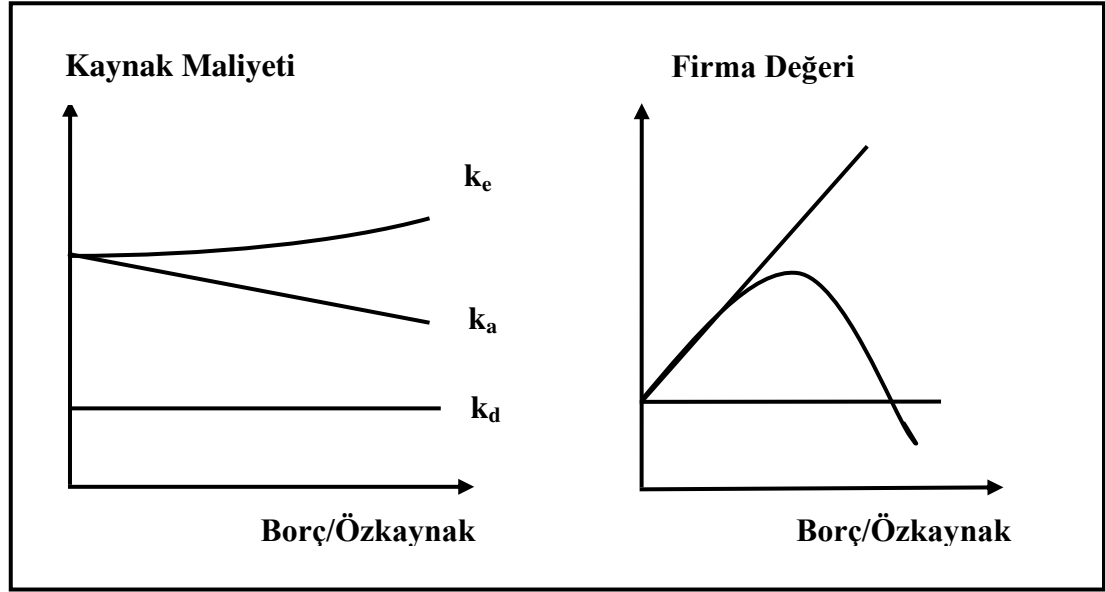
Şekil 1.3’de de görüldüğü üzere, firmalar belli bir düzeye kadar borçlanarak ortalama sermaye maliyetini ( $k_a$ ) düşürebilmekte, o borçlanma düzeyinden sonra hem öz kaynak maliyeti ( $k_e$ ) hem de borç maliyeti ( $k_d$ ), artan finansal risk nedeniyle yükseldiğinden ortalama sermaye maliyeti de yükselmektedir (Aydın vd., 2007:256).

#### 1.1.1.4. Modigliani-Miller (MM) Yaklaşımı

Franco Modigliani ve Merton Miller, 1958 yılında yaptıkları ve literatürde Modigliani-Miller (MM) yaklaşımı olarak yer bulan I. önermeleri ile; sermaye maliyeti, sermaye yapısı ve piyasa değeri arasındaki ilişkiyi, net faaliyet geliri yaklaşımındaki gibi açıklamakta ancak geleneksel yaklaşıma karşıt bir görüş geliştirmektedirler. MM’in söz konusu çalışmalarında öne sürdükleri savlarına göre, vergi unsurunun göz ardı edildiği etkin sermaye piyasalarında, firmanın piyasa

değeri, firmanın sermaye yapısından bağımsız olduğundan, firmalarda optimal sermaye yapısına ulaşamamaktadır (Demirhan, 2009:677-697). Söz konusu durum aşağıdaki Şekil 1.4’de gösterilmektedir.

**Şekil 1.4: Modigliani ve Miller Yaklaşımı**



**Kaynak:** Erkan Poyraz (2008); *Açıklamalı Örneklerle Finansal Yönetim*, 1. Baskı, Ekin Kitabevi, Bursa, s. 439.

Bu yaklaşımın temel varsayımlarını ise aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- Sermaye piyasasında tam rekabet koşulları geçerlidir. Başka bir deyişle, piyasa ile ilgili bilgiler yatırımcılar tarafından kolaylıkla ve sıfır maliyetle elde edilebilmektedir. Menkul kıymetler en küçük parçalara bölünebilmekte ve yatırımcılar rasyonel bir şekilde hareket etmektedir.
- Gelecek dönemlerde elde edilmesi beklenen faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımlarının değerleri ile şimdiki faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımları aynıdır.
- Firmalar “eş verim” sınıflarına ayrılabilir. Aynı sınıf içinde yer alan firmaların firma riski de aynıdır.

- Gelir üzerinden alınan vergiler modele dahil edilmemiştir. Ancak, bu varsayım daha sonra kaldırılmıştır.

Bu varsayımlardan hareket eden Modigliani ve Miller, daha sonra şu sonuçlara ulaşmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2006:253-254):

- Firmanın toplam piyasa değeri, sermaye maliyeti ve sermaye yapısından bağımsızdır. Firmanın piyasa değeri, beklenen nakit girişlerinin, firmanın risk sınıfına uygun iskonto oranı ile indirgenmesi sonucunda bulunan değerdir.
- Firmanın borçlanması nedeniyle finansman riski arttığından, özkaynak maliyeti de artar. Hissedarlar artan finansman riski nedeniyle, daha yüksek kar payı beklerler. Başka bir ifadeyle, ucuz yabancı kaynağın ortalama sermaye maliyetini düşürücü etkisi, özkaynak maliyetinin yükselmesi ile ortadan kalkar.
- Yatırım kararları için uygulanacak iskonto oranı, yatırımın finansman şeklinden tamamen bağımsızdır. Başka bir ifadeyle, MM görüşüne göre, yatırım kararları ile yatırımın finansmanı kararlarının birbirlerine etkisi yoktur.
- Vergiden sonraki borçlanma maliyeti sabittir.
- Ortalama sermaye maliyeti, firma borçlandıkça azalır.

Ancak, reel sermaye piyasaları etkin piyasalardan farklı bir yapıya sahip olduğundan, MM, kurumlar vergisi faktörüne bağlı olarak yabancı kaynak kullanımı ile ortaya çıkan faizin vergiden muaf olması ve kâr payının bu muafiyeti sağlamamasını 1963 yılında yapmış oldukları II. Önergeleri ile revize etmişlerdir.

### **1.1.2. Sermaye Yapısına İlişkin Güncel Yaklaşımlar**

MM'in önermelerindeki varsayımların bazılarının esnetilmesi ve piyasa etkinliğini bozan koşulların ortaya konmasıyla, bir firmanın sermaye yapısı değiştirilerek, optimal sermaye yapısının elde edilebileceğini ve firma değerinin

artırılabilirliğini gösteren görüş ve yaklaşımlar geliştirilmiştir (Yılgör, 2005:15-28). Söz konusu yaklaşımları aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür.

#### **1.1.2.1. Denge Teorisi (Trade-Off Theory)**

Optimal sermaye yapısına ilişkin teorik modeller, finansal kriz ve iflas maliyetleri ile borç ve özsermayeden kaynaklanan temsil maliyetlerine ilişkin modellere dayandırılmaktadır. Myers (1977) tarafından ifade edilen iflas (finansal sıkıntı) maliyeti ile Jensen ve Meckling (1976) tarafından belirtilen temsil maliyeti kavramları denge teorisi (trade-off theory)'nin temellerini oluşturmaktadır. İflas (finansal sıkıntı) maliyetleri, firmaların likidite sıkıntılarına bağlı olarak, iflas süreci ile sonuçlanabilecek durumların firmaya olan maliyetlerini ifade ederken, temsil maliyetleri ise firmanın hissedarları ile yöneticileri arasında oluşacak çıkar çatışmalarından kaynaklanan maliyetleri ifade etmektedir (Aydın vd., 2007:263).

Denge teorisi, borçla finansmanın sağladığı vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyetleri arasında denge kurulmasına dayanmaktadır. Borcun en önemli faydaları; faiz ödemelerinin vergiden indirgenmesi, borç kullanımının firma performansı açısından önemli ve olumlu bir gösterge olması ve firma yöneticilerinin firma kaynaklarını kârlı olmayan yatırımlara harcamalarının önlemesidir. İlave her bir borcun maliyeti ise, yukarıda ifade edilen iflas riski ve iflasla ilişkili diğer maliyetlerdir. Dolayısıyla bu teoride, borcun kârlılık ve yatırımlarla ilişkisi önemli bir hale gelmektedir.

Denge teorisi'nde borç veya kaldıraç düzeyi, firmaların kârlılığı arttıkça yükselmektedir (Benito, 2003:8). Yüksek borç oranı kullanımının sınırlandırılması gerekliliği üzerine dayandırılan bu teori ile firmaların artan kaldıraç oranlarına bağlı olarak, finansal kriz ve iflas riski ile karşı karşıya kalacakları ve bu nedenle de firma değerinin azalacağı öngörülmektedir. Başka bir ifadeyle, firmaların borçlanma seviyelerinde gözlemlenecek artışlar, iflas ve temsil maliyetlerini artırmakta ve bu durum firmaların piyasa değerlerinin azalmasına sebebiyet vermektedir.

MM'in, sermaye yapısıyla ilgili düşüncelerini öne sürerken kabul ettikleri, ancak gerçekçi olmayan varsayımlarından bir tanesi de iflas maliyetlerinin

olmadığıdır. Ancak, reel piyasalarda, iflas durumunun ortaya çıkması firmalar için oldukça maliyetli olabilmektedir. İflas durumundaki firmalar çok yüksek giderlere katlanmakta, müşterilerini, işgörenlerini ve kendilerine girdi sağlayan firmaları kaybedebilmektedir. Ayrıca, iflas durumu, firmaları sahip oldukları varlıklarını, olması gereken değerinden daha düşük tutarlara satmalarına zorlamaktadır (Karadeniz, 2008:26). İflasla ilgili problemler, firmanın sermaye yapısındaki borç düzeyi yükseldikçe artmaktadır. Bu nedenle iflas maliyetleri, firmaların sermaye yapılarını oluşturlarken fazla miktarda borç kullanımına yönelmelerine engel olmaktadır. Dolayısıyla, yüksek faaliyet kaldırıcına ve bu nedenle yüksek firma riskine sahip olan firmalar, finansal kaldıraç kullanımını sınırlandırmalıdır. Denge Teorisi, MM'in yaklaşımında ifade edildiği gibi olabildiğince borçlanmak yerine ılımlı borç düzeylerinde olunması gerektiğini belirtmektedir (Brealey ve Myers, 1991, 510).

Denge teorisi'ne göre; hedef borç rasyosu firmadan firmaya farklılık göstermektedir. Bu teoriye göre, firmalar borçlanmanın sağlayacağı faydaları ve maliyetleri dengeleyecek optimal bir hedef sermaye yapısı belirlemeli ve ilave her bir borçlanmanın avantaj ve dezavantajlarını ölçmelidir. Varlıkları çoğunlukla maddi duran varlıklardan (tangible assets) oluşan, düşük riskli ve vergi tasarrufundan yararlanabilecek kârlı firmalar, yüksek borç oranlarına sahip olabilirler. Dolayısıyla, kârlı firmalar, borç üzerindeki finansal yükün vergi matrahından indirimi sonucu elde edilen vergi avantajını arttırmak için daha çok yabancı kaynak kullanımı politikasını belirleyebilirler. Diğer yandan, kârlılıkları düşük, riskli, varlıkları ise maddi duran varlıklara göre çoğunlukla maddi olmayan duran varlıklardan (intangible assets) oluşan firmalar ise, özsermaye finansmanına yönelirler. Aşırı borçlanmayla finansal krizin ortaya çıkması durumunda, bu tür varlıkların daha fazla değer kaybına uğrayacağı, dolayısıyla bu firmalarda finansal kriz maliyetlerinin daha yüksek olacağı beklenir. Ancak, aşırı borçlanma durumu, firmanın iflas riskini arttıracığından borçlanmanın dengede olacağı bir nokta bulunmaktadır.

Myers (1984)'e göre, firmalar, borçlanmanın fayda ve maliyetlerini dengeleyerek, optimal sermaye yapısına ulaşabilir ve minimum sermaye maliyeti ile

firma değerini maksimize edebilir. Dolayısıyla, firmalar borçlanma politikalarını, vergi avantajını maksimize, iflas riskini ise minimize edecek, optimal borçlanma seviyesine ulaşabilme arayışına girmektedir (Nunes ve Serrasqueiro, 2007:70-76).

#### **1.1.2.2. Asimetrik Bilgi Teorisi (Asymmetric Information Theory)**

Firmaya ait nakit akışları, yatırım fırsatları vb. özel (içsel) bilgilere, firma ile ilgili olan bilgileri, sadece kamuya açıklanmış bilgilerden ibaret kişilere (outsiders) kıyasla daha doğru bilgilere (özel bilgilere) ulaşabilen kişilerin (insiders) var oldukları noktasından yola çıkılarak, sermaye yapısını açıklamaya yönelik çeşitli yaklaşımlar geliştirilmiştir. Bunlardan biri, Myers (1984) ve Myers ve Majluf (1984) tarafından ortaya atılan ve sermaye yapısının, firmanın yatırım kararlarında, bilgi asimetrisine dayanan farklılıkların ortadan kaldırılması veya en aza indirgenmesi amacıyla geliştirilen finansman hiyerarşisi teorisi (pecking order theory), diğeri ise, Ross (1977) ve Leland ve Pyle (1977)'in öncülüğünü yaptıkları, firmaların oluşturdukları sermaye yapıları ile piyasalara bir işaret (sinyal) verdikleri yönündeki sinyal etkisi teorisi (signalling effect theory)'dir.

##### **1.1.2.2.1. Finansman Hiyerarşisi Teorisi (Pecking Order Theory)**

Finansman hiyerarşisi teorisi, Myers (1984) ile Myers ve Majluf (1984) tarafından geliştirilen ve firmanın sermaye yapısı ile temettü ve yatırım politikaları arasındaki ilişkiyi açıklayan bir teoridir. Teoriye göre, bir firmanın sermaye yapısı, firmanın iç kaynakları (dağıtılmayan kârlar) ile yaratılan fonların, dış kaynaklardan sağlanacak fonlara tercih edilmesidir. Ancak, dış kaynak kullanımı zorunlu bir hale geldiyse, bu durumda da firmalar öncelikli olarak hisse senedi ihracı yerine borçlanma ile finansman yöntemini tercih etmelidirler (Swinnen vd., 2005: 1-40).

Finansman hiyerarşisi teorisi'ne göre, firmanın finansman politikası bir hiyerarşiye dayanmaktadır. Bu hiyerarşi, en az riskli ve bilgi maliyetinden en az etkilenen finansal kaynakların sıralanmasıyla oluşmaktadır. Firmaların temettü ödemelerinde veya yatırım fırsatlarının finansmanında ilk tercih edilen kaynaklar, firma içinde yaratılan finansal kaynaklardır. Bunu düşük riskli kısa vadeli borçlar ve

yüksek riskli uzun vadeli borçlar izlemektedir. Hiyerarşinin en sonunda ise bilgi maliyetlerinden en fazla etkilenen hisse senedi ihracı bulunmaktadır.

Yatırımcılar ve yönetim arasında bilgi farklılığı olması nedeniyle, firmaların yatırım kararları, her zaman etkin olamamaktadır. Myers ve Majluf (1984), yatırımcıların firma içindeki kişilerden, firma varlıklarının gerçek değeri hakkında daha sınırlı ve yetersiz bilgiye sahip olduklarında (asimetrik bilgi), firmanın özsermaye değerinin piyasa tarafından doğru bir şekilde fiyatlandırılmayacağını belirtmektedirler. finansman hiyerarşisi teorisi'ne göre, firmalar sermaye yapılarını etkin yatırım kararları verebilecek şekilde oluştururlar (Dinçergök, 2010:27). Başka bir deyişle, bu teori de, asimetrik bilginin var olduğu bir ortamda, yatırımların gerçekleştirilmesi sürecinde, optimal kararların alınabilmesi için borç ile finansman yerine özsermaye ile finansman yönteminin daha uygun olduğu belirtilmektedir. Ayrıca, yatırımların finansmanı için yeni hisse senedi ihraç edilmesi durumunda, ihraç duyurularını takiben hisse senetlerinin piyasa fiyatlarında bir düşme eğilimi olacağı, diğer yandan düşük riskli tahvil ihracı tercih edildiği takdirde ise, firmanın hisse senetlerinin piyasa fiyatlarında azalma olmayacağı vurgulanmaktadır.

Firmaların borç düzeyindeki değişiklikler, yeni kârlı bir yatırım fırsatı elde edildiğinde öncelikle iç kaynakların (dağıtılmayan kârlar) kullanımı tercihinden sonra hala dış kaynağa ihtiyaç duyulursa oluşmaktadır (Mira ve Gracia, 2003:9) Myers ve Majluf (1984), firmaların yatırımlarını gerçekleştirmek için izleyecekleri uzun dönemli finansman şeklini şöyle sıralamaktadır; firmalar yatırımların finansmanında öncelikle firmada yaratılan kaynakları (dağıtılmayan kârları) tercih ederler. Firmalar, istikrarlı bir temettü dağıtım politikası benimsemiş, temettü ödemelerini potansiyel yatırım fırsatları doğrultusunda zaman içiresinde ayarlamış olsalar bile, sonuç olarak firmalar temettü politikalarını oluştururlarken, yatırım fırsatlarının etkilerine kayıtsız kalamazlar. Bununla birlikte, firmada yaratılan kaynakların tükenmesine bağlı olarak, yatırım fırsatları için dış kaynaklara ihtiyaç duyuluyorsa, borç ile finansman, kârlı yatırımların gerçekleştirilebilmesinde vergi avantajlarının ve işlem maliyetlerinin olumlu etkilerinin devreye girmesine olanak sağladığından, firmalar özsermaye finansmanından önce aşırı risk taşımayan tahvil

ihracını tercih ederler. Düşük riskli borç kullanım olanağı bulunmuyor ise, bu durumda firmalar, tahvil ihracına kıyasla daha riskli olan hisse senedine dönüştürebilir tahvil (melez menkul kıymetler) ihracına yönelirler. Borçlanma kapasitesinin kalmaması durumunda ise, firmalar, en son çare olarak yeni hisse senedi ihraç ederler. Dolayısıyla, finansman hiyerarşisi teorisi aracılığıyla, firmalar yatırım fırsatlarının değerlendirilmesinde, var olan asimetrik bilgi ortamında, piyasa tarafından yanlış değerlendirilmelerine minimum seviyede yol açacak menkul kıymetleri ihraç etmeye yönlendirilmiş olurlar.

Finansman hiyerarşisi teorisi'ni, işlem maliyetleri açısından da açıklamak mümkündür. İşlem maliyetleri, dış finansman kaynaklarının, seçilen finansman kaynakları içinde önemli bir rol oynaması durumunda gerçekleşmektedir. Buna göre, yabancı kaynak kullanımı ile ortaya çıkan işlem maliyetleri, yeni hisse senedi ihracı ile finansman yöntemi sonucu ortaya çıkan işlem maliyetlerine kıyasla daha düşük düzeylerde gerçekleşmekte, dolayısıyla da firmalar öncelikle iç kaynakları, daha sonra borçları ve en son olarak da hisse senedi ihracını tercih etmektedirler (Baskin, 1989:26-35).

Hamilton ve Fox (1998), finansman hiyerarşisi teorisi çerçevesinde bir değerlendirme yapıldığında, firma yöneticilerinin, iç kaynaklar (dağıtılmayan kârlar) ile finansman yöntemini, borç (yabancı kaynaklar) ile finansman yöntemine tercih etmelerinin nedeninin; borç ile finansman tercihinin seçilmesi halinde firmanın piyasa disiplininin uzaklaşabileceği ve kendilerinin firmanın kontrolünü kaybedecekleri endişesi duymalarından kaynaklandığını ileri sürmektedirler. Özellikle sahip-yönetici firmalarda, yöneticiler kontrolü kaybetmemek için yeni hissedarları kabul etmede isteksiz olmakta ve firma faaliyetlerini ve potansiyel yatırım fırsatlarını olabildiğince kendi iç kaynaklarıyla sürdürmeye çalışmaktadırlar. Eğer, firmada bırakılan dağıtılmayan kârlar (iç kaynaklar) yetersiz ise, firma yöneticileri, kontrolü kaybetmeyeceklerine inandıkları finansal kaynaklara yönelmektedirler. Bu nedenle, yöneticiler, çoğu zaman bir teminat veya sözleşmeye gereksinim olmadan temin edebilecekleri kısa vadeli borçlar ile finansman ihtiyaçlarını karşılamayı tercih ederler.

#### 1.1.2.2.2. Sinyal Teorisi (Signaling Theory)

Asimetrik bilgiye dayanan, firmaların sermaye yapısı kararlarını kullanarak, piyasaya bilgi aktarabileceklerine ilişkin ilk çalışma Ross (1977) tarafından yapılmıştır. Ross, Modigliani ve Miller'in firma değerinin sermaye yapısından ve kâr payı politikalarından bağımsız olduğunu ileri sürdükleri önerilerinin, sermaye piyasasının, firmayla ilgili tüm bilgiye sahip olduğu varsayımına dayandığını, başka bir ifadeyle, asimetrik bilginin olmadığını varsaydıklarını, dolayısıyla da, tüm yatırımcıların firmanın gelecekte elde edeceği kazançları bugünden bildikleri için söz konusu kazançları değerleyerek firma değerini saptamakta olduklarını belirtmektedir. Ancak, Ross, sermaye piyasaları için asimetrik bilginin var olduğunu, bu nedenle de, yatırımcılar tarafından değerlendirilen kazançların, firmanın gerçekte elde edecekleri kazançları yansıtamayacağını, bu durumun sadece yatırımcıların firmayla ilgili sezgileri sonucu tahminledikleri kazançlar olabileceğini öne sürmektedir.

Ross'a göre, piyasadaki yatırımcılar asimetrik bilginin varlığına bağlı olarak, aslında firmaların gerçek değerlerini bilmemektedirler. Ancak, yatırımcılar, piyasada faaliyet gösteren herhangi bir firmanın sermaye yapısı içerisindeki yüksek borç seviyelerini, firma değerinin (ya da firma kalitesinin) yüksek olduğunu destekleyen olumlu bir işaret olarak algılamaktadırlar. Piyasadaki yatırımcıların sermaye yapısına ilişkin bu algılayış biçimleri göz önünde bulundurulduğunda, Ross (1977), ücret, prim, ikramiye vb. gelirleri firmanın mevcut ve gelecekteki değerlerine bağlı olan yöneticiler tarafından finansal kaldıracın firma değerini piyasaya yansıtabilmek için kullanabileceğine dikkat çekmektedir.

Ücret vb., gelirlerinin firma değerine bağlı olması, yöneticilerin piyasalara doğru işaret verme çabasında olmalarını teşvik etmektedir. Çünkü aşırı borçlanmaya giderek, piyasalara yanlış işaret verilmesi durumunda, iflas riski ile karşı karşıya kalınması ihtimali yöneticiler için caydırıcı bir etken olmaktadır. Dolayısıyla, bu durum, firma yöneticilerini, piyasalara yanlış bilgi vermemeye, başka bir deyişle, firmalarının gerçek değerlerini yansıtacak ölçüde borçlanarak, sermaye piyasalarında faaliyet gösteren firmaların, yatırımcılar tarafından ayırd edilebilecekleri bir denge (signaling equilibrium) oluşturmalarını sağlamaya özendirilmektedir.

Ross, yüksek kaldıraç oranlarına sahip firmaların, yatırımcılar tarafından bu firmaların geleceklerine ilişkin olumlu bir işaret olarak algılandığını, başka bir deyişle, yöneticilerin gelecekle ilgili iyimser düşüncelere sahip olduklarının bir göstergesi olduğunu, dolayısıyla, borç kullanımının firma değerini, yani hisse senedi fiyatlarını artırıcı yönde bir etkisi olduğunu belirtmektedir.

Ross (1977), kaldıraç düzeyinde meydana gelen yükselmenin hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olduğunu, çünkü yatırımcıların, firma borç seviyesinin artışı, firma kalitesinin bir göstergesi olarak algıladıklarına inanmaktadır. Buna göre, düşük kalitedeki firmalar herhangi bir borç düzeyinde yüksek marjinal iflas maliyetine sahiptirler ve düşük kalitedeki firmaların yöneticileri borç alarak yüksek kalitedeki firmaları taklit edemezler (Harris ve Raviv, 1991:297-355).

Leland ve Pyle (1977) çalışmalarında, kârlılığı yüksek projelere finansman sağlanabilmesi için bilgi aktarımının etkili olduğu bir model geliştirmişlerdir. Leland ve Pyle'a göre, projelerin beklenen gerçek getirileri firma sahibi (girişimci) veya yöneticileri tarafından bilinmekte, yatırımcılar ise sadece getirilerin olasılık dağılımını bilmektedirler. Bu durumda, projelerin kalitesine (kârlılığına) ilişkin doğru bilgi, girişimcinin projelere dış kaynaklardan borç ve özsermaye şeklinde finansman sağlaması ve projelere belli bir oranda özsermaye koyarak ortak olması ile sağlanabilmektedir. Girişimcinin, bu davranışı projelerin gerçek kalitesini yansıtmaları bakımından yatırımcılar için önemli bir işaret olarak algılanmaktadır. Leland ve Pyle'nin çalışmalarında kurdukları modelde, girişimcinin kârlılığı düşük projelere kıyasla, kârlılığı yüksek olan projelere daha büyük oranlarda ortak olacağı gösterildiğinden, firma değeri buna bağlı olarak etkilenmektedir. Başka bir ifadeyle, firmanın özsermayesinde firma sahibinin payı arttıkça, firma değerinin yükseleceğini belirtmişlerdir.

Firmanın kurucuları, hisse senetlerinin halka arzında, piyasadaki paylarını yüksek oranlarda tuttuklarında, firma için yüksek fiyat/kazanç oranları oluşabilmekte ve firma değeri, firma sahibinin özsermayedeki payı ile pozitif ilişkili olduğundan, firma daha yüksek borç kapasitesine sahip olabilmektedir. Ancak, sermaye yapısı içindeki borç oranı, firma kalitesini doğrudan yansıtan bir işaret olmamakla birlikte,

sermaye yapısındaki borç kullanımı firma değeri ile pozitif ilişkilidir. Dolayısıyla, yüksek borç seviyesine sahip firmalarda, firma sahiplerinin özsermaye içindeki payları da yüksek ise, piyasa tarafından bu firmalar sermaye yapısı kapsamındaki değerlendirme ölçüsü olarak yüksek kaliteli firmalar olarak nitelendirilmektedirler (Blazenko, 1987:839-862).

Asimetrik bilgiye bağlı olarak, sermaye yapısına ilişkin kararların alınması ve firmaya ait doğru bilgilerin piyasaya aktarılması sürecinde, borç ile özsermaye niteliğinde çıkarılan menkul kıymetler belli noktalarda farklılıklar göstermektedir. Firmalarca sağlanan fonların, tahvil ihraçları ile sağlanan bir borçlanma olması, firmalara sabit ödemeler şeklinde zorunlu yükler getirmekte ve yöneticilerin fon kullanım esneklikleri kısıtlanmaktadır. Bununla birlikte, hisse senedi ihracıyla fon sağlanması durumunda ise, hissedarların her yıl nakit kâr payı beklentileri olsa da yöneticiler kâr payı ödemelerinde daha serbest davranabilmektedirler. Bu nedenle, firmaların sermaye yapıları içerisindeki borç miktarlarını artırmaları, gelecekte beklenen yüksek nakit akışları ile borçların, faiz ve anapara ödemelerinin karşılanmasında bir sıkıntı ile karşı karşıya olmadıklarını gösteren pozitif bir işaret olarak kabul edilmektedir. Ayrıca, borç ve özsermaye niteliğinde çıkarılan menkul kıymetlerin firma değerindeki değişimlere duyarlılığında da farklılıklar bulunmaktadır. Borç ödemeleri sabit olduğundan, hisse senedi fiyatları, tahvil fiyatlarına kıyasla firma değerindeki değişimlere daha duyarlı olmaktadır. Dolayısıyla, yeni yatırımını finanse etmek için tahvil ya da hisse senedi ihracını düşünen bir firma, mevcut menkul kıymetlerinin piyasadaki değerlerini dikkate alarak karar verme mecburiyetinde kalmaktadır (Akkum, 1998:11).

Özetle, sermaye yapısı kararları ile piyasaya bilgi aktarımı yapılarak, firmanın durumu ve beklentileri ile ilgili işaret verildiğini açıklayan yaklaşımların, firmanın uzun dönemde belirleyeceği hedef sermaye yapısından ziyade ihraçlar sırasındaki borç ya da özsermaye seçimine ilişkin etmenleri açıklamaya yönelik olduklarını belirtmek mümkündür.

## 1.2. Temettü Politikalarına İlişkin Teoriler

Firmaların amaçlarından en önemlisi, firmanın piyasa değerinin maksimize edilmesidir. Hissedarların amaçları ise, firmanın bugünkü değerini kendileri açısından maksimum kılmaktır. Hissedarlar açısından, hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının maksimum olabilmesi için temettü (kâr payı) dağıtım politikası önemli bir araçtır. Başka bir ifadeyle, diğer şartlar sabit varsayıldığında, düzenli temettü dağıtan bir firma, temettü dağıtımı değişkenlik gösteren bir firmaya göre, piyasada daha yüksek bir değere sahip olur (Ceylan ve Korkmaz, 2006:268).

Genel tanımı itibariyle temettü, firma bünyesinde yaratılan net kârın, firmanın hissedarlarına, firmadaki hisseleri oranında dağıtılması anlamına gelmektedir. Bu bağlamda temettü politikası, elde edilen net kârın firma ve hissedarlar arasında ne şekilde dağıtılacağına ilişkin kararları içermektedir. Temettü dağıtımına ilişkin kararları çoğunlukla; firmanın gelecekteki finansal başarısı, cari dönemdeki fon ihtiyacı, likidite pozisyonu, yatırım projeleri, finansman imkânları, hissedarların beklentileri, yasalar ve firmaların ana sözleşme hükümleri gibi unsurlar etkilemektedir. Uygulamada, temettü dağıtımı konusunda, firmalar farklı politikalar izlemektedirler. Söz konusu temettü dağıtım politikası uygulamalarını üç başlık altında açıklamak mümkündür. Bunlardan ilki, literatürde, her hissedara her yıl aynı tutarda temettü dağıtımını öngören, *düzenli (kararlı) temettü dağıtım politikası*dır. Diğeri, firmaların elde ettikleri kârın sabit bir oranının dağıtılmasını benimseyen *sabit oranda temettü dağıtım politikası*dır. Bu konudaki son uygulama olan *sabit tutarda temettü yanında ilave olarak kâr payı dağıtım politikası*nda ise firma, asgari bir temettü oranı veya tutarı saptamakta ve her yıl net kâr durumuna göre bu asgari tutar veya orana eklemeler yapmaktadır.

Firmaların uyguladıkları farklı temettü politikaları olduğu gibi farklı temettü ödeme yöntemleri de bulunmaktadır. Bu yöntemlerden ilki, en yaygın temettü ödeme şekli olan nakit olarak yapılan temettü ödeme yöntemidir. Önemli miktarlarda nakit çıkışına sebebiyet verdiği için bu yöntemi uygulayan firmaların likidite pozisyonlarının temettü dağıtımına elverişli olması gerekmektedir.

Temettü dağıtımları, nakit yanında, sermaye artışları nedeniyle, mevcut hissedarlara bedelsiz hisse senedi vermek suretiyle de yapılmaktadır. Başka bir ifadeyle, firmalar, gizli veya kanuni yedeklerle, bünyelerinde tuttıkları kârlarının bir kısmını, sermayeye ekleyerek, hissedarlara karşılıksız olarak hisse senedi vermektedir. Sermayenin bu şekilde arttırılması durumunda, aslında özkaynak tutarında değişiklik olmamaktadır. Bilançodaki yedekler azalmakta ve özkaynağın oy dağılımı değişmemektedir. Bunun yanında, ne hissedarların ne de firmanın varlıklarına yeni bir ilave söz konusu olmamaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2006:270).

Firmaların, kendi hisse senetlerini satın almaları ise, temettü ödemesinin bir alternatifidir. Firmaların kendi hisse senetlerini satın almaları, piyasadaki hisse senedi miktarını azaltmakta, bu işlem sonucunda da net kârda meydana gelen artışa bağlı olarak hisse başına gelir artmaktadır (Aydın vd., 2007:432). Hisse başına gelirin artması, hisse senetlerinin piyasa fiyatını artırmakta ve dolayısıyla hissedarlar nakit temettü yerine, sermaye kazancı elde etme olanağına da sahip olabilmektedirler. Ayrıca bu yöntem, yatırımcılara iki ayrı avantaj sağlamaktadır. Bunlardan ilki, yatırımcıların hisse senetlerini satmaları sonucunda elde ettikleri gelirin, sermaye kazancı niteliğinde olmasından dolayı vergilendirilme boyutunda bir avantaj sağlaması, diğeri ise yatırımcıların hisse senetlerini satmaları sonucunda geliri hemen elde etme veya hisse senetlerini elde tutarak fiyat farklarından yararlanma konusunda bir tercihte bulanabilmeleridir.

### **1.2.1. İlintisizlik Teorisi (Dividend Irrelevance Theory)**

Modigliani ve Miller (1961) tarafından öngörülen ilintisizlik teorisi'nde, tam rekabet koşullarında ve verginin olmadığı bir ortamda, kâr dağıtımının firma değerine ve firmanın sermaye yapısına etkisinin olmayacağı savunulmaktadır. Bu teoride, firmanın yatırım ve finansman kararlarının temettü politikasından bağımsız olarak belirlendiği varsayılmaktadır (Güenalp vd., 2010:47-69). Başka bir ifadeyle, firmanın finansman yönteminin farklılıklar arz etmesi piyasa değerinde bir değişiklik yaratmamaktadır. İlintisizlik Teorisi'nin mimarları olan MM'e göre, bir firmanın değeri varlıklarının kazanma gücü, firmaya ilişkin risk düzeyi ve firmanın yatırım politikası tarafından belirlenir.

Teoriye göre, yatırımcılar firmalarca elde edilen kârın, temettü olarak dağıtılması veya dağıtılmayarak firmada kalması sonucunda oluşacak sermaye kazancı arasında kararsızdırlar (Güenalp vd., 2010:47-69). Çünkü yatırımcılar firmada kalan kâr sonucunda ortaya çıkabilecek sermaye kazancına ellerindeki hisse senetlerini satarak ulaşabilecekler, diğer taraftan, kârın temettü olarak dağıtılması durumunda ise, likidite ihtiyacı bulunmayan tasarruf sahipleri ellerindeki nakitle firmanın hisse senedini alabileceklerdir. Böylece yaptıkları tercihler doğrultusunda yatırımcılar firmanın temettü politikasına kendilerini uyarlayabilmektedirler.

Modigliani ve Miller, sermaye piyasalarının mükemmel, yatırımcıların rasyonel, gelecekle ilgili olayların bilindiği ve firmaların yatırım politikalarının değişmediği, piyasalarda vergi ve işlem maliyetlerinin bulunmadığı, piyasadaki tüm yatırımcılar ve yöneticilerin firma hakkında her türlü bilgiye sahip olduğu varsayımlarından hareketle, her hangi bir zaman periyodunun ( $t_0$ ) başlangıcında hisse senedinin piyasa fiyatının aşağıdaki formülle bulunacağını ileri sürmüşlerdir (Ceylan ve Korkmaz, 2006:274); (Ercan ve Ban, 2008:260-261):

$$P_0 = \frac{1}{1 + k_e} (D_1 + P_1) \quad (1.1)$$

Formülde;

$P_0 = t_0$ 'da hisse senedinin piyasa fiyatını,

$P_1 = t_1$ 'de hisse senedinin piyasa fiyatını,

$k_e$  = verilen risk sınıfında firma için uygulanacak iskonto oranını,

$D_1 = t_1$ 'in başlangıcında  $t_0$ 'ın sonunda ödenen kar payını göstermektedir.

MM firmanın değerinin temettü politikasından kayıtsız olduğunu aşağıdaki gibi göstermektedir:

$P_0 = t_0$ 'da hisse senedinin piyasa fiyatını,

$P_1 = t_1$ 'de hisse senedinin piyasa fiyatını,

$k_e$  = verilen risk sınıfında firma için uygulanacak iskonto oranını

$D_1 = t_1$  'in başlangıcında  $t_0$  'in sonunda ödenen kar payını göstermektedir.

$n = t_0$  zamanındaki mevcut hisse senedi sayısı

$m = t_1$  zamanındaki ihraç edilen yeni hisse senedi sayısı

$I = t_1$  zamanındaki toplam yeni yatırımlar

$X = t_1$  zamanındaki net kar kabul edildiğinde;

Hisse senedinin bugünkü fiyatı;

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1 + k_e} \quad (1.2)$$

ifadesinde firmanın sermaye yapısının tamamının özkaynaktan oluştuğu kabul edildiğinde mevcut bulunan ( $n$ ) adet hisse senedi ile eşitliğin her iki tarafı çarpıldığında eşitlik bozulmayacaktır.

$$nP_0 = \frac{nD_1 + nP_1}{1 + k_e} \quad (1.3)$$

Firmanın  $t_1$  döneminde ( $m$ ) adet yeni hisse senedi çıkarttığı ve bunları  $P_1$  fiyatı ile sattığı kabul edilirse, yeni elde edilen kaynak ( $m.P_1$ ) olacaktır. Eşitliğin sağ tarafına  $- mP_1 + mP_1$  eklenirse eşitlik bozulmayacaktır.

$$nP_0 = \frac{nD_1 + nP_1 - mP_1 + mP_1}{1 + k_e} \quad (1.4)$$

$$nP_0 = \frac{nD_1 + (n + m)P_1 - mP_1}{1 + k_e} \quad (1.5)$$

Firma hiç borç kullanmadığında  $t_1$  periyodunda firmanın kaynakları ve kullanımları aşağıdaki gibi olacaktır:

$$m.P_1 + X = I + n.D_1 \quad (1.6)$$

Buradan ( $mP_1 = I + nD_1 - X$ ) olarak ifade edilebilir. Bu ( $m.P_1$ ) değeri yukarıdaki eşitlikte yerine yazıldığında;

$$nP_0 = \frac{nD_1 + (n + m)P_1 - (I + nD_1 - X)}{1 + k_e} \quad (1.7)$$

$$nP_0 = \frac{(n + m)P_1 - I + X}{1 + k_e} \quad (1.8)$$

Bu ifadede  $D_1$  görülmediği için, Modigliani ve Miller  $P_0$ 'ın kâr payının fonksiyonu olmadığı sonucuna varmıştır. Bu nedenle,  $n$ ,  $m$ ,  $P$ ,  $I$ ,  $X$  gibi değişkenlerin  $D_1$ 'den bağımsız oldukları ileri sürülmüştür.

Özetlemek gerekirse, Modigliani ve Miller, temettü dağıtım kararlarının yalnızca sermaye piyasalarına yeni bilgi aktardığı takdirde önemi olduğunu öne sürmektedir. Çünkü firmaların uzun dönemli temettü dağıtım oranı hedefleri bulunduğu varsayımı altında, dağıtılan temettülerde değişiklik olması, sermaye piyasalarına, yöneticilerin firma ile ilgili gelecekte bekledikleri nakit akışlarında değişiklik olduğunun işaretini verebilmektedir. Ancak, bu durumda bile hisse senetlerindeki fiyat değişikliklerinin arkasında yatan asıl sebep, dağıtılan temettü oranlarının farklılaşması değil, firma ile ilgili gelecekteki getiri beklentilerinin değişikliğe uğramasıdır (Akyol, 2007:70-71).

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

Temettü dağıtımına ilişkin teorik yaklaşımlardan biri de literatürde “eldeki kuş” (bird in the hand) olarak yer bulan ve öncülüğünü Myron Gordon ve John Lintner'in yapmış oldukları yaklaşımdır. Lintner (1962) ve Gordon (1963), temettü dağıtımına ilişkin olarak savundukları teorileri ile MM'in görüşlerinin tersine, temettü dağıtım politikasının firmanın değerini etkilediğini ifade etmişlerdir. Gordon ve Lintner'in savunduğu bu görüşe göre, sermaye kazancı üzerindeki belirsizlik temettü kazançları için geçerli olmadığından temettü kazancı, sermaye kazancına kıyasla daha üstündür. Başka bir deyişle, temettü kazançlarının, yatırımcılar için sermaye kazançlarından daha risksiz olması nedeniyle yatırımcılar gelecekteki sermaye kazançları yerine bugünden temettü almayı tercih etmektedirler. Bu

yaklaşımında, optimal temettü dağıtım politikası, firmanın yeni yatırımlarının kârlılığı (r) ile hissedarların yatırımlarından bekledikleri kârlılık oranı (k) arasındaki ilişkiyle belirlenir (Aydın vd., 2007:426).

Büyüme eğilimi olan firmalarda, genellikle  $r > k$  olduğundan, bu firmalarda hisse senedi sahipleri kârın daha büyük bir kısmının firmada bırakılmasını isteyebilirler. Çünkü piyasaya ilişkin beklentiler arasında daha kârlı bir yatırım fırsatı bulunmamaktadır. Dolayısıyla, yıllık net kâr dağıtılmayıp, firmada bırakılan kısım arttıkça, hisse senedinin değeri de artar. Diğer bir ifadeyle, hisse senedinin değeri ve firmanın özkaynağı, temettü dağıtımından etkilenir.

Gelişme potansiyeli yaratamayan ve bu sebeple yatırım kârlılığı yüksek olmayan firmalarda ise,  $r < k$  durumu gözlemlenmektedir. Bu durumda, hissedarlar için kârın firmada bırakılması temettü yoluyla dağıtılmasına göre daha risklidir. Dolayısıyla, hissedarlar kâr ödeme oranı düşük olan firmaların hisse senetlerini yüksek iskonto oranıyla, kâr ödeme oranı yüksek olan firmaların hisse senetlerini de düşük iskonto oranı ile değerlendireceklerdir.

Gordon ve Lintner'e göre, piyasadaki belirsizlik ve diğer etkenler, hisse senetleri fiyatlarında dalgalanmalara yol açacağından; yatırımcıların gözünde, riskli hale gelen sermaye kazancı yerine nakit olarak dağıtılan kâr payları, gelecekte gerçekleşecek sermaye kazancından daha değerli olmaktadır. Firmanın piyasa değeri, gelecekte dağıtılması gereken kâr paylarının, her dönem için ayrı ayrı geçerli olan iskonto oranları ile iskonto edilmesi sonucu bulunan net bugünkü değerlerin toplamıdır. Gordon tarafından organize bir şekilde ortaya konan temettü akışlarını indirgeme modeli (dividend discount model – DDM), ana hatlarıyla aşağıdaki şekilde özetlenebilmektedir:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \frac{D_3}{(1+k_e)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+k_e)^n} \quad (1.9)$$

Süre arttıkça belirsizlik artacağından, ilk yıllarda daha düşük, son yıllarda daha yüksek iskonto oranları uygulanacaktır.

Firmanın ömrünün sonsuz olduğu ve hissedarlarına sabit oranda (g) artan bir şekilde temettü dağıtacağı varsayıldığında denklem:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+k_e)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+k_e)^3} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty} \quad (1.10)$$

olur.

$k_e > g$  ise yukarıdaki eşitlik;

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g} \text{ elde edilir.} \quad (1.11)$$

Buradan, özkaynak maliyeti  $k_e$ ,

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (1.12)$$

olur.

### 1.2.3. Vergi Etkisi Teorisi (Tax Effect Theory)

Ülkelerin makro politikaları çerçevesinde, sermaye kazançları ve temettü gelirleri farklı oranlarda vergilendirilebilmektedir. Eğer bir ülke, firmaları sermaye birikimine özendirmek istiyorsa, temettü kazançlarına uyguladığı vergiyi yüksek tutarak firmaları temettü dağıtmamaya yönlendirebilir. Diğer yandan, yatırımcıları temettü geliri elde etmeleri konusunda teşvik etmek istiyorsa, dağıtılmamış kârlardan alınacak vergi oranlarını yüksek tutarak bu durumu sağlayabilir. Söz konusu durumların firma değerini etkilediği literatürde vergi etkisi teorisi çerçevesinde ele alınmaktadır.

Vergi etkisi teorisi, düşük temettü dağıtım oranı uygulamasının sermaye maliyetini azaltacağını ve buna bağlı olarak da hisse senetlerinin piyasa fiyatlarında bir artışa neden olacağını varsaymaktadır. Başka bir deyişle, firmaların değerlerini maksimize edebilmelerinde, düşük temettü dağıtım oranı uygulaması önemli bir rol oynamaktadır. Bu görüş, temettü üzerinden alınan vergilerin sermaye kazançları

üzerinden alınan vergilere kıyasla daha yüksek oranlarda olduğu hipotezine dayanmaktadır. Çünkü vergilerin dikkate alınmasının özellikle yatırımcıların servetleri üzerinde iki önemli etkisi bulunmaktadır. Bu etkilerden birincisi, temettü gelirleri üzerindeki vergi oranlarının, sermaye kazançları üzerindeki vergi oranlarından genellikle yüksek ve farklı olabilmesidir. Diğer ise, temettü üzerinden alınan gelir vergilerinin, temettünün elde edildiği dönemde; sermaye kazançları üzerinden alınan vergilerin ise, genellikle sermaye kazancının nakde dönüştüğü dönemde tahsil edilmesidir. Diğer bir ifadeyle, hisse senetleri elden çıkarılmadığı müddetçe, sermaye kazancı oluşmamakta ve buna bağlı olarak da bu kazanç üzerinden vergi tahsil edilmemektedir (Akyol, 2007:71). Dolayısıyla, sermaye kazançları ile vergi uygulaması avantajları elde eden yatırımcılar, temettü kazançlarına göre sermaye kazancı elde etme eğiliminde olduklarından, yatırımlarını düşük temettü dağıtım politikası uygulayan firmalar üzerine yönlendirmektedirler. Bu nedenle, düşük temettü ödeme oranı politikası, hem özsermayenin maliyetini düşürmekte hem de hisse senedi fiyatını artırmaktadır.

Modigliani-Miller (1961) çalışmalarında, mükemmel piyasalar, rasyonel davranışlar ve belirlilik koşulları varsayımları altında, temettü politikalarının firma değerini ve yatırımcıların servetlerini etkilemediğini ileri sürmektedirler. Modigliani-Miller (MM)'e göre, piyasalar mükemmel olduğu için vergi boyutu göz ardı edilmekte ve buna bağlı olarak temettü kazançları ile sermaye kazançları arasında vergi uygulamaları açısından bir farklılık olmamaktadır. Ancak, rasyonel piyasa koşullarında, yatırımcıların ve firma yöneticilerinin temettü ve sermaye kazançları arasında vergi etkisi boyutu yönünden bir karşılaştırmayı göz önünde bulundurmadıklarını ileri sürerek, temettü politikaları ve firma değeri üzerinde vergi faktörünün etkisiz olduğunu savunmak gerçekçi olmamaktadır.

Firmalar birincil amaçları olan piyasa değerlerini, yatırımcılar ise servetlerini maksimize etme arzusundadırlar. Dolayısıyla, MM'in görüşlerinin aksine; yatırımcıların, vergi uygulamalarından kaynaklanan faktörleri dikkate alarak, özellikle vergi sonrası net kazançlarını maksimize etmeye odaklandıklarından, bu

arzularını karşılamak üzere temettü kazançları ve sermaye kazançları arasında bir kıyaslama yapma eğiliminde oldukları bilinmektedir.

Brennan (1970) ile Litzenberger ve Ramaswamy (1982), yaptıkları çalışmalarında, temettü dağıtım oranları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi analiz etmişler ve vergi öncesi hisse senedi getirileriyle, temettü dağıtım oranları arasında pozitif ve doğrusal bir ilişki bulunduğunu ileri sürmüşlerdir. Elde ettikleri bulgulara göre; rasyonel yatırımcılar, yüksek oranda temettü dağıtan firmaların hisse senetlerinden, vergi dilimlerinde meydana gelen değişimlerden kaynaklanan dezavantajlar nedeniyle daha yüksek getiri beklentisi içerisine girmektedirler. Dolayısıyla, diğer etkenler sabit kalmak koşuluyla, yüksek oranda temettü dağıtan firmaların hisse senetleri, düşük oranda temettü dağıtan firmaların hisse senetlerine kıyasla iskontolu işlem görmektedirler (Alaa, 2010:41).

Özetle, literatürde bugüne dek yapılmış çalışmalar toplu olarak değerlendirildiğinde; temettü üzerindeki gelir vergisi oranı ile sermaye kazancı üzerindeki vergi oranı arasında oluşan farklılığın hisse senedi fiyatlarını her zaman aynı oranda ve yönde etkilemediği gözlemlenmektedir. Nitekim, temettü gelirleri üzerindeki gelir vergisi etkisi, firmaların temettü politikası kararları üzerinde piyasada faaliyette bulunan yatırımcılar tarafından rasyonel bir faktör olarak algılansa da, Miller ve Scholes (1978), Auerbach (1979) ve Feldstein ve Green (1983)'in literatürde yer alan çalışmalarında elde ettikleri bulgular, yüksek vergi dilimi çerçevesinde vergilendirilmekte olan yatırımcıların yine de yüksek temettü dağıtımı yapan firmaların hisse senetlerine yatırım yapma eğiliminde olduklarını, dolayısıyla da, söz konusu etkinin güçlü bir unsur olmadığını destekler niteliktedir.

#### **1.2.4. Müşteri Etkisi Teorisi (Tax Clientele Effect Theory)**

Temettü ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiye yönelik diğer bir yaklaşım müşteri etkisi teorisi'dir. Bu teori, bazı yatırımcıların temettü kazançlarını tercih ederlerken, bazı yatırımcıların ise kârın dağıtılmayarak, firmada bırakılmasını tercih ettiklerini ifade etmektedir. Bu nedenle, bu teoriye uygun temettü politikalarını izleyen bazı firmalar, temettü getirisi tercih eden hissedarların, bazıları da kârın firmada bırakılarak sermaye kazancı elde etmeyi tercih eden hissedarların

beklentilerine uygun temettü politikaları benimsemektedirler. Yatırımcılar arasındaki bu tercih farklılıkları, esas olarak, sermaye kazancı ile temettü gelirinin, farklı vergilendirilme uygulamalarına tabi olmalarından kaynaklanmaktadır. Sermaye kazancına ilişkin vergi avantajlarından yararlanmak isteyen yatırımcılar, yatırım yaptıkları firmaların nakit olarak temettü dağıtımını yapmaları yerine kârın firmada kalmasını tercih etmektedirler. Bu durumda, nakit temettü ödemesi yapılacağı yönündeki açıklamalar, bu yatırımcılar tarafından olumsuz bir bilgi olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla, bu tip yatırımcılar gelecekte daha fazla vergi ödemeye razı olmadıkları için vergiden kaçınmak amacıyla hisselerini satma davranışında bulunmaktadır.

Gerçekte, yatırımcılar hem farklı vergi uygulamalarına hem de menkul kıymetlerin değişimleri sırasında farklı işlem maliyetlerine maruz kalmaktadırlar. Bu durum, içinde bulundukları şartlara bağlı olarak, vergi yükümlülüklerini veya işlem maliyetlerini minimize etme arzusu içinde olan değişik yatırımcı (müşteri) tipleri ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Söz konusu, değişik yatırımcı tipleri kendi bireysel durumlarına göre yatırım tercihlerini yönlendirme eğiliminde olduklarından, firmalar mevcut ve potansiyel yatırımcıların tercihlerine uygun temettü politikaları belirlemeye çalışmaktadırlar. Örneğin, yüksek büyüme fırsatlarının olduğu alanlarda faaliyet gösteren firmalar, düşük temettü politikaları benimseyerek, sermaye kazancı elde etmeyi tercih eden yatırımcıları firmalarına yatırım yapmaları için özendirmeye çalışırlarken, diğer taraftan yüksek ve istikrarlı kazanç elde edilen alanlarda faaliyet gösteren firmalar ise, yüksek temettü ödeme politikaları ile potansiyel yatırımcıların beklentilerine cevap vermeye çalışmaktadırlar (Al-Malkawi vd., 2010:171-200). Bu vergi tercihi, MM (1961) ile Black ve Scholes (1974) tarafından müşteri etkisi teorisi olarak formüle edilmiş olup, bu hipoteze göre firmalar yatırımcıların vergi tercihlerine uygun temettü politikası izledikleri için yatırımcıları çekmektedirler (Günalp vd., 2010:47-69). Ancak, MM (1961), temettü dağıtımlarının, müşteri (yatırımcılar) istekleri doğrultusunda yapılmasına bağlı olabileceği ihtimalini kabul etmekle birlikte, böyle bir durumda bile firma değerinin temettü dağıtım politikalarından ilintisiz olduğunu belirtmektedirler. Çünkü firmalar mevcut ve potansiyel müşterileri etkilemek üzere temettü politikalarını oluştursalar bile, sonuçta

müşteriler rasyonel davranışlar içinde olduklarından, temettü geliri veya sermaye kazancı arasında elde etmek istedikleri gelir türünü sağlayacak temettü politikalarını benimseyen firmalar arasında seçim yapacaklardır. Dolayısıyla, her firma kendi müşteri grubunu oluşturacağından firmaların, müşterilerin isteklerini karşılamaları onların piyasa değerlerini etkilemeyecektir.

Farrar ve Selwyn (1967)'e göre, farklı yatırımcılar, vergilendirmelerden farklı şekilde etkilenebildikleri için, yatırımcılar kendi vergi koşullarına en uygun temettü politikasına sahip firmalara yönelebilirler. Vergi açısından farklı tercihlere sahip yatırımcıya yönelik temettü politikası, vergi açısından yatırımcı tercihi “tax clientele effect” teorisi olarak adlandırılmaktadır. Buradaki temel varsayım, bireylerin net getirilerini maksimize etme arzusunda olmalarıdır. Firmalar, kârlarını ya temettü olarak dağıtırlar ya da dağıtmazlar. Bu durumda yatırımcılar ellerindeki hisse senetlerini satarak sermaye kazancı elde etmeye yönelirler. Ancak, hem temettü hem de sermaye kazancına bağlı gelirler ayrı ayrı vergilendirilmektedir. Dolayısıyla, sermaye kazançları üzerinden elde edilen gelirler, temettü gelirlerinden daha düşük oranlarda vergilendirilmekte ise yatırımcılar sermaye kazancı üzerinden gelir elde etmeyi temettü geliri elde etmeye tercih edeceklerdir.

Black ve Scholes (1974) ise, çalışmalarında firmaların temettü politikaları üzerinde müşterilerin bir etkisi olduğunu kabul etmekle beraber, firmaların birçok değişik tipte yatırımcı profili ile de karşı karşıya olduklarını belirtmektedirler. Bazı yatırımcılar yüksek temettü getirisi talebinde bulunurlarken, diğerleri tam tersi yönde düşük temettü getirisi isteğinde olabilmektedirler. Diğer bir deyişle, bazı yatırımcılar kişisel vergi muafiyeti ve kimi başka nedenlerle sermaye kazancı yerine temettü gelirini tercih etmektedirler. Özellikle emeklilik fonları buna iyi bir örnektir. Emeklilik fonları, vadesinde ödeme yapabilmek amacıyla sabit nakit akışına ihtiyaç duymakta ve bu nakit akışını portföydeki hisselerin satışı yoluyla elde etmek her zaman mümkün olamayabilmektedir.

Literatürde, temettünün firma değeri üzerindeki etkilerini Brennan'ın (1970) vergi sonrası temettü değerlendirme modelini kullanarak test eden bazı çalışmalar da bulunmaktadır. Litzenberger ve Ramaswamy (1982) çalışmalarında, temettü ile firma

değeri arasındaki ilişkiyi araştırmışlar ve temettü politikalarının firma değeri üzerinde etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Black ve Scholes (1974) ile Miller ve Scholes (1982) ise, yaptıkları çalışmaları sonucunda elde ettikleri bulgular doğrultusunda, sermaye kazancının daha düşük vergilendirildiği durumlarda bile temettü politikaları ile hisse getirisi arasında herhangi bir ilişkinin olmayacağını ileri sürmektedirler.

#### **1.2.5. Sinyal Etkisi Teorisi (Signaling Effect Theory)**

Modigliani ve Miller (MM), firmaların temettü politikaları, büyüme ve hisse senedi değerlemesi hususlarını içeren 1961 yılında yapmış oldukları çalışmalarında, vergilerin ve işlem maliyetlerinin olmadığı bir ortamda, firma değerinin temettü politikalarından etkilenmediğini savunmuşlardır (Akkum, 1998:12). Bununla birlikte, MM'nin aynı çalışmada ortaya koydukları varsayımlar arasında, tüm yatırımcıların firma ile ilgili her türlü bilgiye aynı anda ulaştıkları ve bu bilgileri aynı düzeyde anlama ve analiz etme kabiliyetinde olmaları nedeniyle, aynı bakış açısına sahip oldukları görüşü de yer almaktadır. Ancak; MM, temettü dağıtım politikalarının her ne kadar firma değerine ve sermaye yapısına etkisi olmadığını ileri sürmekte olsalar da, aynı zamanda, firma yöneticilerinin cari döneme ait temettü politikalarını oluştururlarken, firmanın gelecekle ilgili kârlılık ve nakit akışlarına ilişkin beklentileri üzerinde sahip oldukları içsel bilgileri de kullandıklarını, ve dolayısıyla da temettünün bilgi içeriği olduğunu kabul etmektedirler. MM'in çalışmalarının son bölümünde “sermaye piyasalarına yeni bilgi aktarma” olarak vurguladıkları bu kriter, temettü politikası teorisi alanında asimetrik bilgi ortamında temettü dağıtımını vasıtasıyla sermaye piyasalarına işaret verilmesi (dividend-signaling) teorisinin gelişmesine zemin hazırlamaktadır (Akyol, 2007:77).

Sinyal etkisi teorisi; temettü dağıtımlarındaki değişikliklerin, firmaların gelecekteki kazançları hakkında piyasalar ve yatırımcılar için bilgi içerdiği temeline dayanmaktadır. Bu yaklaşıma göre, firma yöneticileri, temettü dağıtımına ilişkin aldıkları kararlar ile firmanın gelecekteki kârlılığı ve nakit akımları hakkında yatırımcılara bilgi vermektedirler. Başka bir ifadeyle, asimetrik bilgi ortamında firmalar sermaye yapısı kararlarının yanı sıra, temettü politikalarını da kullanarak

sermaye piyasalarına bilgi aktarabilmekte ve piyasaların firmayla ilgili sezgilerini değiştirebilmektedir ve bunun sonucunda ise firma değeri bu duruma bağlı olarak etkilenebilmektedir. Çünkü asimetrik bilginin hakim olduğu günümüz piyasa koşullarında, yatırımcılar için firmaların gelecekte elde edecekleri kârlara ait beklentileri ile yine firmaların karşı karşıya oldukları risklere ilişkin belirsizlikler farklılıklar içermektedir.

Dewenter ve Warther (1998) yaptıkları çalışmalarında, bilginin paylaşılması sürecinde, firma yöneticisi konumundaki ortakların (insiders) firmaya özgü kamuya açıklanmamış bilgilere, herhangi bir konumda firmada görev almayan firma dışındaki ortaklara (outsiders) veya yatırımcılara kıyasla daha erken ve kolay erişebildiklerini, bu nedenle iki grup arasında asimetrik bilgiden kaynaklanan bir eksiklik olduğunu ifade etmişlerdir (Alaa, 2010:52-53). Söz konusu eksiklik nedeniyle, firmaların piyasada işlem gören hisse senetlerinin fiyatları tam olarak ölçülememekte ve dolayısıyla da firmaların gerçek piyasa değerleri belirlenmemektedir. Sinyal etkisi teorisi savunucularına göre, firma yöneticileri, temettü ödeme oranlarını değiştirerek, yatırımcılarla aralarındaki bilgi boşluklarını tamamlayabilir; yönetici olarak, beklentileri ve firmanın geleceği hakkında sahip oldukları ayrıcalıklı bilgileri aktarabilir ve bu sayede de hem firmanın piyasa değerini hem de ortakların servetlerini etkileyebilirler (Kalay ve Loewenstein, 1986:373-389; Doron ve Ziv, 2001:2111-2134). Başka bir ifadeyle; temettü, yatırımcıların firmaları değerlendirmelerinde, gelecekte beklenen nakit akışları ile ilgili doğru bilgi edinmelerine olanak tanınması nedeniyle, firma yöneticileri için yararlı bir araç olmaktadır.

Sinyal etkisi teorisi'ne göre; yatırımcılar, temettü ödeme açıklamaları ile yapılan mevcut politikaların korunacağı veya temettü politikalarında değişiklikler yapılacağına ilişkin duyuruları değerlendirerek, bu açıklamaları firmaların geleceğe yönelik beklentilerinin olumlu veya olumsuz olduğu hakkında bir işaret olarak algılamaktadırlar. Dolayısıyla, temettü yoluyla finansal piyasalara bilgi aktarma yöntemini tercih eden firma yöneticilerinin, öncelikle firmanın geleceği ile ilgili beklentilerini doğru bir şekilde analiz etmeleri, sonrasında ise ulaştıkları bilgilerin

piyasalarla paylaşılmasında açık ve anlaşılır bir biçimde işaret vermeleri, ortaya çıkabilecek yanlış algılamaları bertaraf edebilme açısından çok önemlidir. Başka bir ifadeyle, gelecekte beklenen büyüme fırsatlarına ve kazançlara ilişkin olumsuz tahminleri olan firma yöneticilerinin, temettü ödeme artışına giderek, finansal piyasalara yanlış bilgi aktarımı yapmama konusunda özen göstermeleri gerekmektedir. Çünkü firmalarca yapılan temettü duyuruları ile aktarılan bilgilerin güvenilirliği, finansal piyasalardaki mevcut ve potansiyel yatırımcılar tarafından hızlı bir şekilde değerlendirilmekte ve temettü artışlarına ilişkin açıklamalara olumlu; azalışlarına ilişkin duyurulara ise olumsuz tepkiler verilmektedir (Ang, 1985:537-548; Koch ve Shenoy, 1999:16-35). Bunun nedeni; firma dışındaki yatırımcıların, firma yöneticilerinin temettü dağıtımına ilişkin duyurularının arkasında, firmaların performansları ve beklentileri ile ilgili daha fazla bilgiye sahip olduklarına inanmalarıdır. Ayrıca, bazı durumlarda temettü dağıtım oranlarında yapılan değişiklikler, yatırımcılar tarafından yanlış değerlendirilebilmektedir. Örneğin, net bugünkü değerleri pozitif olan önemli yatırım fırsatlarını değerlendirerek, büyüme arzusunda olan bazı firmaların, elde ettikleri kazançları dağıtmak yerine, yeni yatırım fırsatlarının finansmanında kullanmak için firmada bırakmaları, piyasadaki yatırımcılar tarafından, firmanın mali durumunun iyi olmadığı gibi yanlış algılamalara yol açmaktadır.

Diğer yandan, temettü artışı yapacağını finansal piyasalara duyuran firmaların, kârlılıklarında artış beklentisi içinde oldukları varsayılmakta, bu nedenle de söz konusu firmaların hisse senedi fiyatları piyasalarda pozitif yönde bir ivme kazanmaktadır. Benzer şekilde, firmalarca temettü azaltıma gidileceğine yönelik açıklamalar ise, gelecekle ilgili beklentilerin olumsuz olduğu yargısına yol açmakta ve söz konusu firmalara ait hisse senedi fiyatları da bu açıklamalara paralel olarak değer kaybetmektedir. Dolayısıyla, firma yöneticileri, özellikle temettü azaltımına ilişkin açıklamalardan kaçınmaktadırlar. Bu davranışların arkasında; firmanın beklenen nakit akışları ile hem borç ödemelerini hem de temettü ödemelerini iflas olasılığını artırmadan karşılayabilecek, sürdürülebilir bir kârlılık beklentisi koşulları oluşmadan, firma yöneticilerince temettü artışına ilişkin açıklamaların finansal piyasalara yapılmaması gerektiği yatmaktadır (Lipson vd., 1998:36-45).

Bhattacharya (1979) çalışmasında; yatırımcıların, firmanın kârlılığı hakkında yöneticilerle aynı bilgiye sahip olmadıkları ve temettünün sermaye kazançlarına kıyasla daha yüksek gelir vergisi oranları ile vergilendirildiği varsayımları altında, firmaların temettü dağıtma nedenlerini bir modelle açıklamaya çalışmıştır (Akkum, 1998:13). Bu modelde; yatırımcılar açısından, temettü kazançları üzerinden alınan gelir vergisinin, sermaye kazançları üzerinden alınan vergilerden daha yüksek oranlarda gerçekleşmesine rağmen, asimetrik bilgi yaklaşımına bağlı olarak, firmalarca yapılan temettü ödemeleri, firmaların gelecekte elde edecekleri nakit akışlarının olumlu bir işareti olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla, yatırımcılar yüksek temettü dağıtan firmaların değerlerinde de bir yükselme eğilimi olacağını beklediklerinden, firmaların beklenmedik temettü artış duyurularını olumlu bir işaret olarak algılayarak, pozitif yönlü bir reaksiyon vermektedirler. Bununla birlikte, başarısız firmaların temettü artışları ile başarılı firmaları taklit etmesi de oldukça maliyetlidir. Çünkü bu firmalar yüksek tutarlarda temettü ödemeleri için dış kaynaklardan borç ya da özsermaye şeklinde yeni fonlara ihtiyaç duymakta ve bu nedenle oluşacak ek maliyetlere katlanmak mecburiyetinde kalmaktadırlar (Al-Malkawi vd., 2010:171-200).

Sinyal etkisi teorisi'nin kısaca özetlemek gerekirse; yatırımcıların, firmaların gelecekte çizecekleri performanslarına ilişkin beklentilerinin pozitif veya negatif olması, firmaların hisse senedi fiyatlarını olumlu veya olumsuz yönde etkilemektedir. Firmalar tarafından, temettü dağıtım oranlarında yapılan değişiklikler, yatırımcıların hali hazırda olan beklentilerini kuvvetlendirmeleri açısından sadece ilave bir faktör konumundadır.

#### **1.2.6. Temsil Maliyeti Teorisi (Agency Cost Theory)**

Firmaların ortaklık yapılarının temel parçaları olan hissedarlar, sahip oldukları hisse oranlarına göre yönetime katılma, karar alma ve alınan kararların yürütülmesi süreçlerinde farklı haklara sahiptirler. Sahip oldukları hisse miktarları bir ölçü olarak ele alındığında, toplam hisse sayısına oranla küçük ve bölünmüş paylara sahip olan hissedarlar hak sahibi olmakla birlikte, bu hissedarlardan hiçbirinin, çoğunluğu elde edecek miktarda hisseyi elinde bulunduramaması durumunda, firmanın karar alma ve

yürütme faaliyetlerine doğrudan müdahale etme olanakları da bu hissedarlar için ortadan kalkmaktadır. Bu durum, firma üzerinde hak sahibi olanların çıkarlarının, firmanın çoğunluk hissesine sahip bulunan ve yönetim fonksiyonunu yürütme gücünü elinde bulunduran hissedarlar tarafından temsil edilmeleri sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Böyle bir durumda firmada çoğunluk hissesine sahip bulunan hissedarlar temsilci (agent), azınlıkta kalan hissedarlar ise hak sahibi (principal) konumundadırlar (Akyol, 2007:83). 19. yüzyılın ikinci yarısından itibaren firma amacı olarak kabul gören hissedar değeri maksimizasyonu, öz sermayenin maksimize edilmesi anlamına da gelmektedir. Ancak, firmanın tamamına sahip olmamakla birlikte, çoğunluk hissesini elinde bulunduran hissedar-yöneticiler, farklı davranışlar içerisinde bulunarak, firmanın değerini maksimize etmek yerine, kendi kişisel çıkarlarını ön planda tutup, kendi servetlerini maksimize etme çabası ile aşırı ve gereksiz harcamalarda bulunma davranışlarını sergileyebilmektedirler (Booth ve Deli, 1996:81-104). Hissedar-yöneticiler ile yönetim fonksiyonuna sahip olmayan hissedarlar veya yatırımcılar arasında farklı davranışların ortaya çıktığı bu menfaat çatışmalarına ise literatürde öz sermayeye ilişkin temsil sorunu denilmektedir.

Firmaya öz sermaye şeklinde kaynak sağlayan hissedarların ve yatırımcıların iki çeşit getiri beklentileri olmaktadır. Bunlardan birincisi, sahip oldukları hisse senetlerinin piyasa fiyatlarında meydana gelecek pozitif değişime bağlı olarak gerçekleşecek sermaye kazancı, diğeri ise temettü geliridir. Temettü geliri firmanın elde ettiği kârlardan sağlanan varlıkların firmanın temettü politikası doğrultusunda hissedarlara dağıtılması ile gerçekleşmektedir. Ancak, firma yöneticileri, temettü dağıtım politikalarını oluştururlarken, firmanın faaliyetleri ile yarattığı kaynakları, paydaşlara dağıtmama arzusundadırlar. Çünkü firma yöneticileri, temsil ettikleri paydaşların denetim ve gözetiminden kurtularak, kendi menfaatleri doğrultusunda esnek bir şekilde kullanabilecekleri fon kaynaklarının kontrolünü kaybetmek istememektedirler.

Easterbrook (1984)'a göre temettü dağıtım politikası, hak sahipliği ile yönetim fonksiyonlarının birbirinden ayrılmasından kaynaklanan temsil maliyetlerinin azaltılmasında etkin bir yöntem olarak kullanılabilmektedir. Firma yöneticileri için

firmanın yarattığı iç kaynaklar, kendi çıkarları doğrultusunda gereksiz, lüks harcamaları yapabilecekleri, kontrollerindeki kaynakları firma ölçeğini büyüterek artırmada kullanabilecekleri ve aynı zamanda da minimum düzeyde denetim ve gözetim baskısı altında kalabilecekleri kaynaklardır. Çünkü firmadaki ortaklık payları küçük olan hissedarların veya yatırımcıların, yöneticilerin faaliyetlerini bireysel olarak denetleme ve gözetleme olanakları hem kısıtlı hem de maliyetli bir durumdur. Dolayısıyla, yöneticiler, yüksek miktarlarda temettü ödemesi yaparak, kontrollerindeki en önemli fon olan firma tarafından yaratılmış iç kaynakların azalmasını istememektedirler (Jensen, 1986:323-329; Alli vd., 1993:523-547).

Easterbrook (1984)'a göre, yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, firma yöneticilerinin ellerinde bulundurdukları içsel kaynakların azalmasına neden olarak, yeni yatırım fırsatları oluştuğunda kaynak ihtiyacını karşılamaları için sermaye piyasalarına başvurmalarına neden olmaktadır (Akyol, 2007:88). Bunun sonucunda, hissedarlar veya yatırımcılar tarafından yapılması güç ve maliyetli denetim-gözetim faaliyetlerinin sermaye piyasaları tarafından yapılması süreci ortaya çıkmaktadır (Fama ve Jensen, 1983:301-325). Çünkü hem firmaya yeni kaynak sağlayacak potansiyel dışsal yatırımcıların firmanın faaliyetlerini gözetim ve denetim altına almak için yeterli sebepleri olmakta hem de firma yöneticilerinin yeni dışsal kaynağı sağlayabilmek için yeni yatırımcılarla ve sermaye piyasalarıyla paylaşmak durumunda kalacakları bilginin boyutu artmaktadır. Dolayısıyla, yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, hem yöneticilerin kullanımda en fazla esnekliğe sahip oldukları firma tarafından yaratılan kaynakların boyutunu azaltmakta hem de firma ölçeğini büyütme adına aslında firmanın değerinin gerilemesine neden olabilecek yatırımları gerçekleştirebilme olanaklarını kısıtlamaktadır. Ayrıca, yöneticilerin en temel gelir kaynakları olan ücret vb. kazançları ile sosyal statüleri firma ölçeği ile direkt olarak bağlantılı olduğundan, yöneticiler yüksek oranda temettü dağıtımı yaparak ne firma ölçeğinde ne de statülerinde bir küçülme yaratmak istememektedirler.

Temsil maliyetlerinin azaltılmasında temettü politikalarının önemli bir etkisi olduğunu ileri süren Rozeff (1982) ise, yüksek oranda temettü dağıtımının,

gelecekte temettü dağıtım oranlarında azaltıma giderek, sermaye piyasalarına olumsuz işaretler vermek mecburiyetinde kalmak istemeyen yöneticilerin, firmanın faaliyetlerine ilişkin performansını yükseltmeye özendirceğini ileri sürmektedir (Dempsey ve Laber 1992:317-321). Çünkü Rozeff (1982)'e göre, firma yöneticileri yüksek oranda temettü dağıtımını sürdürebilmek için devamlı olarak Net Bugünkü Değeri (NBD) pozitif olan yeni projelerin arayışında olmalıdırlar. Bununla birlikte, yüksek oranda yapılan temettü dağıtımları, firmanın likiditesini düşüreceğinden, yöneticilerin kontrolündeki fonlar azalacak ve yeni yatırımların finansmanı için dış kaynak gereksinimi ortaya çıkacaktır. Dolayısıyla, yöneticilerin, kendi çıkarlarını ön planda tutarak, yalnızca firma ölçeğini artırmaya yönelik, ancak gerçekte negatif NBD'ye sahip olan ve firma değerinin azalmasına sebebiyet verecek yatırımları üstlenebilme olanakları da sınırlanacaktır. Başka bir ifadeyle, yüksek temettü dağıtım politikası, yöneticilerin faydasız, NBD'si negatif projelere yatırım yapmalarını azaltacak, buna bağlı olarak da bu durum, diğer şartlar sabit varsayıldığında, firma değeri üzerinde pozitif bir etki yapacaktır (Lang ve Litzenberger, 1989: 181-191).

Firmaya borç şeklinde kaynak sağlayanlar ile firma arasındaki ilişki çerçevesinde bir değerlendirme yapıldığında ise, yöneticilerin, hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket edecekleri, dolayısıyla hissedarların temsilci (agent), borç verenlerin ise hak sahibi (principal) oldukları söylenebilmektedir. Finansal kaldıraçtan faydalanma arzusunda olan bir firmada, firma değerinin maksimize edilebilmesi ile öz sermayenin değerinin maksimize edilmesi amaçları bazı durumlarda çelişebilmektedir. Bunun nedeni, firmanın değerini maksimize etmeye yönelik yapılan yatırımlarla, öz sermayenin değerini maksimize etmeye yönelik yatırımlar arasındaki farklılıklardan kaynaklanmaktadır. Sermaye yapısını oluşturan kaynaklar içerisinde, borçlanmanın yüksek düzeyde gerçekleşmesi, hissedarları riskli projelere yatırım yapmaktan kaçınmaya ya da kârlı yatırım fırsatlarından vazgeçmeye yönlendirebilmektedir (Akyol, 2007:84). Bu nedenle, finansal kaldıraç kullanmak amacıyla, firmaya borçlanarak kaynak sağlayama eğiliminde olanlar ile borç verenler arasında ortaya çıkan menfaat çatışmalarına, borca ilişkin temsil sorunu denilmektedir. Başka bir ifadeyle, borcun temsil maliyeti (agency cost of debt), hissedarlar ile yöneticiler

arasındaki ilişkilerden değil, hissedarlar ile tahvil sahipleri (borç verenler) arasındaki ilişkilerden kaynaklanmaktadır (Copeland vd., 2005: 594-595). Herhangi bir sınırlandırmanın olmaması halinde, firma yöneticileri borç verenlerden (tahvil sahiplerinden) çok ortakların (hissedarların) çıkarlarını ön planda tutma eğilimindedirler. Bu nedenle, tahvil sahiplerinin yüklenmek mecburiyetinde oldukları risk düzeyi daha fazla olacağından, borç maliyeti yükselmekte ve ilave borçlanmadan kaynaklanacak fayda ise hızla kaybolabilmektedir (Alp vd., 2009:59-82).

Firmaya borç verenler ile öz sermaye şeklinde kaynak sağlayanların firmanın gelirleri ve varlıkları üzerindeki hakları farklılıklar göstermektedir. Firmaya öz sermaye şeklinde kaynak sağlayan hissedarlar veya yatırımcılar, firmaya borç verenlere karşı yükümlülüklerin tamamının yerine getirilmesinden sonra ancak elde edilen kârdan, sahip oldukları hisseleri oranında pay alma hakkına sahiptirler. Dolayısıyla, firmanın tasfiye olması durumunda, borç verenlerin, firmanın varlıkları üzerinde öncelikleri bulunmaktadır. Başka bir ifadeyle, firmanın tasfiye sürecinde, hissedarların mevcut bakiye üzerinden olan hakları, bütün borçlar ödeninceye kadar ikinci planda kalmaktadır.

Bununla birlikte, firmaya öz sermaye şeklinde kaynak sağlayanların, yüklendikleri riskler koydukları sermaye ile sınırlı olup, firmanın faaliyetlerinde başarılı olması durumunda, başarının derecesine göre, öz sermaye şeklinde kaynak sağlayanların, firmadan sağlayabilecekleri menfaatler değişiklik gösterebilmektedir. Firmaya borç şeklinde kaynak sağlayanların beklentileri ise sadece firmaya sağladıkları anapara ve faizi ile sınırlı olup, firmanın başarısından çok verdikleri borcun faizi ile birlikte geri alınabilmesi ile ilgilidir. Çünkü borç verenlerin firmadan sağlayabilecekleri menfaatler, verdikleri borç ve borca bağlı faiz miktarı kadardır.

Firmaya borç verenler ile öz sermaye şeklinde kaynak sağlayanların, firmanın varlıkları ve gelirleri üzerindeki haklarının farklılıklar içermesi, risk ile ilgili algılayışlarını da etkilemektedir. Firmanın yüksek riskli projelere yatırım yapma eğiliminde olması, projelerin başarılı bir şekilde gerçekleştirilmesi durumunda, elde edecekleri getirilerin de orantılı olarak artacağını tahminleyen hissedarlar veya yatırımcılar tarafından kabul edilebilir olmakla birlikte, yüksek riskli projelerin kabul

edilmesi, borca ilişkin yükümlölüklerin yerine getirilebilmesini tehdit edeceğinden borç verenler tarafından aynı derecede kabul görmemektedir. Çünkü sermaye içerisinde borca yer verilmesi durumunda, hissedarlar ve yatırımcılar getiri potansiyeli yüksek olan riskli projelere yatırım yapılması ve bu girişimlerin başarısızlıkla sonuçlanması durumunda, başarısızlığı borç verenlerle paylaşmakta, ancak tam tersi bir şekilde, başarı sağlanarak, bir refah artışı sağlandığında ise büyük ölçüde firmaya öz sermaye şeklinde kaynak sağlayanlar daha avantajlı olmaktadır. Ayrıca, firmanın faaliyetlerinde başarısız olarak iflas durumu ile karşı karşıya kalması, hissedarların ve yatırımcıların, iflas öncesinde temettü şeklinde sağladıkları getirileri borç verenlerle paylaşma yükümlölükleri bulunmadığından, önceki zamanlarda firmanın yüksek oranlarda temettü dağıtmasına bağlı olarak, hissedarların firmadan bir şekilde getiri elde etmelerine olanak tanımaktadır. Başka bir deyişle, temettü dağıtımı ile firmanın sahip olduğu varlıklarından firmanın hissedarlarına kaynak aktarımı yapılmaktadır. Bu kaynak aktarımının maliyeti, firmanın toplam değerinin düşmesine neden olmakta, bu düşme ile yaşanan olumsuz tablo hem borç verenler hem de hissedarlar tarafından paylaşılırken, aksine getiri yalnızca paydaşların olmaktadır. Dolayısıyla, temettü dağıtımı borç verenlerin menfaatine bir durum ortaya çıkarmamaktadır. Çünkü yüksek miktarda temettü dağıtımı yapılması, firmaya borç şeklinde sağlanan kaynağın güvencesi durumundaki varlıkların değerinin azalmasına neden olmaktadır. Bu durum da, hem yüksek finansal kaldıraç oranı ile faaliyetlerini sürdüren hem de yüksek oranlarda temettü dağıtımı yapan firmalarda, borç verenlere kıyasla sermayedarların daha büyük miktarlarda servet transferi yapılmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla, yüksek oranda yapılan temettü ödeme ödemeleri ile sermayedarların servetlerini artırma eğiliminde olduklarının farkında olan borç verenler, firmaya borcun sağlanması aşamasında, firmanın yapabileceği temettü dağıtım oranına ilişkin, bir takım kısıtlamalar koyarak kendilerini güvence altına almaya çalışmaktadırlar.

## 2. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Bu bölümde, uygulamada kurulacak modele yol göstermesi amacıyla firmalarda temettü politikalarını etkileyen faktörlerin tespit edilmesine yönelik çalışmalar incelenerek, analiz edilmiştir. Öncelikle Türkiye dışında yapılan çalışmalar gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ayrımına tabi tutulmuş, daha sonra bu konuyla ilgili Türkiye’de yapılmış olan çalışmalara yer verilmiştir.

### 2.1. Gelişmiş Ülkelerde Yapılmış Çalışmalar

Bu bölümde; ABD, İngiltere, Japonya, Fransa, İsviçre, Avustralya gibi gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren firmaların temettü dağıtım politikalarına etki eden faktörlerin tespit edilmesine yönelik yapılmış çalışmalara yer verilmiştir.

**Lintner (1956):** Finans literatüründe firmaların temettü politikalarını belirleyen faktörlerin tespiti üzerine yapılan çalışmalar arasında ilklerden biri olma özelliğini taşıyan araştırmasında, ABD’de faaliyet gösteren 28 firmanın yöneticileriyle görüşmüştür. 1947-1953 yılları arasını kapsayan verileri kullandığı çalışmasında, firma yöneticileri ile yaptığı görüşmelerde elde ettiği bilgilere dayanarak, firmaların temettü politikalarındaki değişikliklere etki eden unsurları tanımlamaya yönelik bir model kurmuştur.

Araştırmasının sonucunda elde ettiği bulgular, firma yöneticilerinin temettü politikalarını oluşturlarken, temettü dağıtımında süreklilik sağlamak ve tutarlı bir yükseliş eğilimi yakalamak gayretinde olduklarını desteklemektedir. Firmaların bu amaçlarına ulaşabilmelerinde en önemli faktörün ise uzun vadeli gelirler olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca firmaların temettü dağıtım miktarlarını artıracaklarına ilişkin yaptıkları açıklamalara piyasalar tarafından pozitif, tam tersi olarak temettü dağıtım miktarında bir azaltıma gideceklerine ilişkin açıklamalarına ise piyasalarca negatif bir reaksiyon verildiği de çalışmasına ilişkin elde ettiği bulgular arasındadır.

**Rozeff (1982):** Jensen ve Meckling (1976)’in temsil sorununa ilişkin yaklaşımlarından yola çıktığı çalışmasında, firmaların belirledikleri temettü politikaları ile temsil maliyetlerini azaltabilecekleri fikri üzerine odaklanmıştır.

Rozeff'e göre, yüksek oranda temettü dağıtımı firmaların temsil maliyetlerini azaltıcı yönde bir etki yapabilmektedir. Bu düşüncesini üç temel fikir çerçevesinde açıklamaya çalışmıştır. Bunlardan ilki, yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması durumunda, firma yöneticilerinin gelecek dönemlerde temettü dağıtım oranlarında bir azaltıma giderek, sermaye piyasalarına olumsuz işaretler vermek zorunda kalmamak için sürekli olarak pozitif Net Bugünkü Değeri (NBD) olan projeleri bulmaya yönelik olarak performanslarını artırma çabaları içinde oldukları düşüncesidir. Bir diğer düşüncesi, firma yöneticilerinin sadece kendi menfaatlerini göz önünde tutarak, firma ölçeğini artırmaya yönelik negatif NBD'si olan yatırımlara yönelmek yerine, yeni yatırımların gerçekleştirilmesinde kontrollerindeki içsel kaynak kullanımını dışsal kaynaklara yönlendirmek mecburiyetinde kalacaklarıdır. Bununla birlikte, yeni yatırımların planlanması ile ortaya çıkacak finansman ihtiyacının giderilmesi noktasında, firma yöneticilerinin sermaye piyasalarına daha çok başvurmak zorunda kalacaklarını ve dolayısıyla da sermaye piyasası aktörlerince artan denetim faaliyetleri ile karşı karşıya kalacaklarıdır. Söz konusu durum da, yeni kaynağın hangi koşullarda sağlandığı hakkında mevcut hissedarlara önemli bilgiler sağlayarak, firma yöneticilerinin kendi menfaatleri doğrultusunda rahat hareket edebilme kabiliyetlerini sınırlandıracaktır.

Temsil maliyetlerinin düşürülerek, firma değerinin maksimize edilmesi noktasında, temettü politikalarının rolünü test ettiği araştırmasında, 64 sektörü temsil eden 1000 firmaya ait 1974-1980 arası yedi yıllık dönemi kapsayan verileri kullandığı çalışmada çoklu regresyon analizi yöntemini uygulamıştır.

Araştırmasının sonucunda elde ettiği bulgular, bağımlı değişken olan temettü dağıtım oranı ile temsil maliyetlerinin etkisini ölçen hissedar yöneticilerin paydaşlık oranı, dış kaynak sağlamanın maliyetini yansıtan geçmiş (satış gelirlerindeki büyüme hızı) ve beklenen (satış gelirlerinde beklenen büyüme hızı) büyüme oranlarına ilişkin değişken ve beta arasında negatif, firmanın hisse senetlerinin ne kadar fazla sayıda hissedara dağıldığını temsil eden hissedar sayısı değişkeni arasında ise pozitif yönlü bir ilişkinin var olduğu yönündedir.

**Baker vd. (2001):** Çalışmalarında Amerika Birleşik Devletleri Nasdaq Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören firmaların temettü politikalarına ilişkin kararların alınmasında hangi faktörlerin etkileri olduğunu, 1996-1997 yılları arasındaki iki yıllık dönemde işlem gören 651 şirketin üst düzey yöneticileri ile yaptıkları anket yöntemiyle tespit etmişlerdir. CEO (Chief Executive Officer) ve CFO (Chief Financial Officer) seviyesindeki yöneticilere mektup ile gönderilen anketlere 188 adet değerlendirilebilir yanıt alınmış ve bu noktadan hareketle çalışmaya ilişkin değerlendirilmeler gerçekleştirilmiştir.

Anket uygulaması ile gerçekleştirilen araştırmada üç bölüm bulunmaktadır. İlk bölümde ankete katılan üst düzey yöneticilere yöneltilen sorular ile firmalarının temettü politikalarına ilişkin kararların alınmasında anket kapsamında seçilen 22 faktör içinde kendilerine göre en önemli olanların hangileri olduklarını belirtmeleri talep edilmiştir. İkinci bölümde ankete yanıt veren yöneticilerin iş deneyimleri ve geçmişleri ile ilgili sorular yöneltilmiştir. Son bölümde ise, temettü politikalarına ilişkin beyan edilen 27 genel açıklamaya katılıp katılmadıkları ile ilgili düşünceleri sorulmuştur.

Elde edilen bulgular üç alt bölüm çerçevesinde değerlendirilmiştir. Birinci bölümde, ankete yanıt veren firma yöneticilerinin kendi firmalarında temettü politikalarının belirlenmesine ilişkin kararların verilmesinde birçok önemli faktörün hangilerinin etken oldukları analiz edilmeye çalışılmıştır. İkinci bölümde, reel ve mali sektörde faaliyet gösteren firmaların üst düzey yöneticilerinin temettü politikalarının belirlenmesinde hangi faktörleri göz önünde bulundurdıklarına ilişkin farklılıkların olup olmadığı araştırılmıştır. Son bölümde ise, firma yöneticilerinin temettü politikalarını yönlendirmelerine ve yönetmelerine ilişkin yanıtları değerlendirilmiştir.

Çalışmaları sonucunda elde ettikleri bulgulara göre, Nasdaq Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören firmaların temettü politikalarına önceki dönemlerde dağıtılan temettü miktar ve şekilleri, firma kazançlarındaki istikrar ile cari dönem kazançları ve gelecekte beklenen kazançların etkili olduklarını belirlemişlerdir. Ayrıca söz konusu faktörler, araştırmacıların daha önce New York Menkul

Kıymetler Borsası (New York Stock Exchange, NYSE)'nda işlem gören firmalar üzerine yaptıkları çalışmaları sonucunda elde ettikleri bulgular ile paralellik göstermektedir. Bununla birlikte, birçok yöneticinin temettü politikalarına ilişkin kararlarının Lintner (1956) modeli ile tutarlı olduğu da elde edilen bulgular arasında yer almaktadır.

**Ho (2003):** Çalışmasında Asya-Pasifik bölgesinin en gelişmiş ekonomileri arasında yer alan Avustralya ve Japonya sermaye piyasalarında faaliyet gösteren farklı kültürel, finansal, yasal ve politik çevre koşullarınca etkilenen firmaların izledikleri temettü politikalarını karşılaştırılmalı olarak analiz etmiştir. Araştırmasında Avustralya Menkul Kıymetler Borsası (ASX-200 Index)'nda işlem gören 140 firma ve Japonya Menkul Kıymetler Borsası (Nikkei 225 Index)'nda işlem gören 192 firmaya ait 1992-2001 yılları arasındaki on yıllık dönemi kapsayan veriler yardımıyla bir panel veri uygulaması yapmıştır.

Bölgesel ve küresel piyasalar ile etkileşimde olan firmaların temettü politikalarının belirlenmesinde pek çok faktör etken olmaktadır. Bu çalışmada, farklı çevre koşullarından etkilenen iki ülke firmalarının temettü ödeme kararlarının hangi faktörler tarafından etkilendikleri yedi değişken yardımı ile eşanlı olarak yapılan analiz ile tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışmanın bağımlı değişkeni temettü ödeme oranıdır. Bağımlı değişken üzerindeki etkileri analiz edilen faktörler ise, kârlılığı temsilen yatırılan sermayenin getirisi (Return on Capital Employed, ROCE), piyasa değerini temsilen firma büyüklüğü, likidite durumunu temsilen çalışma sermayesi oranı, kaldıraç etkisini temsilen borç/özkaynak oranı, riski temsilen beta, aktiflerin etkisini temsilen net sabit varlıkların toplam varlıklara oranı ve büyümeyi temsilen ise PD/DD değişkenleridir.

Elde edilen bulgulara göre, özellikle yasal düzenlemelere bağlı olarak avantajlı bir vergilendirme sisteminin bulunduğu Avustralya'da faaliyet gösteren firmaların Japon firmalarına kıyasla daha fazla temettü dağıtma eğilimi gösterdikleri belirlenmiştir. Avustralya'da faaliyet gösteren firmaların uyguladıkları temettü politikalarının, büyüklük faktöründen pozitif yönlü etkilendiği, Japonya'da faaliyet gösteren firmaların ise likidite düzeyi faktöründen pozitif, iş riski faktöründen ise

negatif yönde etkilendikleri elde edilen sonuçlar arasındadır. Ayrıca analiz sonucu elde edilen bulgular hem Avustralya hem de Japonya’da faaliyet gösteren firmaların temettü politikalarının şekillendirilmesinde Sinyal Teorisi, Temsil ve İşlem Maliyeti Teorileri’nin geçerliliğini destekler niteliktedir.

**Kang (2006):** Ülkeler arasındaki makro ekonomik çevre, ekonomik gelişme düzeyi, yasal düzenlemeler, uygulanmakta olan vergi sistemi, piyasa işlem maliyetleri ve diğer kurumsal faktörlerin farklılıklarına odaklandığı çalışmada, dört gelişmiş ülkenin (Avustralya, Fransa, İngiltere ve Amerika Birleşik Devletleri-ABD) sermaye piyasasında faaliyet gösteren firmaların temettü dağıtım oranlarını (Dividend Payout Ratio, DPR) hangi faktörlerin ne kadar etkilediğini birçok değişken yardımı ile eş zamanlı olarak analiz etmiştir. Analiz aşamasında 1986-1995 yılları arasındaki on yıllık dönemde Avustralya’da 43, Fransa ve İngiltere’de 53’er, ABD’de faaliyet gösteren 88 olmak üzere toplam 237 firmanın temettü dağıtım oranlarına ilişkin verilerini kullanarak çoklu lojistik regresyon yöntemini uygulamıştır. Çalışmada kullanılan veriler Datastream International Company Accounts (DICA) veri tabanı, Moody’s International Manual ve firmaların yayınladıkları yıllık mali tablolardan elde edilen bilgilerden temin edilmiştir.

Elde edilen bulgulara dayanılarak, firmaların temettü dağıtım oranlarını etkileyen faktörler ile ilgili hem genel olarak hem de ülkeler bazında önemli çıkarımlara ulaşılmıştır. Çalışmaya konu olan tüm ülkeler çapında genel bir değerlendirme yapıldığında, firmaların temettü dağıtım oranları ile cari kazançlar, likidite durumu, amortisman, endüstri türü ve bağıl vergi oranı (sermaye kazancı üzerinden hesaplanan vergi oranı / nakit temettü üzerinden hesaplanan vergi oranı) değişkenleri arasında pozitif yönlü, firma büyüklüğü, büyüme oranı, firma riski, hisse senedi ihraç giderleri, hisse senedi geri alımı şeklinde yapılan temettü ödeme yöntemi ve firma yönetiminin ortaklardan oluştuğu (insider ownership) idare yapısı değişkenleri arasında ise negatif yönlü anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Analiz sonucunda, ülkeler bazında elde edilen bilgilere göre ise, ülkelerin finansal yapılarının farklılıklarından kaynaklanan etkiler dolayısıyla her ülkede firmaların temettü dağıtım oranlarının farklı faktörlerce etkilendiği tespit edilmiştir.

Buna göre, Avustralya’da faaliyet gösteren firmaların temettü dağıtım oranlarını; cari kazançlar, gelecekte elde edilecek kazançlar, borç rasyosu, büyüme oranı, firma riski, hisse senedi geri alımı şeklinde uygulanan temettü ödeme yöntemi ve endüstri türleri değişkenleri etkilemektedir. Fransa’da faaliyet gösteren firmaların temettü dağıtım oranlarını; cari kazançlar, firma büyüklüğü, firma yönetiminin ortaklardan oluştuğu hissedar-yönetici şeklinde örgütlenen idare yapısı, firma riski, hisse senedi geri alımı şeklinde uygulanan temettü ödeme yöntemi, likidite durumu, amortismanlar ve endüstri türleri değişkenlerince etkilenmektedir.

İngiltere’de faaliyet gösteren firmaların temettü dağıtım oranlarına; cari kazançlar, gelecekte elde edilecek kazançlar, borç rasyosu, büyüme oranı, firma riski ve amortismanlar etki ederken, ABD’nde faaliyet gösteren firmaların temettü dağıtım oranlarının ise, cari kazançlar, firma yönetiminin ortaklardan oluştuğu hissedar-yönetici şeklinde örgütlenen idare yapısı, büyüme oranı, hisse senedi geri alımı şeklinde uygulanan temettü ödeme yöntemi ve endüstri türü değişkenlerince etkilendiği saptanmıştır.

**Stacescu (2006):** İsviçre Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören firmaların temettü ödemelerine ilişkin uyguladıkları politikaların hangi faktörlerce etkilendiklerini ve ilgili firmaların zaman içerisinde temettü ödeme miktarlarında sergiledikleri değişimleri tespit etmeye odaklandığı çalışmada, 2000-2003 dönemine ilişkin 175 firmaya ait verileri kullanmıştır. Uygulamada veri kaybı olmaması için kamu ve mali sektörde faaliyet gösteren firmalar ile ilgili dönemde borsaya kayıtlı olmalarına rağmen süreklilik kısıtlamasını iflas, birleşme veya başka bir nedenle sağlayamayan firmaları araştırma kapsamına dahil etmemiştir.

Firmaların temettü ödeme politikalarına etki eden faktörleri test ettiği çalışmasının ilk kısmında, firmaların büyüme fırsatlarının etkisini PD/DD oranını, firma büyüklük ölçüsünün etkisini ise toplam varlıklara ve toplam satışlara ilişkin mali tablolardan elde edilen verileri kullanarak analiz etmiştir. Kârlılığın temettü politikaları üzerindeki etkisinin ölçümü için varlıkların kazanma gücü (Return on Assets, ROA) ile sermayenin kazanma gücü (Return on Equity, ROE) değişkenlerini kullanmış, firmalara ait risklerin temettü ödeme kararları üzerindeki etkisini

belirlemek için ise fiyat değişkenlikleri ile beta değerlerinden yararlanmıştır. Ayrıca firmaların fon kaynakları arasında yer alan ve firmalara çeşitli yükümlülükler getiren borçlanma sözleşmelerinin temettü politikaları üzerindeki etkilerini test etmek üzere kaldıraç oranlarından faydalanmış olup, ortaklık yapısı ile ilgili verileri de ekleyerek İsviçre’de faaliyet gösteren firmaların temettü ödeme politikalarına etki eden faktörleri analiz etmiştir.

Çalışması sonucunda elde ettiği bulgulara göre, gelişmiş bir piyasa olan İsviçre’de faaliyet gösteren firmaların temettü politikalarını kârlılık, firma büyüklüğü ve ortaklık yapısı değişkenlerinin pozitif yönde, PD/DD, firma riskleri ve kaldıraç oranı değişkenlerinin ise negatif yönde etkilemektedir.

**Juma’h ve Pacheco (2008):** Çalışmalarında, ABD sermaye piyasasında faaliyet gösteren farklı finansal özelliklere sahip imalat sektörü firmalarının nakit temettü dağıtım politikası benimseyip benimsemediklerini ve yöneticilerin şahsi düşüncelerinin temettü politikalarının şekillendirilmesinde bir etkisinin olup olmadığını 1994-2003 yılları arasındaki on yıllık dönem kapsamında 132 firmanın nakit temettü açıklaması ile ilgili verilerini kullanarak regresyon yöntemiyle test etmişlerdir.

Firmaların nakit olarak temettü ödeme kararlarının içsel ve dışsal faktörlerden etkilendiği bilinmektedir. Araştırmacıların bu çalışmaları ile amaçladıkları, farklı finansal niteliklere sahip firmaların nakit olarak temettü ödeme kararlarının hangi faktörler tarafından etkilendiğinin tespit edilmesidir. Söz konusu amacın gerçekleştirilmesi için kârlılık oranları, likidite oranları, yatırım ve büyüme faktörü, yatırımcıların algılayışları, firma riski ve firma büyüklüğü değişkenleri eşanlı olarak analiz edilmiştir. Kârlılık oranları; faaliyetlerden elde edilen gelirler/toplam varlıklar ve vergi sonrası kâr/toplam varlıklar olmak üzere iki ayrı değişken olarak hesaplanmış ve analizde kullanılmıştır. Likidite oranlarını temsilen ise (dönen varlıklar/kısa vadeli borçlar) ile hesaplanan cari oran ve toplam borçlar/toplam varlıklar bölümü ile hesaplanan rasyolar analiz kapsamına dahil edilmiştir.

Elde edilen bulgulara göre, firmaların nakit olarak temettü ödeme kararı almalarında kârlılık oranları, likidite oranları ve firma büyüklüğü en önemli faktörlerdir. Bununla birlikte firma riskinin ölçüsü olarak uygulamada kullanılan beta değişkenine ilişkin veriler değerlendirildiğinde, nakit temettü politikası benimseyen firmaların söz konusu politikayı benimsemeyen diğer firmalara kıyasla yatırımcılar tarafından daha düşük riskli firmalar olarak değerlendirildikleri belirlenmiştir.

**Atmaja (2009):** Avustralya sermaye piyasasında faaliyet gösteren firmaların temettü dağıtım politikalarına etki eden faktörleri saptamayı amaçladığı ampirik çalışmada 1994-2004 yılları arasındaki onbir yıllık dönemde Avustralya Menkul Kıymetler Borsası (Australian Stock Exchange, ASX)'nda işlem gören 829 firmaya ait verileri kullanarak bir panel veri analizi yapmıştır.

Uygulama aşamasında ASX'e kayıtlı firmaların temettü dağıtımına ilişkin davranışları birçok değişken yardımı ile eş zamanlı olarak analiz edilmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkeni olan ve Hisse Başına Kazanç / Hisse Başına Kâr oranlamasıyla ölçülen temettü ödeme oranı üzerinde sermayenin en az %5 payını temsil eden ve büyük ortaklar olarak nitelendirilen hissedarların oluşturduğu ortaklık yapısı etkisini, vergi sonrası net kârın toplam varlıklara oranlanmasıyla elde edilen kârlılık etkisini, kümülatif borçların aktif toplamına oranlanması ile elde edilen kaldıraç etkisini, toplam aktiflerin doğal logaritmalarının alınması ile hesaplanan firmalara ait büyüklük ölçüsü etkisini, sermaye harcamalarının toplam varlıklara oranlanması ile elde edilen yatırımların etkisini ve PD/DD oranlaması ile elde edilen büyüme fırsatları etkisini test etmiştir. Bununla birlikte, çifte vergilendirmeye neden olan ve Klasik Vergi Sistemi olarak bilinen vergilendirme politikalarının 1987 yılında Avustralya'da yapılan değişikliklerle yeniden düzenlenmesiyle çifte vergilendirme sorunlarının ortadan kaldırıldığı yeni vergilendirme sisteminin, firmaların temettü politikaları üzerindeki etkisini ölçmek üzere ödenen vergi değişkeni de araştırma kapsamındaki kurulan modele dahil edilmiştir.

Çalışmanın sonucunda firmaların temettü dağıtım politikaları ile ortaklık yapısı, kârlılık, firma büyüklüğü değişkenleri arasında pozitif yönlü, temettü dağıtım

politikaları ile ödenen vergi, kaldıraç, büyüme fırsatları, iş riski ve yatırım kararları parametreleri arasında ise negatif yönlü bir ilişkinin olduğunu saptamıştır.

**Gill vd., (2010):** Çalışmalarında, Amerika Birleşik Devletleri'nde imalat ve hizmet sektörlerinde faaliyet gösteren firmaların temettü politikalarına etki eden faktörleri test etmişlerdir. Uygulamada kullandıkları veriler 2007 yılında sermaye piyasasında faaliyet gösteren 266 firmayı ait olup, söz konusu veriler firmaların Securities and Exchange Board of USA'da kamuya beyan ettikleri yıllık mali tablolarından yararlanılarak elde edilmiştir.

Çalışmanın bağımlı değişkeni Hisse Başına Kazanç/Hisse Başına Kâr oranlamasıyla ölçülen temettü ödeme oranıdır. Bağımlı değişken üzerindeki etkileri analiz edilen faktörler ise, faiz ve vergi öncesi kârın, toplam varlıklara oranlanmasıyla elde edilen kârlılık değişkeni, firmaların temel faaliyetlerinden elde edilen gelirlerin logaritması alınarak hesaplanan nakit akışı değişkeni, kurumlar vergisinin vergi öncesi kâra oranlanması ile elde edilen vergi değişkeni, toplam yabancı kaynakların (borçlar) özkaynaklar toplamına oranlanması ile elde edilen kaldıraç değişkeni, (cari satışlar-önceki satışlar)/önceki satışlar oranlaması ile hesaplanan büyüme değişkeni ve (dönem başı hisse senedi fiyatı/hisse başına net varlık değeri) oranlaması ile elde edilen PD/DD değişkenidir.

Analiz sonucunda firmaların temettü dağıtım oranlarının kârlılık, büyüme ve kaldıraç faktörlerinin bir fonksiyonu olduğu saptanmıştır. İmalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların temettü ödeme oranları ile kârlılık arasında negatif yönlü, vergi ve PD/DD faktörleri arasında ise pozitif yönlü anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca hizmet sektöründe faaliyet gösteren firmaların temettü dağıtım oranları ile kârlılık ve kaldıraç faktörleri arasında pozitif yönlü, büyüme faktörü ile de negatif yönlü bir ilişkinin olduğu çalışma sonucunda elde edilen bulgular arasında yer almaktadır.

**Al Shabibi ve Ramesh (2011):** Ampirik çalışmada, İngiltere'de faaliyet gösteren firmaların temettü politikalarına etki eden faktörler kurumsal yönetişime ilişkin etkenler ve firmalara özgü etkenler olmak üzere iki bölüm olarak

sınıflandırılmıştır. Uygulamada kullanılan veriler 2007 yılında sermaye piyasasında faaliyet gösteren 90 firmayı ait olup, söz konusu veriler Forecasting Analysis and Modelling Environment (FAME) olarak bilinen veri tabanı ile firmaların kamuya beyan ettikleri yıllık mali tablolarından yararlanılarak elde edilmiştir.

Çalışmada, kurumsal yönetim kapsamında oluşturularak uygulamaya dahil edilen faktörler, yönetim kurulunu meydana getiren kişi sayısı, kurul bağımsızlığı ve denetim şekli olarak belirlenmiş olup, firmalara özgü etkenler ise, firma büyüklüğü, kârlılık, borçlanma oranı, büyüme, firma riski, endüstri türü ve varlık yapısıdır.

Yönetim kurulu kişi sayısı değişkeni ile araştırma kapsamındaki firmaların yönetim kurullarını oluşturan toplam üyelerin sayısı, yönetim kurulu bağımsızlığı değişkeni ile firma dışından bağımsız olarak kurula katılan üye sayısı, denetim şekli değişkeniyle ise firmaların bağımsız dış denetim firmalarınca denetlenmesi ifade edilmektedir.

Firmalara özgü faktörlerden, firma büyüklüğü değişkeni istihdam edilen toplam kişi sayısının logaritması, kârlılık değişkeni hisse başına kâr, borçlanma oranı değişkeni hissedarların likidite rasyosu, firma riski değişkeni beta, büyüme değişkeni fiyat/defter değeri oranı, endüstri türü değişkeni firmanın imalat şirketi olup olmadığı, varlık yapısı değişkeni ise araştırmaya konu olan firmaların toplam varlıkları içerisindeki sabit varlıkların oranlarının hesaplanması ile elde edilmiştir.

Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre, firmaların temettü dağıtım politikaları ile kurul bağımsızlığı, kârlılık, firma riski ve firma büyüklüğü parametreleri arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Bir başka ifadeyle, çalışmaya konu olan dönemde faaliyet gösteren firmalarda, kârlılık, risk, büyüme ve yönetim kurullarına firma dışından bağımsız olarak katılan üye sayısı artıkça temettü ödeme miktarları da artmaktadır. Analiz sonucunda diğer değişkenler ile temettü politikaları arasında ise istatistiksel olarak anlamlı ilişkilerin varlığı gözlemlenmemiştir.

## 2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Yapılan Çalışmalar

Bu bölümde Ürdün, Kuveyt, Suudi Arabistan, Katar, Bahreyn, Umman, Yunanistan, Malezya, Bulgaristan, Brezilya, Gana, Pakistan, Tunus, Bangladeş, Yeni Zelanda ve İran gibi gelişmekte olan ülkelerde firmaların temettü dağıtım politikalarına etki eden faktörlerin tespit edilmesine yönelik yapılmış çalışmalar incelenmiştir.

**Pandey (2003):** Malezya Kuala Lumpur Menkul Kıymetler Borsası (Kuala Lumpur Stock Exchange, KLSE)'nda 1993-2000 yılları arasındaki sekiz yıllık dönemde işlem gören 248 firmaya ait verilerin kullanıldığı çalışma üç aşamada gerçekleştirilmiştir. İlk aşamada, KLSE'de faaliyet gösteren firmaların temettü ödeme oranlarının sektörlere göre bir farklılık gösterip göstermediği tek yönlü Kruskal-Wallis (K-W) varyans analizi yöntemiyle test edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, KLSE'de işlem gören firmaların temettü ödeme oranları arasında istatistiksel olarak anlamlı ve önemli farklılıklar bulunmaktadır. Zirai ve tüketim malları üreten firmalar faaliyet gösterdikleri sektörlere özgü koşullara bağlı olarak büyüme fırsatlarının yetersiz olması nedeniyle yüksek temettü ödeme politikasını tercih ederlerken, ticaret ve hizmet sektörlerinde faaliyet gösteren firmalar kârlılıklarının düşük olması ve inşaat sektöründe faaliyet gösteren firmalar ise büyümeye ilişkin yatırım fırsatları yakaladıklarında yüksek finansman ihtiyacına gereksinim duymaları nedeniyle düşük temettü ödeme politikasını benimseme eğilimindedirler.

Firmaların elde ettikleri gelirlerde meydana gelen değişimlerin temettü dağıtım politikaları üzerindeki olası etkilerini araştırdığı çalışmasının ikinci aşamasında, Malezya'da faaliyet gösteren firmaların gelirlerde meydana gelen farklılıklara aşırı duyarlı olduklarını tespit etmiştir. Başka bir ifadeyle, firmaların elde ettikleri kazançlarda pozitif yönlü artışlar meydana geldiğinde temettü dağıtım miktarları da aynı yönde artarken, gelir kayıpları olduğu zaman ise firmaların temettü dağıtım miktarlarında bir azaltma politikası izledikleri gözlemlenmiştir. Ayrıca, firmaların gelirlerinde bir kayıp ihtimali ile karşılaşacaklarını tahminledikleri

dönemlerde de temettü dağıtımından vazgeçme eğilimi sergiledikleri de tespit edilen bulgular arasındadır.

Çalışmanın son aşamasında ise, araştırma kapsamındaki firmaların istikrarlı bir temettü politikası uygulayıp uygulamadıklarını Lintner (1956) modeli yardımı ile panel veri analizi yöntemi uygulayarak test etmiştir. Elde edilen bulgulara göre, geçmiş dönemlerde dağıtılan temettü miktarlarının ve cari dönemde elde edilen gelirlerin, mevcut dönemde planlanan temettü ödemesine ilişkin verilecek kararlarda önemli bir belirleyici etken olduğunu tespit etmiştir. Bu durum Malezya firmalarının temettü ödeme hedeflerini genel olarak düşük tuttuklarını, cari gelişmeler ışığında temettü politikalarını belirlediklerini, dolayısıyla da Malezya firmalarının temettü politikalarının istikrarlı olmaktan ziyade değişken olduğunu göstermektedir.

**Eriotis (2005):** Çalışmasında gelişmekte olan piyasalar arasında yer alan Yunanistan'da faaliyet gösteren firmaların temettü politikalarına hangi faktörlerin etki ettiğini 1996-2001 yılları arasındaki altı yıllık dönemde Atina Menkul Kıymetler Borsası (Athens Stock Exchange, ASE)'nda işlem gören 149 firmaya ait verileri kullanarak panel veri analizi yöntemi ile test etmiştir.

Analizin temelini Lintner (1956)'ın çalışmasındaki model oluşturmaktadır. Lintner, söz konusu çalışmasında, firmaların çok büyük bir bölümünün uzun vadeli hedef temettü oranları belirlemiş olduklarını, piyasadaki risklerin değişkenliğine bağlı olarak karlılıklarda devamlılık sağlanamayacağı ihtimalini göz önünde bulunduran firma yöneticilerinin cari dönemde elde edilen kârlarda meydana gelen artışları temettü dağıtım oranlarına uzun vadeye yayarak küçük oranlarda yansıtmaya eğiliminde olduklarını, temettü dağıtım oranlarını mümkün olduğunca düşürmekten kaçındıklarını, dolayısıyla geçmiş dönemlerdeki temettü dağıtımlarının ve firma büyüklüğünün temettü dağıtım kararlarında önemli etkilerinin olduğunu tespit etmiştir. Bu bilgilerden yola çıkan Eriotis, ASE'de işlem gören firmaların temettü dağıtım kararlarının Lintner'in çalışması ile paralellik gösterip göstermediğini kurduğu model yardımı ile analiz etmiştir.

Ampirik çalışmada elde ettiği bulgulara göre, ASE’de işlem gören firmaların temettü dağıtım politikalarını, dağıtılmış karların ve firma büyüklüğü faktörlerinin önemli ölçüde etkilediğini, istatistiksel olarak %95,4 oranındaki açıklama gücüne sahip sonuçlar doğrultusunda tespit etmiştir. Bununla birlikte, Yunan firmalarının genel bir temettü politikaları bulunduğunu; bu kapsamda temettü dağıtım kararlarını belirlemiş oldukları temettü dağıtım oranlarına göre şekillendirdiklerini, ancak cari dönem kârlarına ve firma büyüklüğü ölçülerine göre temettü dağıtım oranlarında değişen koşullara bağlı olarak düzeltmeler yaptıklarını tespit etmiştir.

**Amidu ve Abor (2006):** Çalışmalarının başlıca amacı Gana Menkul Kıymetler Borsası’ na (Ghana Stock Exchange, GSE) kayıtlı firmaların temettü dağıtım oranı kararlarına ilişkin politikalarını etkileyen başlıca faktörlerin tespit edilmesidir.

Uygulama aşamasında GSE’ye kayıtlı 20 firmaya (GSE’nin %76’sını temsil eden) ait veriler kullanılarak, 1998-2003 yılları arasında firmaların temettü dağıtım oranlarına ilişkin davranışları birçok değişken yardımı ile eş zamanlı olarak analiz edilmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkeni Hisse Başına Temettü / Hisse Başına Kazanç oranlamasıyla ölçülen temettü ödeme oranıdır. Söz konusu bağımlı değişkeni açıklayıcı etkileri analiz edilen bağımsız değişkenler ise sırasıyla; kârlılık, risk, nakit akışı, kurumlar vergisi, ortaklık yapısı (temsili maliyetlerinin etkisini ölçmek üzere büyük ortakların sermaye paylarını temsil eden oranları kullanılmıştır), (yatırım fırsatlarının etkilerini temsilen) büyüme ve PD/DD oranıdır.

Ampirik çalışmada elde edilen bulgulara göre, bağımlı değişken olan temettü dağıtım oranı ile bağımlı değişkeni açıklayıcı kârlılık, nakit akışı ve kurumlar vergisi parametreleri arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Risk, yatırım fırsatlarının etkisini temsilen kurulan modelde yer alan satışlardaki büyüme ile PD/DD değişkenleri ve temsili maliyetlerinin etkisini ölçmek üzere modele eklenen ortaklık yapısı değişkeni ile temettü dağıtım oranı arasında ise negatif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Elde edilen sonuçlar özetlendiğinde; kârlı ve likiditesi yüksek firmaların, kazaçları değişken (belirsiz), büyük ortakların mevcudiyetinin sermaye payı içindeki

oranları yüksek olan firmalara (temsilci maliyetini minimize etme arzusundadırlar), satışları büyüyen ve PD/DD oranı yüksek (yatırım fırsatları yüksek) olan firmalara göre daha fazla temettü dağıtma eğiliminde oldukları saptanmıştır.

**Naceur vd., (2006):** Çalışmalarında, Tunus Menkul Kıymetler Borsası (Tunisian Stock Exchange, TSE)'nda işlem gören firmaların istikrarlı bir temettü ödeme politikalarının olup olmadığını ve söz konusu firmaların temettü ödeme politikalarına hangi faktörlerin ne kadar etkisi olduğunu araştırmışlardır. 1996-2002 yılları arasındaki yedi yıllık dönemde faaliyet gösteren 48 firmaya ait mali tablolardan elde edilen veriler yardımı ile oluşturulan modeller hem statik hem de dinamik panel veri yöntemleriyle test edilmiştir.

Uygulamanın ilk bölümünde, Lintner (1956)'ın çalışmasının temelini oluşturan modellemeden yararlanarak, her firmanın istikrarlı bir temettü dağıtım politikası olup olmadığına ilişkin analizler gerçekleştirilmiştir. Analiz sonucunda araştırma kapsamında bulunan firmaların temettü dağıtım politikalarını geçmiş dönemlerde dağıtılan temettü miktarları ile cari dönemde elde edilen gelirlerin şekillendirdiği tespit edilmiştir. Ancak, cari dönem gelirlerinin dağıtılmış temettü miktarlarına kıyasla temettü politikalarının belirlenmesinde daha önemli bir etkisinin olduğu da elde edilen bilgiler arasında bulunmaktadır.

Araştırmanın ikinci bölümünde, firmaların temettü dağıtım kararlarının hangi faktörlerce etkilendiği belirlenmeye çalışılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, kârlılık TSE'de işlem gören firmaların temettü politikalarının belirlenmesinde en önemli faktördür. Bunun nedeni istikrarlı gelire sahip olan ve kârlılıklarını arttıran firmaların düzenli nakit akışı sağlamalarından dolayı daha fazla temettü ödeme eğiliminde olmalarıdır. Çalışmanın sonucunda, ne ortaklık yapısı ne de finansal kaldıraç faktörlerinin Tunus firmalarının temettü dağıtım kararlarında açıklayıcı bir değişken olmadıkları belirlenmiştir. Likidite durumu ve firma büyüklüğü faktörleri ile temettü ödeme politikaları arasında ise negatif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

**Al-Kuwari (2009):** Körfez İşbirliği Konseyi (Gulf Co-operation Council, GCC) olarak ifade edilen ve Kuveyt, Suudi Arabistan, Umman, Katar ile Bahreyn

gibi gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarında faaliyet gösteren mali nitelikli olmayan firmaları kapsayan çalışmada, özellikle Temsil Maliyeti ve İşlem Maliyeti Teorisi çerçevesinde firmaların temettü politikalarını etkileyen faktörleri analiz etmiştir.

Çalışmada, GCC kapsamındaki ülkelere ilişkin 191 firmanın 1999-2003 dönemi faaliyetlerine ait veriler kullanılarak, yedi hipotezin test edildiği bir panel veri uygulaması yapılmıştır. Analizin bağımlı değişkeni  $[(\text{Nakit Temettü/Net Kâr}) * 100]$  formülü ile hesaplanan temettü ödeme oranı olarak belirlenmiştir. Bağımlı değişkene etki eden unsurları tespit etmeye yönelik bağımsız değişkenler ise ortaklık yapısı, serbest nakit akışı, firma büyüklüğü, büyüme fırsatları, finansal kaldıraç, iş riski ve kârlılık faktörleridir.

Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; ortaklık yapısı, firma büyüklüğü ve kârlılık ile temettü ödeme oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı, pozitif yönlü bir ilişkinin var olduğu, finansal kaldıraç ile temettü ödeme oranı arasında ise negatif yönlü bir ilişkinin mevcudiyeti saptanmıştır. Bir başka ifadeyle, ortaklık yapısını oluşturan, hissedarların özel sektöre oranla kamu sektörü ağırlıklı olduğu durumlarda firmaların daha yüksek temettü ödemesi yaptığı gözlemlenmiştir. Ayrıca büyük ölçekli firmaların küçük ölçekli firmalara kıyasla daha yüksek temettü ödemesi yaptıkları da elde edilen sonuçlar arasındadır. Bununla birlikte, yüksek kâr elde eden firmaların temettü ödeme eğilimleri de yüksek miktarlarda olmaktadır. Serbest nakit akışı, büyüme fırsatları ve iş riski ile temettü ödeme oranı arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığı tespit etmiştir.

**Chen ve Dhiensiri (2009):** Çalışmalarının başlıca amacı Yeni Zelanda Menkul Kıymetler Borsası'na (New Zeland Stock Exchange, NZSE) kayıtlı firmaların temettü dağıtım stratejilerini etkileyen başlıca faktörlerin tespit edilmesidir. Ayrıca, araştırmada literatürde yaygın bir şekilde yer alan Sinyal Teorisi, Temsil Teorisi, İşlem Maliyetleri ile Artıklar Teorisi'nin NZSE'de işlem gören firmaların temettü politikalarındaki etki ve boyutları ile geçerlilikleri test edilmektedir.

Uygulama aşamasında NZSE'ye kayıtlı 75 firmaya ait veriler kullanılarak, 1991-1999 yılları arasında firmaların temettü dağıtımına ilişkin davranışları birçok değişken yardımı ile eş zamanlı olarak analiz edilmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkeni Hisse Başına Temettü / Faaliyet Kârı oranlamasıyla ölçülen temettü ödeme oranıdır. Sinyal Teorisi ile temettü dağıtımında meydana gelebilecek değişikliklerin firmaların gelecekte elde edecekleri kazançlar hakkında ilgili çevrelere bilgi verdiği savunulmaktadır. Dolayısıyla, firma yöneticileri temettü dağıtım kararları ile firmanın beklenen kârlılığı ve buna bağlı olarak da gelecekte elde edilecek nakit akışları hakkında yatırımcılara bilgi (sinyal) aktarmaktadırlar. Bu nedenle, çalışmalarında Sinyal Teorisi'nin NZSE'de işlem gören firmalar üzerindeki etkilerini araştırmak için nakit akışlarındaki değişkenlik parametresini, faaliyetlerden elde edilen nakit akışlarının toplam varlıklara oranlanması ile hesaplayarak analiz kapsamına dahil etmişlerdir.

Temsil Maliyeti Teorisi, hak sahipliği ile yönetim fonksiyonunun birbirinden ayrılmasına bağlı olarak firma üzerinde hak sahibi olan ortakların çıkarlarının, firmanın yönetim fonksiyonunu üstlenen idareciler tarafından temsil edilmesi üzerine odaklanmaktadır. Dolayısıyla her iki grubun (hak sahibi ortaklar ve yöneticiler) aralarında yaşadıkları çıkar çatışmalarının firmaların temettü dağıtım politikaları üzerindeki etkilerinin analiz edilmesi amacıyla tedavüldeki toplam hisse senedi sayısına adi hisse senedi sahipleri sayısının bölünmesi ile hesaplanan ortaklık dağılımı değişkeni, toplam adi hisse senetleri içinde adi hisse senedine sahip yöneticilerin yüzdesi alınarak hesaplanan yönetici etkeni değişkeni, serbest nakit akışlarının toplam varlıklara oranlanması ile elde edilen serbest nakit akışı değişkeni ve sabit varlıkların toplam varlıklara oranlanması ile elde edilen değişken uygulama aşamasında çalışmaya dahil edilmiştir.

Temettü ile hisse senedi arasındaki pozitif ilişkiyi açıklamaya çalışan Artık Fonlar Teorisi (Residual Theory)'ne göre, yöneticiler kendi kontrollerinde olan artık fonlara sahip olmayı tercih ettiklerinden ve iflas etme riskine maruz kalmak istemediklerinden temettü ödeme konusunda gönülsüz davranma eğilimindedirler. Çünkü artık fonlar yöneticilerin en rahat biçimde manipüle edebilecekleri

kaynaklardır. Yöneticiler kontrollerinde fazla miktarda artık fon bulundurduklarında net bugünkü değeri negatif olan projelere yatırım yapma davranışı göstermekte ve dolayısıyla da söz konusu fonları kendi menfaatleri doğrultusunda harcamaktadırlar. Söz konusu teoriye ilişkin NZSE'deki etkilerin test edilmesi amacıyla, satışların doğal logaritması alınarak hesaplanan firma büyüklüğü değişkeni, beta ile gerçekleşen ve beklenen büyüme değerlerinden oluşan değişkenler analize ilişkin modele eklenmiştir.

Ampirik çalışmada elde edilen bulgulara göre, NZSE'de işlem gören firmaların temettü politikalarını etkileyen en önemli faktörün ortaklık yapısı olduğu, özellikle hissedar-yöneticilerin ortaklık yapısında hakim olduğu firmalarda temettü dağıtım oranlarının Temsil Maliyeti Teorisi ile paralellik göstererek düşük miktarlarda gerçekleştiği tespit edilmiştir. Serbest nakit akışı ile temettü dağıtım oranı arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı da elde edilen sonuçlar arasında bulunmaktadır.

İşlem Maliyetleri ve Artık Fonlar Teorisi'ne ilişkin bulgular ise, NZSE'de işlem gören firmalar için kısmi bir ilişkinin varlığı yönündedir. Bir başka ifadeyle, satışlarda hızlı bir büyüme gerçekleştiren firmalar daha düşük miktarda temettü dağıtma eğilimindedirler. Çalışmanın sonucunda Sinyal Teorisi ve Değişmezlik Teorisi varsayımlarını NZSE'de işlem gören firmalar için destekler nitelikte bulgulara rastlanmamıştır.

**Inuwa Fodio (2009):** Çalışmasında geliştirmekte olan piyasalar arasında yer alan Nijerya'da faaliyet gösteren firmaların temettü politikalarına hangi faktörlerin etki ettiğini 1993-2002 yılları arasındaki on yıllık dönemde Nijerya Menkul Kıymetler Borsası (Nigerian Stock Exchange, NSE)'nda işlem gören 53 firmaya ait verileri kullanarak regresyon yöntemi ile test etmiştir.

Çalışmanın bağımlı değişkeni  $[(\text{Cari Dönem Temettü Getirisi} - \text{Geçmiş Dönem Temettü Getirisi}) / \text{Geçmiş Dönem Temettü Getirisi}] * 100$  formülü ile hesaplanan temettü verimi değişimidir. Söz konusu bağımlı değişkeni açıklayıcı etkileri analiz edilen bağımsız değişkenler ise; cari kazançlar, geçmiş temettüler, nakit akışı,

yatırım fırsatları, net çalışma sermayesi, sektörel sınıflandırma, büyüme ve firma büyüklüğüdür.

Ampirik çalışmada elde ettiği bulgulara göre, NSE’de işlem gören firmaların temettü dağıtım politikalarını, cari kazançlar, geçmiş temettü ödemeleri ve nakit akışı faktörlerinin önemli ölçüde ve pozitif yönde etkilediğini, tespit etmiştir. Bununla birlikte net işletme sermayesi, yatırım fırsatları, büyüme, sektörel sınıflandırma ve firma büyüklüğü parametrelerinin ise Nijerya firmalarının temettü verimleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkilerinin olmadığını gözlemlemiştir.

**Ahmed ve Javid (2009):** Çalışmalarında Pakistan Karaçi Menkul Kıymetler Borsası (Karachi Stock Exchange, KSE)’nda işlem gören firmaların istikrarlı bir temettü ödeme politikalarının olup olmadığını ve söz konusu firmaların temettü ödeme politikalarına hangi faktörlerin ve dinamiklerin ne kadar etkisi olduğunu araştırmışlardır. 2001-2006 yılları arasındaki altı yıllık dönemde faaliyet gösteren 320 firmaya ait mali tablolardan elde edilen veriler ve literatürde yaygın olarak kullanılan rasyolar yardımı ile oluşturulan modelleri dinamik panel veri yöntemiyle test etmişlerdir. Uygulamanın ilk bölümünde, Lintner (1956) tarafından kullanılan daha sonra Fama ve Babiak (1968), Vasiliou ve Eriotis (2003) ve Belanes vd. (2007) tarafından genişletilen, her firmanın bir hedef temettü dağıtım oranı olduğuna ilişkin analizler gerçekleştirilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, araştırma kapsamında bulunan firmaların temettü dağıtım politikalarını geçmiş dönemlerde dağıtılan temettü miktar ve oranlarına kıyasla cari dönemde elde edilen gelirlerin şekillendirdiği tespit edilmiştir.

Araştırmanın ikinci bölümünde ise firmaların temettü dağıtım kararlarının hangi faktörlerce etkilendiği belirlenmeye çalışılmıştır. Elde edilen bulgular çerçevesinde dört önemli sonuca ulaşılmıştır. Birincisi, net gelirleri düzenli ve kârlılıkları süreklilik arz eden firmaların serbest nakit akışları istikrarlı olduğundan dolayı kümülatif nakit temettü dağıtım miktarları daha fazla olmaktadır. Dolayısıyla, kârlılık temettü dağıtım kararını etkileyebilecek önemli bir bilgidir. İkinci olarak, firmaların ortaklık yapısı içerisinde sermayenin çoğunluğunu elinde bulunduran büyük ortakların (sermayenin  $\geq 5\%$ ’ine sahip ortaklar) varlığı temettü politikalarının

belirlenmesinde önemli bir faktördür. Araştırmada elde edilen sonuçlara göre temettü dağıtım kararları ile sermaye yapısı büyük hissedarlardan meydana gelmiş ortaklık yapısına sahip olan firmalar arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkilerin varlığı tespit edilmiştir. Üçüncü olarak, firmaların yatırım fırsatları ve kaldıraç faktörlerinin temettü dağıtım politikalarını negatif yönde etkilediği belirlenmiştir. Çalışmada son olarak ise, firmaların büyüklük ölçüleri ve piyasa değeri faktörleri ile nakit temettü dağıtım kararları arasındaki ilişki test edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre, firmalar elde ettikleri kazançları temettü olarak dağıtmak yerine, varlıkların finansmanında kullanma arzusunda olduklarından firma büyüklüğü ve piyasa değeri faktörleri ile temettü politikaları arasındaki ilişkinin negatif yönlü olduğu tespit edilmiştir.

**Moradi vd., (2010):** Çalışmasının başlıca amacı İran Tahran Menkul Kıymetler Borsası' na (Tehran Stock Exchange, TSE) kayıtlı firmaların temettü politikalarını etkileyen başlıca faktörlerin tespit edilmesidir.

Uygulama aşamasında TSE'ye kayıtlı 73 firmaya ait veriler kullanılarak 2000-2008 yılları arasında firmaların temettü politikalarına ilişkin davranışları birçok değişken yardımı ile eş zamanlı olarak analiz edilmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkeni, Hisse Başına Kazanç / Hisse Başına Kâr oranlamasıyla ölçülen temettü ödeme oranıdır. Söz konusu bağımlı değişkeni açıklayıcı etkileri analiz edilen bağımsız değişkenler ise sırasıyla; kârlılık, firma büyüklüğü, beta katsayısı, büyüme oranı, F/K oranı ve kaldıraç oranıdır.

Ampirik çalışma sonucunda elde ettikleri bulgulara göre, bağımlı değişken olan temettü ödeme oranı ile bağımlı değişkeni açıklayıcı beta katsayısı, F/K oranı ve kaldıraç oranı (kaldıraç oranı düşük olan firmalar için) parametreleri arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Kârlılık ve kaldıraç oranı (kaldıraç oranı yüksek olan firmalar için) ile temettü ödeme oranı arasında ise pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte, firma büyüklüğü ve büyüme oranı değişkenleri ile bağımlı değişken arasında anlamlı bir ilişkinin bulunmadığı da elde edilen sonuçlar arasında yer almaktadır.

**Al-Shubiri (2011):** Çalışmasının başlıca amacı Ürdün Amman Menkul Kıymetler Borsası'na (Amman Stock Exchange, ASE) kayıtlı firmaların temettü dağıtım stratejilerini etkileyen başlıca faktörlerin tespit edilmesidir. Ayrıca, araştırmada literatürde yaygın bir şekilde yer alan Sinyal Teorisi, Temsil Teorisi ile Artıklar Teorisi'nin ASE'de işlem gören firmaların temettü politikalarındaki etki ve boyutları ile geçerlilikleri test edilmektedir.

Uygulama aşamasında ASE'ye kayıtlı 60 firmaya ait veriler kullanılarak 2005-2009 yılları arasında firmaların temettü dağıtımına ilişkin davranışları birçok değişken yardımı ile eş zamanlı olarak analiz edilmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkeni Hisse Başına Kazanç / Hisse Başına Kâr oranlamasıyla ölçülen temettü ödeme oranıdır. Söz konusu bağımlı değişkeni açıklayıcı etkileri analiz edilen bağımsız değişkenler ise sırasıyla; kaldıraç oranı, kurumsal sahiplik, özsermayenin kazanma gücü (ROE), iş riski, aktif yapısı, likidite durumu, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü ve serbest nakit akışıdır.

Ampirik çalışmada elde edilen bulgulara göre, bağımlı değişken olan temettü dağıtım kararı ile bağımlı değişkeni açıklayıcı özsermayenin kazanma gücü (ROE), büyüme fırsatları ve firma büyüklüğü parametreleri arasında güçlü ve pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Özsermayenin kazanma gücü ile temettü dağıtım arasında bulunan pozitif yönlü bu ilişkinin varlığı aynı zamanda Sinyal Teorisi ile tutarlı bir uyumluluğun da göstergesidir. Çünkü Sinyal Teorisi'nin dayanağı, asimetrik bilgi ortamında, temettü ödemelerinin firmaların mali yapılarının sağlıklı olduğuna dair yatırımcılar tarafından önemli bir işaret olarak algılandığı üzerinedir. Dolayısıyla, beklentilerin üzerinde bir temettü dağıtım gerçekleşmesi, yatırımcılar için firmanın gelecekteki getirilerinin artacağı ve hisse senetlerinin piyasa değerlerinde bir yükseliş olacağı yönünde bir işaret olarak algılanmaktadır.

**Rafailov ve Trifonova (2011):** Bulgaristan Menkul Kıymetler Borsası (BSE-Sofia)'nda 2003-2009 döneminde işlem gören 312 firmaya ait 1342 gözlem sayısı ile yaptıkları çalışmalarında, firmaların temettü politikalarını etkileyen faktörleri analiz etmişlerdir. Bağımlı değişken olan firmaların temettü ödeme politikalarını

açıklamaya yönelik 13 adet bağımsız değişken araştırma kapsamına alınarak eş zamanlı olarak test edilmiştir.

Bağımsız değişkenlerden ilki ülkelerin yasal mevzuatlarında bulunan vergilendirme politikalarının temettü ödemeleri üzerindeki etkilerini ölçmek amacıyla vergilendirme olarak tanımlanarak analize ilişkin modele dahil edilmiştir. Ayrıca daha önce finans literatüründe yapılan çalışmalarda yaygın bir şekilde yer bulan ve firmaların temettü politikalarına yön verdiği düşünülen kârlılık, büyüklük, kaldıraç, aktif devir hızı ve ortaklık yapısına ilişkin parametreler de uygulamaya eklenmiştir. Çalışmada ortaklık yapısına ilişkin değişken, üç ayrı açıdan değerlendirmeye tabi tutulmuştur. Birincisi hissedarların kökeni olup, burada firma ortaklarının yerli ve yabancı kökenli olup olmadıkları göz önünde bulundurulmuştur. Ortaklık yapısına ilişkin diğer bir açı ise, firmaların gerçek ve tüzel kişilerden oluşan hissedarlarının çeşitliliğidir. Söz konusu çeşitlilik beş grupta toplanmıştır. Grubu oluşturan hissedarlar; holding işletmeleri, kamu ve özel sektör işletmeleri ile bireysel ve finansal kurumlar olarak sınıflandırılmıştır. Ortaklık yapısına ilişkin sonuncu çeşitlendirme ise, mülkiyetin bir kişinin veya sınırlı sayıdaki firmaların elinde toplanması olarak ifade edilen hissedar yoğunluğu şeklindedir. Çalışmasının son bölümünde, firmaların nakit birikimlerinin değişkenlik gösterdiği yaşam evrelerinin de test edilebilmesi için yaşam eğrisi olarak tanımlanan parametreyi de analiz kapsamına dahil etmiştir. Amaç; firmaların kurulma, büyüme ve olgunlaşma evreleri sürecinde elde ettikleri fonlarda yaşanan değişkenliklerin temettü ödeme politikalarına ne ölçüde yansıdığını tespit etmektir.

Özellikle sermaye piyasalarının gelişmekte olduğu ülkelerde, firmaların fon ihtiyaçlarının karşılanmasında kredi sağlayan en temel kuruluşlar bankalardır. Dolayısıyla, bankaların açtıkları kredilerin geri ödenmesi sürecinde risklerini minimize etmek amacıyla firmaların temettü ödeme kararları gibi nakit akışlarına müdahale etme eğiliminde oldukları bilinmektedir. Bu nedenle, çalışmada firmaların bankalara olan kısa ve uzun vadeli borçları toplanarak, firmalarca diğer kaynaklardan sağlanan kredilere oranlanmış ve bu oran bankaların fon kaynakları olarak firmalar üzerindeki güçlerini ölçmek üzere bir parametre olarak bağımsız değişkenler arasına

ilave edilmiştir. Temettü ödemelerinde firmaların sahip oldukları nakit mevcutlarının önemini değerlendirmek amacıyla ise, uygulama kapsamındaki firmaların çalışma dönemindeki toplam nakit mevcutları aktif toplamlarına oranlanarak analize başka bir açıklayıcı değişken olarak dahil edilmiştir.

Elde edilen bulgularda, BSE’de işlem gören firmaların temettü ödeme politikalarında kârlılık, aktif devir hızı, büyüklük, firma yaşam eğrisi ve banka gücü değişkenlerinin pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkilerinin olduğu tespit edilmiştir. Başka bir deyişle, kârlılık oranları yüksek ve ölçekleri büyük olan firmalar daha yüksek miktarlarda temettü ödemesi yapmaktadırlar. Aktif yönetiminde başarılı olarak, devir hızları yüksek olan firmaların da aynı zamanda yüksek oranda temettü ödemesi yaptıkları analiz sonucunda gözlemlenmiştir.

**Mollah (2011):** Bangladeş sermaye piyasasında faaliyet gösteren firmaların 1997-1998 yıllarında yaşanan Asya Krizi öncesi ve sonrasında temettü dağıtım politikalarına etki eden faktörlerde herhangi bir farklılık olup olmadığını saptamayı amaçladığı ampirik çalışması, 1988-1997 ve 1999-2003 yılları arası olmak üzere iki ayrı dönemi kapsamaktadır. Çalışmasında, Bangladeş Dakka Menkul Kıymetler Borsası (Dhaka Stock Exchange, DSE)’nde işlem gören 153 firmaya ait verileri kullanarak regresyon analizi yöntemini uygulamıştır.

Uygulama aşamasında DSE’ye kayıtlı firmaların kriz öncesi ve sonrası temettü dağıtımına ilişkin davranışları birçok değişken yardımı ile eş zamanlı olarak analiz edilmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkeni temettü ödeme oranıdır. Firmaların temettü dağıtım kararları ile mali durumları hakkında piyasalara bilgi aktardıkları Sinyal Teorisi’nin varsayımları arasında bulunmaktadır. Temettü ödeme politikalarının belirlenmesinde ise firmanın cari ve beklenen kazançları literatürde önemli faktörler olarak birçok çalışmada yer almıştır. Dolayısıyla, DSE’de işlem gören firmaların temettü ödeme oranlarında Sinyal Teorisi varsayımlarının etkisi olup olmadığını test etmek için iş riski değişkeni her iki dönem için de kurulan hipotezler arasında yer almıştır.

Vergi açısından yatırımcı tercihleri teorisi (Tax Clientele Theory) düşük vergi dilimi içerisinde yer alan yatırımcıların yüksek temettü dağıtımı, yüksek vergi dilimi içerisinde yer alan yatırımcıların ise tam tersi olarak düşük temettü dağıtımı beklentisinde oldukları varsayımına odaklanmaktadır. Söz konusu teorinin DSE’de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarına bir etkisinin olup olmadığını analiz etmek için de bir değişken daha araştırma kapsamına dahil edilmiştir.

Temsil Maliyeti Teorisi (Agency Cost Theory), firmaya yabancı kaynak sağlayan mali kuruluşlar, yatırım yapan ortaklar ve hem yatırımcı hem de yönetici konumundaki ortaklar arasındaki menfaat çatışmalarının firmaların temettü dağıtım oranlarını etkilediği varsayımı üzerine odaklanmaktadır. Bu çalışmada, Bangladeş Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören firmaların temettü dağıtım oranları üzerinde Temsil Maliyeti Teorisi varsayımlarının geçerliliği dört değişken yardımı ile analiz edilmiştir. Ayrıca, İşlem Maliyeti, Artık Fonlar ve Finansman Hiyerarşisi Teorileri’nin DSE’de işlem gören firmaların temettü ödeme oranlarına etkilerinin geçerliliği de üç değişken yardımı ile test edilmiştir.

Çalışmanın sonucunda, kriz öncesi ve sonrası dönemler arasında önemli farklılıklar bulunmadığı, ancak her iki dönemde de firmaların temettü dağıtım oranlarının işlem ve temsil maliyetleri faktörlerinden önemli derecede etkilendikleri tespit edilmiştir. Elde edilen diğer bulgulara göre, DSE’de işlem gören firmalar için finansal kaldıraç ve firma büyüklüğü faktörleri de temettü politikalarını etkileyen temel faktörlerdir. Ayrıca, firmaların temettü dağıtım politikaları ile yatırım fırsatları değişkeni arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu da saptanmıştır.

**Patra vd., (2012):** Çalışmada gelişmekte olan piyasalar arasında yer alan Yunanistan’da faaliyet gösteren firmaların temettü politikalarına hangi faktörlerin etki ettiği 1993-2007 yılları arasındaki onbeş yıllık dönemde Atina Menkul Kıymetler Borsası (Athens Stock Exchange, ASE)’nda işlem gören 63 firmaya ait veriler kullanılarak Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (Generalized Moments Method, GMM) yöntemi ile test edilmiştir.

Araştırmanın uygulama bölümünde iki ayrı model kurulmuştur. Her iki modelde de bağımsız değişkenler; firma büyüklüğü, kârlılık, yatırım fırsatları, finansal kaldıraç, likidite seviyesi ve iş riski olarak sabit olarak kullanılmıştır. Kurulan modellerin ilkinde temettü ödeme oranı (Dividend Payout Ratio, DPR), diğerinde ise temettü verimi/getirisi (Dividend Yield) bağımlı değişkeni oluşturmuştur.

Ampirik çalışmada elde edilen bulgulara göre, firma büyüklüğü ile bağımlı değişkenler arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Başka bir deyişle, büyük firmalar küçük firmalara göre daha fazla temettü ödeme eğilimindedirler. Kârlılık değişkenini ölçmek üzere kullanılan özsermayenin kazanma gücü (Return on Equity, ROE) ve likidite seviyesi değişkenini ölçmek için kullanılan cari oran ile bağımlı değişkenler arasında güçlü ve pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı belirlenmiş olup, özellikle bağımlı değişkenleri açıklamada önemli birer faktör oldukları vurgulanmıştır. Yatırım fırsatları ile bağımlı değişkenler arasında ise, Finansman Hiyerarşisi Teorisi (Pecking Order Theory)'ni destekleyen negatif yönlü bir ilişkinin varlığı saptanmıştır. Bunun nedeni yüksek yatırım fırsatlarına sahip firmaların ortaya çıkabilecek finansman gereksinimleri için önlem almak üzere temettü dağıtımını yapmama eğiliminde olmalarından kaynaklanmaktadır. Ayrıca analiz sürecinde değerlendirilen finansal kaldıraç ve iş riski değişkenleri ile bağımlı değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Elde edilen sonuçlar özetlenirse; büyük, kârlı ve likiditesi yüksek firmalar, riski, finansal kaldıracı ve yatırım fırsatları yüksek firmalara göre daha fazla temettü dağıtma eğilimindedirler.

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

Çalışmanın bu kısmında gelişmekte olan bir ülke konumundaki Türkiye’de faaliyet gösteren firmaların temettü politikalarına etki eden faktörlerin analizi üzerine yapılan çalışmalara yer verilmiştir.

**Adaoğlu (2000):** Çalışmasında, gelişmekte olan sermaye piyasaları arasında yer alan Türkiye’de İMKB’de işlem gören firmaların istikrarlı bir temettü politikası izleyip izlemediklerini, 1985-1994 yılları arasındaki on yıllık dönem ile yasal düzenlemelerin değiştiği 1995 yılından sonraki 1995-1997 yılları arasındaki üç yıllık dönem olarak iki ayrı zaman dilimi çerçevesinde panel veri regresyon yöntemiyle test etmiştir.

Çalışma sonucunda elde ettiği bulgular, hem 1985-1994 dönemi hem de 1995-1997 döneminde, İMKB’de işlem gören firmaların istikrarlı bir temettü politikalarının olmadığı, ayrıca, söz konusu dönemlerde firmaların cari dönemde elde ettikleri kazançların temettü politikalarının belirlenmesinde en temel faktör olduğu yönündedir. Firmaların kazançlarında meydana gelen en küçük değişkenliklerin, firmaların temettü politikalarını etkilediğini, başka bir deyişle, kazançlarda meydana gelen değişkenliklerin temettü politikalarında da aynı yönde ve eşanlı olarak değişkenliklere yol açtığını tespit etmiştir. Bununla birlikte, özellikle 1995 yılında ülke mevzuatında yapılan revizyonların, İMKB’de işlem gören firmaların temettü politikaları üzerinde önemli bir etki yaptığını, firmaların 1995 yılında yapılan yasal düzenlemelerle temettü dağıtım zorunluluklarının ortadan kaldırılmasına bağlı olarak, nakit temettü dağıtımından vazgeçme eğilimi içerisinde olduklarını gözlemlemiştir.

**Saban ve Köse (2002):** Çalışmalarında, Türkiye’de faaliyet gösteren anonim şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarına etki eden yasal faktörleri ve kâr payı dağıtım politikaları üzerindeki yasal sınırlamaları araştırmışlardır.

Araştırmaları sonucunda elde ettikleri bulgulara göre, Türkiye’de faaliyet gösteren halka açık anonim şirketler, gelişme ve büyüme ihtiyacı ile enflasyonun olumsuz etkilerinden korunmak amacıyla yatırımların finansmanı ve likidite sorunlarını aşmanın bir yöntemi olarak hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımını yaygın bir şekilde kullanmaktadırlar. Bununla birlikte, Türkiye açısından yaptıkları inceleme sonucunda, yasaların; şirketlerin gelişme ve büyümelerini sağlamak, üçüncü kişilerin haklarını korumak ve şirketlerin sermaye yapılarını güçlendirmelerine olanak sağlamak amaçlarıyla işletme kârlarının bir bölümünün

yasal yedek akçe olarak tutulmasını zorunlu kıldığını belirtmişlerdir. Aynı zamanda, sermayenin azalmasına neden olacak uygulamaların önlenmesi amacıyla kâr payı dağıtımının mutlaka elde edilen kârdan ve yedek akçelerden yapılması gerektiğinin yasalar tarafından hüküm altına alındığı da yaptıkları tespitler arasında yer almaktadır.

**Yılmaz (2003):** Çalışmada İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nda işlem gören firmaların nakit temettü ödeme politikalarının gelişimini hem sistemsel hem de sektörel bazda incelemiştir. Ayrıca yasal düzenlemelerin söz konu gelişimleri nasıl etkilediğini araştırmıştır.

Çalışmasında 1986-2001 yılları arasındaki onaltı yıllık dönemde İMKB’de işlem gören 310 firmaya ait toplam nakit temettü, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları ile net nakit temettü dağıtımlarına ilişkin verileri kullanmıştır. Çalışmaya ilişkin verileri, İMKB yayını olan “İMKB Şirketleri: Sermaye ve Temettü Verileri: 1986-2001” kitabı ve İMKB Yıllık Raporları’ndan elde etmiştir.

Ampirik çalışması sonucunda elde ettiği bulgulara göre; 1982-1994 yılları arasında, firmaların %50 temettü ödemesi yapmalarını zorunlu kılan yasal düzenlemelerin, 1995 yılında firmaların halka açılımlarının teşvik edilmesi amacıyla serbest bırakılmasına ilişkin düzenleme yapılması sonucunda önemli değişiklikler olduğu yönündedir. 1995 yılında yapılan bu yasal düzenleme sonucunda, İMKB’de işlem gören firmaların nakit olarak temettü dağıtımını yapmak yerine, temettüyü bedelli sermaye artırımını yöntemini uygulayarak geri alma, başka bir deyişle, bu kaynağı otofinansman amacı ile bünyelerinde bırakma eğiliminde olduklarını tespit etmiştir. Ayrıca, sektörler arasında nakit temettü dağıtımına ilişkin gelişmeler üzerinde elde ettiği bulgulara göre ise, sektörler arasında temettü politikalarında özellikle 1995 yılında yapılan yasal düzenlemelere bağlı olarak, imalat sektörüne oranla mali sektör firmalarının temettü politikalarının 1995 öncesi dönemle kıyaslandığında tersi yönde değiştiği yönündedir. Ekonomik gelişmelerinde etkilemesi ile özellikle bazı sektörlerin nakit temettü ödeme oranları açısından birbirleri arasında yapılan sıralamadaki yerleri değişmiş, mali sektör içinde yer alan firmaların, başta bankalar olmak üzere, nakit temettü ödeme oranları %0'lara kadar

gerilemiştir. Elde edilen bilgiler arasında, çalışması kapsamındaki dönemde, istikrarlı temettü ödeme politikası takip eden sektörlerin “gıda, içki ve tütün” sektörü ile “toptan ve perakende ticaret” sektörü olduğu da bulunmaktadır.

**Yılmaz ve Gülay (2006):** Çalışmalarında, Türkiye sermaye piyasasında nakit temettü ödemelerinin hisse senedi getirileri ile işlem hacimleri üzerinde ve firma büyüklüğü ile firmaların temettü dağıtım oranlarının, yatırımcıların davranışları üzerinde önemli bir etkisi olup olmadığını, 1995-2003 yılları arasındaki dokuz yıllık dönemde, İMKB’de işlem gören 200 firmanın verilerini kullanarak regresyon yöntemiyle test etmişlerdir.

Elde ettikleri bulgulara göre, nakit temettü ödemesi yapacağını açıklayan firmaların piyasadaki hisse senetlerinin fiyatları, temettü ödemesinin yapılacağı günden birkaç gün önce yükselme eğilimi göstermekte, temettü ödemesinin yapıldığı gün düşmeye başlamakla birlikte, izleyen günlerde düşme eğiliminde bir artış gözlemlenmektedir. Bununla birlikte, firmaların hisse senedi fiyatlarında gözlemlendiği üzere işlem hacimlerinde de, nakit temettü dağıtımının yapılacağına ilişkin duyurunun kamuya ilanını takiben temettü dağıtımının gerçekleşeceği güne kadar bir artma, izleyen günlerde ise beklenmedik bir şekilde işlem hacimlerinde aynı seviyenin değişmeden korunduğu tespit edilmiştir.

**Pekkaya (2006):** Çalışmasında, İMKB’de işlem gören firmaların otofinansman ve kâr dağıtım miktarlarının firma değerleri üzerinde bir etkisi olup olmadığını, 1987-2006 yılları arasındaki yirmi yıllık dönemde, İMKB-30 Endeksi’ne kayıtlı 19 firmanın verilerini kullanarak regresyon yöntemiyle test etmiştir.

Elde ettiği bulgulara göre, İMKB-30 Endeksi’ne kayıtlı firmaların piyasa değerleri ile otofinansman yöntemine ilişkin değişken arasında doğru orantılı bir ilişkinin var olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca, çalışma kapsamındaki firmaların kâr payı dağıtım miktarları ile firma değerleri arasında anlamlı bir ilişkinin saptanamadığı da elde ettiği bulgular arasında yer almaktadır.

**Kargın (2006):** 1998-2003 yılları arasındaki altı yıllık dönemde, İMKB’de işlem gören 99 firmaya ait verileri kullandığı çalışmasında, temettü politikaları ile

temsil ve işlem maliyetleri arasında bir ilişki olup olmadığını, Rozeff (1982)'in “maliyet minimizasyonu modeli”ni esas alarak, çoklu regresyon yöntemiyle test etmiştir.

Çalışma sonucunda elde ettiği bulgulara göre, temettü politikaları, temsil ve işlem maliyetlerinin bir fonksiyonudur. Firmalar, temettü politikaları ile temsil maliyetlerini azaltmayı amaçlamaktadırlar. Temettü ödemeleri, firmaların temsil maliyetlerini azaltmalarında ve dolayısıyla da kurumsal yönetime katkı sağlamalarında önemli bir faktördür. Başka bir deyişle, firmanın temsil maliyeti ve işlem maliyeti yapısı, temettü ödeme oranının belirleyicisi durumundadır. Firmalar temsil ve işlem maliyeti toplamını minimize edecek düzeyde temettü ödemeleri belirleyerek, firma değerine katkı sağlamaktadırlar. Ancak, izlenen temettü politikaları temsil maliyetlerini azaltırken, işlem maliyetlerinin artmasına engel olamamaktadır.

**Akyol (2007):** Çalışmasında, hisse senetleri İMKB’de işlem gören firmaların temettü dağıtım kararlarında temsil sorunundan kaynaklanan maliyetlerin önemi olup olmadığını, 1997-2002 yılları arasındaki altı yıllık dönemde, 108 firmaya ait verileri kullanarak panel veri regresyon analizi yöntemi ile test etmiştir.

Elde ettiği bulgulara göre, çalışmanın bağımlı değişkeni olan temettü dağıtım oranı ile teorik açıklayıcı değişkenler olan; paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı, büyüme oranı, finansal kaldıraç oranı, faaliyet kaldırıcının derecesi, firma ölçeği ve serbest nakit akışı ile temsil maliyeti teorisi arasında, teorinin öngördüğü şekilde bir ilişkinin olmadığını tespit etmiştir. Çalışmada, gerek ortalamaların alındığı, gerekse panel verilerin kullanıldığı tüm regresyon analizlerinde, kurgulanan modellerde bağımsız değişkenlerin katsayıları istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Diğer yandan, modellerin açıklama güçlerinin de oldukça düşük seviyelerde olduğu gözlemlenmiştir. Dolayısıyla, kurgulanan tüm alt hipotezler reddedilmiştir. Başka bir deyişle, hisse senetleri İMKB’de işlem gören firmaların temettü politikası kararlarında temsil maliyetlerinin, dağıtım kararları üzerinde etkisi bulunmamaktadır.

**Güenalp vd., (2010):** Çalışmalarında, Türkiye sermaye piyasasında nakit temettü bilgisinin hisse senedi getirisi üzerinde önemli bir etkisi olup olmadığını, 2003-2007 yılları arasındaki beş yıllık dönemde İMKB’de işlem gören 83 firmanın 321 adet nakit temettü açıklaması ile ilgili fiyat verilerini kullanarak regresyon yöntemiyle test etmişlerdir.

Elde ettikleri bulgular çerçevesinde üç önemli sonuca ulaşmışlardır. Birincisi, firmaların nakit temettü dağıtımını gerçekleştireceklerini, kamuya duyurmasını sonrasında, hisse başına nakit temettü oranı ile kümülatif normalüstü getiri arasında istatistiksel olarak anlamlı negatif bir ilişkinin var olduğudur. Bu bulguya göre, hisse başına göre yüksek nakit temettü açıklayan firmaların hisse senetleri, düşük nakit temettü dağıtımını yapacağını açıklayan firmaların hisse senetlerinin piyasa fiyatlarına kıyasla normalüstü bir değer kaybına uğramaktadır. Dolayısıyla, nakit temettü dağıtım politikasının fiyatı etkileyebilecek önemli bir bilgi olduğunu tespit etmişlerdir. İkinci olarak, fiyatın bilgiye uyarlanması sürecinin nakit temettü dağıtımının yapılacağına kamuya açıklandığı gün başladığını ve en az 15 gün süre ile devam ettiğini belirlemişlerdir.

Çalışmada son olarak ise, nakit temettü ödeme açıklaması öncesinde anlamlı bir fiyat hareketinin olmaması nedeniyle, fiyatı etkileyebilecek ve önemli bir bilgi olan nakit temettü kararının firma içinden piyasaya sızmadığını tespit etmişlerdir.

**Yılmaz ve Selçuk (2010):** Çalışmalarında, Türkiye sermaye piyasasında faaliyet gösteren firmaların nakit temettü dağıtımını değişikliği yapacaklarına ilişkin açıklamalarının hisse senedi getirisi üzerinde önemli bir etkisi olup olmadığını, 2005-2008 yılları arasındaki dört yıllık dönemde İMKB’de işlem gören 46 firmanın 184 adet nakit temettü açıklaması ile ilgili fiyat verilerini kullanarak regresyon yöntemiyle test etmişlerdir.

Elde ettikleri bulgulara göre, firmaların nakit temettü miktarını artıracaklarına ilişkin açıklamalarına, piyasa pozitif yönde bir tepki vermektedir. Özellikle temettü dağıtımının başlayacağı gün ile dağıtımın başlayacağı günden bir önceki ve bir sonraki günde, temettü artışına gideceğini açıklayan firmaların hisse senedi

fiyatlarında bir artış olduğunu tespit etmişlerdir. Bununla birlikte, temettü azaltımı yapacağına ilişkin açıklama yapan firmaların hisse senedi fiyatlarına ise piyasada negatif yönlü bir etki verilmektedir. Dolayısıyla, temettü artırımını yapacağını duyuran firmaların aksine temettü azaltımına giden firmaların hisse senetleri değer kaybetmektedir. Ayrıca, temettü politikalarında bir değişiklik olamayacağını ve mevcut politikalarını sürdüreceklerini açıklayan firmaların hisse senedi değerlerinde ise bir değişiklik olmadığı elde edilen bulgular arasında yer almaktadır.

### 3. METODOLOJİ

#### 3.1. Panel Veri Analizi

Panel (longitudinal) veri; bireyler, ülkeler, firmalar, hane halkları gibi birimlere ait yatay kesit gözlemlerin belli bir zaman döneminde bir araya getirildiği verilerdir. Panel veride “birim” ifadesi bir bireyi, hane halkını, firmayı, sektörü vb. ifade etmek için kullanılmakla birlikte, panel veri  $N$  sayıda birim ve her bir birime karşılık gelen  $T$  sayıda gözlemden oluşmaktadır. Her bir birime karşılık, bir zaman serisi vardır. Zaman boyutuna sahip yatay kesit serilerin kullanılarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemine panel veri analizi ismi verilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2005:13). Bununla birlikte, her bir kesit için eşit uzunlukta zaman serisi içeren panel veri setlerine dengeli (balanced) panel veri, farklı uzunluklarda zaman serisi içeren veri setlerine ise dengesiz (unbalanced) panel veri denilmektedir (Greene, 2003:293).

Panel veri analizi geleneksel zaman serileri ve yatay kesit verileri ile yapılan çalışmalara göre değişkenler arasındaki etkileşimi azalttığından ekonometrik tahminlerin etkinliğinin artmasına katkıda bulunmaktadır (Hsiao, 2003:3). Bu sebeple, bu çalışmada kesitsel regresyon yöntemi yerine panel veri analizi yönteminin kullanılması tercih edilmiştir.

Panel veri analizi yönteminin, yalnızca zaman serilerini ya da yatay kesit verilerini içeren yöntemlere göre birçok üstünlüğü bulunmaktadır. Söz konusu üstünlükleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Gujarati, 2003:637-638):

- Panel veri, belli bir dönem boyunca gözlemlenen bireyler, firmalar, ülkeler vb. birimleri barındırmaktadır. Dolayısıyla, bu birimler arasındaki heterojenlik sorunu ile karşı karşıyadır. Söz konusu heterojenlik sorunu panel veri tahmin tekniklerinde birime özgü değişkenler analize dahil edilerek ortadan kaldırılabilir.
- Panel verinin, yatay kesit ya da zaman serisine kıyasla en önemli avantajı, zaman serisi ya da yatay kesit analizlerinden daha fazla gözlem içermesi ve bu gözlemlerin tek boyutlu olmamasıdır. Bu ise, değişkenler arasındaki

çoklu doğrusal bağıntının azalmasını sağlarken, serbestlik derecesi ve etkinliği arttırmaktadır.

- Panel veri tahmin teknikleri, sadece yatay kesit yada sadece zaman serisi teknikleri kullanılarak tespit edilemeyecek özelliklerin belirlenmesine ve ölçülmesine de olanak sağlamaktadır.
- Panel veri daha karmaşık davranış modellerinin kurulmasına ve bu modellerin test edilmesine olanak tanımaktadır.

Panel veri analizi ile yapılan çalışmalar sonucunda, kesit özelliklerinin kendi içindeki farklılıklarının yanı sıra zaman içerisinde geçirdiği değişimler de belirlenerek ölçülebilmektedir. Diğer bir deyişle, panel veri modelleri ile yapılan ekonometrik bir çalışma, diğer model çalışmalarına göre yapısal olarak daha dinamik tahminlemeye olanak sağlamaktadır. Ayrıca panel veri yöntemi kullanımı tahminleme de oluşan sapmaların ve ihmâl edilmiş değişkenlerden kaynaklanan tanımlama hatalarının minimum seviyeye indirilmesi için olanaklar sunmaktadır.

Panel veri analizi modelinin üstünlüklerinin yanında bir takım sakıncaları da mevcuttur. Bunları aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Baltağı, 2005:7-8):

- Panel veri analizinde en çok karşılaşılan problem verinin doğru şekilde toplanamamasıdır.
- Panel veri toplanırken ölçüm hataları olabilmektedir.
- Kendiliğinden seçicilik, yanıtsızlık ve aşınma gibi seçicilik problemleri ile karşılaşmaktadır.
- Zaman serisinin kısa, yatay kesitin büyük olduğu kısa zaman serisinin varlığında, özellikle sabit etkiler modelinde sonuçların gücü zayıflamaktadır. Ayrıca, kısa zaman serisinin varlığı korelasyon sorununun ortaya çıkmasına da yol açabilmektedir.
- Uzun zaman serisine sahip, ülkelere veya bölgelere ait büyük panellerin hesaplanmasında yatay kesit bağımlılığı yaşanabilmektedir. Literatürde yer alan birim kök testleri bu sorunu ortadan kaldırmak için kullanılmaktadır.

### 3.2. Panel Veri Modelleri

Panel veri analizi bireyler arası etkileri ve zaman etkilerinin veya her ikisinin birden incelemeye imkân tanır (Altunkaynak, 2007:30). Bu bağlamda, panel veri analizi yöntemi ile kurulacak modellerde söz konusu etkilere göre kullanılabilecek üç tahmin modeli bulunmaktadır. Bu yöntemler;

- Havuz Modeli
- Tek Yönlü Hata Bileşenleri Modeli
- Çift Yönlü Hata Bileşenleri Modeli

olarak adlandırılmaktadır.

#### 3.2.1. Havuz Modeli (Pooled Model)

Havuz modelinde sabit parametre ( $\alpha$ ) ve bağımsız değişkenlere ait parametreler ( $\beta_{kit}$ ) birimlere, zamana veya hem birimlere hem de zamana göre farklılık göstermemekte, aynı kalmaktadır. Diğer bir ifadeyle, havuz modelinde, ortak sabit tahmin edicisi her bir kesit birim için aynı sabiti tahmin ederek  $\alpha$ 'nın kesit birimler için aynı olduğunu varsaymaktadır.

Tüm  $i$  ve  $t$ 'ler için  $\beta_{kit} = \beta_k$  ve  $\alpha = \alpha_0$  olarak gösterilmektedir ve denklem aşağıdaki gibi olmaktadır:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + u_{it} \quad (3.1)$$

#### 3.2.2. Tek Yönlü Hata Bileşenleri Modeli (One Way Error Component)

Panel veri regresyon modelleri, zaman serisi regresyon modellerinden ya da yatay kesit regresyon modellerinden iki indisi olması nedeniyle farklıdır. Örneğin;

$$y_{it} = \alpha + X_{it}\beta + u_{it} \quad i = 1, 2, 3, \dots, N; \quad t = 1, 2, 3, \dots, T \quad (3.2)$$

(3.2) no'lu denklemde,  $i$  birimleri,  $t$  zamanı göstermektedir. Başka bir deyişle,  $i$  yatay kesit boyutunu,  $t$  ise zaman serisi boyutunu göstermektedir.  $\alpha$  bir sabit,  $\beta$  ise  $K \times 1$  boyutlu bir sütun vektörü olup, aynı zamanda bağımsız değişken katsayılarını

temsil etmektedir.  $X_{it}$ ,  $K$  adet bağımsız değişkenin  $it$ .’nci gözlemidir. Tek yönlü hata bileşenleri modelinin artık terimleri  $u_{it}$  ise, aşağıdaki gibi sırasıyla birim etkisi ve zaman etkisine göre iki farklı şekilde tanımlanmaktadır.

$$u_{it} = \mu_i + v_{it} \quad (3.3)$$

$$u_{it} = \lambda_t + v_{it} \quad (3.4)$$

(3.3) no’lu denklemdeki,  $\mu_i$  zamandan bağımsızdır ve birimlerin regresyon modeline eklenmemiş ya da gözlemlenememiş etkilerini modele eklemektedir. Benzer şekilde, (3.4) no’lu denklemdeki  $\lambda_t$  ise, birimlerden bağımsızdır ve regresyon modeline eklenmemiş ya da gözlemlenememiş zaman etkilerini modele eklemektedir. Her iki denklemdeki  $v_{it}$  ise, geriye kalan dağılımı göstermektedir. Birimlere ve zamana göre değişmektedir ve bir regresyon modelinin genel artık terimi olarak ifade edilir. (3.2) no’lu denklemde verilen regresyon modelinin matris formundaki gösterimi ise aşağıdaki gibidir:

$$y = \alpha \iota_{NT} + X\beta + u = Z\delta + u \quad (3.5)$$

Burada  $y$ ,  $NT \times 1$  boyutlu bağımlı değişken vektörü,  $X$ ,  $NT \times K$  boyutlu bağımsız değişken matrisini,  $Z = \iota_{NT}, X$ ,  $\delta = \alpha, \beta'$ ,  $\iota_{NT}$   $NT \times 1$  boyutlu elemanları bir (1) olan vektörü temsil etmektedir. Birim etkisi ve zaman etkisine göre artık terimlerin  $u_{it}$  matris formundaki gösterimi ise şöyledir;

$$u = Z_{\mu}\mu + v \quad (3.6)$$

$$u = Z_{\lambda}\lambda + v \quad (3.7)$$

Bu denklemlerdeki,  $u' = u_{11}, u_{12}, \dots, u_{1T}, u_{21}, u_{22}, \dots, u_{2T}, \dots, u_{N1}, u_{N2}, \dots, u_{NT}$ ,  $Z_{\mu} = I_N \otimes \iota_T$  şeklinde 1 ve 0’ lardan oluşmuş birim etkisini ortaya koyan kukla değişken matrisi iken,  $Z_{\lambda} = \iota_N \otimes I_T$  şeklinde ise, 1 ve 0’ lardan oluşmuş zaman

etkisini ortaya koyan kukla değişken matrisleridir.  $I_N$ ,  $N \times N$  boyutlu birim matris,  $\iota_t$  ise boyutu  $T \times 1$ , elemanları 1 olan vektör ve  $\otimes$  işareti de kroniker çarpımını göstermektedir. Aynı zamanda,  $\mu' = \mu_1, \mu_2, \mu_3, \dots, \mu_N$ ,  $\lambda' = \lambda_1, \lambda_2, \lambda_3, \dots, \lambda_T$  ve  $v' = v_{11}, v_{12}, \dots, v_{1T}, v_{21}, v_{22}, \dots, v_{2T}, \dots, v_{N1}, v_{N2}, \dots, v_{NT}$  şeklindedir.

### 3.2.2.1. Sabit Etkili Model (Fixed Effect Model)

Sabit etkili modelde,  $\mu_i$  ve  $\lambda_t$  tahmin edilecek sabit birer parametre olarak varsayılmaktadır.  $v_{it} \sim IID\ 0, \sigma_v^2$  dağılımına sahip artık terim olup,  $X_{it}$  bütün  $i$  ve  $t$  değerleri için  $v_{it}$ 'den bağımsızdır. (3.6) no'lu denklemi, (3.5) no'lu denklemde yerine koyduğumuzda, birim etkisini gösteren aşağıdaki (3.8) no'lu denklem elde edilmektedir.

$$y = \alpha \iota_{NT} + X\beta + Z_\mu \mu + v = Z\delta + Z_\mu \mu + v \quad (3.8)$$

(3.7) no'lu denklemi, (3.5) no'lu denklemde yerine koyduğumuzda ise, zaman etkisi için aşağıdaki (3.9) no'lu denklem elde edilir.

$$y = \alpha \iota_{NT} + X\beta + Z_\lambda \lambda + v = Z\delta + Z_\lambda \lambda + v \quad (3.9)$$

(3.8) ve (3.9) no'lu denklemlerde ilgilendiğimiz parametreler,  $\alpha$  ve  $\beta$  parametreleridir. Bu modellerin EKK tahmincisi, bu aynı zamanda  $\beta$ 'nin sabit etki tahmincisi olup, aşağıdaki (3.10) no'lu formül ile elde edilmektedir.

$$\tilde{\beta} = X'QX^{-1}X'Qy \quad (3.10)$$

Birim etkisi için (3.3), zaman etkisi için ise (3.4) no'lu denklemlerde verilen artık terimler, (3.2) no'lu denklemde yerine konularak, regresyon modelleri tekrar ele alındığında, birim ve zaman etkisi için regresyon modelleri sırasıyla aşağıdaki gibi olmaktadır.

$$y_{it} = \alpha + X_{it}\beta + \mu_i + v_{it} \quad (3.11)$$

$$y_{it} = \alpha + X_{it}\beta + \lambda_t + v_{it} \quad (3.12)$$

Bu modellerde, parametre tahmin ederken kukla değişkenler üzerinde sırasıyla  $\sum_{i=1}^N \mu_i = 0$  ve  $\sum_{t=1}^T \lambda_t = 0$  gibi kısıtlamalar getirilmedikçe, kukla değişken tuzağı ya da çoklu doğrusal bağıllık problemi ile karşılaşmaktadır. Ayrıca, bu model kullanılarak, sadece  $\beta$  ve sırasıyla;  $\alpha + \mu_i$  ve  $\alpha + \lambda_t$  tahmin edilebilmektedir. Birim etkisinin olduğu modelde  $\alpha$  ve  $\mu_i$ , zaman etkisinin olduğu modelde ise,  $\alpha$  ve  $\lambda_t$  ayrı ayrı tahmin edilemez. Dolayısıyla, birim etkisinin olduğu (3.11) no'lu regresyon denkleminde birimlerin ortalamaları alındığında aşağıda gösterilen (3.13) no'lu denklem elde edilmektedir.

$$\bar{y}_i = \alpha + \beta \bar{x}_i + \mu_i + \bar{v}_i \quad (3.13)$$

Bununla birlikte, (3.13) no'lu denklemi (3.11) no'lu denklemden çıkarttığımızda, sabit etki dönüşümü yapılmış olmakta ve aşağıdaki (3.14) no'lu denklem elde edilmektedir (Wooldridge, 2002:267).

$$y_{it} - \bar{y}_i = \beta (x_{it} - \bar{x}_i) + v_{it} - \bar{v}_i \quad (3.14)$$

$\beta$ 'nin tahmincisi, yine (3.10) no'lu denklemde verilen tahminci olup, (3.11) no'lu denklemdeki bütün verilerin ortalaması alındığında (3.15) no'lu denklem elde edilmektedir.

$$\bar{y}_{it} = \alpha + \beta \bar{x}_{it} + \bar{v}_{it} \quad (3.15)$$

Bundan sonra (3.15) no'lu denklemde,  $\alpha$  parametresi yalnız bırakılarak,  $\tilde{\alpha} = \bar{y}_{it} - \tilde{\beta} \bar{x}_{it}$  şeklinde tahmin edilebilmektedir (hata terimlerinin ortalaması  $\bar{v}_{it}$  sıfırdır).  $\mu_i$  ise,  $\alpha$  parametresi için yapılan işlemde olduğu gibi, (3.11) no'lu denklemde yalnız bırakılarak,  $\tilde{\mu}_i = \bar{y}_i - \tilde{\alpha} - \tilde{\beta} \bar{x}_i$  şeklinde tahmin edilebilir.

Zaman etkisinin olduğu (3.12) no'lu regresyon modelinde, zamana göre ortalama alındığında ise, regresyon modeli aşağıdaki gibi olmaktadır.

$$\bar{y}_t = \alpha + \beta \bar{x}_t + \lambda_t + \bar{v}_t \quad (3.16)$$

Ayrıca, (3.16) no'lu denklemi, (3.12) no'lu denklemden çıkarttığımızda ise aşağıdaki (3.17) no'lu denklem elde edilecektir.

$$y_{it} - \bar{y}_t = \beta (x_{it} - \bar{x}_t) + v_{it} - \bar{v}_t \quad (3.17)$$

$\beta$  'nin tahmincisi, yukarıda olduğu gibi yine (3.10) no'lu denklemde verilen tahmincidir.  $\alpha$  benzer şekilde, (3.12) no'lu denklemdeki bütün verilerin ortalaması alınıp, yalnız bırakılarak elde edilir.  $\lambda_t$  ise, (3.16) no'lu denklemde yalnız bırakılarak,  $\tilde{\lambda}_t = \bar{y}_t - \tilde{\alpha} - \tilde{\beta} \bar{x}_t$  şeklinde tahmin edilmektedir.

### 3.2.2.2. Rassal Etkili Model (Random Effect Model)

Sabit etkili modelde, hem birim hem de zaman boyutu açısından, tahmin edilecek çok fazla parametre bulunmaktadır. Dolayısıyla, serbestlik derecesi kaybı  $\mu_i$  'nin ya da  $\lambda_t$  'nin tesadüfi olduğu varsayımıyla ortadan kaldırılabilir. Bu durumda;  $v_{it} \sim IID 0, \sigma_v^2$  şeklinde dağılıma sahip iken, birim etkili modelde  $\mu_i \sim IID 0, \sigma_\mu^2$ , zaman etkili modelde ise,  $\lambda_t \sim IID 0, \sigma_\lambda^2$  şeklinde dağılıma sahip olur. Ayrıca, birim etkili modelde,  $\mu_i$  'ler ve  $v_{it}$ , zaman etkili modelde ise,  $\lambda_t$  'ler ve  $v_{it}$  birbirinden bağımsızdır. Bununla birlikte,  $X_{it}$  tüm  $i$  ve  $t$  değerleri için;  $\mu_i$ ,  $\lambda_t$  ve  $v_{it}$  'den bağımsızdır. (3.5) no'lu denklemden elde edilebilen varyans-kovaryans matrisi birim etkili model için aşağıdaki gibi iken;

$$\Omega = E uu' = E \begin{bmatrix} Z_\mu \mu + v & Z_\mu \mu + v \end{bmatrix} = \sigma_\mu^2 I_N \otimes J_T + \sigma_v^2 I_N \otimes I_T \quad (3.18)$$

zaman etkili model için ise, (3.19) no'lu denklemdeki gibi olmaktadır.

$$\Omega = E uu' = E \begin{bmatrix} Z_\lambda \lambda + v & Z_\lambda \lambda + v \end{bmatrix} = \sigma_\lambda^2 J_N \otimes I_T + \sigma_v^2 I_N \otimes I_T \quad (3.19)$$

Bu durum, tüm  $i$  ve  $t$  değerleri için varyansların sabit olduğunu gösterir. Birim etkili model için varyans,  $\text{var } u_{it} = \sigma_\mu^2 + \sigma_v^2$  şeklinde iken, zaman etkili model için varyans ise,  $\text{var } u_{it} = \sigma_\lambda^2 + \sigma_v^2$  şeklinde olacaktır. (3.18) ve (3.19) no'lu denklemlerdeki,  $J_N$  ve  $J_T$  sırasıyla;  $N \times N$  ve  $T \times T$  boyutlu tüm elemanları 1 olan kare matrislerdir. Varyans-kovaryans matrisi kullanılarak, (3.5) no'lu denklemde, birim etkili model için  $\mu_i$  ve  $v_{it}$ , zaman etkili model için ise,  $\lambda_t$  ve  $v_{it}$  şeklindeki varyanslar biliniyorsa,  $\beta$  'nın GEKK tahminleri aşağıdaki (3.20) no'lu denklemdeki formül yardımı ile yapılabilmektedir (Amemiya, 1985:182).

$$\tilde{\beta}_{GEKK} = X' \Omega^{-1} X^{-1} X' \Omega^{-1} y \quad (3.20)$$

Varyanslar bilinmiyor ise, varyans-kovaryans matrisinin  $\Omega$  yerine  $\hat{\Omega}$  tahmincisi kullanılarak aşağıdaki gibi  $\beta$  'nın feasible GEKK tahmincileri elde edilir (Ullah ve Huang, 2006:67-89).

$$\tilde{\beta}_{FGEKK} = X' \hat{\Omega}^{-1} X^{-1} X' \hat{\Omega}^{-1} y \quad (3.21)$$

Regresyon modelinin katsayılarının, genelleştirilmiş EKK tahmincilerini elde edebilmek için, varyans-kovaryans matrisinin tersine  $\Omega^{-1}$  ihtiyacımız bulunmaktadır. Küçük gözlem aralığına sahip olsa bile, söz konusu matrisin tersini hesaplamak oldukça güçtür. Dolayısıyla, varyans-kovaryans matrisinin tersini hesaplamak yerine, Wansbeek ve Kapteyn (1982) tarafından geliştirilmiş yöntem kullanılmaktadır.

(3.18) no'lu denklem ile verilen birim etkili model için, varyans-kovaryans matrisindeki,  $J_T$  'yi  $T\bar{J}_T$  ile,  $I_T$  'yi  $E_T + \bar{J}_T$  yer değiştirildiğinde ( $E_T$  burada  $I_T - \bar{J}_T$  biçiminde tanımlanmıştır), varyans kovaryans matrisi aşağıdaki gibi olacaktır.

$$\Omega = T\sigma_\mu^2 I_N \otimes \bar{J}_T + \sigma_v^2 I_N \otimes E_T + \sigma_v^2 I_N \otimes \bar{J}_T \quad (3.22)$$

Sadeleştirmelerden sonra ise, varyans-kovaryans matrisi aşağıdaki şekle dönüşecektir.

$$\Omega = T\sigma_\mu^2 + \sigma_v^2 \quad I_N \otimes \bar{J}_T + \sigma_v^2 \quad I_N \otimes E_T = \sigma_1^2 P + \sigma_v^2 Q \quad (3.23)$$

Bu denklemde,  $\sigma_1^2 = T\sigma_\mu^2 + \sigma_v^2$  dir.  $P$  ve  $Q$  'nun özelliklerini kullanarak varyans-kovaryans matrisi aşağıdaki gibi düzenlenmektedir

$$\Omega^{-1} = \frac{1}{\sigma_1^2} P + \frac{1}{\sigma_v^2} Q \quad (3.24)$$

$$\Omega^{-1/2} = \frac{1}{\sigma_1} P + \frac{1}{\sigma_v} Q \quad (3.25)$$

(3.24) ve (3.25) no'lu denklemler ile yapılan düzenlemelere bağlı olarak,  $\Omega$  'nın herhangi bir kuvvetini hesaplamak daha kolay bir hale gelmektedir.  $r$  herhangi bir sayı olmak üzere,  $\Omega^r = \sigma_1^{2r} P + \sigma_v^{2r} Q$  'dır. Burada,  $\hat{\sigma}_1^2$  ve  $\hat{\sigma}_v^2$  'nin açılımları (3.26) ve (3.27) no'lu denklemlerde gösterildiği gibi olmaktadır.

$$\hat{\sigma}_1^2 = \frac{u'Pu}{tr(P)} = T \sum_{i=1}^N \bar{u}_i^2 / N \quad (3.26)$$

$$\hat{\sigma}_v^2 = \frac{u'Qu}{tr(Q)} = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T u_{it} - \bar{u}_i^2}{N \quad T - 1} \quad (3.27)$$

(3.19) no'lu denklem ile verilen zaman etkili model için, varyans-kovaryans matrisindeki,  $J_N$  'yi  $N\bar{J}_N$  ile,  $I_N$  ,  $E_N + \bar{J}_N$  ile yer değiştirildiğinde ( $E_N$  burada  $I_N - \bar{J}_N$  biçiminde tanımlanmıştır), varyans kovaryans matrisi aşağıdaki şekli almaktadır.

$$\Omega = N\sigma_\lambda^2 \quad \bar{J}_N \otimes I_T + \sigma_v^2 \quad E_N \otimes I_T + \sigma_v^2 \quad \bar{J}_N \otimes I_T \quad (3.28)$$

Sadeleştirmelerden sonra ise, varyans-kovaryans matrisi (3.29) no'lu denklemdeki şekle dönüşmektedir.

$$\Omega = N\sigma_\lambda^2 + \sigma_v^2 \bar{J}_N \otimes I_T + \sigma_v^2 E_N \otimes I_T = \sigma_2^2 R + \sigma_v^2 S \quad (3.29)$$

(3.29) no'lu denklemde;  $\sigma_2^2 = N\sigma_\lambda^2 + \sigma_v^2$  dir.  $R$  ve  $S$  matrisleri de,  $P$  ve  $Q$  matrisleri gibi simetrik, idempotent ve ortogonal matrislerdir. Dolayısıyla,  $R$  ve  $S$  matrislerinin özelliklerini kullanarak;

$$\Omega^{-1} = \frac{1}{\sigma_2^2} R + \frac{1}{\sigma_v^2} S \quad (3.30)$$

$$\Omega^{-1/2} = \frac{1}{\sigma_2} R + \frac{1}{\sigma_v} S \quad (3.31)$$

olarak bulunurlar. Yapılan bu işlemten sonra,  $\Omega$  'nın herhangi bir kuvvetinin hesaplanması daha kolay bir duruma gelmektedir.  $r$  herhangi bir sayı olmak üzere  $\Omega^r = \sigma_2^{2r} R + \sigma_v^{2r} S$  dir. Burada,  $\hat{\sigma}_2^2$  ve  $\hat{\sigma}_v^2$  aşağıdaki gibidir.

$$\hat{\sigma}_2^2 = \frac{u'Ru}{tr(R)} = N \sum_{t=1}^T \bar{u}_t^2 / T \quad (3.32)$$

$$\hat{\sigma}_v^2 = \frac{u'Su}{tr(S)} = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T u_{it} - \bar{u}_t}{T(N-1)} \quad (3.33)$$

Hem birim etkili hem de zaman etkili rassal etkili modeller için, gerçek artık terimler bilinmediğinden, (3.18) ve (3.19) no'lu denklemler ile verilen varyans kovaryans matrisleri hesaplanamamaktadır.  $\hat{\sigma}_1^2$ ,  $\hat{\sigma}_2^2$  ve  $\hat{\sigma}_v^2$  'nin hesaplanmasında gerçek artık terimler yerine hangi artık terimlerin kullanılacağı ile ilgili Wallace ve Hussain (1969), Amemiya (1971), Swamy ve Arora (1972), Nerlove (1971) değişik alternatifler geliştirmişlerdir.

### 3.2.3. Çift Yönlü Hata Bileşenleri Modeli (Two Way Error Component)

Çift yönlü hata bileşenine sahip regresyon modeli de (3.3) no'lu denklemde verilen regresyon modelidir. Ancak, söz konusu regresyon modelinin dağılımı aşağıdaki gibi iki yönlü hata bileşeni içermektedir.

$$y_{it} = \alpha + X_{it}\beta + u_{it} \quad i = 1, 2, 3, \dots, N; \quad t = 1, 2, 3, \dots, T \quad (3.34)$$

$$u_{it} = \mu_i + \lambda_t + v_{it} \quad (3.35)$$

Burada,  $\mu_i$  ve  $\lambda_t$  tek yönlü hata bileşenleri modelinde olduğu gibi sırasıyla; zamandan ve birimden bağımsızdır ve regresyon modeline eklenmemiş ya da gözlemlenememiş birim ve zaman etkilerini modele ekler.  $v_{it}$  ise, geriye kalan dağılımı göstermekte olup, birimlere ve zamana göre değişir ve bir regresyon modelinin genel artık terimi olarak düşünülebilmektedir. (3.34) ve (3.35) no'lu denklemlerin matris formundaki gösterimleri ise aşağıdaki gibidir.

$$y_{it} = \alpha t_{NT} + X\beta + u = Z\delta + u \quad (3.36)$$

$$u = Z_\mu\mu + Z_\lambda\lambda + v \quad (3.37)$$

(3.37) no'lu denklemdeki,  $Z_\mu$  ve  $Z_\lambda$  matrisleri ile  $\mu$ ,  $\lambda$  ve  $v$  vektörleri tek yönlü hata bileşenleri modelinde tanımlandıkları gibidir.

#### 3.2.3.1. Sabit Etkili Model (Fixed Effect Model)

Eğer,  $\mu_i$  ve  $\lambda_t$  tahmin edilecek sabit parametreler ve  $v_{it} \sim IID \ 0, \sigma_v^2$  olarak geriye kalan dağılımı gösteriyor ise, (3.36) no'lu denklemle verilen regresyon modeli çift yönlü sabit etkili hata bileşenleri modelidir.  $X_{it}$ 'nin tüm  $i$  ve  $t$  değerleri için;  $\mu_i$  ve  $\lambda_t$ 'den bağımsız olduğu varsayılmaktadır. (3.35) no'lu denklem ile verilen artık terimler (3.34) no'lu denklem ile verilen regresyon modelinde yerine konulduğunda;

$$y_{it} = \alpha + X_{it}\beta + \mu_i + \lambda_t + v_{it} \quad (3.38)$$

denklemini elde edilir. Bu modelin matris formundaki gösterimi ise aşağıdaki gibi olmaktadır.

$$y = \alpha \iota_{NT} + X\beta + Z_\mu\mu + Z_\lambda\lambda + v \quad (3.39)$$

Modeli,  $Q_1 = E_N \otimes E_T = I_N \otimes I_T - I_N \otimes \bar{J}_T - \bar{J}_N \otimes I_T + \bar{J}_N \otimes \bar{J}_T$  olacak şekilde  $Q_1$  ile çarptığımızda,  $Q_1\iota_{NT} = Q_1Z_\mu = Q_1Z_\lambda = 0$  olduğundan (3.39) no'lu denklem ile verilen model;

$$Q_1y = Q_1X\beta + Q_1v \quad (3.40)$$

şekline dönüşür. Burada,  $E_T = I_T - \bar{J}_T$  ve  $E_N = I_N - \bar{J}_N$  şeklinde iken,  $\bar{J}_N$ , NxN boyutlu tüm elemanları 1/N olan ve  $\bar{J}_T$ 'de benzer şekilde TxT boyutlu tüm elemanları 1/T olan birer kare matrislerdir. Bu durumda, eğitim parametreleri için tahminciler ve varyansları aşağıdaki gibi olmaktadır.

$$\hat{\beta} = X'Q_1X^{-1}X'Q_1y \quad (3.41)$$

$$Var \hat{\beta} = \sigma_v^2 X'Q_1X^{-1} \quad (3.42)$$

$\mu_i$  için,  $\sum \mu_i = 0$  gibi ve  $\lambda_t$  için  $\sum \lambda_t = 0$  gibi kısıtlama getirip, bu iki kısıt altında (3.38) no'lu denklemde, genel ortalama alındığında aşağıdaki denklem elde edilir.

$$\bar{y}_{it} = \alpha + \bar{X}_{it}\beta + \bar{v}_{it} \quad (3.43)$$

(3.43) no'lu denklemde ( $\alpha$ ) yalnız bırakıldığında ise, aşağıdaki denklem elde edilecektir.

$$\alpha = \bar{y}_{it} - \bar{X}_{it}\beta - \bar{v}_{it} \quad (3.44)$$

Bu denklemde, (3.41) no'lu denklemden elde edilen  $(\beta)$  tahminleri kullanılarak  $(\alpha)$ 'nın hesaplanması mümkün olmaktadır. Birimlere göre ortalama hesaplayıp,  $\lambda_i$  için  $\sum \lambda_i = 0$  gibi bir kısıtlama getirildiğinde ise, (3.38) no'lu denklem ile verilen model;

$$\bar{y}_i = \alpha + \bar{X}_i \beta + \mu_i + \bar{v}_i \quad (3.45)$$

şeklini almaktadır. Burada, daha önce (3.41) no'lu denklemden elde edilen  $(\beta)$  ve (3.44) no'lu denklemden elde edilen  $(\alpha)$  tahminleri kullanılarak, birim etkileri  $(\mu_i)$  aşağıdaki denklem ile hesaplanabilmektedir.

$$\mu_i = \bar{y}_i - \alpha - \bar{X}_i \beta - \bar{v}_i \quad (3.46)$$

Benzer bir şekilde, zamana göre ortalama hesaplayıp,  $(\mu_i)$  için  $\sum \mu_i = 0$  gibi bir kısıtlama getirildiğinde ise, (3.38) no'lu denklem aşağıdaki (3.47) no'lu denklem şeklini almaktadır.

$$\bar{y}_t = \alpha + \bar{X}_t \beta + \lambda_t + \bar{v}_t \quad (3.47)$$

Burada da, daha önce (3.41) no'lu denklemden elde edilen  $(\beta)$  ve (3.44) no'lu denklemden elde edilen  $(\alpha)$  tahminleri kullanılarak, zaman etkisi  $(\lambda_t)$ , aşağıdaki denklem kullanılarak hesaplanabilmektedir.

$$\lambda_t = \bar{y}_t - \alpha - \bar{X}_t \beta - \bar{v}_t \quad (3.48)$$

### 3.2.3.2. Rassal Etkili Model (Random Effect Model)

Çift yönlü rassal etkili hata bileşenleri modelinde, artık terimde bulunan  $\mu_i$  ve  $\lambda_t$ 'nin rassal olduğu varsayılmaktadır.  $\mu_i \sim IID \ 0, \sigma_\mu^2$  ,  $\lambda_t \sim IID \ 0, \sigma_\lambda^2$  ve  $v_{it} \sim IID \ 0, \sigma_\lambda^2$  şeklinde birbirinden bağımsız dağılmaktadırlar. (3.37) no'lu denklem göz önünde bulundurulduğunda, varyans kovaryans matrisi aşağıdaki gibi oluşturulabilmektedir.

$$\Omega = E uu' = E \begin{bmatrix} Z_\mu \mu + Z_\lambda \lambda + v & Z_\mu \mu + Z_\lambda \lambda + v \end{bmatrix} \quad (3.49)$$

(3.49) no'lu denklemde gerekli sadeleştirmeler yapıldıktan sonra, varyans-kovaryans matrisi,

$$\Omega = Z_\mu E \mu \mu' Z_\mu' + Z_\lambda E \lambda \lambda' Z_\lambda' + E vv' \quad (3.50)$$

şeklini almaktadır. Bu durum ise, tüm  $i$  ve  $t$  değerleri için  $\text{var } u_{it} = \sigma_\mu^2 + \sigma_\lambda^2 + \sigma_v^2$  şeklinde, varyansın sabit olduğunu gösterir.

Tek yönlü hata bileşenleri regresyon modelinde olduğu gibi regresyon katsayılarının genelleştirilmiş EKK tahmincilerini elde edebilmek için varyans-kovaryans matrisinin tersine  $\Omega^{-1}$  ya da  $\Omega^{-1/2}$ , ne gereksinim bulunmaktadır.

$\lambda_1 = \sigma_v^2$ ,  $\lambda_2 = T\sigma_\mu^2 + \sigma_v^2$ ,  $\lambda_3 = N\sigma_\lambda^2 + \sigma_v^2$  ve  $\lambda_4 = T\sigma_\mu^2 + N\sigma_\lambda^2 + \sigma_v^2$  olacak şekilde varyans kovaryans matrisi aşağıdaki gibi de ifade edilebilir .

$$\Omega = \lambda_1 E_N \otimes E_T + \lambda_2 E_N \otimes \bar{J}_T + \lambda_3 \bar{J}_N \otimes E_T + \lambda_4 \bar{J}_N \otimes \bar{J}_T \quad (3.51)$$

(3.51) no'lu denklem ile verilen varyans-kovaryans matrisinde,  $Q_1 = E_N \otimes E_T$ ,  $Q_2 = E_N \otimes \bar{J}_T$ ,  $Q_3 = \bar{J}_N \otimes E_T$  ve  $Q_4 = \bar{J}_N \otimes \bar{J}_T$  kısaltmalarından sonra varyans-kovaryans matrisi en sade haliyle aşağıdaki şekli almaktadır.

$$\Omega = \sum_{i=1}^4 \lambda_i Q_i \quad (3.52)$$

Bu gösterim, varyans kovaryans matrisinin spektral ayrıştırmasıdır. Burada kullanılan  $\lambda_i$ 'ler varyans-kovaryans matrisinin karakteristik kökleridir. Varyans kovaryans matrisinin hesaplanmasında kullanılan  $Q$  matrisleri ise, rankları izlerine eşit olmak üzere simetrik ve idempotent matrislerdir. Bunun yanı sıra,  $Q$  matrisleri kendi aralarında ortogonaldir. Dolayısıyla, bu özellikler dikkate alındığında varyans-kovaryans matrisinin herhangi bir kuvvetini hesaplamak oldukça kolaylaşmaktadır.

$$\Omega^r = \sum_{i=1}^4 \lambda_i^r Q_i \quad (3.53)$$

(3.53) no'lu denklemdeki gösterimden sonra, genelleştirilmiş EKK parametre tahminleri;

$$\hat{\beta} = (Z' \Omega^{-1} Z)^{-1} Z' \Omega^{-1} y \quad (3.54)$$

formülünden yararlanılarak oluşturulabilmektedir.

$\hat{\lambda}_i$  i=1,2,3 için, aşağıdaki formülden hesaplanabilir.

$$\hat{\lambda}_i = \frac{u' Q_i u}{Tr(Q_i)} \quad (3.55)$$

$\hat{\lambda}_4$  ise, ilk üç  $\hat{\lambda}$  değeri kullanılarak,  $\hat{\lambda}_4 = \hat{\lambda}_2 + \hat{\lambda}_3 - \hat{\lambda}_1$  formülü ile hesaplanabilmektedir. Gerçek artık terimler bilinmediğinden,  $\hat{\lambda}$  değerleri hesaplanamamaktadır.  $\hat{\lambda}$  'ların hesabında, gerçek artık terimler hangi artık terimlerin kullanılacağı ile ilgili Wallace ve Hussain (1969), Amemiya (1971) , Swamy ve Arora (1972), Nerlove (1971) değişik alternatifler geliştirmişlerdir.

## **4. HİSSE SENETLERİ İMKB'DE İŞLEM GÖREN SANAYİ FİRMALARININ TEMETTÜ POLİTİKALARINA ETKİ EDEN FAKTÖRLERİN PANEL VERİ ANALİZİ YÖNTEMİ İLE TEST EDİLMESİ**

### **4.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi**

Finans literatüründe firmaların temettü politikalarını belirleyen faktörlerin tespiti üzerine yapılan çalışmalar arasında ilklerden biri olma özelliğini taşıyan araştırma Lintner (1956)'e aittir. Bu araştırmanın ardından, finansal yönetimin temel politikaları arasında yer alan “temettü politikaları”na etki eden faktörlerin belirlenmesi ve firmaların izledikleri temettü politikaları ile firma değerinin maksimize edilmesi arasındaki ilişkiyi açıklamaya yönelik birçok teori ve yaklaşım geliştirilmiştir.

Piyasa değeri maksimizasyonu amacının gerçekleştirilmesi üzerine odaklanılan ve bu kapsamda firmaların izlemeleri gereken temettü politikalarının belirlenmesine yönelik yapılan araştırmalar, finans literatüründe önemli bir yere sahiptir. Çünkü firmaların elde ettikleri kazançları yeni yatırımların finansmanında kullanmak veya hissedarların beklentileri doğrultusunda temettü olarak dağıtmak arasındaki tercihleri etkileyen bu politikalar aynı zamanda firma değerini de yakından ilgilendirmektedir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde faaliyet gösteren firmaların fon kaynakları nitelik ve nicelik bakımından farklılıklar göstermektedir. Özellikle gelişmiş ülkelerde, sermaye piyasaları daha etkin olduklarından, firmaların fon sağlama olanakları gelişmekte olan piyasalara kıyasla daha uygundur. Dolayısıyla, fon kaynaklarının sınırlı olduğu gelişmekte olan piyasalara ilişkin bir değerlendirme yapıldığında, firmaların faaliyetleri sonucunda yarattıkları kaynakları değerlendirmelerine etki eden temettü politikalarının ne kadar önemli kararları içerdiği de anlaşılabilmektedir. Bu nedenle, bu araştırma ile gelişmekte olan piyasalar arasında yer alan Türkiye’de faaliyet gösteren firmaların temettü politikalarına etki eden faktörlerin tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Başka bir ifadeyle, bu araştırmanın amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nda işlem gören sanayi firmalarının izlemekte oldukları temettü politikalarını araştırmak

ve panel veri regresyon metodunu kullanarak, bu firmaların temettü politikalarını etkileyen faktörleri ampirik olarak incelemektir.

Bu amaçla, finans literatüründe yer alan temettü dağıtım oranları ve politikalarını etkileyen faktörlerin araştırıldığı hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeleri kapsayan çalışmalar incelenmiştir. Bunun sonucunda, gelişmekte olan piyasalar arasındaki Türkiye’de bu alanda yapılmış çalışma sayısının oldukça sınırlı olduğu tespit edilmiştir. Türkiye’de bugüne kadar firmaların temettü politikaları üzerine yapılan çalışmalarda, firmaların istikrarlı bir temettü politikalarının olup olmadığı, yasal düzenlemelerin temettü politikaları üzerindeki etkileri, işlem maliyetleri ve temsil sorunundan kaynaklanan maliyetlerin temettü politikalarına etkileri, temettü dağıtım bilgisinin hisse senedi fiyatları ve firma değeri üzerindeki etkileri gibi konular ele alınmış, ancak firmaların temettü politikalarına etki eden faktörler üzerine bir uygulama yapılmadığı belirlenmiştir. Bu nedenle, bu çalışma ile dünyanın en büyük yirmi ekonomisi arasında yer alan Türkiye’de, hisse senetleri İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının temettü politikalarına etki eden faktörlerin belirlenmesi ve bu faktörlerin araştırma kapsamındaki firmaların temettü politikalarına hangi ölçüde etki ettikleri, ekonomik modellerin analizinde en uygun yöntemlerden biri olan panel veri analizi yöntemi ile test edilmektedir. Elde edilecek bulgular ile literatürdeki boşlukların doldurulması ve bundan sonra yapılacak olan çalışmalara yol gösterilmesi amaçlanmaktadır.

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

Bu çalışma, 2003-2010 yılları arasında hisse senetleri İMKB’de işlem gören 118 sanayi firmasını kapsamaktadır. Çalışmada Türkiye ekonomisine yön veren en büyük sanayi firmaları seçilerek, bu firmaların temettü ödeme kararlarına hangi faktörlerin etki ettiği tespit edilmeye çalışılmıştır. Bunun için finans literatüründe bugüne kadar firmaların temettü ödeme oranları ve temettü politikalarına etki eden faktörlerin tespitine ilişkin yapılan çalışmalar incelenerek, İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının temettü politikalarına etki edeceği düşünülen en önemli faktörler uygun hipotezler kurularak test edilmektedir.

İMKB'ye kayıtlı olmalarına rağmen süreklilik kısıtlamasını iflas, birleşme veya başka bir nedenle sağlayamayarak, İMKB kotasyonundan çıkarılan firmalar ile mali sektörde faaliyet gösteren firmalar araştırma kapsamına dahil edilmemiştir. Çalışmada kullanılan panel veri seti, firmaların 2003-2010 yılları arasındaki yıllık mali tablolarından yararlanılarak oluşturulmuş olup, söz konusu veriler İMKB'nin ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nın resmi internet sitesinden elde edilmiştir. İstatistiki modelin test edilmesinde ise, EViews 7.2 ve Stata 12.1 paket programlarından yararlanılmıştır. Türkiye'de mali tablolar üzerinde enflasyon oranlarının olumsuz etkilerinin arındırılması için muhasebe standartlarında önemli reformların yapıldığı yıllar göz önünde bulundurularak, çalışma kapsamındaki firmalara ilişkin veriler 2003 yılından başlatılmıştır. Araştırma kapsamına alınan firmalara ait İMKB işlem kodları ve firmaların isimleri ise aşağıdaki Tablo 4.1'de gösterilmektedir.

**Tablo 4.1: İMKB'de İşlem Gören Sanayi Firmaları**

| İMKB İşlem Kodu | Firmanın Adı                 | İMKB İşlem Kodu | Firmanın Adı              |
|-----------------|------------------------------|-----------------|---------------------------|
| AEFES           | Anadolu Efes                 | HEKTS           | Hektaş                    |
| AFYON           | Afyon Çimento                | HURGZ           | Hürriyet Gazetecilik      |
| AKALT           | Akal Tekstil                 | HZNR            | Haznedar Refrakter        |
| AKCNS           | Akçansa Çimento              | IDAS            | İdaş İstanbul Döşeme      |
| AKSA            | Aksa Akrilik Kimya           | IHEVA           | İhlas Ev Aletleri         |
| ALCAR           | Alarko Carrier               | IZDMC           | İzmir Demir Çelik         |
| ALKA            | Alkim Kağıt                  | IZOCM           | İzocam                    |
| ALKIM           | Alkim Alkali Kimya           | KAPLM           | Kaplamın Ambalaj          |
| ALTIN           | Altınıyıldız                 | KARSN           | Karsan Otomotiv           |
| ANACM           | Anadolu Cam                  | KENT            | Kent Gıda                 |
| ARCLK           | Arçelik                      | KERT            | Kerevitaş Gıda            |
| ARSAN           | Arsan Tekstil                | KLMSN           | Klimasan Klima            |
| ASUZU           | Anadolu Isuzu                | KNFRT           | Konfrut Gıda              |
| ATEKS           | Akın Tekstil                 | KONYA           | Konya Çimento             |
| AYGAZ           | Aygaz                        | KORDS           | Kordsa Global Endüstriyel |
| BAKAB           | Bak Ambalaj                  | KRDMD           | Karabük Demir Çelik       |
| BANVT           | Banvit Vitaminli Yem         | KRSTL           | Kristal Kola ve Meşrubat  |
| BFREN           | Bosch Fren Sistemleri        | KRTEK           | Karsu Tekstil             |
| BOLUC           | Bolu Çimento                 | KUTPO           | Kütahya Porselen          |
| BOSSA           | Bossa                        | LUKSK           | Lüks Kadife               |
| BRSAN           | Borusan Mannesmann Boru      | MERKO           | Merko Gıda                |
| BSHEV           | Bosch Ev Aletleri            | MNDRS           | Menderes Tekstil          |
| BSOKE           | Batı Söke Çimento            | MRDIN           | Mardin Çimento            |
| BTCIM           | Batıçim Batı Anadolu Çimento | MRSHL           | Marshall Boya             |

|              |                                |              |                            |
|--------------|--------------------------------|--------------|----------------------------|
| <b>BUCIM</b> | Bursa Çimento                  | <b>MTEKS</b> | Metem Tekstil              |
| <b>BURCE</b> | Burçelik Bursa Çelik Döküm     | <b>MUTLU</b> | Mutlu Akü ve Malzemeleri   |
| <b>BURVA</b> | Burçelik Vana Sanayi           | <b>NUHCM</b> | Nuh Çimento                |
| <b>CELHA</b> | Çelik Halat                    | <b>OLMKS</b> | Olmuksa                    |
| <b>CEMTS</b> | Çemtaş Çelik Makina            | <b>OTKAR</b> | Otokar Otomotiv Savunma    |
| <b>CIMSA</b> | Çimsa Çimento                  | <b>PARSN</b> | Parsan                     |
| <b>CMBTN</b> | Çimbeton Hazır Beton           | <b>PENG</b>  | Penguen Gıda               |
| <b>CMNT</b>  | Çimentaş İzmir Çimento         | <b>PETKM</b> | Pektim                     |
| <b>DENCM</b> | Denizli Cam                    | <b>PETUN</b> | Pınar Entegre Et ve Un     |
| <b>DENTA</b> | Denta Ambalaj ve Kağıt         | <b>PIMAS</b> | Pimaş                      |
| <b>DERIM</b> | Derimod                        | <b>PINSU</b> | Pınar Su                   |
| <b>DEVA</b>  | Deva Holding                   | <b>PNSUT</b> | Pınar Süt                  |
| <b>DGZTE</b> | Doğan Gazetecilik              | <b>PRKAB</b> | Türk Prysmian Kablo        |
| <b>DITAS</b> | Ditaş Doğan                    | <b>PTOFS</b> | Petrolofisi                |
| <b>DMSAS</b> | Demisaş                        | <b>SARKY</b> | Sarkuysan                  |
| <b>DOBUR</b> | Doğan Burda Dergi Yayıncılık   | <b>SASA</b>  | Sasa Polyester             |
| <b>DYOB</b>  | Dyo Boya                       | <b>SKPLC</b> | Şeker Piliç ve Yem         |
| <b>ECILC</b> | Eczacıbaşı İlaç                | <b>SKTAS</b> | Söktaş Tekstil             |
| <b>ECYAP</b> | Eczacıbaşı Yapı Gereçleri      | <b>SODA</b>  | Soda Sanayii               |
| <b>EGEEN</b> | Ege Endüstri                   | <b>TATKS</b> | Tat Konserve               |
| <b>EGGUB</b> | Ege Gübre                      | <b>TBORG</b> | T. Tuborg                  |
| <b>EGSER</b> | Ege Seramik                    | <b>TIRE</b>  | Tire Kutsan                |
| <b>ERBOS</b> | Erbosan Erciyas Boru           | <b>TOASO</b> | Tofaş Otomobil Fabrikaları |
| <b>EREGL</b> | Ereğli Demir Çelik Fabrikaları | <b>TRCAS</b> | Turcas Petrol              |
| <b>ERSU</b>  | Ersu Meyve ve Gıda             | <b>TRKCM</b> | Trakya Cam                 |
| <b>EMKEL</b> | Emek Elektrik Endüstrisi       | <b>TUDDF</b> | T. Demirdöküm              |
| <b>FENIS</b> | Feniş Alüminyum                | <b>TUKAS</b> | Tukaş Gıda                 |
| <b>FMIZP</b> | Federal Mogul İzmit Piston     | <b>TUPRS</b> | Tüpraş                     |
| <b>FRIGO</b> | Frigo-Pak Gıda Maddeleri       | <b>ULKER</b> | Ülker Bisküvi              |
| <b>FROTO</b> | Ford Otosan                    | <b>UNYEC</b> | Ünye Çimento               |
| <b>GEDIZ</b> | Gimsan Gediz İplik Mensucat    | <b>USAK</b>  | Uşak Seramik               |
| <b>GEREL</b> | Gersan Elektrik                | <b>VESTL</b> | Vestel                     |
| <b>GOLTS</b> | Göltaş Çimento                 | <b>VKING</b> | Viking Kağıt ve Selüloz    |
| <b>GOODY</b> | Good Year                      | <b>YATAS</b> | Yataş Yatak ve Yorgan      |
| <b>GUBRF</b> | Gübre Fabrikaları              | <b>YUNSA</b> | Yünsa                      |

#### 4.3. Araştırmada Test Edilecek Hipotezler ve Hipotezlerin Test Edilmesinde Kullanılan Değişkenler

Bir finans yöneticisinin, yatırım ve finanslama kararları gibi temettü politikalarının belirlenmesi ile ilgili aldığı kararlar firma için büyük önem arz etmektedir. Çünkü firmadan nakit çıkışına neden olan bu kararlar, hem firmaların likidite durumlarını hem de firmaların faaliyetlerini etkilemektedir. Dolayısıyla, bir finans yöneticisi, nakit temettü politikası uygulamayı tercih edecekse, birçok değişkeni göz önünde bulundurmak mecburiyetindedir. Bu nedenle, finans

literatüründe temettü politikalarına etki eden faktörlerin tespit edilmesine yönelik pek çok çalışma bulunmaktadır. Özellikle yurtdışında bu alanda yapılmış birçok çalışma bulunmakla birlikte, Türkiye’de bu alanda yapılmış bir çalışmaya rastlanmamıştır. Dolayısıyla, bu çalışmada, literatürde sıklıkla kullanılan; firma büyüklüğü, büyüme ve yatırım fırsatları, firma likiditesi, kârlılığı ve kaldıraç oranı gibi içsel finansal değişkenlerin temettü politikaları üzerindeki etkilerinin yanı sıra bu etkilerin bir sonucu olan firmanın piyasa değeri, sahiplik yapısı ile yatırımcıların servetlerini etkileyen vergi faktörünün temettü kararları üzerindeki etkileri aşağıdaki hipotezler yardımıyla sınanmaktadır.

Finans literatüründe, firma kârlılığı, temettü politikalarına etki eden en önemli faktörlerden birisi olarak kabul edilmekte ve yüksek kârlılık oranına sahip firmaların yüksek miktarda temettü dağıtımını gerçekleştirecekleri beklenmektedir. Bunun nedeni olarak, yüksek kârlılık oranına sahip firmaların hem serbest nakit akışlarının yüksek hem de gelirlerinin düzenli olduğu belirtilmektedir. Bununla birlikte, kârlılığı yüksek firmaların yüksek temettü dağıtımını yapacağı görüşü sinyal etkisi teorisi’nin varsayımları ile de desteklenmektedir. Çünkü sinyal etkisi teorisi’ne göre, temettü artışı yapacağını finansal piyasalara duyuran firmaların, kârlılıklarında artış beklentisi içinde oldukları varsayılmakta, bu nedenle de söz konusu firmaların hisse senedi fiyatları piyasalarda pozitif yönde bir ivme kazanmaktadır. Benzer şekilde, firmalarca temettü azaltımına gidileceğine yönelik açıklamalar ise, gelecekle ilgili beklentilerin olumsuz olduğu yargısına yol açmakta ve söz konusu firmalara ait hisse senedi fiyatları da bu açıklamalara paralel olarak değer kaybetmektedir. Bu nedenle, firma yöneticileri, özellikle temettü azaltımına ilişkin açıklamalardan kaçınmaktadırlar. Bu davranışların arkasında; firmanın beklenen nakit akışları ile hem borç ödemelerini hem de temettü ödemelerini iflas olasılığını artırmadan karşılayabilecek, sürdürülebilir bir kârlılık beklentisi koşulları oluşmadan, firma yöneticilerince temettü artışına ilişkin açıklamaların finansal piyasalara yapılmaması gerektiği yatmaktadır (Lipson vd.,1998:36-45). Dolayısıyla, yatırımcılar yüksek temettü dağıtan firmaların değerlerinde de bir yükselme eğilimi olacağını beklediklerinden, firmaların beklenmedik temettü artış duyurularını olumlu bir işaret olarak algılayarak, pozitif yönlü bir reaksiyon vermektedirler.

Literatürde temettü politikaları ile aktif kârlılığı arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışmada, aktif kârlılığı değişkeninin firmaların temettü politikalarını etkileyen faktörler arasında yer aldığı yapılan literatür taraması sonucunda tespit edilmiştir. Amidu ve Abor (2006), Naceur vd., (2006), Al-Malkawi (2007), Ahmed ve Javid (2009) ve Gill vd., (2010) yaptıkları çalışmalarında; firmaların temettü dağıtım oranları ile firma kârlılığı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Dolayısıyla, aktif kârlılığı faktörü ile İMKB sanayi firmalarının temettü politikaları arasında bir ilişkinin var olup olmadığını tespit etmek amacıyla söz konusu değişken çalışma kapsamında kurulan modele dahil edilmiş ve hipotez aşağıdaki gibi kurulmuştur.

$H_0$  : Firma kârlılığı ile temettü ödemeleri arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

Firmaların büyüme fırsatları ile temettü politikaları arasında bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü yoğun rekabet koşulları içinde firmalar bir büyüme fırsatı yakaladıklarında değerlendirmek ve rakiplerine üstünlük sağlamak istemektedirler. Bunun için net bugünkü değeri (NBD) pozitif olan projelere yatırım yapılması gerekmektedir. Ancak, büyüme fırsatlarının değerlendirilmesi çerçevesinde NBD'si pozitif olan yatırım projelerinin finansmanı için firmaların önemli miktarda nakit gereksinimleri ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte, büyümeyi sağlayacak fırsatlar, başka bir deyişle projeler ne kadar büyük ise, firmalar için fon gereksinimi de projelerin büyüklüğü ile paralel olarak artmaktadır. Dolayısıyla, firmalar söz konusu yatırım projelerinin finansmanını sağlamak için öncelikle faaliyetler sonucunda elde edilen içsel kaynakları, başka bir ifadeyle, kârları dağıtmayarak, firmada alıkoyma eğilimi göstermektedirler.

Diğer yandan, firmalara yatırım yapan hissedarların, üstlendikleri risklerin karşılığında firmalardan bazı beklentileri bulunmaktadır. Bu beklentilerin en başında ise temettü geliri gelmektedir. Dolayısıyla, firma yöneticilerinin hissedarların bu beklentilerine kayıtsız kalmaları da pek mümkün olamamaktadır. Bu nedenle, firmalar sürdürülebilir bir kârlılık yakalamak ve nakit akışlarında bir istikrar sağlamak mecburiyetindedirler. Buna bağlı olarak, firma yöneticileri de, hem hissedarların beklentileri olan yüksek oranda temettü dağıtımını sürdürebilmek hem

de büyüme fırsatları yakalamak için devamlı olarak NBD'si pozitif olan yeni projelerin arayışında olmalıdırlar.

Bununla birlikte, yüksek temettü dağıtımları, firmaların likidite durumlarını düşürmekte, yöneticilerin kontrolündeki fonları azaltmakta ve yeni yatırımların finansmanı için dış kaynak gereksinimini ortaya çıkarmaktadır. Dolayısıyla, hem dış kaynak maliyetini düşürmek hem de yüksek büyüme fırsatlarını değerlendirmek isteyen firmalar, düşük temettü dağıtım politikası belirleyerek, mevcut nakitlerini muhafaza etme eğilimi göstermektedirler. Bu durumun aksine, büyüme fırsatları yetersiz olan firmalar ise, öncelikli olarak hissedarların beklentilerini karşılama tercihinde bulunarak, yüksek temettü dağıtım politikası benimsemektedirler.

Yapılan literatür taraması sonucunda, temettü politikaları ile büyüme fırsatlarının değerlendirilmesi arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışmada piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) değişkeninin kullanıldığı tespit edilmiştir. Chang ve Rhee (1990), Smith ve Watts (1992), Gaver ve Gaver (1993), Gul (1999), Ho (2003) ve Anil ve Kapoor (2008) yaptıkları çalışmalarında; firmaların temettü dağıtım oranları ile firmaların büyüme fırsatlarının göstergesi olan PD/DD arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Aivazian vd., (2003), Al Shubiri (2011) ise çalışmaları sonucunda PD/DD faktörü ile firmaların temettü politikaları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin var olduğunu saptamışlardır. Dolayısıyla, firmaların büyüme fırsatlarının bir göstergesi olarak kabul gören PD/DD faktörü ile İMKB sanayi firmalarının temettü politikaları arasında bir ilişkinin var olup olmadığını tespit etmek amacıyla söz konusu değişken çalışma kapsamına dahil edilerek, modele eklenmiş ve PD/DD değişkeni ile temettü politikaları arasındaki ilişkinin test edilebilmesi için hipotez aşağıdaki gibi kurulmuştur.

$H_0$  : Firmanın büyüme fırsatları ile temettü ödemeleri arasında negatif yönlü bir ilişki vardır.

Büyük firmalar, küçük firmalara kıyasla daha yüksek temettü dağıtım eğilimindedirler. Bunun nedeni, büyük firmaların küçük firmalarla karşılaştırıldıklarında, daha yüksek likiditeye sahip olmalarıdır. Başka bir deyişle,

küçük firmalar düşük likidite düzeyi ile faaliyetlerini devam ettirmek mecburiyetinde kaldıklarından, nakit akışlarında bir düzensizlik olduğunda finansal sıkıntı ile karşı karşıya kalma riskleri büyük firmalara kıyasla daha fazladır. Dolayısıyla, firmadan nakit çıkışına sebep olan temettü dağıtımı, küçük firmaların fon gereksinimlerini daha da arttıracığından, ek fonlara ihtiyaç duyulduğunda sermaye piyasalarına daha kolay erişebilme olanağına sahip büyük firmalara göre küçük firmalar daha az temettü dağıtma eğilimi göstermektedirler.

Firmanın tamamına sahip olmamakla birlikte, çoğunluk hissesini elinde bulunduran hissedar-yöneticiler, farklı davranışlar içerisinde bulunarak, firmanın değerini maksimize etmek yerine, kendi kişisel çıkarlarını ön planda tutup, kendi servetlerini maksimize etme çabası ile aşırı ve gereksiz harcamalarda bulunma davranışlarını sergileyebilmektedirler (Booth ve Deli, 1996:81-104). Hissedar-yöneticiler ile yönetim fonksiyonuna sahip olmayan hissedarlar veya yatırımcılar arasında farklı davranışların ortaya çıktığı bu menfaat çatışmalarına ise literatürde öz sermayeye ilişkin temsil sorunu denilmektedir.

Temettü geliri firmanın elde ettiği kârlardan sağlanan varlıkların firmanın temettü politikası doğrultusunda hissedarlara dağıtılması ile gerçekleşmektedir. Dolayısıyla, hissedarlar, firmalara fon sağlayan kredi kuruluşlarının aksine yüksek miktarda temettü dağıtımı beklentisi ve arzusu içindedirler. Çünkü firmaya kredi veren kuruluşlar, firmadan olan alacaklarının teminatı olarak gördükleri varlıkların temettü olarak hissedarlara aktarılmasını kendileri için risk artışı olarak görmektedirler. Bununla birlikte, firma yöneticileri de, temettü dağıtım politikalarını oluştururlarken, firmanın faaliyetleri ile yarattığı kaynakları, paydaşlara dağıtmama arzusundadırlar. Çünkü firma yöneticileri, temsil ettikleri paydaşların denetim ve gözetiminden kurtularak, kendi menfaatleri doğrultusunda esnek bir şekilde kullanabilecekleri fon kaynaklarının kontrolünü kaybetmek istememektedirler.

Easterbrook (1984)'a göre temettü dağıtım politikası, hak sahipliği ile yönetim fonksiyonlarının birbirinden ayrılmasından kaynaklanan temsil maliyetlerinin azaltılmasında etkin bir yöntem olarak kullanılabilir. Firma yöneticileri için firmanın yarattığı iç kaynaklar, kendi çıkarları doğrultusunda gereksiz, lüks

harcamaları yapabilecekleri, kontrollerindeki kaynakları firma ölçeğini büyüterek artırmada kullanabilecekleri ve aynı zamanda da minimum düzeyde denetim ve gözetim baskısı altında kalabilecekleri kaynaklardır. Çünkü firmadaki ortaklık payları küçük olan hissedarların veya yatırımcıların, yöneticilerin faaliyetlerini bireysel olarak denetleme ve gözetleme olanakları hem kısıtlı hem de maliyetli bir durumdur. Dolayısıyla, yöneticiler, yüksek miktarlarda temettü ödemesi yaparak, kontrollerindeki en önemli fon olan firma tarafından yaratılmış iç kaynakların azalmasını istememektedirler (Jensen, 1986:323-329; Alli vd., 1993:523-547).

Easterbrook (1984)'a göre, yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, firma yöneticilerinin ellerinde bulundurdukları içsel kaynakların azalmasına neden olarak, yeni yatırım fırsatları oluştuğunda kaynak ihtiyacını karşılamaları için sermaye piyasalarına başvurmalarına neden olmaktadır (Akyol, 2007:88). Bunun sonucunda, hissedarlar veya yatırımcılar tarafından yapılması güç ve maliyetli denetim-gözetim faaliyetlerinin sermaye piyasaları tarafından yapılması süreci ortaya çıkmaktadır (Fama ve Jensen, 1983:301-325). Çünkü hem firmaya yeni kaynak sağlayacak potansiyel dışsal yatırımcıların firmanın faaliyetlerini gözetim ve denetim altına almak için yeterli sebepleri olmakta hem de firma yöneticilerinin yeni dışsal kaynağı sağlayabilmek için yeni yatırımcılarla ve sermaye piyasalarıyla paylaşmak durumunda kalacakları bilginin boyutu artmaktadır. Dolayısıyla, yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, hem yöneticilerin kullanımda en fazla esnekliğe sahip oldukları firma tarafından yaratılan kaynakların boyutunu azaltmakta hem de firma ölçeğini büyütme adına aslında firmanın değerinin gerilemesine neden olabilecek yatırımları gerçekleştirebilme olanaklarını kısıtlamaktadır. Bu nedenle, hissedarlar, temettü politikaları aracılığıyla yöneticileri hem yüksek temettü dağıtımına zorlayarak kendi menfaatlerini korumak hem de yöneticilerin ellerindeki fonları azaltarak yatırımların finansmanı için onları dış kaynak kullanmaya yönlendirmektedirler. Bu durumda da, hem maliyetli gözetim ve denetim sorumluluğunu kredi kuruluşlarına devretmekte hem de yöneticileri kontrol altına alma arzularını gerçekleştirebilmektedirler.

Literatürde temettü politikaları ile firma büyüklüğü arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışmada; Redding (1997), Juma'h ve Pacheco (2008), Ramli (2010) Al-Shabibi ve Ramesh (2011), Rafailov ve Trifonova (2011) ve Rafique (2012) firma büyüklüğü ile temettü politikaları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir. Bu nedenle, temettü politikalarının firma büyüklüğü faktörü ile ilişkisinin varlığını İMKB sanayi firmaları çerçevesinde test etmek amacıyla kurulan hipotez aşağıdaki gibidir.

$H_0$  : Firma büyüklüğü ile temettü ödemeleri arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

Finansal riskin bir ölçüsü olan finansal kaldıraç oranı, faiz ve vergiden önceki kârlarda meydana gelen değişikliğin hisse başına kârlarda yaratacağı etkinin göstergesidir. Yüksek finansal kaldıraç oranına sahip firmalarda, gelirlerdeki dalgalanmaların artması, firmaların mevcut temettü politikalarını devam ettirebilmeleri için ihtiyaç duydukları kaynakların bazı dönemlerde yetersiz kalmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle, firmalar mevcut temettü politikaları ile var olan nakit temettü dağıtım miktarlarında bir azaltıma giderek, hissedarlar veya yatırımcılar tarafından negatif algılanabilecek bir işaret vermek istemediklerinden, nakit temettü dağıtım oranlarını daha düşük belirlemeyi tercih etmektedirler.

Rozeff (1982)'e göre, firmaların temettü dağıtım oranları ile sermaye yapıları içerisindeki finansal kaldıraç oranı arasında negatif yönde bir ilişki olması gerekmektedir. Çünkü finansal kaldıraç oranının yüksekliği firmanın dışarıdan kaynak sağlama ihtiyacı duyma ihtimalini ve maliyetini artırmaktadır.

Easterbrook (1984)'e göre ise, finansal kaldıracın yüksek olduğu firmalarda, yöneticilerin kontrolünde bulunan içsel kaynakların boyutu genel olarak küçük olmaktadır. Dolayısıyla, finansal kaldıracı yüksek olan firmalarda, yüksek oranlarda temettü dağıtımını yapılmasına gerek bulunmamaktadır. Bununla birlikte, Kouki ve Guizani (2009) yaptıkları çalışmalarında, yüksek finansal kaldıraç oranına sahip firmaların düşük temettü dağıtım eğiliminde olduklarını belirtmişlerdir.

Dempsey ve Laber (1992) ile Moh'd vd., (1995) firmaların temettü dağıtım oranları ile hem finansal hem de faaliyet kaldıracı derecesi arasında negatif yönlü bir

ilişki olduğunu belirlemişlerdir. Gul (1999) yaptığı çalışmasında, finansal kaldıraç ile temettü dağıtım oranları arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığını tespit etmiştir. Ayrıca, Eriotis (2005), Statescu (2006), Atmaja (2009), Al-Kuwari (2009), Moradi (2010), Asif vd., (2011), Hashami ve Zadeh (2012) çalışmalarında, firmaların temettü politikaları ile kaldıraç faktörü arasında negatif yönlü bir ilişki bulunduğunu saptamışlardır.

Literatürde temettü politikaları ile finansal kaldıraç oranı arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışmada, firmaların temettü politikalarını etkileyen faktörler arasında yaygın olarak kullanılan bir etken olduğu, yapılan literatür taraması sonucunda tespit edilmiştir. Dolayısıyla, finansal kaldıraç oranı ile İMKB sanayi firmalarının temettü politikaları arasındaki ilişkiyi test etmek amacıyla söz konusu değişken kurulan modele dahil edilerek, hipotez aşağıdaki gibi kurulmuştur.

$H_0$  : Firmanın borçluluk oranı ile temettü ödemeleri arasında negatif yönlü bir ilişki vardır.

Etkin piyasa teorisi, piyasadaki mevcut tüm bilgilerin kullanılması suretiyle kâr elde etme olanağının bulunmadığı varsayımına dayanmaktadır. Bu teorinin temelinde rasyonel beklentilere sahip piyasa sektörlerinin, elde ettikleri her yeni bilgiyi hemen fiyatlara yansıttığı düşüncesi bulunmaktadır. Başka bir deyişle, yeni bilgi daha önce elde edilen bilgilerin bir fonksiyonu değildir. Dolayısıyla, beklenen ekonomik kârların sıfır olması halinde, menkul kıymet fiyatlarındaki değişimler zaman içerisinde bağımsız tesadüfi seçimler gibi hareket eder. Böylece, etkin piyasada oluşan fiyatlar, piyasadaki tüm bilgiyi içermektedir (Başoğlu vd., 2009:164).

Modigliani ve Miller (MM), firmaların temettü politikaları, büyüme ve hisse senedi değerlemesi hususlarını içeren 1961 yılında yapmış oldukları çalışmalarında, vergilerin ve işlem maliyetlerinin olmadığı bir ortamda, firma değerinin temettü politikalarından etkilenmediğini savunmuşlardır (Akkum, 1998:12). Bununla birlikte, MM'nin aynı çalışmada ortaya koydukları varsayımlar arasında, tüm yatırımcıların firma ile ilgili her türlü bilgiye aynı anda ulaştıkları (etkin piyasalar) ve bu bilgileri aynı düzeyde anlama ve analiz etme kabiliyetinde olmaları nedeniyle, aynı bakış

açısına sahip oldukları görüşü de yer almaktadır. Ancak; MM, temettü dağıtım politikalarının her ne kadar firma değerine ve sermaye yapısına etkisi olmadığını ileri sürmekte olsalar da, aynı zamanda, firma yöneticilerinin cari döneme ait temettü politikalarını oluştururlarken, firmanın gelecekle ilgili kârlılık ve nakit akışlarına ilişkin beklentileri üzerinde sahip oldukları içsel bilgileri de kullandıklarını, ve dolayısıyla da temettünün bilgi içeriği olduğunu kabul etmektedirler. MM'in çalışmalarının son bölümünde “sermaye piyasalarına yeni bilgi aktarma” olarak vurguladıkları bu kriter, temettü politikası teorisi alanında asimetrik bilgi ortamında temettü dağıtımını vasıtasıyla sermaye piyasalarına işaret verilmesi (dividend-signaling) teorisinin gelişmesine zemin hazırlamıştır (Akyol, 2007:77).

Sinyal etkisi teorisi; temettü dağıtımlarındaki değişikliklerin, firmaların gelecekteki kazançları hakkında piyasalar ve yatırımcılar için bilgi içerdiği temeline dayanmaktadır. Bu yaklaşıma göre, firma yöneticileri, temettü dağıtımına ilişkin aldıkları kararlar ile firmanın gelecekteki kârlılığı ve nakit akışları hakkında yatırımcılara bilgi vermektedirler. Başka bir ifadeyle, asimetrik bilgi ortamında firmalar sermaye yapısı kararlarının yanı sıra, temettü politikalarını da kullanarak sermaye piyasalarına bilgi aktarabilmekte ve piyasaların firmayla ilgili sezgilerini değiştirebilmektedir. Bunun sonucunda ise, firma değeri bu duruma bağlı olarak etkilenebilmektedir. Çünkü asimetrik bilginin hakim olduğu günümüz piyasa koşullarında, yatırımcılar için firmaların gelecekte elde edecekleri kârlara ait beklentileri ile yine firmaların karşı karşıya oldukları risklere ilişkin belirsizlikler farklılıklar içermektedir.

Dewenter ve Warther (1998) yaptıkları çalışmalarında, bilginin paylaşılması sürecinde, firma yöneticisi konumundaki ortakların (insiders) firmaya özgü kamuya açıklanmamış bilgilere, herhangi bir konumda firmada görev almayan firma dışındaki ortaklara (outsiders) veya yatırımcılara kıyasla daha erken ve kolay erişebildiklerini, bu nedenle iki grup arasında asimetrik bilgiden kaynaklanan bir eksiklik olduğunu ifade etmişlerdir (Alaa, 2010:52-53). Söz konusu eksiklik nedeniyle, firmaların piyasada işlem gören hisse senetlerinin fiyatları tam olarak ölçülememekte ve dolayısıyla da firmaların gerçek piyasa değerleri

belirlenememektedir. Sinyal etkisi teorisi savunucularına göre, firma yöneticileri, temettü ödeme oranlarını değiştirerek, yatırımcılarla aralarındaki bilgi boşluklarını tamamlayabilir; yönetici olarak, beklentileri ve firmanın geleceği hakkında sahip oldukları ayrıcalıklı bilgileri aktarabilir ve bu sayede de hem firmanın piyasa değerini hem de ortakların servetlerini etkileyebilirler (Kalay ve Loewenstein, 1986:373-389; Doron ve Ziv, 2001:2111-2134). Başka bir ifadeyle; temettü, yatırımcıların firmaları değerlendirmelerinde, gelecekte beklenen nakit akışları ile ilgili doğru bilgi edinmelerine olanak tanınması nedeniyle, firma yöneticileri için yararlı bir araç olmaktadır.

Sinyal etkisi teorisi'ne göre; yatırımcılar, temettü ödeme açıklamaları ile yapılan mevcut politikaların korunacağı veya temettü politikalarında değişiklikler yapılacağına ilişkin duyuruları değerlendirerek, bu açıklamaları, firmaların geleceğe yönelik beklentilerinin olumlu veya olumsuz olduğunu gösteren bir işaret olarak algılamaktadırlar. Bunun nedeni; firma dışındaki yatırımcıların, firma yöneticilerinin temettü dağıtımına ilişkin duyurularının arkasında, firmaların performansları ve beklentileri ile ilgili daha fazla bilgiye sahip olduklarına inanmalarıdır.

Diğer yandan, firmaların sahiplik yapısı ve asimetrik bilgi ile sinyal teorisi arasında bir ilişki bulunmaktadır. Sahiplik ve kontrol yapısı firmaların temettü politikaları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Aynı zamanda, temsil maliyetleri ile de firmanın sahiplik yapısı arasında da sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Firmaların sahiplik yapılarını oluşturan hissedarlar, sahip oldukları hisse oranlarına göre yönetime katılma, karar alma ve alınan kararların yürütülmesi süreçlerinde farklı haklara sahiptirler. Sahip oldukları hisse miktarları bir ölçü olarak ele alındığında, toplam hisse sayısına oranla küçük ve bölünmüş paylara sahip olan hissedarlar hak sahibi olmakla birlikte, bu hissedarlardan hiçbirinin, çoğunluğu elde edecek miktarda hisseyi elinde bulunduramaması durumunda, firmanın karar alma ve yürütme faaliyetlerine doğrudan müdahale etme olanakları da bu hissedarlar için ortadan kalkmaktadır. Bu durum, firma üzerinde hak sahibi olanların çıkarlarının, firmanın çoğunluk hissesine sahip bulunan ve yönetim fonksiyonunu yürütme gücünü elinde bulunduran hissedarlar tarafından temsil edilmeleri sonucunu ortaya çıkarmaktadır.

Özellikle sermayesi geniş kitlelere yayılmış firmalarda, yönetici ve büyük hissedarlar ile küçük paya sahip hissedarlar ve piyasadaki mevcut potansiyel yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi oldukça önemli boyutlardadır. Dolayısıyla, yöneticiler ve firmaya ait özel, içsel bilgilere ulaşabilme gücü olan büyük paylara sahip hissedarlar tarafından azınlık haklarına sahip küçük hissedarlar ile potansiyel yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinin ortadan kaldırılmasında temettü politikaları önemli bir araç olarak kullanılmaktadır.

Pettit (1972) ile Aharony ve Swary (1980) araştırmalarında; firmaların temettü dağıtımını yapacaklarına ilişkin açıklamalarının piyasa tarafından değerli bir bilgi olarak değerlendirildiğini ifade etmişlerdir. Ayrıca, piyasa tarafından, temettü dağıtım miktarında arttırıma gideceğini ilan eden firmaların hisse senedi fiyatlarına pozitif yönde, azaltıma gideceğini açıklayan firmaların hisse senedi fiyatlarına ise negatif yönde bir reaksiyon verildiğini tespit etmişlerdir. Asquith ve Mullins (1983) ise yaptıkları çalışmalarında; temettü artırım miktarının büyüklüğü ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu saptamışlardır. Bununla birlikte, Amihud ve Murgia (1997) ile Nissim ve Ziv (2001) ise ampirik araştırmaları sonucunda, firmaların temettü dağıtım politikalarında yaptığı değişiklikler aracılığıyla yatırımcılara veya hissedarlara bilgi aktardıklarını destekleyen önemli bulgular elde etmişlerdir. Bu nedenle, literatürde yer alan çalışmalar da göz önünde bulundurularak, İMKB sanayi firmalarının temettü politikaları aracılığıyla, yatırımcılara firmanın geleceği hakkında bir işaret (sinyal) verme teşebbüsünde bulunup bulunmadıklarını test etmek amacıyla, çalışma kapsamındaki modele eklenen halka açıklık oranı değişkenine ilişkin hipotez aşağıdaki gibi kurulmuştur.

$H_0$ : Temettü ödemeleri yatırımcılara firmanın geleceği hakkında sinyal (bilgi) verir.

Her ülkenin kendi sosyal, ekonomik ve siyasal yapısının özelliklerini ve düzeyini yansıtan ayrı birer vergi sistemi vardır. Vergi sistemi dinamik bir kavramdır. Mali, iktisadi, sosyal, politik ve hukuki faktörlere tabi olarak bir ülkeden diğerine değişiklikler gösterdiği gibi, zaman faktörünün etkisiyle de devamlı bir

değişme ve gelişme hali arz eder. Bir ülkede, belirli bir zamanda yan yana uygulanan vergilerin bütünü ise vergi sistemini oluşturur (Büyükçulcu, 2006:1).

Bu sistem içinde faaliyette bulunan firmalar, yatırımcıların bireysel olarak hareket etmek yerine bir araya gelmek suretiyle tüzel kişilik vasfında yürüttükleri faaliyetler sonucunda elde ettikleri kârı paylaşma amacına hizmet ederler. Firmaların hesap dönemlerinin kazançlı geçmesi ise kârdan pay alacak olanlar için önem arz etmektedir. Öte yandan ortağın sahip olduğu müktesep (kazanılmış) hak niteliğindeki kâr payını talep edebilmesi bunun bir alacak hakkına dönüşmesine, diğer bir ifadeyle anonim şirketin kazancını dağıtma yönünde bir karar almış olmasına bağlıdır. Firmanın kazancı üzerinde yapacağı tasarrufla çoğu kez firma ile bu kazanç üzerinden pay alma hakkına sahip ortağın çıkarları çelişmektedir. Zira firmanın menfaati hesap dönemi sonunda oluşan kârı büyüme ve gelişmesinin gerçekleşmesi bakımından mümkün olduğu kadar kendi bünyesinde tutarak pay sahiplerine dağıtmamaktır. Buna karşılık, firmada pay sahibi olanların menfaati ise ortaklık payının hukuki semeresini mümkün olduğu kadar çok almaktır (Ateşagaoglu, 2012:1).

Türkiye’de firmaların faaliyetlerine devam edebilmeleri bakımından kârın pay sahiplerine dağıtımı belirli bir disiplin çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Bu kapsamda, hesap dönemi sonunda yönetim kurulu tarafından usulüne uygun olarak hazırlanmış olan bilanço, kâr-zarar hesabı ve kâr dağıtımına ilişkin teklifler genel kurula sunulur (TTK md. 369/1.f, 2.b). Başka bir deyişle, şirket tüzel kişiliğine ait olan kâr ancak yönetim kurulu tarafından hazırlanan bilanço, kâr payı dağıtım teklifi üzerine genel kurul tarafından alınacak karar ile şirket malvarlığından ortaklara aktarılabilmektedir (Ateşagaoglu, 2012:79).

Ülkelerin makro ekonomik ve vergi politikaları çerçevesinde, sermaye kazançları ve temettü gelirleri farklı oranlarda vergilendirilebilmektedir. Eğer bir ülke, firmaları sermaye birikimine özendirmek istiyorsa, temettü kazançlarına uyguladığı vergiyi yüksek tutarak firmaları temettü dağıtmamaya yönlendirebilir. Diğer yandan, yatırımcıları temettü geliri elde etmeleri konusunda teşvik etmek istiyorsa, dağıtılmamış kârlardan alınacak vergi oranlarını yüksek tutarak bu durumu

sağlayabilir. Söz konusu durumların firma değerini etkilediği literatürde vergi etkisi teorisi çerçevesinde ele alınmaktadır.

Vergi etkisi teorisi, düşük temettü dağıtım oranı uygulamasının sermaye maliyetini azaltacağını ve buna bağlı olarak da hisse senetlerinin piyasa fiyatlarında bir artışa neden olacağını varsaymaktadır. Başka bir deyişle, firmaların değerlerini maksimize edebilmelerinde, düşük temettü dağıtım oranı uygulaması önemli bir rol oynamaktadır. Bu görüş, temettü üzerinden alınan vergilerin sermaye kazançları üzerinden alınan vergilere kıyasla daha yüksek oranlarda olduğu hipotezine dayanmaktadır. Çünkü vergilerin dikkate alınmasının özellikle yatırımcıların servetleri üzerinde iki önemli etkisi bulunmaktadır. Bu etkilerden birincisi, temettü gelirleri üzerindeki vergi oranlarının, sermaye kazançları üzerindeki vergi oranlarından genellikle yüksek ve farklı olabilmesidir. Diğer ise, temettü üzerinden alınan gelir vergilerinin, temettünün elde edildiği dönemde; sermaye kazançları üzerinden alınan vergilerin ise, genellikle sermaye kazancının nakde dönüştüğü dönemde tahsil edilmesidir. Diğer bir ifadeyle, hisse senetleri elden çıkarılmadığı müddetçe, sermaye kazancı oluşmamakta ve buna bağlı olarak da bu kazanç üzerinden vergi tahsil edilmemektedir (Akyol, 2007:71). Dolayısıyla, sermaye kazançları ile vergi uygulaması avantajları elde eden yatırımcılar, temettü kazançlarına göre sermaye kazancı elde etme eğiliminde olduklarından, yatırımlarını düşük temettü dağıtım politikası uygulayan firmalar üzerine yönlendirmektedirler. Bu nedenle, düşük temettü ödeme oranı politikası, hem öz sermayenin maliyetini düşürmekte hem de hisse senedi fiyatını artırmaktadır.

Modigliani-Miller (1961) çalışmalarında, mükemmel piyasalar, rasyonel davranışlar ve belirlilik koşulları varsayımları altında, temettü politikalarının firma değerini ve yatırımcıların servetlerini etkilemediğini ileri sürmektedirler. Modigliani-Miller (MM)'e göre, piyasalar mükemmel olduğu için vergi boyutu göz ardı edilmekte ve buna bağlı olarak temettü kazançları ile sermaye kazançları arasında vergi uygulamaları açısından bir farklılık olmamaktadır. Ancak, rasyonel piyasa koşullarında, yatırımcıların ve firma yöneticilerinin temettü ve sermaye kazançları arasında vergi etkisi boyutu yönünden bir karşılaştırmayı göz önünde

bulundurmadıklarını ileri sürerek, temettü politikaları ve firma değeri üzerinde vergi faktörünün etkisiz olduğunu savunmak gerçekçi olmamaktadır.

Firmalar birincil amaçları olan piyasa değerlerini, yatırımcılar ise servetlerini maksimize etme arzusundadırlar. Dolayısıyla, MM'in görüşlerinin aksine; yatırımcıların, vergi uygulamalarından kaynaklanan faktörleri dikkate alarak, özellikle vergi sonrası net kazançlarını maksimize etmeye odaklandıkları ve bu arzularını karşılamak üzere temettü kazançları ile sermaye kazançları arasında bir kıyaslama yapma eğiliminde oldukları bilinmektedir.

Bilindiği üzere temettü, firma bünyesinde yaratılan net kârın, firmanın paydaşlarına, firmadaki paydaşlık oranları nispetinde dağıtılması anlamına gelmektedir. Firmaların temettü politikaları ise, elde edilen net kârın paydaşlar ve dağıtılmamış kârlar (yedek akçeler) arasındaki dağılımını belirlemektedir. Dolayısıyla, temettü kararı bir yandan firmada yaratılan kaynakların ne kadarının paydaşlara dağıtılacağını, diğer yandan da ne kadarının yeniden yatırıma yönlendirilmek üzere firma bünyesinde bırakılacağını belirlemektedir (Akyol, 2007:57).

Yapılan literatür taraması sonucunda, firmaların temettü politikaları ile vergilendirme uygulamaları arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışma tespit edilmiştir. Bu çalışmalar, genel olarak temettü politikalarına ilişkin “vergi etkisi teorisi” ve “müşteri etkisi teorisi” kapsamında şekillenmekte ve farklı ülkelerde uygulanan farklı vergilendirme sistemleri içinde değerlendirilmektedirler. Farrar ve Selwyn (1967), temettü gelirlerine ilişkin vergi oranlarının sermaye kazançları üzerinden alınan vergi oranlarına kıyasla daha yüksek olduğu durumlarda, rasyonel yatırımcıların, yüksek temettü dağıtımı yapan firmalara yatırım yapmaktan kaçındıklarını tespit etmişlerdir. Poterba ve Summers (1984), spesifik vergilendirme uygulamaları ile temettü ödemeleri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu saptamışlardır. Bununla birlikte, Pettit (1977), Bajaj ve Vijh (1990), Ang vd., (1991), Denis vd., (1994), Dhaliwal vd., (1999), Ho (2003), Atmaja (2009) ve Gill vd., (2010) ise çalışmalarında; vergi faktörü ile firmaların temettü ödemeleri arasında bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Türkiye’de, literatürde “klasik vergilendirme yöntemi” olarak adlandırılan vergilendirme yöntemi uygulanmaktadır. Bu yöntemde, firma ve ortağı birbirinden ayrı özneler olarak ele alınarak vergilendirilmektedir. Bu sistemin en önemli özelliği, kazancı aynı kaynaktan gelen iki vergi mükellefinden birinin söz konusu kazanç kısmı için ödediği verginin diğer mükellef yararına kullanılamamasıdır. Bu bağlamda, kurum kazançları kurumlar vergisine, kâr payı elde edenler de farklı bir kategoride gelir vergisine tabi olmaktadır (Ateşgaoğlu, 2012:264). Bununla birlikte, firmaların tabi oldukları kurumlar vergisi oranları, çalışma dönemi olan 2003-2010 yılları arasında değişiklikler göstermektedir. 2003 ve 2004 yılları itibariyle Türkiye’de uygulanan kurumlar vergisi oranları %33 (KVK Geçici Madde 32) olarak gerçekleşirken, 2005 yılında bu oran %30 (KVK Madde 25) olarak uygulanmıştır. Mevzuatta yapılan düzenleme ile ise 2006, 2007, 2008, 2009 ve 2010 yıllarında uygulanan kurumlar vergisi oranı %20 (KVK Madde 32) olmuştur. Bu açıdan bir değerlendirme yapıldığında, farklı performanslar sergileyen firmaların, aynı vergi oranı üzerinden vergilendirilmeleri söz konusu olduğundan, firmaların esas faaliyetleri sonucunda elde ettikleri kazançlar üzerinden bir değerlendirme yaparak, verginin temettü politikaları üzerindeki bir etkisinin olup olmadığının araştırılması daha rasyonel olmaktadır. Dolayısıyla, firmaların esas faaliyetleri sonucunda elde ettikleri gelirler üzerinden ödedikleri vergi tutarları ile İMKB sanayi firmalarının temettü politikaları arasında bir ilişkinin var olup olmadığını tespit etmek amacıyla, Ödenen Vergiler/Toplam Aktifler oranlaması ile hesaplanan ödenen vergi (OV) değişkeni çalışma kapsamında kurulan modele dahil edilmiş ve hipotez aşağıdaki gibi kurulmuştur.

$H_0$  : Firmaların esas faaliyetleri sonucunda elde ettikleri gelirler üzerinden ödedikleri vergi tutarları ile temettü politikaları arasında bir ilişki vardır.

Sermaye harcaması kavramı, firmaların gelecekte büyüme veya gelişme amacı ile satın almaya karar verdikleri ve ekonomik ömürleri bir yılı aşan makina, teçhizat vb., sabit varlıklara yapılan harcamaları ifade etmektedir. Firmalar için önemli miktarda nakit çıkışlarına yol açan sabit varlık yatırımları, firmaların titizlikle üstünde durmak mecburiyetinde oldukları bir karar sürecini kapsamaktadır. Çünkü

firmalar planladıkları yatırımlardan bekledikleri getirileri elde edememe riskini üstlenmekte, dolayısıyla da, bu durum firmaların piyasa değerleri üzerinde bir baskı oluşturmaktadır. Bunun nedeni, sermaye harcaması kararı veren firmaların kontrollerindeki fonları uzun vadeli olarak çeşitli varlıklara bağlamaları sonucunda likidite durumlarının değişen rekabet ve piyasa koşullarındaki esnekliklerini ve kârlılıklarını olumsuz yönde etkileme riski ile karşı karşıya kalmalarıdır.

Net bugünkü değerleri pozitif olan yatırımları değerlendirmek ve büyüme fırsatlarını kaçırmak istemeyen firmalar, likidite sorunu ile karşılaşmamak amacıyla kontrollerindeki fonları kaybetmeme arzusundadırlar. Dolayısıyla, yatırım ve büyüme olanağına sahip firmalar, düşük temettü dağıtma veya mevcut temettü dağıtım politikalarını koruma eğilimi göstermektedirler.

Rozeff (1982), Dempsey ve Laber (1992), Moh'd vd., (1995) ve Gul (1999) araştırmalarında; temettü dağıtım oranları ile yabancı kaynak sağlamanın maliyetini yansıtan geçmiş ve beklenen büyüme oranları arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu belirlemişlerdir. Bununla birlikte, Smith ve Watts (1992), Gaver ve Gaver (1993) ise çalışmalarında; düşük borç/özsermaye oranına sahip, yüksek büyüme fırsatları olan firmaların, yatırım ve büyüme olanakları az olan firmalara kıyasla daha düşük temettü dağıtma eğiliminde olduklarını tespit etmişlerdir. Ayrıca, Kang (2006), Atmaja (2009) ve Patra vd., (2012) çalışmaları sonucunda; kârlılıkları yüksek, nakit akışları düzenli ve büyüme fırsatları geniş olan firmaların düşük temettü dağıtım politikaları benimsemekte olduklarına ilişkin bulgular elde etmişlerdir. Bu nedenle, literatürde yer alan çalışmalarda, firmaların temettü politikaları ile büyüme fırsatları arasındaki ilişkinin test edildiği bir çok çalışma göz önünde bulundurularak, İMKB sanayi firmalarının temettü politikaları ile büyüme fırsatları arasındaki ilişkiyi test etmek amacıyla hipotez aşağıdaki gibi kurulmuştur.

$H_0$ : Firmanın yatırım fırsatları ile temettü ödemeleri arasında negatif yönlü bir ilişki vardır.

Firmanın likidite durumu, nakit temettü dağıtım kararlarına etki eden önemli faktörler arasında yer almaktadır. Yüksek likidite mevcudu bulunan firmaların,

likidite durumu zayıf firmalara kıyasla daha yüksek miktar ve oranlarda temettü dağıtma olanakları bulunmaktadır. Başka bir ifadeyle, firmanın likidite durumu ile temettü politikası ve firmanın piyasa değeri arasında bir ilişki vardır. Likidite düzeyi yetersiz firmaların yeni yatırımların gerçekleştirilmesi ve temettü politikalarında istikrarlı bir artış yaratılması noktasında başarılı olma ihtimalleri oldukça düşüktür. Bu nedenle, özellikle potansiyel yatırımcıların bu tip firmalara olan ilgileri düşük olmakta, dolayısıyla da likidite durumu zayıf olan firmaların piysada işlem gören hisse senedi fiyatları önemli değişkenlikler göstermektedir. Nakit temettü dağıtım politikası benimse arzusunda olan bir firmanın özellikle faaliyetleri sonucunda elde ettiği gelirler üzerinden temettü dağıtımlarının yapılacağı göz önünde bulundurulduğunda, firmanın sahip olduğu likidite durumu ile temettü politikaları arasındaki ilişkinin varlığı daha net bir şekilde kavranabilmektedir.

Yapılan literatür taraması sonucunda, temettü politikaları ile likidite durumu arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışma tespit edilmiştir. Ho (2003), Kang (2006), Amidu ve Abor (2006), Juma'h ve Pacheco (2008) Patra vd., (2012) yaptıkları çalışmalarında; firmaların temettü dağıtım oranları ile firmaların likidite durumu arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Dolayısıyla, firmaların nakit gücünü temsil eden likidite durumu faktörü ile İMKB sanayi firmalarının temettü politikaları arasında bir ilişkinin var olup olmadığını tespit etmek amacıyla en likit varlıkları gösteren (Kasa+Banka+Menkul Kıymetler)/Kısa Vadeli Borçlar oranlaması ile hesaplanan nakit oranı değişkeni çalışma kapsamında kurulan modele dahil edilmiş ve hipotez aşağıdaki gibi kurulmuştur.

$H_0$  : Firmanın likidite durumu ile temettü ödemeleri arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

Sahiplik ve kontrol yapısı firmaların temettü politikaları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Aynı zamanda, temsil maliyetleri ile de firmanın sahiplik yapısı arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Firmaların sahiplik yapılarını oluşturan hissedarlar, sahip oldukları hisse oranlarına göre yönetime katılma, karar alma ve alınan kararların yürütülmesi süreçlerinde farklı haklara sahiptirler. Sahip oldukları hisse miktarları bir ölçü olarak ele alındığında, toplam hisse sayısına oranla küçük ve

bölünmüş paylara sahip olan hissedarlar hak sahibi olmakla birlikte, bu hissedarlardan hiçbirinin, çoğunluğu elde edecek miktarda hisseyi elinde bulunduramaması durumunda, firmanın karar alma ve yürütme faaliyetlerine doğrudan müdahale etme olanakları da bu hissedarlar için ortadan kalkmaktadır. Bu durum, firma üzerinde hak sahibi olanların çıkarlarının, firmanın çoğunluk hissesine sahip bulunan ve yönetim fonksiyonunu yürütme gücünü elinde bulunduran hissedarlar tarafından temsil edilmeleri sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Böyle bir durumda firmada çoğunluk hissesine sahip bulunan hissedarlar temsilci (agent), azınlıkta kalan hissedarlar ise hak sahibi (principal) konumundadırlar.

Firmaya öz sermaye şeklinde kaynak sağlayan hissedarların ve yatırımcıların iki çeşit getiri beklentileri olmaktadır. Bunlardan birincisi, sahip oldukları hisse senetlerinin piyasa fiyatlarında meydana gelecek pozitif değişime bağlı olarak gerçekleşecek sermaye kazancı, diğeri ise temettü geliridir. Temettü geliri firmanın elde ettiği kârlardan sağlanan varlıkların firmanın temettü politikası doğrultusunda hissedarlara dağıtılması ile gerçekleşmektedir. Ancak, firma yöneticileri, temettü dağıtım politikalarını oluştururlarken, firmanın faaliyetleri ile yarattığı kaynakları, genel olarak paydaşlara dağıtmama arzusundadırlar. Çünkü firma yöneticileri, temsil ettikleri paydaşların denetim ve gözetiminden kurtularak, kendi menfaatleri doğrultusunda esnek bir şekilde kullanabilecekleri fon kaynaklarının kontrolünü kaybetmek istememektedirler. Dolayısıyla, yatırımcılar açısından hem beklentilerinin karşılanması hem de bu beklentilerin karşılanmasında söz sahibi olan yöneticilerin kararlarının denetim ve kontrol altına alınması noktasında sahiplik yapısının önemi oldukça fazladır.

Rozeff (1982), Dempsey ve Laber (1992) ile Moh'd vd. (1995), temettü dağıtım oranları ile temsil maliyetlerinin boyutunu temsil eden hissedar yöneticilerin paydaşlık oranı arasında negatif, firmanın hisse senetlerinin ne kadar fazla sayıda hissedara dağıldığını temsil eden hissedar sayısı ile arasında ise pozitif yönde bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Yurtoğlu (2000) çalışmasında, firmalarda yüksek miktarda hisse oranına sahip olan yöneticilerin var olduğu durumlarda, azınlık hissesine sahip yatırımcıların yeterince korunamadığı bir yasal çevreninde eklenmesi

ile azınlık hissesine sahip ortakların taleplerini arttırarak risk primlerini yükselttiklerini, dolayısıyla bu durumdan firmaların hisse senedi fiyatlarının negatif yönde etkilendiklerini tespit etmiştir. Başka bir deyişle, yöneticilerin firmalardaki sahiplik oranlarının yüksek olması, firmaların faaliyet performanslarını ve temettü dağıtım oranlarını negatif yönde etkilemektedir. La Porta vd., (2000) ise, azınlık hissesine sahip ortakların etkin bir şekilde korunduğu piyasalarda, firma yöneticilerinin daha yüksek oranlarda temettü dağıtma eğiliminde olduklarını tespit etmişlerdir.

Gugler (2003), sahiplik yapısının firmaların temettü politikaları üzerindeki etkisini araştırdığı çalışmada, firmaların sahiplik yapıları ile temettü politikaları arasında yakın bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Gugler'e göre, özellikle belirli bir ailenin kontrolünde bulunan ve yöneticilerin paydaşlık oranlarının yüksek olduğu firmaların temettü dağıtım oranları, paydaşlık oranları geniş dağılım gösteren firmalara kıyasla daha düşük olmaktadır.

Literatürde temettü politikaları ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkisinin incelendiği birçok çalışmada, firmaların sahiplik yapısını temsilen minimum %5 hisseye sahip büyük hissedarlara ait verilerin, çalışmalarda yaygın bir şekilde kullanıldığı ve kurulan hipotezlerde değişken olarak analiz sürecine dahil edildiği tespit edilmiştir. Bu nedenle, genel kabul gören çalışmalarda test edilen bu faktörün, temettü politikaları ile ilişkisinin varlığının, İMKB sanayi firmaları üzerinde bir etkisi olup olmadığının tespit edilmesi amacıyla söz konusu değişken araştırma kapsamına alınmış ve hipotez aşağıdaki gibi kurulmuştur.

$H_0$  : Sahiplik ve kontrol yapısı firmanın temettü politikasını etkiler ve temettü ödemeleri temsil maliyetini azaltır.

Firmaların sermaye yapıları hem öz sermaye hem de yabancı kaynaklardan oluşmaktadır. Dolayısıyla, firmaya hem öz sermaye hem de borç olarak fon sağlayanların, firmanın faaliyetleri sonucunda elde edeceği nakit akışları üzerinden beklentileri bulunmaktadır. Ancak, firmaya borç verenler ile öz sermaye şeklinde kaynak sağlayanların firmanın gelirleri ve varlıkları üzerindeki hakları farklılıklar

göstermektedir. Firmaya öz sermaye şeklinde kaynak sağlayan hissedarlar veya yatırımcılar, firmaya borç verenlere karşı yükümlülüklerin tamamının yerine getirilmesinden sonra ancak elde edilen kârdan, sahip oldukları hisseleri oranında pay alma hakkına sahiptirler.

Bununla birlikte, firmaya öz sermaye şeklinde kaynak sağlayanların, yüklendikleri riskler koydukları sermaye ile sınırlı olup, firmanın faaliyetlerinde başarılı olması durumunda, başarının derecesine göre, öz sermaye şeklinde kaynak sağlayanların, firmadan sağlayabilecekleri menfaatler değişiklik gösterebilmektedir. Firmaya borç şeklinde kaynak sağlayanların beklentileri ise sadece firmaya sağladıkları anapara ve faizi ile sınırlı olup, firmanın başarısından çok verdikleri borcun faizi ile birlikte geri alınabilmesi ile ilgilidir. Çünkü borç verenlerin firmadan sağlayabilecekleri menfaatler, verdikleri borç ve borca bağlı faiz miktarı kadardır. Bu nedenle, firmaya borç verenler ile öz sermaye şeklinde kaynak sağlayanların, firmanın varlıkları ve gelirleri üzerindeki haklarının farklılıklar içermesi, risk ile ilgili algılayışlarını da etkilemektedir. Firmanın yüksek riskli projelere yatırım yapma eğiliminde olması, projelerin başarılı bir şekilde gerçekleştirilmesi durumunda, elde edecekleri getirilerin de orantılı olarak artacağını tahminleyen hissedarlar veya yatırımcılar tarafından kabul edilebilir olmakla birlikte, yüksek riskli projelerin kabul edilmesi, borca ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilebilmesini tehdit edeceğinden borç verenler tarafından aynı derecede kabul görmemektedir. Dolayısıyla, firmaların temettü politikaları üzerinde faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarının önemli bir etkisi bulunmaktadır. Bu etki temel olarak firmanın faaliyetlerini sürdürebilmesi, istikrarlı bir gelişme sağlayabilmesi ve yükümlülüklerini karşılamak için gereksinim duyduğu fonların yeterli miktarda olmasına bağlıdır.

Temettü dağıtımı ile firmanın sahip olduğu varlıklarından firmanın hissedarlarına kaynak aktarımı yapılmaktadır. Bu kaynak aktarımının maliyeti, firmanın toplam değerinin düşmesine neden olmakta, bu düşme ile yaşanan olumsuzluklar hem borç verenler hem de hissedarlar tarafından paylaşılrken, aksine getiri yalnızca paydaşların olmaktadır. Dolayısıyla, temettü dağıtımı borç verenlerin

menfaatine bir durum ortaya çıkarmamaktadır. Bu nedenle, firmalara borç olarak kaynak sağlayanlar istikrarlı nakit akışı olan firmalara fon transferi yapmayı nakit akışları düzensiz olan firmalara kıyasla tercih etmektedirler.

Ayrıca, nakit akışları düzenli ve likidite durumları güçlü olan firmalarda, firma yöneticilerinin kontrolünde bulunan fonlar artmaktadır. Bu durum da, firma yöneticilerinin güçlü fon kaynaklarını kendi çıkarları doğrultusunda kullanma eğilimlerini arttırmakta ve yöneticiler ile hissedarlar arasında temsil ilişkisine dayanan çıkar çatışmaları daha fazla yaşanabilmektedir. Firma yöneticileri ile yönetim fonksiyonuna sahip olmayan hissedarlar veya yatırımcılar arasında farklı davranışların ortaya çıktığı bu menfaat çatışmalarına ise literatürde öz sermayeye ilişkin temsil sorunu denilmektedir. Jensen (1986), firmaların serbest nakit akışlarında bir artış olması durumunun özellikle firma yöneticileri ile hissedarlar arasındaki temsil sorununu artıracaklarını ve bu durumun da firmanın performansını olumsuz yönde etkileyeceğini ileri sürmektedir. Dolayısıyla, hissedarlar faaliyetler sonucunda elde edilen nakit akışlarının firma tarafından temettü olarak dağıtılmasının temsil maliyetlerini azaltıcı bir etkisi olacağına inanmaktadırlar.

Yapılan literatür taraması sonucunda, temettü politikaları ile serbest nakit akışları arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışmada; Jensen vd., (1992), Smith ve Watts (1992), Holder vd., (1998), La porta vd., (2000) ve DeAngelo vd., (2004); firmaların temettü dağıtım politikaları ile serbest nakit akışı faktörü arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca, Bradley vd., (1998) çalışmalarında; istikrarlı nakit akışı sağlayan firmaların yüksek miktarda temettü dağıtımını yaparak, temsil maliyetlerini düşürme eğiliminde olduklarını saptamıştır. Bununla birlikte, Amidu ve Abor (2006) elde ettikleri bulgular doğrultusunda; firmaların temettü dağıtım kararları ile firmaların serbest nakit akışları arasında bir ilişki bulunduğunu belirtmişlerdir. Baker vd., (2007) ise, güçlü ve istikrarlı serbest nakit akışı olan firmaların daha yüksek miktarda temettü dağıtımını gerçekleştirdiklerini yaptıkları araştırma sonucunda tespit etmişlerdir. Dolayısıyla, istikrarlı nakit akışına sahip olmanın İMKB sanayi firmalarının temettü politikaları üzerinde bir etkisinin olup olmadığını tespit etmek amacıyla, nakit akışları/toplam

borç oranı ile hesaplanan değişken çalışma kapsamında kurulan modele dahil edilmiş ve hipotez aşağıdaki gibi kurulmuştur.

$H_0$  : Firmanın nakit akışlarının yükümlülüklerini karşılama gücü ile temettü ödemeleri arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

Faaliyet riski, bir firmanın satışları ve buna bağlı olarak faaliyet gelirleri üzerinde olumsuz etki yapabilecek etmenlerin toplamıdır. Söz konusu etmenler firmaya özgü içsel nedenlerden kaynaklanabileceği gibi yoğun rekabet şartları veya olumsuz ekonomik koşullar vb., dışsal nedenler sonucu da ortaya çıkabilmektedir. Dolayısıyla, firmaların esas faaliyetleri sonucunda elde ettikleri gelirlerin istikrarlı olması, kârlılık ve nakit akışlarını etkileyen faktörler arasında yer almaktadır. Çünkü diğer faaliyetlerden elde edilen gelirlerin sürekliliği değişkenlikler gösterirken, bir firmanın esas faaliyetleri sonucunda elde ettiği gelirlerinin istikrarlı bir yapıda seyretmesi firmanın verimliliğini ve performansını olumlu yönde etkilemektedir.

Faaliyet riski ile firmaların temettü politikaları arasında da bir ilişki vardır. Esas faaliyetleri üzerinden elde edilen gelirleri süreklilik arz eden firmaların diğer firmalara kıyasla faaliyet risklerinin daha düşük olduğu, dolayısıyla da, bu tip firmaların daha yüksek miktarda temettü dağıtımını gerçekleştirdikleri ileri sürülmektedir. Bunun nedeni, esas faaliyetlerden elde ettikleri gelirleri devamlılık gösteren, başka bir ifadeyle, düşük riskli firmaların gelecekte elde edecekleri gelirleri doğru bir şekilde tahminlenme başarılarının oldukça yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla, yüksek miktarda temettü dağıtımını gerçekleştiren firmaların, faaliyet risklerinin de düşük olduğu öngörülmekte ve bu tip firmaların gelecekteki temettü dağıtım miktarlarında herhangi bir azaltıma gitmeyecekleri veya an azından mevcut temettü dağıtım miktarlarını koruma eğilimi benimseyecekleri ileri sürülmektedir. Çünkü faaliyet riski ile temettü politikaları arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Faaliyetlerine bağlı gelirleri dalgalanmalar veya değişkenlikler gösteren firmaların nakit akışları ve kârlılıkları bu değişkenliklerden olumsuz yönde etkilenmekte, bu nedenle de, bu firmaların risklilikleri artmaktadır.

Yapılan literatür taraması sonucunda, temettü politikaları ile faaliyet riski arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışmada, Chang ve Rhee (1990), Jensen vd., (1992), Holder vd., (1998), Koch ve Shenoy (1999), Ho (2003), Aivazian vd., (2003) ve Al-Najjar (2009); firmaların temettü dağıtım politikaları ile faaliyet riski faktörü arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Dolayısıyla, faaliyet riski faktörü ile İMKB sanayi firmalarının temettü politikaları arasında bir ilişkinin var olup olmadığını tespit etmek amacıyla söz konusu değişken çalışma kapsamında kurulan modele dahil edilmiş ve hipotez aşağıdaki gibi kurulmuştur.

$H_0$  : Firmanın faaliyet riski ile temettü ödemeleri arasında negatif yönlü bir ilişki vardır.

Çalışmada kullanılan bağımlı ve açıklayıcı değişkenler ise aşağıdaki gibi belirlenmiş olup, hem bağımlı hem de açıklayıcı değişkenlere ilişkin bilgiler Tablo 4.2’de gösterilmektedir.

**Tablo 4.2: Hipotezlerin Test Edilmesinde Kullanılan Değişkenlerle İlgili Bilgiler**

| Değişken                                         | Açıklama veya Hesaplama Yöntemi                                                                                 | Değişken Sembolü |
|--------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| <i>Nakit Temettü (Bağımlı Değişken)</i>          | = Hisse Başına Nakit Temettü Tutarı                                                                             | <i>NKTEM</i>     |
| <i>Aktif Kârlılığ</i>                            | = FVÖK/Toplam Aktifler                                                                                          | <i>AK</i>        |
| <i>Piyasa Değeri/Defter Değeri</i>               | = Piyasa Değeri/Defter Değeri                                                                                   | <i>PD</i>        |
| <i>Aktif Büyüklüğü</i>                           | = Toplam Varlıkların Doğal Logaritması                                                                          | <i>AB</i>        |
| <i>Finansal Kaldıraç</i>                         | = Toplam Borçlar/Toplam Aktif                                                                                   | <i>KLD</i>       |
| <i>Halka Açıklık Oranı</i>                       | = İMKB’de İşlem Gören Hisse Senedi Adedi/Toplam Hisse Senedi Adedi                                              | <i>HAO</i>       |
| <i>Ödenen Vergi</i>                              | = Ödenen Vergi/Toplam Aktifler                                                                                  | <i>OV</i>        |
| <i>Sermaye Harcamaları/Aktifler</i>              | = ΔSabit Varlıklar/Toplam Varlıklar                                                                             | <i>SHA</i>       |
| <i>Nakit Oranı</i>                               | = (Kasa+Banka+Menkul Kıymetler)/Kısa Vadeli Borçlar                                                             | <i>NO</i>        |
| <i>Sahiplik Yapısı</i>                           | = Toplam Hisse Senedi Adedinin En Az %5 Oranına Denk Gelen Hisse Senedi Sayısını Elinde Bulunduran Ortak Sayısı | <i>SY</i>        |
| <i>Nakit Akışları/Toplam Borçlar</i>             | = Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akışları/Toplam Borçlar                                                         | <i>NATB</i>      |
| <i>Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Kâr Marjı</i> | = ([Esas Faaliyet Kârı veya Zararı]+[Amortisman Giderleri, İtfâ ve Tükenme Payları])/Net Satışlar               | <i>FVAOK</i>     |

**Tablo 4.3: Değişkenlere Ait Açıklayıcı İstatistikler (2003-2010 Dönemi)**

|                | NKTEM    | AK        | PD        | AB       | KLD      | HAO      | OV       | SHA       | NO       | SY       | NATB      | FVAOK     |
|----------------|----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|
| Ortalama       | 0.086098 | 0.028588  | 8.099604  | 0.219622 | 0.432399 | 0.319142 | 0.013793 | 0.117058  | 0.564095 | 0.233716 | 0.374490  | 0.112728  |
| Medyan         | 1.00E-08 | 0.033256  | 8.048020  | 0.112645 | 0.406061 | 0.295700 | 0.010000 | 0.070000  | 0.170000 | 0.222222 | 0.189392  | 0.089106  |
| Maksimum       | 0.992200 | 0.578110  | 9.970231  | 8.500280 | 1.899806 | 0.928700 | 0.220000 | 9.580000  | 14.97000 | 1.000000 | 29.58622  | 11.12633  |
| Minimum        | 1.00E-08 | -1.252716 | 0.000000  | -        | 0.020013 | 0.001200 | 1.00E-07 | -2.110000 | 0.000000 | 0.000000 | -3.070873 | -2.650624 |
| Standart Sapma | 0.165049 | 0.104481  | 0.734716  | 0.512501 | 0.220918 | 0.172865 | 0.018523 | 0.353353  | 1.245219 | 0.164670 | 1.393193  | 0.390228  |
| Çarpıklık      | 2.705528 | -2.344729 | -1.100940 | 7.773403 | 0.978572 | 0.775771 | 2.880906 | 20.42662  | 5.701732 | 1.891017 | 16.27110  | 23.89802  |
| Basıklık       | 11.08736 | 29.48806  | 17.95173  | 102.5135 | 5.721682 | 3.603437 | 21.68959 | 557.8751  | 47.39171 | 7.083440 | 314.6345  | 688.0000  |
| Jarque-Bera    | 3661.151 | 27979.52  | 8831.563  | 392259.8 | 434.5347 | 107.1616 | 14789.97 | 11969474  | 81225.63 | 1197.826 | 3796101.  | 18231700  |
| Olasılık       | 0.000000 | 0.000000  | 0.000000  | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000  | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000  | 0.000000  |
| Gözlem Sayısı  | 928      | 928       | 928       | 928      | 928      | 928      | 928      | 928       | 928      | 928      | 928       | 928       |

#### 4.4. Model

Model’de bağımlı değişken olan nakit temettü dağıtımı ile nakit temettü dağıtımına etki eden faktörler denklem (4.1)’deki gibi kurulmuştur:

$$Y_{i,t} = c + \alpha_1 (AK)_{i,t} + \alpha_2 (PD)_{i,t} + \alpha_3 (AB)_{i,t} + \alpha_4 (KLD)_{i,t} + \alpha_5 (HAO)_{i,t} + \alpha_6 (OV)_{i,t} + \alpha_7 (SHA)_{i,t} + \alpha_8 (NO)_{i,t} + \alpha_9 (SY)_{i,t} + \alpha_{10} (NATB)_{i,t} + \alpha_{11} (FVAOK)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4.1)$$

Yukarıdaki Tablo 4.3’den görüldüğü üzere İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının 2003-2010 dönemi yıllık nakit temettü ödemelerinin ortalaması % 0.086 olarak gerçekleşirken, standart sapması % 0.165 olarak tespit edilmiştir. Ayrıca kullanılan veri setinde en fazla değişkenlik gösteren ilk üç seri sırasıyla; NATB oranı (1.393), NO (1.245) ve PD oranıdır (0.734). Basıklık ve çarpıklık değerlerine baktığımızda, gerek bağımlı gerekse bağımsız tüm değişkenlerin normal dağılımın basıklık derecesi olan 3 ve çarpıklık derecesi olan 0’dan çok uzak olduğu gözlemlenmektedir. Serilerin eğiklik ve basıklık ölçüleri kullanılarak, Jarque-Bera normal dağılıma uygunluk testi yapıldığında, test istatistiğine ilişkin olasılık değerleri %5 güven seviyesinin altında olduğundan normal dağılım varsayımı reddedilmektedir.

**Tablo 4.4: Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi (2003-2010 Dönemi)**

|       | AK      | PD      | AB      | KLD     | HAO     | OV      | SHA     | NO      | SY      | NATB   | FVAOK  | NKTEM  |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| AK    | 1.0000  |         |         |         |         |         |         |         |         |        |        |        |
|       | -----   |         |         |         |         |         |         |         |         |        |        |        |
| PD    | 0.3469  | 1.0000  |         |         |         |         |         |         |         |        |        |        |
|       | 0.0000  | -----   |         |         |         |         |         |         |         |        |        |        |
| AB    | 0.1057  | -0.0102 | 1.0000  |         |         |         |         |         |         |        |        |        |
|       | 0.0013  | 0.7569  | -----   |         |         |         |         |         |         |        |        |        |
| KLD   | -0.3416 | -0.1652 | -0.0412 | 1.0000  |         |         |         |         |         |        |        |        |
|       | 0.0000  | 0.0000  | 0.2097  | -----   |         |         |         |         |         |        |        |        |
| HAO   | -0.0675 | -0.2447 | -0.0101 | -0.0424 | 1.0000  |         |         |         |         |        |        |        |
|       | 0.0398  | 0.0000  | 0.7579  | 0.1973  | -----   |         |         |         |         |        |        |        |
| OV    | 0.3333  | 0.2316  | 0.0162  | -0.2109 | -0.0458 | 1.0000  |         |         |         |        |        |        |
|       | 0.0000  | 0.0000  | 0.6214  | 0.0000  | 0.1630  | -----   |         |         |         |        |        |        |
| SHA   | 0.0421  | -0.0259 | 0.3454  | -0.0615 | -0.0165 | -0.0136 | 1.0000  |         |         |        |        |        |
|       | 0.2004  | 0.4312  | 0.0000  | 0.0612  | 0.6154  | 0.6800  | -----   |         |         |        |        |        |
| NO    | 0.0991  | 0.1230  | -0.0117 | -0.1451 | -0.0058 | 0.0609  | -0.0054 | 1.0000  |         |        |        |        |
|       | 0.0025  | 0.0002  | 0.7214  | 0.0000  | 0.8589  | 0.0638  | 0.8698  | -----   |         |        |        |        |
| SY    | -0.0373 | -0.0570 | 0.0128  | -0.0073 | -0.1802 | -0.0670 | 0.0161  | -0.0360 | 1.0000  |        |        |        |
|       | 0.2558  | 0.0829  | 0.6962  | 0.8234  | 0.0000  | 0.0414  | 0.6240  | 0.2728  | -----   |        |        |        |
| NATB  | 0.3949  | 0.1071  | 0.0721  | -0.2555 | 0.0066  | 0.1739  | 0.5433  | 0.0291  | -0.0122 | 1.0000 |        |        |
|       | 0.0000  | 0.0011  | 0.0282  | 0.0000  | 0.8406  | 0.0000  | 0.0000  | 0.3754  | 0.7096  | -----  |        |        |
| FVAOK | 0.1617  | 0.0429  | 0.0980  | -0.0979 | -0.0035 | 0.1202  | 0.8295  | 0.0190  | 0.0010  | 0.5466 | 1.0000 |        |
|       | 0.0000  | 0.1913  | 0.0028  | 0.0028  | 0.9159  | 0.0002  | 0.0000  | 0.5632  | 0.9769  | 0.0000 | -----  |        |
| NKTEM | 0.4261  | 0.3427  | 0.0559  | -0.3088 | 0.0078  | 0.3583  | 0.0814  | 0.0150  | 0.0317  | 0.2469 | 0.1889 | 1.0000 |
|       | 0.0000  | 0.0000  | 0.0856  | 0.0000  | 0.8127  | 0.0000  | 0.0131  | 0.6490  | 0.3354  | 0.0000 | 0.0000 | -----  |

**Not:** Korelasyon katsayıları altındaki değerler p-değerlerini göstermektedir.

Veriler arasındaki ilişkiyi gösteren Tablo 4.4’de verilen korelasyon matrisine bakıldığında, bağımlı değişken olan İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının nakit temettü dağıtımları ile en yüksek ilişkinin AK (0.4261) arasında olduğu gözlemlenmektedir. Nakit temettü dağıtımı ile ilişkisi olan diğer değişkenler ise sırasıyla; OV (0.3583), PD (0.3427), KLD (-0.3088), NATB (0.2469), FVAOK (0.1889) ve SHA (0.0814) olmuştur. Diğer bağımsız değişkenler ile nakit temettü dağıtımı değişkeni arasında ise %5 hata payı ile istatistiki olarak anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Bütün zaman serilerinde olduğu gibi hem zaman hem de yatay kesit analizini bir arada gerçekleştiren panel veri analizlerinde, değişkenler arasında sahte ilişkilere neden olunmaması için değişkenlerin durağan olması gerekmektedir. Dolayısıyla, çalışmada Levin, Lin ve Chu (2002) testi ile ortak birim kök süreçleri araştırılırken, aynı zamanda her bir birim için Im, Pesaran ve Shin (2003) testi ile birim kök süreci test edilmiştir.

**Tablo 4.5: Panel Birim Kök Testi İstatistik Sonuçları**

| Yöntem                             | NKTEM      |          | AK         |          | Yatay Kesit | Gözlem Sayısı |
|------------------------------------|------------|----------|------------|----------|-------------|---------------|
|                                    | İstatistik | P-Değeri | İstatistik | P-Değeri |             |               |
| Levin, Lin & Chu t* istatistiği    | -14.2131   | 0.0000   | -20.7419   | 0.0000   | 118         | 928           |
| Im, Pesaran and Shin W-istatistiği | -4.8626    | 0.0000   | -7.5788    | 0.0000   | 118         | 928           |
| Yöntem                             | PD         |          | AB         |          | Yatay Kesit | Gözlem Sayısı |
|                                    | İstatistik | P-Değeri | İstatistik | P-Değeri |             |               |
| Levin, Lin & Chu t* istatistiği    | -35.7569   | 0.0000   | -68.2074   | 0.0000   | 118         | 928           |
| Im, Pesaran and Shin W-istatistiği | -8.1039    | 0.0000   | -22.2560   | 0.0000   | 118         | 928           |
| Yöntem                             | KLD        |          | HAO        |          | Yatay Kesit | Gözlem Sayısı |
|                                    | İstatistik | P-Değeri | İstatistik | P-Değeri |             |               |
| Levin, Lin & Chu t* istatistiği    | -12.4447   | 0.0000   | -2541.13   | 0.0000   | 118         | 928           |
| Im, Pesaran and Shin W-istatistiği | -1.90721   | 0.0282   | -881.385   | 0.0000   | 118         | 928           |
| Yöntem                             | OV         |          | SHA        |          | Yatay Kesit | Gözlem Sayısı |
|                                    | İstatistik | P-Değeri | İstatistik | P-Değeri |             |               |
| Levin, Lin & Chu t* istatistiği    | -119561    | 0.0000   | -104.579   | 0.0000   | 118         | 928           |
| Im, Pesaran and Shin W-istatistiği | -6593.47   | 0.0000   | -26.7213   | 0.0000   | 118         | 928           |
| Yöntem                             | NO         |          | SY         |          | Yatay Kesit | Gözlem Sayısı |
|                                    | İstatistik | P-Değeri | İstatistik | P-Değeri |             |               |
| Levin, Lin & Chu t* istatistiği    | -15.5993   | 0.0000   | -8.75823   | 0.0000   | 118         | 928           |
| Im, Pesaran and Shin W-istatistiği | -5.72691   | 0.0000   | -1.45723   | 0.0775   | 118         | 928           |
| Yöntem                             | NATB       |          | FVAOK      |          | Yatay Kesit | Gözlem Sayısı |
|                                    | İstatistik | P-Değeri | İstatistik | P-Değeri |             |               |
| Levin, Lin & Chu t* istatistiği    | -185.123   | 0.0000   | -124.730   | 0.0000   | 118         | 928           |
| Im, Pesaran and Shin W-istatistiği | -20.5479   | 0.0000   | -13.9921   | 0.0000   | 118         | 928           |

Her iki testte de hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuştur:

$H_0$  : Seride bir birim kök vardır.

$H_1$  : Seride bir birim kök yoktur.

Tablo 4.5’den de görülebileceği gibi analizde kullanılan tüm değişkenler için hesaplanan p değerleri 0.05 kritik değerinden daha küçük olduğundan, serilerin birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezleri reddedilmiştir. Bu sonuçlardan görüldüğü üzere serilerde ortak birim kök süreci ve her birim için (firma) birim kök süreci bulunmamaktadır.

Panel veri modelinin tahmininde havuzlanmış (pooled) regresyon, sabit etkiler (fixed effects) ve rastsal etkiler (random effects) olmak üzere üç yaklaşım vardır. Havuzlanmış (pooled) ve sabit etkiler (fixed effects) regresyon modellerinden hangisinin geçerli olacağına Breusch-Pagan/LM ve F Testi ile karar verilir.

Eğer ihmâl edilmiş rassal etkilerden yatay kesit değişkenlerinin bağımsız olduğu kesin olarak bilinmekte ise, havuzlanmış (pooled) regresyon yaklaşımını kullanmak daha doğru sonuçlara ulaşılmasına imkân vermektedir. Bunun için de, öncelikle Breusch-Pagan LM (B-P/LM) testinin yapılması gerekmektedir. B-P/LM testi ile birim etkilerinin varyansının sıfır olması durumunda rassal etkili modelin havuz modeline dönüşeceği sıfır hipotezi sınanmaktadır. Dolayısıyla hipotezler şu şekildedir:

$H_0$  : Havuz Modeli,  $\sigma_\mu^2 = 0$

$H_1$  : Rassal Etkiler Modeli,  $\sigma_\mu^2 > 0$

**Tablo 4.6: B-P/LM Testi İstatistik Sonuçları**

|                      |
|----------------------|
| $H_0$ : Var (u) = 0  |
| Chi2 (1) = 385.80    |
| Prob > chi2 = 0.0000 |

Tablo 4.6'daki sonuçlar incelendiğinde, 0.05 hata payı ile sıfır hipotezinin reddedildiği görülmektedir. Bu nedenle, veri setinin havuzlanamayacağı ve pooled regresyon modelinin kullanılamayacağı sonucuna ulaşılmıştır.

B-P/LM testi ki kare istatistiğine dayandığı için serbestlik derecesi arttıkça hatalı sonuçlar ortaya çıkabilmektedir. Bu nedenle, model sabit etki varsayımı altında tahmin edildiğinde, verilerin havuzlanıp (pooled) havuzlanmayacağı bir de F-testi ile sınanmıştır. F-testi sonuçları Tablo 4.7'de verilmiştir. F-testi sonuçlarına göre de, veri seti havuzlanabilir hipotezi 0.05 hata payı ile reddedilmiştir.

**Tablo 4.7: F-Testi İstatistik Sonuçları**

| İlişkili Sabit Etkiler Testi<br>Kesit Veri ve Zaman Sabit Etkiler Testi |            |                     |          |
|-------------------------------------------------------------------------|------------|---------------------|----------|
| Test Özeti                                                              | İstatistik | Serbestlik Derecesi | P-Değeri |
| Yatay Kesit F                                                           | 5.761      | (115,794)           | 0.0000   |
| Zaman F                                                                 | 1.848      | (7,794)             | 0.0752   |
| Yatay Kesit/Zaman F                                                     | 5.480      | (122,794)           | 0.0000   |

Analizde hangi yaklaşımın kullanılacağı ile ilgili olarak karar ise Hausman (1981) testi sonuçlarına göre verilmiştir.

Hausman testinde hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmaktadır:

$H_0$  : Rassal etkiler mevcuttur.

$H_1$  : Rassal etkiler yoktur.

**Tablo 4.8: Hausman Testi Sonuçları**

| İlişkili Rastsal Etkiler – Hausman Testi<br>Yatay Kesit İçin Rastsal Etki Testi |                     |                             |          |
|---------------------------------------------------------------------------------|---------------------|-----------------------------|----------|
| Test Özeti                                                                      | Ki-Kare İstatistiği | Ki Kare-Serbestlik Derecesi | P-Değeri |
| Yatay Kesit Rastsal                                                             | 13.24               | 2                           | 0.0000   |

Hausman test istatistiklerinin sonucunda elde edilen 0.05'in altındaki bir olasılık değeri rassal etkiler modelinin uygun olmayacağı, sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini göstermektedir. Tablo 4.8'den de görüldüğü üzere, yatay kesitler bazında sabit etkili modelin tercih edilmesi gerektiği sonucu ortaya çıkmaktadır.

Bütün regresyon analizlerinde olduğu gibi panel veri analizlerinde de otokorelasyon önemli bir sorundur. Bilindiği üzere, regresyon analizlerinin temel varsayımlarından birisi farklı gözlemler için aynı hatalar arasında ilişkinin (korelasyon) olmamasıdır. Eğer hata terimleri birbirleri ile ilişkili ise bu durum otokorelasyon ya da serisel korelasyon olarak adlandırılır (Brooks, 2008:150). Panel regresyon analizlerine geçmeden önce veri setinde otokorelasyonun olup olmadığı Wooldridge (2002) otokorelasyon testi ile araştırılmıştır. Test sonuçları Tablo 4.9’da gösterilmektedir.

**Tablo 4.9: Wooldridge Otokorelasyon Testi İstatistik Sonuçları**

|                  |          |          |
|------------------|----------|----------|
| Wooldridge Testi | F-Değeri | Olasılık |
|                  | 15.481   | 0.0001   |

Wooldridge (2002) otokorelasyon test istatistiği sonucuna göre, modelde “Otokorelasyon yoktur” şeklinde kurulan boş hipotezi reddedilmiştir. Başka bir deyişle, denklemlerdeki hata terimleri arasında otokorelasyon problemi vardır.

**Tablo 4.10: Wald Değişen Varyans Testi Sonuçları**

|                            |
|----------------------------|
| Wald Değişen Varyans Testi |
| Chi2 (123) = 2.1e+05       |
| Prob > chi2 = 0.0000       |

Modelde değişen varyans probleminin gözlenip gözlenmediği ise Wald testi ile sınanmış ve yapılan analizlerde değişen varyans sorunu tespit edilmiştir. Sabit varyans varsayımı üzerine kurulu sıfır hipotezi Tablo 4.10’dan da görüleceği üzere olasılık değeri 0.05’den düşük olduğundan reddedilmiş ve modelde değişen varyans bulunduğu gözlemlenmiştir.

Lineer regresyon modelinin varsayımları sağlandığında bu modelin parametreleri yansız ve doğru sonuçlar vermektedir. Gözlemler arasında hata terimlerinin varyansı farklılaştığında ise değişen varyans sorunu ile karşılaşılır. Eğer hata terimleri değişen varyansa sahip ise, OLS tahmincisi yansızlığını koruyor olsa

bile, katsayıların doğruluğu şüpheye yol açmaktadır. Ayrıca, standart hataların tahmincisi de tutarsız olmaktadır. Yatay kesit analizlerinde olduğu gibi panel veri analizlerinde de bu durum ortak bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Sabit ve rassal etkiler modellerinde değişen varyans problemi gözlemlendiğinden bu modellerle tahminde bulunmak yanlış sonuçlara ulaşılmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, bu sorunun ortadan kaldırılabilmesi için hem oto korelasyon hem de değişen varyans sorunu altında parametre tahmini yapılmasına olanak sağlayan Stock ve Watson (2008)'ın geliştirdikleri FGLS (Feasible GLS) yöntemi ile model kurulmuş ve aşağıdaki Tablo 4.11'deki sonuçlara ulaşılmıştır.

**Tablo 4.11: Nakit Temettünün Bağımlı Değişken Olduğu Denklemin Hata Karelerinin Tahminiyle Modellenmesi**

| Bağımlı Değişken: NKTEM             |           |               |               |          |
|-------------------------------------|-----------|---------------|---------------|----------|
| Yöntem: Panel En Küçük Kareler      |           |               |               |          |
| Dönem: 2003- 2010                   |           |               |               |          |
| Zaman Aralığı: 8                    |           |               |               |          |
| Yatay Kesit (Firma) Sayısı: 118     |           |               |               |          |
| Paneldeki Toplam Gözlem Sayısı: 928 |           |               |               |          |
|                                     | Katsayı   | Standart Hata | t-istatistiği | P-Değeri |
| C                                   | -0.239239 | 0.169423      | -1.41         | 0.0161   |
| AK                                  | 0.194616  | 0.082790      | 2.35          | 0.0020   |
| PD                                  | 0.036995  | 0.020299      | 1.82          | 0.0071   |
| AB                                  | 0.010352  | 0.010243      | 1.01          | 0.0314   |
| KLD                                 | -0.082494 | 0.038222      | -2.16         | 0.0033   |
| HAO                                 | 0.078920  | 0.047597      | 1.66          | 0.1000   |
| OV                                  | 1.438732  | 0.412644      | 3.49          | 0.0001   |
| SHA                                 | -0.017371 | 0.028001      | -0.62         | 0.5360   |
| NO                                  | 0.002929  | 0.001427      | 2.08          | 0.0400   |
| SY                                  | 0.015454  | 0.041027      | 0.38          | 0.7070   |
| FVAOK                               | 0.025921  | 0.019756      | 1.31          | 0.1920   |
| NATB                                | 0.006246  | 0.004125      | 1.51          | 0.1330   |
|                                     |           |               |               |          |
| R-Kare                              | 0.1254    |               |               |          |
| P-Değeri (F-istatistiği)            | 0.000000  |               |               |          |

#### 4.5. Bulguların Yorumlanması

Gelişmekte olan piyasalar arasında yer alan Türkiye'de İMKB'ye kayıtlı sanayi firmalarının nakit temettü dağıtımı politikalarına etki eden faktörlerin incelendiği bu

çalışmada 2003-2010 yılları arasında İMKB’de sürekli olarak işlem gören 118 adet firmaya ait veriler üzerinde çalışılmıştır.

Çalışmanın tek bağımlı değişkenini nakit temettü dağıtımı oluşturmaktadır. Açıklayıcı değişkenler olarak çalışma kapsamına dahil edilen; aktif kârlılığı (AK), piyasa değeri/defter değeri oranı (PD), aktif büyüklüğü (AB), finansal kaldıraç oranı (KLD), halka açıklık oranı (HAO), ödenen vergi (OV), sermaye harcamaları/aktifler oranı (SHA), nakit oranı (NO), sahiplik yapısı (SY), nakit akışı/toplam borçlar oranı (NATB) ve faiz ve amortisman öncesi kâr marjı (FVAOK) faktörlerinin bağımlı değişken olan nakit temettü politikasını ne ölçüde etkiledikleri test edilmiştir.

Ampirik çalışmada 2003-2010 yılları arasında İMKB’de sürekli olarak işlem gören sanayi firmalarının nakit temettü politikalarına etki eden faktörler Model başlığı altında oluşturulan denklem (4.1) yardımı ile test edilmiştir. Tablo 4.4’de ise bağımlı değişken olan nakit temettü ile korelasyon katsayıları yüksek olan bağımsız değişkenler görülmektedir. Nakit temettü ile korelasyon katsayısı yüksek olan değişkenler sırasıyla; AK (0.4261), OV (0.3583), PD (0.3427), KLD (-0.3088), NATB (0.2469), FVAOK (0.1889) ve SHA (0.0814)’dır. Diğer bağımsız değişkenler ile nakit temettü arasında ise istatistiki olarak anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır. Çalışmanın sonraki aşamalarında durağanlık, havuzlanabilirlik (B-P/LM ve F-testi) ve en son olarak da analizde hangi yöntemin kullanılacağını belirlemek için Hausman testi yapılmıştır.

Hausman testi sonuçlarına göre modelin uygulanmasında iki yönlü rassal etkiler modelinin uygulanmasına karar verilmiştir. Uygulama sonuçları Tablo 4.11’de görülmektedir. Sabit etkiler regresyon modeline göre yapılan uygulamada, bağımlı değişken olan nakit temettü üzerinde en çok OV faktörünün etkili olduğu görülmüştür. Tablo 4.11’den de görüldüğü üzere OV katsayısındaki 1 birimlik değişim nakit temettü dağıtımlarında 1.43’lük bir değişime neden olmaktadır. Bununla birlikte, AK katsayısındaki 1 birimlik değişimin nakit temettü dağıtımlarında 0.19’luk, KLD katsayısındaki 1 birimlik değişimin -0.08’lik; PD, AB ve NO değişkenlerinin katsayılarındaki 1 birimlik değişimlerin ise temettü

dağıtımlarında sırasıyla; 0.036, 0.010 ve 0.002'lik değişimlere neden oldukları belirlenmiştir.

Günümüzde finans yöneticilerinin üzerinde yoğunlaştıkları başlıca politikalar, “finanslama”, “yatırım” ve “temettü” politikalarıdır. Finans literatüründe finanslama ve yatırım politikalarına ilişkin birçok hipotez, teori ve açıklama üzerinde uzlaşma sağlanmış, ancak temettü politikaları üzerinde net olarak bir fikir birliği sağlanamamıştır. Başka bir deyişle, Lintner (1956)'ın firma yöneticilerinin temettü politikalarına büyük önem verdikleri, dolayısıyla firmaların uyguladıkları temettü politikaları ile firma değerini etkileyebilecekleri yönünde sonuçlara vardığı çalışmasının ardından, Modigliani ve Miller (MM)'in temettü ilintisizliği teorisi (dividend irrelevance theory) adlı çalışmalarıyla ters yönde bulgular elde etmeleri ile birbirlerine karşıt görüşler ortaya çıkmış ve bu durum temettü bulmacası (dividend puzzle) olarak adlandırılmaya başlanmıştır. Bilindiği üzere firmaların amaçlarından en önemlisi, piyasa değerinin maksimize edilmesidir. Hissedarların amaçları ise, firmanın bugünkü değerini kendileri açısından maksimum kılmaktır. Hissedarlar açısından, hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının maksimum olabilmesi için temettü (kâr payı) dağıtım politikası önemli bir araçtır. Dolayısıyla, diğer şartlar sabit varsayıldığında, düzenli temettü dağıtan bir firmanın değeri, temettü dağıtımı değişkenlik gösteren bir firmaya kıyasla piyasada daha yüksek olabilmektedir. Diğer yandan, literatürde temettü dağıtımının firmaların piyasa değerlerini etkilediği kesin olarak saptanamamış olmakla beraber, genel olarak firmalarda, temettü ödemelerinin önemli bir unsur olduğu ve firmaların hisse senetlerinin piyasa fiyatlarını etkilediği kanaati hakimdir.

Literatürde yapılan çalışmalarda, özellikle kârlılığı yüksek olan firmaların, düşük kâr elde eden firmalara kıyasla daha yüksek oranda nakit temettü dağıtım eğiliminde oldukları tespit edilmiştir. Başka bir deyişle, firma kârlılığı ile temettü politikaları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin var olduğu ileri sürülmektedir. Dolayısıyla, kârlılık faktörünün firmaların temettü politikaları üzerinde önemli bir etken olduğu genel kabul gören bir bilgidir. Finans alanında çalışan teorisyenler ve araştırmacılar üzerinde bu kanaatin oluşmasında, kârlılıkları yüksek olan firmaların

likidite durumlarını olumlu yönde etkileyen istikrarlı bir nakit akışı sağlamaları yatmaktadır. Ayrıca, kârlılık ile nakit temettü politikaları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı temettü politikalarına ilişkin teoriler arasında yer alan sinyal etkisi teorisi ile temsil maliyeti teorisi varsayımları tarafından da desteklenmektedir.

Sinyal etkisi teorisi; temettü dağıtımlarındaki değişikliklerin, firmaların gelecekteki kazançları hakkında piyasalar ve yatırımcılar için bilgi içerdiği temeline dayanmaktadır. Bu yaklaşıma göre, firma yöneticileri, temettü dağıtımına ilişkin aldıkları kararlar ile firmanın gelecekteki kârlılığı ve nakit akışları hakkında yatırımcılara bilgi vermektedirler. Başka bir ifadeyle, asimetric bilgi ortamında firmalar sermaye yapısı kararlarının yanı sıra, temettü politikalarını da kullanarak sermaye piyasalarına bilgi aktarabilmekte ve piyasaların firmayla ilgili sezgilerini değiştirebilmektedir ve bunun sonucunda ise firma değeri etkilenebilmektedir.

Dewenter ve Warther (1998) yaptıkları çalışmalarında, bilginin paylaşılması sürecinde, firma yöneticisi konumundaki ortakların (insiders) firmaya özgü kamuya açıklanmamış bilgilere, herhangi bir konumda firmada görev almayan firma dışındaki ortaklara (outsiders) veya yatırımcılara kıyasla daha erken ve kolay erişebildiklerini, bu nedenle iki grup arasında asimetric bilgiden kaynaklanan bir eksiklik olduğunu ifade etmişlerdir (Alaa, 2010:52-53). Dolayısıyla, firma yöneticileri, temettü ödeme oranlarını değiştirerek, yatırımcılarla aralarındaki bilgi boşluklarını tamamlayabilir; yönetici olarak, beklentileri ve firmanın geleceği hakkında sahip oldukları ayrıcalıklı bilgileri aktarabilir ve bu sayede de hem firmanın piyasa değerini hem de ortakların servetlerini etkileyebilirler (Kalay ve Loewenstein, 1986:373-389; Doron ve Ziv, 2001:2111-2134).

Sinyal etkisi teorisi'ne göre; yatırımcılar, temettü ödeme açıklamaları ile yapılan mevcut politikaların korunacağı veya temettü politikalarında değişiklikler yapılacağına ilişkin duyuruları değerlendirerek, bu açıklamaları firmaların geleceğe yönelik beklentilerinin olumlu veya olumsuz olduğu hakkında bir işaret olarak algılamaktadırlar.

Diğer yandan, temettü artışı yapacağını finansal piyasalara duyuran firmaların, kârlılıklarında artış beklentisi içinde oldukları varsayılmakta, bu nedenle de söz konusu firmaların hisse senedi fiyatları piyasalarda pozitif yönde bir ivme kazanmaktadır. Benzer şekilde, firmalarca temettü azaltıma gidileceğine yönelik açıklamalar ise, gelecekle ilgili beklentilerin olumsuz olduğu yargısına yol açmakta ve söz konusu firmalara ait hisse senedi fiyatları da bu açıklamalara paralel olarak değer kaybetmektedir. Dolayısıyla, firma yöneticileri, özellikle temettü azaltımına ilişkin açıklamalardan kaçınmaktadırlar. Bu davranışların arkasında; firmanın beklenen nakit akışları ile hem borç ödemelerini hem de temettü ödemelerini iflas olasılığını artırmadan karşılayabilecek, sürdürülebilir bir kârlılık beklentisi içinde oldukları yatmaktadır (Lipson vd., 1998:36-45).

Firmaların ortaklık yapılarının temel parçaları olan hissedarlar, sahip oldukları hisse oranlarına göre yönetime katılma, karar alma ve alınan kararların yürütülmesi süreçlerinde farklı haklara sahiptirler. Sahip oldukları hisse miktarları bir ölçü olarak ele alındığında, firmada çoğunluk hissesine sahip bulunan hissedarlar temsilci (agent), azınlıkta kalan hissedarlar ise hak sahibi (principal) konumundadırlar (Akyol, 2007:83). 19. yüzyılın ikinci yarısından itibaren firma amacı olarak kabul gören hissedar değeri maksimizasyonu, öz sermayenin maksimize edilmesi anlamına da gelmektedir. Ancak, firmanın tamamına sahip olmamakla birlikte, çoğunluk hissesini elinde bulunduran hissedar-yöneticiler, farklı davranışlar içerisinde bulunarak, firmanın değerini maksimize etmek yerine, kendi kişisel çıkarlarını ön planda tutup, kendi servetlerini maksimize etme çabası ile aşırı ve gereksiz harcamalarda bulunma davranışlarını sergileyebilmektedirler (Booth ve Deli, 1996:81-104). Hissedar-yöneticiler ile yönetim fonksiyonuna sahip olmayan hissedarlar veya yatırımcılar arasında farklı davranışların ortaya çıktığı bu menfaat çatışmalarına ise literatürde öz sermayeye ilişkin temsil sorunu denilmektedir.

Firmaya öz sermaye şeklinde kaynak sağlayan hissedarların ve yatırımcıların iki çeşit getiri beklentileri olmaktadır. Bunlardan birincisi, sahip oldukları hisse senetlerinin piyasa fiyatlarında meydana gelecek pozitif değişime bağlı olarak gerçekleşecek sermaye kazancı, diğeri ise temettü geliridir. Temettü geliri firmanın

elde ettiği kârlardan sağlanan varlıkların firmanın temettü politikası doğrultusunda hissedarlara dağıtılması ile gerçekleşmektedir. Ancak, firma yöneticileri, temsil ettikleri paydaşların denetim ve gözetiminden kurtularak, kendi menfaatleri doğrultusunda esnek bir şekilde kullanabilecekleri fon kaynaklarının kontrolünü kaybetmek istemediklerinden, temettü dağıtım politikalarını oluşturlarken, firmanın faaliyetleri ile yarattığı kaynakları, paydaşlara temettü olarak dağıtmama politikasını benimseyebilmektedirler.

Easterbrook (1984)'a göre, yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, firma yöneticilerinin ellerinde bulundurdukları içsel kaynakların azalmasına neden olarak, yeni yatırım fırsatları oluştuğuunda kaynak ihtiyacını karşılamaları için sermaye piyasalarına başvurmalarına neden olmaktadır (Akyol, 2007:88). Bunun sonucunda, hissedarlar veya yatırımcılar tarafından yapılması güç ve maliyetli denetim-gözetim faaliyetlerinin sermaye piyasaları tarafından yapılması süreci ortaya çıkmaktadır (Fama ve Jensen, 1983:301-325). Dolayısıyla, yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, hem yöneticilerin kullanımda en fazla esnekliğe sahip oldukları firma tarafından yaratılan kaynakların boyutunu azaltarak temsil maliyetlerini düşürmekte hem de firma ölçeğini büyütme adına aslında firmanın değerinin gerilemesine neden olabilecek yatırımları gerçekleştirebilme olanaklarını kısıtlamaktadır.

Temsil maliyetlerinin azaltılmasında temettü politikalarının önemli bir etkisi olduğunu ileri süren Rozeff (1982) ise, yüksek oranda temettü dağıtımı yapılmasının, gelecekte temettü dağıtım oranlarında azaltıma giderek, sermaye piyasalarına olumsuz işaretiler vermek mecburiyetinde kalmak istemeyen yöneticilerin, firmanın faaliyetlerine ilişkin performansını yükseltmeye özendireceğini ileri sürmektedir (Dempsey ve Laber 1992:317-321). Bununla birlikte, yüksek oranda yapılan temettü dağıtımları, firmanın likiditesini düşüreceğinden, yöneticilerin kontrolündeki fonlar azalacak ve yeni yatırımların finansmanı için dış kaynak gereksinimi ortaya çıkacaktır. Dolayısıyla, yöneticilerin, kendi çıkarlarını ön planda tutarak, yalnızca firma ölçeğini artırmaya yönelik, ancak gerçekte negatif NBD'ye sahip olan ve firma değerinin azalmasına sebebiyet verecek yatırımları üstlenebilme olanakları da sınırlanacaktır. Başka bir ifadeyle, yüksek temettü dağıtımı politikası, yöneticilerin

faydasız, NBD'si negatif projelere yatırım yapmalarını azaltacak, buna bağı olarak da bu durum, diğr şartlar sabit varsayıldığında, firma değeri üzerinde pozitif bir etki yapacaktır (Lang ve Litzenberger, 1989: 181-191).

Aktif kârlılığı (ROA, Return on Assets), firmaların ulaşmış oldukları büyüklük ile sağladıkları verimin ölçülmesinde kullanılan ve firmaların edinmiş oldukları tüm varlıkların (yapılan maddi ve finansal yatırımlar dahil olmak üzere) hangi oranda etkin kullanıldığını gösteren bir performans ölçütüdür ve temel olarak, FVÖK (faiz ve vergi öncesi kâr) marjı ile aktif devir hızının bir birleşimidir (Gökbulut, 2009:60).

$$ROA = (FVÖK/Satışlar) * (Satışlar/Toplam Aktif) = FVÖK/Toplam Aktif \quad (4.2)$$

Dolayısıyla, (4.2) no'lu denklemden de görüldüğü üzere, aktif kârlılığı, firmaların satışlarının kârlılık anlamında başarısı ile büyüklükleri oranındaki satış miktarlarında göstermiş oldukları başarının bir bileşimidir. Aynı zamanda bu oran, finans literatüründe ekonomik rantabilite (kârlılık) olarak da bilinmekte olup, aktif kârlılığı bir firmanın kaynaklarını ne ölçüde kârlı kullandığını göstermektedir (Akgüç, 2010:68).

Diğr yandan, bir firmanın değr yaratabilmesi için varlıklarından sermaye maliyeti üzerinde bir getiri elde etmelidir. Dolayısıyla, aktif kârlılığını, firma kaynaklarının firmanın hedefleri ile ne kadar uyumlu ve etkin kullanıldığını gösteren bir performans ölçütü olarak ifade etmek de mümkündür.

Aktif kârlılığı, literatürde yer bulan birçok kaynak ve çalışmada; VÖK (vergi öncesi kâr) veya VSNK (vergi sonrası net kâr) rakamı üzerinden hesaplanmaktadır. Ancak, vergi ve diğr yasal yükümlölük tutarı firma yönetiminin kontrolünde olmadığı gibi söz konusu oranlar firmadan firmaya hatta aynı firma için dönemler itibariyle de değışiklikler gösterebilmektedir. Bu da firmalar arası karşılaştırmalarda ve dönemler itibariyle firmanın performansının incelenmesinde yanlış izlenimlere neden olabilmektedir (Gökbulut, 2009:60-61). Ayrıca, söz konusu kâr rakamları faiz giderleri düşüldükten sonra kalan tutarları ifade ettiklerinden, göreceli olarak ucuz kaynak sağlayan bir firma, diğr koşullar sabit kalmak üzere, nispeten daha maliyetli kredi sağlayan firmaya kıyasla daha kârlı bir firma olarak düşünölebilmektedir

(Akgüç, 2010:68-69). Dolayısıyla, aktif kârlılığı oranı, VÖK (vergi öncesi kâr) ya da VSNK (vergi sonrası net kâr) rakamı üzerinden hesaplandığında, hem pay ve hem de payda da tutarlılık taşımayan bir orana dönüşmekte ve finansal açıdan fazla bir anlam ifade etmemektedir. Çünkü payda da firmaya kaynak sağlayan bütün yatırımcı grubuna ait olan bir değer mevcutken, pay da ise sadece öz sermayedara ait bir değer bulunmuş olmaktadır.

Bu nedenle, çalışmada daha rasyonel sonuçlara ulaşabilmek amacıyla, firmaların temettü politikaları üzerinde kârlılık faktörünün etkisini temsilen araştırmaya dahil edilen aktif kârlılığı (AK) değişkeni FVÖK/Toplam Aktifler oranı olarak hesaplanmış ve kurulan modele ilişkin hipotezlere bu şekilde dahil edilmiştir. Analiz sonucunda ise, kârlılık faktörünü temsilen kullanılan aktif kârlılığı (AK) değişkeni ile firmaların temettü politikaları arasındaki ilişkiyi incelemek üzere kurulan birinci hipotez kabul edilmiştir.

Firma kârlılığının (AK) İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının temettü ödemeleri üzerinde pozitif yönlü bir etkisinin olduğu hipotezi üzerine kurulan araştırma modelinin test sonuçları 0.05 anlamlılık seviyesinde ( $p=0.0020$ ) istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Elde edilen bulgulara göre AK katsayısının pozitif yönlü (0.194616) olması, çalışma kapsamına ilişkin 2003-2010 döneminde, İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının edinmiş oldukları varlıkları etkin bir şekilde kullanarak, kârlılıklarını arttırdıkları ve buna bağlı olarak da, firmaların nakit temettü dağıtım miktarlarında bir artış olduğunu göstermektedir. Ayrıca elde edilen sonuç hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler üzerine yapılan çalışmalarla genel olarak örtüşmektedir.

Literatürde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde yapılan çalışmalarda, Ho (2003), Aivazian vd., (2003), Stacescu (2006), Amidu ve Abor (2006), Naceur (2006), Juma’h ve Pacheco (2008), Atmaja (2008) Al-Kuwari (2009), Gill vd., (2010), Moradi vd., (2010), Al-Shubiri (2011), Al Shabibi ve Ramesh (2011), Rafailov ve Trifonova (2011) ve Patra vd., (2012) firma kârlılığı ile temettü ödemeleri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Başka bir deyişle, kârlılık oranları yüksek olan firmalar, düşük kârlılığa sahip firmalara kıyasla

daha yüksek miktarda nakit temettü ödeme eğilimindedirler. Dolayısıyla, bu çalışmada aktif kârlılığı ile ilgili elde edilen bulgular, İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının temettü ödeme politikalarının, literatürde yer alan yukarıdaki çalışmalarda elde edilen bulgularla paralellik gösterdiği ortaya koymuştur.

Çalışmada elde edilen bulgular arasında firmaların temettü ödemelerini açıklayan diğer bir değişken, büyüme fırsatlarını temsilen çalışma kapsamına alınan piyasa değeri/defter değeri (PD)’dir. İstatistiki olarak anlamlılığı yüksek ( $p= 0.0071$ ) olan firmanın büyüme fırsatları değişkeni ile temettü ödemeleri arasında negatif yönlü bir ilişki olması beklenmekte iken, temsil maliyeti teorisi varsayımlarının da tam aksine pozitif yönlü ( $0.036995$ ) bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Başka bir deyişle, İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının büyüme fırsatları ile temettü ödeme politikaları arasında finans literatüründe yer alan birçok çalışmada elde edilen bulguların aksine pozitif yönlü bir ilişki mevcuttur.

Bilindiği üzere, firmaların büyüme fırsatları ile temettü politikaları arasında bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü yoğun rekabet koşulları içinde firmalar bir büyüme fırsatı yakaladıklarında değerlendirmek ve rakiplerine üstünlük sağlamak istemektedirler. Bunun için net bugünkü değeri (NBD) pozitif olan projelere yatırım yapılması gerekmektedir. Ancak, büyüme fırsatlarının değerlendirilmesi çerçevesinde NBD’si pozitif olan yatırım projelerinin finansmanı için firmaların önemli miktarda nakit gereksinimleri ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte, büyümeyi sağlayacak fırsatlar, başka bir deyişle projeler ne kadar büyük ise, firmalar için fon gereksinimi de projelerin büyüklüğü ile paralel olarak artmaktadır. Dolayısıyla, firmalar söz konusu yatırım projelerinin finansmanını sağlamak için öncelikle faaliyetler sonucunda elde edilen içsel kaynakları, başka bir ifadeyle, kârları dağıtmayarak, firmada alıkoyma eğilimi göstermektedirler.

Bununla birlikte, firmalara yatırım yapan hissedarların, üstlendikleri risklerin karşılığında firmalardan bazı beklentileri bulunmaktadır. Bu beklentilerin en başında ise temettü geliri gelmektedir. Dolayısıyla, firma yöneticilerinin hissedarların bu beklentilerine kayıtsız kalmaları da pek mümkün olamamaktadır. Bu nedenle, firmalar sürdürülebilir bir kârlılık yakalamak ve nakit akışlarında bir istikrar

sağlamak mecburiyetindedirler. Buna bağlı olarak, firma yöneticileri de hem hissedarların beklentileri olan yüksek oranda temettü dağıtımını sürdürebilmek hem de büyüme fırsatlarını değerlendirebilmek için devamlı olarak NBD'si pozitif olan yeni projelerin arayışında olmalıdırlar.

Diğer yandan, yüksek temettü dağıtımları, firmanların likidite durumlarını düşürmekte, yöneticilerin kontrolündeki fonları azaltmakta ve yeni yatırımların finansmanı için dış kaynak gereksinimini ortaya çıkarmaktadır. Dolayısıyla, hem dış kaynak maliyetini düşürmek hem de yüksek büyüme fırsatlarını değerlendirmek isteyen firmalar, düşük temettü dağıtım politikası belirleyerek, mevcut nakitlerini muhafaza etme eğilimi göstermektedirler. Bu durumun aksine, büyüme fırsatları yetersiz olan firmalar ise, öncelikli olarak hissedarların beklentilerini karşılama tercihinde bulunarak, yüksek temettü dağıtım politikası benimsemektedirler.

Yapılan literatür taraması sonucunda, temettü politikaları ile büyüme fırsatlarının değerlendirilmesi arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışmada piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) değişkeninin kullanıldığı tespit edilmiştir. Chang ve Rhee (1990), Smith ve Watts (1992), Gaver ve Gaver (1993), Gul (1999), Ho (2003) ve Anil ve Kapoor (2008) yaptıkları çalışmalarında; firmaların temettü dağıtım oranları ile firmaların büyüme fırsatlarının göstergesi olan PD/DD arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Ancak, İMKB sanayi firmaları üzerine yapılan bu çalışmada elde edilen sonuçlar, firmaların büyüme fırsatları ile temettü ödemeleri arasında beklenen negatif yönlü ilişkinin tam tersi olarak pozitif yönlü çıkmıştır. Diğer yandan, bu sonuç, Aivazian vd., (2003) ve Al Shubiri (2011)'in yaptıkları çalışmalarda elde ettikleri bulgular ile de paralellik göstermektedir.

Araştırma dönemi olan 2003-2010 yılları arasında Türkiye ekonomisi küresel krizin etkilerinin yaşandığı 2009 yılı haricinde genel olarak bir büyüme trendi yaşamıştır. IMF World Economic Outlook verilerine göre, 2009 yılındaki %4.7'lik daralma haricinde, Türkiye ekonomisi 2003 yılında %5.3, 2004 yılında %9.4, 2005 yılında %8.4, 2006 yılında %6.9, 2007 yılında %4.7, 2008 yılında %0.9 ve 2010 yılında %9.2 oranında bir büyüme oranı yakalamıştır. Bu veriler çerçevesinde bir

değerlendirme yapıldığında; çalışma dönemine ilişkin 2003-2010 yılları arasında İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının da ülke ekonomisine paralel olarak önemli büyüme fırsatları yakaladıkları, dolayısıyla da söz konusu dönemde istikrarlı kârlılık ve nakit akışı elde ettiklerini söylemek mümkündür. Küresel çapta yaşanan finansal krize rağmen, Türkiye ekonomisinin yakaladığı istikrarlı büyüme oranları yatırımcıların firmalar üzerindeki beklentilerini de pozitif yönde etkilemiştir. Bununla birlikte, firma yaşam eğrileri de göz önünde bulundurulduğunda genel olarak büyüme evresinde olan İMKB sanayi firmalarının, büyüme fırsatlarını verimli bir şekilde değerlendirerek önemli kârlar ve istikrarlı nakit akışları sağladıklarını söylemek de mümkündür. Bu nedenle, güçlü likiditeye ulaşan firmaların hem büyüme fırsatlarının değerlendirilmesi hem de yatırımcıların beklentilerini karşılayacak temettü ödemelerini gerçekleştirecek yeterli likidite mevcudu elde ettiklerini ileri sürmek mümkündür. Dolayısıyla, firmaların büyüme fırsatları ile temettü ödemeleri arasında bu çalışma sonucunda ortaya çıkan pozitif yönlü ilişkinin nedenini hem Türkiye ekonomisinin hem de firmaların çalışma dönemi kapsamındaki verimlilik koşulları ile ilişkilendirmek olanaklıdır.

Çalışmada temettü ödemelerine etkileri araştırılan ve varlık toplamının doğal logaritması alınarak hesaplanan diğer bir faktör firma büyüklüğü (AB) değişkenidir. Yapılan analiz sonucunda, firma büyüklüğü ile temettü ödemeleri arasında pozitif yönlü (0.010352) ve istatistiki olarak anlamlı ( $p= 0.0314$ ) bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Başka bir ifadeyle, İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının aktif büyüklükleri ile nakit temettü ödeme politikaları arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır.

Finans literatüründe yer alan çalışmalarda, büyük firmaların küçük firmalara kıyasla daha yüksek temettü dağıtma eğiliminde oldukları saptanmıştır. Bunun nedenlerinden biri, büyük firmaların küçük firmalarla karşılaştırıldıklarında, daha yüksek likiditeye sahip olmalarıdır. Başka bir deyişle, küçük firmalar düşük likidite düzeyi ile faaliyetlerini devam ettirmek mecburiyetinde kaldıklarından, nakit akışlarında bir düzensizlik olduğunda finansal sıkıntı ile karşı karşıya kalma riskleri büyük firmalara kıyasla daha fazladır. Dolayısıyla, firmadan nakit çıkışına sebep

olan temettü dağıtımı, küçük firmaların fon gereksinimlerini daha da arttıracığından, ek fonlara ihtiyaç duyulduğunda sermaye piyasalarına daha kolay erişebilme olanağına sahip büyük firmalara göre küçük firmalar daha az temettü dağıtma eğilimi göstermektedirler.

Diğer yandan, büyük firmaların küçük firmalara kıyasla daha yüksek temettü dağıtma nedenlerinden biri de temsil maliyetlerinin minimize edilmesi çabalarından kaynaklanmaktadır. Çünkü firmanın tamamına sahip olmamakla birlikte, çoğunluk hissesini elinde bulunduran hissedar-yöneticiler, farklı davranışlar içerisinde bulunarak, firmanın değerini maksimize etmek yerine, kendi kişisel çıkarlarını ön planda tutup, kendi servetlerini maksimize etme çabası ile aşırı ve gereksiz harcamalarda bulunma davranışlarını sergileyebilmektedirler (Booth ve Deli, 1996:81-104). Hissedar-yöneticiler ile yönetim fonksiyonuna sahip olmayan hissedarlar veya yatırımcılar arasında farklı davranışların ortaya çıktığı bu menfaat çatışmalarına ise literatürde öz sermayeye ilişkin temsil sorunu denilmektedir.

Easterbrook (1984)'a göre temettü dağıtım politikası, hak sahipliği ile yönetim fonksiyonlarının birbirinden ayrılmasından kaynaklanan temsil maliyetlerinin azaltılmasında etkin bir yöntem olarak kullanılabilir. Firma yöneticileri için firmanın yarattığı iç kaynaklar, kendi çıkarları doğrultusunda gereksiz, lüks harcamaları yapabilecekleri, kontrollerindeki kaynakları firma ölçeğini büyüterek artırmada kullanabilecekleri ve aynı zamanda da minimum düzeyde denetim ve gözetim baskısı altında kalabilecekleri kaynaklardır. Çünkü firmadaki ortaklık payları küçük olan hissedarların veya yatırımcıların, yöneticilerin faaliyetlerini bireysel olarak denetleme ve gözetleme olanakları hem kısıtlı hem de maliyetli bir durumdur. Dolayısıyla, yöneticiler, yüksek miktarlarda temettü ödemesi yaparak, kontrollerindeki en önemli fon olan firma tarafından yaratılmış iç kaynakların azalmasını istememektedirler (Jensen, 1986:323-329; Alli vd., 1993:523-547).

Easterbrook (1984)'a göre, yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, firma yöneticilerinin ellerinde bulundurdukları içsel kaynakların azalmasına neden olarak, yeni yatırım fırsatları oluştuğunda kaynak ihtiyacını karşılamaları için sermaye piyasalarına başvurmalarına neden olmaktadır (Akyol, 2007:88). Bunun sonucunda,

hissedarlar veya yatırımcılar tarafından yapılması güç ve maliyetli denetim-gözetim faaliyetlerinin sermaye piyasaları tarafından yapılması süreci ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte, büyük firmalar temettü politikaları ile yatırımcılara ve piyasalara küçük firmalara kıyasla daha fazla bilgi (sinyal) aktarma eğilimi taşımaktadırlar (Fama ve Jensen, 1983:301-325).

Diğer yandan, firmaların içinde bulundukları yaşam evreleri ile temettü politikaları arasında da bir ilişki bulunmaktadır. Stiglitz (1973) ve Sinn (1991) çalışmalarında, firmaların özellikle olgunlaşma evrelerine ulaştıklarında, kısıtlı yatırım fırsatları nedeniyle elde edilen fonları daha fazla temettü dağıtımı ile paydaşlara aktarma eğilimi sergilediklerini ileri sürmektedirler (Redding, 1997:224-248). Bununla birlikte, Yiadom ve Agyei (2011) ise, yaptıkları çalışmalarında, firma yaşı ile temettü politikaları arasında bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Yiadom ve Agyei (2011)'e göre, firma yaşam evresi içerisinde, firma yaşı arttıkça firmanın piyasalardaki itibarı da artmakta ve buna bağlı olarak da firmanın kredibilitesi de bu durumdan olumlu bir şekilde etkilenmektedir. Başka bir deyişle, itibarı yüksek firmalar, büyüme fırsatlarına ilişkin projelerin finansmanında diğer firmalara kıyasla daha düşük maliyetli kredi kullanma olanağına sahip olmaktadır. Bunun nedeni, finansal kurumların kredibilite değerlendirmelerinde firmaların yaşlarına ve itibarlarına özel bir önem vermeleridir. Ancak, firma yaşı büyük, başka bir deyişle, olgunluk veya gerileme evresindeki firmaların büyüme fırsatları oldukça düşüktür. Dolayısıyla, bu tip firmaların genel politikaları piyasadaki mevcut konumlarını muhafaza etme odaklı olduğundan olgunluk veya gerileme evresinde olan firmalar büyüme aşamasında olan firmalara kıyasla daha yüksek nakit temettü dağıtımına politikaları benimsemektedirler.

Araştırma dönemi olan 2003-2010 yılları arasında Türkiye ekonomisinde önemli bir büyüme trendi yaşanmıştır. Bununla birlikte, uluslararası piyasalarda Türkiye geliştirmekte olan ekonomiler arasında yer almaktadır. Dolayısıyla, söz konusu dönem çerçevesinde çalışma kapsamına dahil edilen firmalar da Türkiye ekonomisinin en büyük sanayi firmaları olmalarına rağmen, genel olarak henüz büyüme aşamasını yaşamaktadırlar. Ancak, çalışma dönemi olan 2003-2010 yılları

göz önünde bulundurulduğunda İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının da ülke ekonomisine paralel olarak önemli büyüme fırsatları yakaladıkları, dolayısıyla da söz konusu dönemde istikrarlı kârlılık ve nakit akışı elde ettiklerini söylemek mümkündür. 2008 yılında ABD’de başlayan ve küresel çapta piyasaları olumsuz yönde etkileyen finansal krize rağmen, Türkiye ekonomisinin yakaladığı istikrarlı büyüme oranları yatırımcıların firmalar üzerindeki beklentilerini de pozitif yönde etkilemiştir. Bununla birlikte, firma yaşam eğrileri de göz önünde bulundurulduğunda, genel olarak büyüme evresinde olan İMKB sanayi firmalarının, büyüme fırsatlarını verimli bir şekilde değerlendirerek, önemli kârlar ve istikrarlı nakit akışları sağladıklarının göz ardı edilememesi gerekmektedir. Bu nedenle, güçlü likiditeye ulaşan firmaların hem büyüme fırsatlarının değerlendirilmesi hem de yatırımcıların beklentilerini karşılayacak temettü ödemelerini gerçekleştirecek yeterli likidite mevcudu elde ettiklerini ifade etmek de mümkündür. Dolayısıyla, firmaların büyüme fırsatları ile temettü ödemeleri arasında bu çalışma sonucunda ortaya çıkan pozitif yönlü ilişkinin nedenini hem Türkiye ekonomisinin hem de firmaların çalışma dönemi kapsamındaki verimlilik koşulları ile ilişkilendirmek olanaklıdır.

Literatürde temettü politikaları ile firma büyüklüğü arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışmada; Redding (1997), Gul (1999), Koch ve Shenoy (1999), Ho (2003), Aivazian vd., (2003), Juma’h ve Pacheco (2008), Al-Najjar (2009), Ramli (2010) Al-Shabibi ve Ramesh (2011), Rafailov ve Trifonova (2011), Yiadom ve Agyei (2011) ve Rafique (2012) firma büyüklüğü ile temettü politikaları arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Finansal riskin bir ölçüsü olan finansal kaldıraç oranını, faiz ve vergi öncesi kârlarda meydana gelen değişikliklerin, hisse başına kârlarda yarattığı etkinin göstergesi olarak ifade etmek mümkündür. Yüksek finansal kaldıraç oranına sahip firmalarda, gelirlerdeki dalgalanmaların artması, firmaların mevcut temettü politikalarını devam ettirebilmeleri için ihtiyaç duydukları kaynakların bazı dönemlerde yetersiz kalmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle, firmalar mevcut temettü politikaları ile var olan nakit temettü dağıtım miktarlarında bir azaltıma giderek, hissedarlar veya yatırımcılar tarafından negatif algılanabilecek bir işaret

(sinyal) vermek istemediklerinden, daha düşük nakit temettü dağıtım oranları belirlemeyi tercih etmektedirler.

Özellikle sermaye piyasalarının zayıf olduğu gelişmekte olan ülkelerde, firmalar mevcut faaliyetlerini sürdürebilmek ve büyüme ile yatırım fırsatlarını değerlendirebilmek için gereksinim duydukları fonları para piyasalarından, başka bir ifadeyle, bankalardan temin etmek mecburiyetinde kalmaktadırlar. Para piyasalarından elde edilen fonların ise ana para ve faiz ödemeleri bulunmakta ve bu ödemeler firmaların likidite durumları üzerinde bir baskı yaratmaktadır. Çünkü borç kullanımına bağlı olarak, borca ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilmesi sürecinde nakit akışları veya likidite düzeylerinde yaşanacak dalgalanmalar firmaları önemli finansal problemler ile karşı karşıya bırakabilmektedir. Dolayısıyla, finansal kaldıraçtan yararlanarak, faaliyetlerini ve yatırımlarını sürdüren firmalar, likidite sıkıntısına bağlı riskleri minimize etmek amacıyla nakit temettü dağıtımından kaçınmakta veya düşük nakit temettü politikası benimse eğilimi göstermektedirler.

Rozeff (1982)'e göre, firmaların temettü dağıtım oranları ile sermaye yapılarına bağlı finansal kaldıraç oranı arasında negatif yönlü bir ilişki olması gerekmektedir. Çünkü finansal kaldıraç oranının yüksekliği, firmanın dışarıdan kaynak sağlama ihtiyacı duyma ihtimalini ve maliyetini artırmaktadır.

Easterbrook (1984)'e göre ise, finansal kaldıraç yüksek olduğu firmalarda, yöneticilerin kontrolünde bulunan içsel kaynakların boyutu genel olarak küçük olmaktadır. Dolayısıyla, finansal kaldıraç yüksek olan firmalarda, yüksek oranlarda temettü dağıtımına gerek bulunmamaktadır.

Araştırma dönemi olan 2003-2010 yılları arasında TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası)'nın “bankalarca TL üzerinden açılan ticari kredilere uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranları” verilerine göre; Türkiye’de bankalarca TL üzerinden açılan ticari kredilerin yıllık ağırlıklı ortalama faiz oranları 2003 yılında %30.78, 2004 yılında %25.03, 2005 yılında %19.5, 2006 yılında %18.22, 2007 yılında %17.24, 2008 yılında %22.8, 2009 yılında %9.24 ve 2010 yılında %8.39 olarak gerçekleşmiştir. Oranlardan da görüldüğü üzere, Türkiye gibi sermaye piyasalarının

yeterli derinliğe erişemediği gelişmekte olan ülkelerde kurumların yatırım ve büyüme fırsatlarını değerlendirmek için gereksinim duydukları fonların para piyasaları tarafından karşılanması gereksinimi firmalara önemli maliyetler ve yükümlülükler getirmektedir. Her ne kadar firmaların kaldıraç etkisinin olumlu getirilerinden faydalanma amaçları bulunmakta ise de, firmaların satışlarında veya nakit akışlarında meydana gelebilecek dalgalanmaların, firmaların likidite durumları üzerinde yaratacakları baskıların göz ardı edilmesi mümkün değildir. Kullanılan kredilerin vergi üzerindeki olumlu etkileri, temsilci ve işlem maliyetlerinin minimizasyonu gibi amaçlar doğrultusunda finansal kaldıraçtan faydalanmak isteyen firmaların özellikle sistematik riskler ile karşı karşıya olmaları kaçınılmazdır. Dolayısıyla, firmaların faaliyetleri sonucunda elde ettikleri nakit akışlarında oluşabilecek değişkenliklerin olumsuz etkisini bertaraf etme eğiliminde olan firmalar düşük temettü politikası benimsemekte ve likidite rezervlerini muhafaza etme stratejisi izlemektedirler. Çalışmada elde edilen bulgular değerlendirildiğinde, literatürde yapılan çalışmalarda; Dempsey ve Laber (1992), Moh'd vd., (1995), Eriotis (2005), Stacescu (2006), Atmaja (2009), Al-Kuwari (2009), Moradi (2010), Asif vd., (2011) ve Hashami ve Zadeh (2012)'in elde ettikleri bulgulara paralel olarak, İMKB'de işlem gören firmaların borçluluk oranları ile temettü ödemeleri arasında da negatif yönlü bir ilişkinin var olduğu tespit edilmiştir.

Ülke ekonomilerinin ve ekonomi içinde faaliyet gösteren firmaların gelişme ve büyüme süreçlerinde para ve sermaye piyasalarının çok önemli etkileri bulunmaktadır. Genel olarak piyasalar, malların paraya veya paranın mala dönüştüğü yerlerdir. Finansal piyasalar ise, fon arz ve talebi söz konusu olduğunda fon akımlarını düzenleyen kurallardan meydana gelen piyasalardır. Başka bir deyişle, finansal piyasalar; hisse senedi, özel sektör tahvilleri, hazine bonoları, devlet tahvilleri, poliçe, bono, çek vb., menkul kıymetlerin değişime uğradığı yerlerdir. Bununla birlikte, finansal piyasaların; fonların arz edenlerden talep edenlere akışını sağlamak, menkul kıymetleri daha likit hale getirmek, menkul kıymetlerin el değiştirmesini kolaylaştırmak ve el değiştirme maliyetini düşürmek, menkul kıymetlerin fiyatını oluşturmak, fon arz ve talep edenin risk dağılımına yardımcı

olmak ve fonlar ile ekonomik kaynakları tahsis etmek gibi fonksiyonları bulunmaktadır.

Özellikle gelişmiş ve derinliği olan finansal piyasaların varlığı firmaların gereksinim duydukları fon kaynaklarına erişebilme olanaklarını artırmakta ve firmaların finansal sıkıntılar ile karşı karşıya kalma risklerini minimize etmede önemli destekler sağlamaktadır. Menkul kıymet borsaları ise, finansal piyasaların en stratejik kurumlarıdır. Menkul kıymet borsalarında işlem gören firmalara yatırım yapanlar, çeşitli riskler üstlenmekte ve üstlendikleri bu riskler karşılığında sermaye kazancı veya temettü geliri gibi beklentiler talep etmektedirler. Dolayısıyla, firmalar da söz konusu beklentilerin karşılanabilmesi noktasında, iç yapıları ve dinamiklerini de göz önünde bulundurarak, çeşitli politikalar benimsemektedirler. Bu politikalardan biri de “temettü politikaları”dır. Firmaların elde ettikleri kazançlar üzerinden yatırımcılara pay aktarma esası üzerine kurulu olan temettü politikaları, firmalardan önemli nakit çıkışlarına sebep olmaktadır. Bu nedenle, firmalar hem nakit akışlarını kontrol etmek hem de yatırımcıların taleplerini karşılamak üzere temettü politikalarını oluşturmurlarken birçok faktörü de göz önünde bulundurmamak mecburiyetindedirler. Söz konusu faktörler içinde göz ardı edilemeyecek unsurlardan biri de vergi etkenidir.

Bununla birlikte, her ülkenin kendi sosyal, ekonomik ve siyasal yapısının özelliklerini ve düzeyini yansıtan ayrı birer vergi sistemi vardır. Vergi sistemi dinamik bir kavramdır. Mali, iktisadi, sosyal, politik ve hukuki faktörlere tabi olarak bir ülkeden diğerine değişiklikler gösterdiği gibi, zaman faktörünün etkisiyle de devamlı bir değişme ve gelişme hali arz eder.

Bu sistem içinde faaliyette bulunan firmalar, yatırımcıların bireysel olarak hareket etmek yerine bir araya gelmek suretiyle tüzel kişilik vasfında yürüttükleri faaliyetler sonucunda elde ettikleri kârı paylaşma amacına hizmet ederler. Ancak, her ülke kendi dinamikleri içerisinde, öz yapılarına uygun değişik vergilendirme yöntemleri uygulamaktadır. Bu yöntemleri; klasik yöntem, ikili vergi yöntemi (integrated system), vergi alacağı yöntemi (imputation system) ve istisna yöntemi olarak sınıflandırmak mümkündür.

Klasik vergilendirme yönteminin temeli, firmanın ve şahısların birbirlerinden ayrı kişilikler olarak değerlendirilmelerine ve vergilendirilmelerine dayanmaktadır. Bu bağlamda, firmaların elde ettikleri kazançlar kurumlar vergisine, temettü geliri elde edenler ise farklı bir kategoride gelir vergisine tabi olmaktadır. Bu durum da çifte vergilendirme sorununu ortaya çıkarmaktadır.

İkili vergi yönteminde (integrated system) ise, temettü için diğer gelir vergisi kazançlarından farklı bir vergi oranı (split rate) belirlenerek bu özel oranlar üzerinden vergilendirme yapılmaktadır (Ateşagaoglu, 2012:267). Farklı vergi oranı yönteminde dağıtılan kazançta uygulanan vergi oranı, dağıtılmayarak, firma bünyesinde alıkonulan kazançta uygulanan vergi oranından düşük belirlenmektedir. Başka bir deyişle, bu yöntemde temettü üzerinde uygulanan vergi oranı gelir vergisine ilişkin uygulanan genel tarifiedeki oran veya oranlardan farklıdır. Temettü gelirin'e özgü bu vergi oranı, sabit bir oran veya kendine ait tarifeye göre belirlenen değişken oranlardan ibaret olabilmektedir. Dolayısıyla, yüksek gelir dilimindeki mükellefler temettü kazançları üzerinden kendi gelir dilimindeki orandan düşük ve hatta kurumlar vergisi oranından bile daha az bir oran üzerinden vergilendirilerek, çifte vergilendirme yükünü oldukça azaltmış olurlar (Ateşagaoglu, 2012:268).

Diğer bir yöntem olan, vergi alacağı yönteminde (imputation system), temettü dağıtımına kaynak kazanç üzerinden firma tarafından ödenmiş verginin hissedarların temettü geliri üzerinden ödeyecekleri vergiden indirilebilmesine olanak tanımaktadır. Başka bir ifadeyle, bu yöntem ile hissedarların gelecekte elde edecekleri temettü nedeniyle yüklenecekleri verginin büyük bir kısmı, önceden sermayesine iştirak edilmiş firmanın dağıtımına esas alınan kazancı üzerinden ödenen kurumlar vergisi içerisinde tahsil edilmiş kabul edilir. Dolayısıyla, firmalar, dağıttıkları temettüler için hissedarların ödemeleri gereken gelir vergisinin avansı mahiyetinde bir kurumlar vergisini önceden ödemiş olurlar. Bu nedenle, avans olarak firmalar tarafından kurumlar vergisi içerisinde ödenmiş söz konusu tutarlar, hissedarlara vergi alacağı-indirimi olanağı sağlamaktadır (Ateşagaoglu, 2012:269).

İstisna yöntemi ise, temettü gelirin'in vergilendirilmesine ilişkin olarak hissedarın vergi yükünü tamamen ortadan kaldıran bir yöntemdir. Bu yöntem ile

temettü geliri elde eden hissedar gelir vergisinden tamamen muaf olmaktadır. Böylece, dağıtım kaynağılık eden kazancın nihai olarak sadece firmanın kurumlar vergisi matrahına dahil edilerek vergilendirilmesi kabul edilmiş olur (Ateşgaoğlu, 2012:271). Bu yöntem ülkemizde sadece tam mükellef olan bir kurumun diğer bir tam mükellef kurumun sermayesine iştirak etmesi sonucu elde ettiği kâr payları bakımından uygulama alanı bulmaktadır (KVK md. 5/1-a).

Yukarıda bahsedildiği üzere, ülkelerin uyguladıkları veya uygulayabilecekleri birçok vergilendirme yöntemi bulunmaktadır. Ülkelerin makro ekonomik ve vergi politikaları çerçevesinde, sermaye kazançları ve temettü gelirleri farklı oranlarda vergilendirilebilmektedir. Eğer bir ülke, firmaları sermaye birikimine özendirmek istiyorsa, temettü kazançlarına uyguladığı vergiyi yüksek tutarak firmaları temettü dağıtmamaya yönlendirebilir. Diğer yandan, yatırımcıları temettü geliri elde etmeleri konusunda teşvik etmek istiyorsa, dağıtılmamış kârlardan alınacak vergi oranlarını yüksek tutarak bu durumu sağlayabilir. Söz konusu durumların firma değerini etkilediği literatürde vergi etkisi teorisi çerçevesinde ele alınmaktadır.

Vergi etkisi teorisi, düşük temettü dağıtım oranı uygulamasının sermaye maliyetini azaltacağını ve buna bağlı olarak da hisse senetlerinin piyasa fiyatlarında bir artışa neden olacağını varsaymaktadır. Başka bir deyişle, firmaların değerlerini maksimize edebilmelerinde, düşük temettü dağıtım oranı uygulaması önemli bir rol oynamaktadır. Bu görüş, temettü üzerinden alınan vergilerin sermaye kazançları üzerinden alınan vergilere kıyasla daha yüksek oranlarda olduğu hipotezine dayanmaktadır. Çünkü vergilerin dikkate alınmasının özellikle yatırımcıların servetleri üzerinde iki önemli etkisi bulunmaktadır. Bu etkilerden birincisi, temettü gelirleri üzerindeki vergi oranlarının, sermaye kazançları üzerindeki vergi oranlarından genellikle yüksek ve farklı olabilmesidir. Diğer ise, temettü üzerinden alınan gelir vergilerinin, temettünün elde edildiği dönemde; sermaye kazançları üzerinden alınan vergilerin ise, genellikle sermaye kazancının nakde dönüştüğü dönemde tahsil edilmesidir. Diğer bir ifadeyle, hisse senetleri elden çıkarılmadığı müddetçe, sermaye kazancı oluşmamakta ve buna bağlı olarak da bu kazanç üzerinden vergi tahsil edilmemektedir (Akyol, 2007:71). Dolayısıyla, sermaye

kazançları ile vergi uygulaması avantajları elde eden yatırımcılar, temettü kazançlarına göre sermaye kazancı elde etme eğiliminde olduklarından, yatırımlarını düşük temettü dağıtım politikası uygulayan firmalar üzerine yönlendirmektedirler. Bu nedenle, düşük temettü ödeme oranı politikası, hem öz sermayenin maliyetini düşürmekte hem de hisse senedi fiyatını artırmaktadır.

Modigliani-Miller (1961) çalışmalarında, mükemmel piyasalar, rasyonel davranışlar ve belirlilik koşulları varsayımları altında, temettü politikalarının firma değerini ve yatırımcıların servetlerini etkilemediğini ileri sürmektedirler. Modigliani-Miller (MM)'e göre, piyasalar mükemmel olduğu için vergi boyutu göz ardı edilmekte ve buna bağlı olarak temettü kazançları ile sermaye kazançları arasında vergi uygulamaları açısından bir farklılık olmamaktadır. Ancak, rasyonel piyasa koşullarında, yatırımcıların ve firma yöneticilerinin temettü ve sermaye kazançları arasında vergi etkisi boyutu yönünden bir karşılaştırmayı göz önünde bulundurmadıklarını ileri sürerek, temettü politikaları ve firma değeri üzerinde vergi faktörünün etkisiz olduğunu savunmak gerçekçi olmamaktadır.

Firmalar birincil amaçları olan piyasa değerlerini, yatırımcılar ise servetlerini maksimize etme arzusundadırlar. Dolayısıyla, MM'in görüşlerinin aksine; yatırımcıların, vergi uygulamalarından kaynaklanan faktörleri dikkate alarak, özellikle vergi sonrası net kazançlarını maksimize etmeye odaklandıklarından, bu arzularını karşılamak üzere temettü kazançları ve sermaye kazançları arasında bir kıyaslama yapma eğiliminde oldukları bilinmektedir.

Bilindiği üzere temettü, firma bünyesinde yaratılan net kârın, firmanın paydaşlarına, firmadaki paydaşlık oranları nispetinde dağıtılması anlamına gelmektedir. Firmaların temettü politikaları ise, elde edilen net kârın paydaşlar ve dağıtılmamış kârlar (yedek akçeler) arasındaki dağılımını belirlemektedir. Dolayısıyla, temettü kararı bir yandan firmada yaratılan kaynakların ne kadarının paydaşlara dağıtılacağını, diğer yandan da ne kadarının yeniden yatırıma yönlendirilmek üzere firma bünyesinde bırakılacağını belirlemektedir (Akyol, 2007:57).

Yapılan literatür taraması sonucunda, firmaların temettü politikaları ile vergilendirme uygulamaları arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışma tespit edilmiştir. Bu çalışmalar, genel olarak temettü politikalarına ilişkin “vergi etkisi teorisi” ve “müşteri etkisi teorisi” kapsamında şekillenmekte ve farklı ülkelerde uygulanan farklı vergilendirme sistemleri içinde değerlendirilmektedirler. Farrar ve Selwyn (1967), temettü gelirlerine ilişkin vergi oranlarının sermaye kazançları üzerinden alınan vergi oranlarına kıyasla daha yüksek olduğu durumlarda, rasyonel yatırımcıların, yüksek temettü dağıtımı yapan firmalara yatırım yapmaktan kaçındıklarını tespit etmişlerdir. Poterba ve Summers (1984), spesifik vergilendirme uygulamaları ile temettü ödemeleri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu saptamışlardır. Bununla birlikte, Pettit (1977), Bajaj ve Vijh (1990), Ang vd., (1991), Denis vd., (1994), Dhaliwal vd., (1999), Ho (2003), Atmaja (2009) ve Gill vd., (2010) ise çalışmalarında; vergi ile firmaların temettü ödemeleri arasında bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Türkiye’de, literatürde “klasik vergilendirme yöntemi” olarak adlandırılan vergilendirme yöntemi uygulanmaktadır. Bu yöntemde, firma ve ortağı birbirinden ayrı özneler olarak ele alınarak vergilendirilmektedir. Bu sistemin en önemli özelliği, kazancı aynı kaynaktan gelen iki vergi mükellefinden birinin söz konusu kazanç kısmı için ödediği verginin diğer mükellef yararına kullanılamamasıdır. Bu bağlamda, kurum kazançları kurumlar vergisine, kâr payı elde edenler de farklı bir kategoride gelir vergisine tabi olmaktadır (Ateşgaoğlu, 2012:264). Bununla birlikte, firmaların tabi oldukları kurumlar vergisi oranları çalışma dönemi olan 2003-2010 yılları arasında değişkenlikler göstermektedir. 2003 ve 2004 yılları itibariyle Türkiye’de uygulanan kurumlar vergisi oranı %33 (KVK Geçici Madde 32) olarak gerçekleşirken, 2005 yılında bu oran %30 (KVK Madde 25) olarak uygulanmıştır. Mevzuatta yapılan düzenleme ile ise 2006, 2007, 2008, 2009 ve 2010 yıllarında uygulanan kurumlar vergisi oranı %20 (KVK Madde 32) olmuştur. Bu açıdan bir değerlendirme yapıldığında, farklı performanslar gösteren firmaların, aynı vergi oranı üzerinden vergilendirilmeleri söz konusu olduğundan, firmaların esas faaliyetleri sonucunda elde ettikleri kazançlar üzerinden bir değerlendirme yaparak, verginin temettü politikaları üzerindeki bir etkisinin olup olmadığının araştırılması

daha rasyonel olmaktadır. Dolayısıyla, firmaların esas faaliyetleri sonucunda elde ettikleri gelirler üzerinden ödedikleri vergi tutarları ile İMKB sanayi firmalarının temettü politikaları arasında bir ilişkinin var olup olmadığını tespit etmek amacıyla, Ödenen Vergiler/Toplam Aktifler oranlaması ile hesaplanan ödenen vergi (OV) değişkeni çalışma kapsamında kurulan modele dahil edilerek analiz edilmiştir. Çalışmada yapılan analiz sonucunda, firmaların esas faaliyetleri sonucunda elde ettikleri gelirler üzerinden ödedikleri vergi tutarları ile temettü ödemeleri arasında pozitif yönlü (1.438732) ve istatistiki olarak oldukça anlamlı ( $p= 0.0001$ ) bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular çerçevesinde bir değerlendirme yapıldığında, literatürde yapılan çalışmalarda genel olarak firmaların temettü politikaları ile vergi faktörü arasında bir ilişkinin bulunduğu, ancak, bu ilişkiyi sadece iki değişken ile kıyaslamamanın hatalı sonuçlar verebileceği ileri sürülmektedir. Çünkü basit bir çerçeveden bakıldığında, elde ettikleri kazançlar üzerinden tahsil edilecek vergi oranlarında artışların olması hem kurumları hem de yatırımcıları, nakit akışları veya likidite durumları açısından negatif yönde etkileyeceği hususunda görüş birliğine varılmaması olanaksızdır. Ancak, firmaların elde ettikleri kârlar ile söz konusu kârların hangi faaliyetler sonucunda elde edildikleri büyük önem arz etmektedir. Başka bir deyişle, aynı dönem kârını elde eden iki firmanın aynı performansı veya verimlilik düzeyini yakaladıklarını ileri sürmek hatalı bir bakış açısı oluşturmaktadır. Çünkü aynı tutarda dönem kârı elde etmelerine karşın, gerçekleşen kârı temel olarak esas faaliyetleri sonucunda ortaya çıkan firmanın diğer firma ile kıyaslandığında kaynaklarını daha verimli kullandığını ifade etmek daha rasyonel bir yaklaşım olmaktadır. Bu nedenle, elde ettiği kazançları ağırlıklı olarak esas faaliyetlerinden oluşan firmaların nakit akışları ve likidite durumlarının diğer firmalara oranla daha istikrarlı bir yapıda olduğu söylenebilir. Dolayısıyla, bu çalışmada İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının temettü politikalarını etkileyen faktörler arasında yer alan ödenen vergi değişkeni, ülkede uygulanan vergi oranları çerçevesinde değil, araştırma kapsamındaki firmaların ödedikleri vergilerin esas faaliyetleri üzerinden elde ettikleri kazançları arasındaki ilişki paralelinde şekillendirilmiştir. Bu yüzden analiz sonucunda elde edilen ödenen vergiler ile firmaların temettü politikaları arasındaki ilişkinin pozitif yönlü çıkması oldukça anlamlıdır. Elde edilen bu sonuç, İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının temettü

ödeme politikalarını oluşturlarken, vergi oranlarından ziyade ödenen vergi tutarını oluşturan vergi matrahını hangi faaliyetler sonucunda elde ettiklerini göz önünde bulundurduklarını göstermektedir.

Çalışmada firmaların temettü politikalarına olan etkileri test edilen diğer bir faktör, nakit oranı değişkenidir. Nakit oranı; firmaların kasa ve bankalarda bulunan nakitleri ile nakite çevrilebilmesi en kolay varlıklar olan menkul kıymetler toplamının kısa vadeli borçlara bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Temel olarak bu oran firmaların kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama gücü ile likidite durumlarını göstermektedir.

Firmanın likidite durumu, nakit temettü dağıtım kararlarına etki eden önemli faktörler arasında yer almaktadır. Yüksek likidite mevcudu bulunan firmaların, likidite durumu zayıf firmalara kıyasla daha yüksek miktar ve oranlarda temettü dağıtma olanakları bulunmaktadır. Başka bir ifadeyle, firma kârlılığı, likidite durumu ile temettü politikası ve firmanın piyasa değeri arasında bir ilişki vardır. Likidite düzeyi yetersiz firmaların yeni yatırımların gerçekleştirilmesi ve temettü politikalarında istikrarlı bir artış yaratılması noktasında başarılı olma ihtimalleri oldukça düşüktür. Bu nedenle, özellikle potansiyel yatırımcıların bu tip firmalara olan ilgileri düşük olmakta, dolayısıyla da likidite durumu zayıf olan firmaların piyasada işlem gören hisse senedi fiyatlarında önemli değer kayıpları gözlemlenmektedir. Nakit temettü dağıtım politikası benimseyen bir firmanın özellikle faaliyetleri sonucunda elde ettiği gelirler üzerinden temettü dağıtımlarının yapılacağı göz önünde bulundurulduğunda, firmanın sahip olduğu likidite durumu ile temettü politikaları arasındaki ilişkinin varlığı da daha net bir şekilde ortaya çıkmaktadır.

Likidite faktörünün İMKB’de işlem gören firmaların temettü politikaları üzerindeki etkisini yukarıda bahsedilen faktörleri de göz önünde bulundurarak değerlendirmek gerekmektedir. Bilindiği üzere, araştırma dönemi olan 2003-2010 yılları arasında Türkiye ekonomisi önemli bir büyüme trendi içine girmiş, dolayısıyla Türkiye ekonomisinde faaliyet gösteren firmalar da bu trend içinde yakaladıkları büyüme ve gelişme fırsatlarını değerlendirmişlerdir. Bu durum, firmaların

kârlılıklarındaki artışlarda da gözlemlenmektedir. 2003-2010 yılları arasında firmaların kârlılıklarında ve aktif büyüklüklerinde faaliyetlerine bağlı önemli artışların olduğu söz konusu firmaların bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarından elde edilen verilerce de net bir şekilde teyit edilmektedir. Diğer yandan, bu büyüme ve kârlılık, firmaların istikrarlı nakit akışı sağlamalarına da olanak tanımıştır. Dolayısıyla da, firmalar hem yatırımcıların beklentileri olan temettü ödemelerini gerçekleştirecek hem de likidite mevcutlarını muhafaza edecek güçlü bir yapıya sahip olmaya başlamışlardır. Çalışmada yapılan analiz sonucunda, firmaların likidite durumu ile temettü ödemeleri arasında pozitif yönlü (0.002929) ve istatistiki olarak anlamlı ( $p= 0.0400$ ) bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular; Ho (2003), Kang (2006), Amidu ve Abor (2006), Juma'h ve Pacheco (2008) ve Patra vd., (2012)'nin elde ettiği bulgular ile paralellik göstermektedir.

Çalışmada elde edilen bulgulara göre, diğer faktörler ile İMKB'de işlem gören sanayi firmalarının temettü politikaları arasında ise istatistiki olarak anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

## SONUÇ

Finansal piyasalarda işlem gören firmaların karşı karşıya oldukları “finanslama”, “yatırım” ve “temettü” kararlarının alınması ve uygulanması noktasında, firmaların temettü dağıtımlarına ilişkin kararları temettü politikaları çerçevesinde değerlendirilmekte ve söz konusu politika, yatırımcıların firmalara ve finansal piyasalara bakış açılarını ve gelecekle ilgili beklentilerini yakından ilgilendirmektedir. Çünkü yatırımcılar sınırlı tasarruflarını minimum risk ile maksimum getiriye elde edecekleri yatırım fırsatları ile değerlendirmek istemektedirler. Ancak, mevcut yatırım alternatifleri arasında verimli ve rasyonel bir seçim yapmak oldukça zordur. Bununla birlikte, menkul kıymet borsalarında işlem gören firmaların hisse senetlerine yapılacak yatırımlar, yatırımcılara hem sermaye kazancı hem de temettü getirisi elde etme olanağı sağlamaktadır. Ancak, yatırımcılar için hisse senetlerine yapılan yatırımlar üzerinden elde edilecek temettü gelirleri, firmalar açısından önemli nakit çıkışlarına sebebiyet vermekte ve firmaları finansal sıkıntılar ile karşı karşıya getirebilecek bir etken olmaktadır. Dolayısıyla, temettü politikalarının oluşturulması noktasında firmaların birçok faktörü göz önünde bulundurmaları gerekmektedir.

Lintner (1956)’in firma yöneticilerinin temettü politikalarına büyük önem verdikleri, dolayısıyla firmaların uyguladıkları temettü politikaları ile firma değerini etkileyebilecekleri yönünde sonuçlara vardığı çalışmasının ardından, Modigliani ve Miller (MM)’in temettü ilintisizliği teorisi (dividend irrelevance theory) adlı çalışmalarıyla ters yönde bulgular elde etmeleri ile birbirlerine karşıt görüşler ortaya çıkmış ve bu durum temettü bulmacası (dividend puzzle) olarak adlandırılmaya başlanmıştır. Bununla birlikte, temettü politikaları ile piyasalara bilgi aktararak asimetrik bilginin azaltılabildiği üzerine yapılandırılan sinyal teorisi, temettü politikası kararlarını temsil sorununa dayandırarak açıklayan temsil maliyeti teorisi ile vergilendirmenin yatırımcılar ve firmaların temettü politikaları üzerindeki etkilerini göz önünde bulunduran vergi etkisi teorisi varsayımları doğrultusunda firmaların temettü politikalarına etki eden faktörler belirlenmeye çalışılmaktadır.

Bu çalışmada, hem gelişmekte olan piyasalar hem de dünyanın en büyük yirmi ekonomisi arasında yer alan Türkiye açısından bir değerlendirme yapmak amacıyla, hisse senetleri İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının nakit temettü kararlarına etki eden faktörler panel veri analizi yöntemiyle analiz edilmiştir. Bugüne kadar Türkiye’de yapılan çalışmalarda, firmaların temettü ödemelerine etki eden faktörler üzerine bir çalışma yapılmamış olması ve hem yatay kesit hem de zaman boyutunu dikkate alarak ekonomik modellerin test edilmesine olanak sağlayan panel veri yönteminin kullanılmış olması ise bu çalışmanın özgün yanını oluşturmaktadır.

2003-2010 yılları arasında İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının temettü politikalarına etki eden faktörlerin araştırıldığı modelin test sonuçları istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır. Elde edilen bulgulara göre, firmaların temettü politikaları üzerinde başta vergi faktörü olmak üzere kârlılık, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü, kaldıraç ve likidite değişkenlerinin etkileri olduğu tespit edilmiştir.

Yapılan analizler sonucunda, bu konuda daha önce yapılan çalışmalarda, firmaların ulaşmış oldukları büyüklük ile sağladıkları verimin ölçülmesinde kullanılan ve firmaların edinmiş oldukları tüm varlıkların hangi oranda etkin kullanıldığını gösteren bir performans ölçütü olarak en çok test edilen faktörlerden birisi olan aktif kârlılığının, İMKB’de işlem gören sanayi firmaları için de önemini koruduğu belirlenmiştir. Literatürde yapılan çalışmalarda elde edilen bulgulara paralel olarak, İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının esas faaliyetleri ile sağladıkları istikrarlı nakit akışlarının da etkisiyle yüksek miktarda temettü dağıtımına eğiliminde oldukları tespit edilmiştir. Çalışma dönemi olan 2003-2010 yılları arasında Türkiye ekonomisinin önemli büyüme oranları yakaladığı göz önünde bulundurulduğunda, ülke ekonomisinin parçası olan sanayi firmalarının da bu büyümeye paralel olarak önemli paylar elde ettiklerini söylemek mümkündür. Söz konusu yıllar itibariyle firmaların elde ettiği kârlar güçlü bir finansal yapı oluşturmalarına zemin hazırlamıştır. Dolayısıyla, aktif kârlılıkları ve buna bağlı olarak likiditeleri artan firmalar, piyasadaki çıkar grupları tarafından daha az riskli ve dengeli firmalar olarak değerlendirilmiş ve bu firmalara yapılan yatırımlar artmıştır.

Yatırımcıların aktif kârlılıkları artan firmalara olan bu ilgileri aynı zamanda söz konusu firmaların piyasa değerlerini de olumlu yönde etkilemiştir.

Bilindiği üzere, Gordon ve Lintner'in savunduğu görüşe göre (bird in the hand theory), büyüme eğilimi olan firmalarda, genellikle yeni yatırımlardan beklenen kârlılığın, hissedarların yatırımlarından bekledikleri kârlılık oranından büyük olduğu durumlarda, hisse senedi sahipleri kârın daha büyük bir kısmının firmada bırakılmasını istemektedirler. Dolayısıyla, yatırım fırsatları ile temettü dağıtım miktar ve oranları arasında negatif yönlü bir ilişki beklenmektedir. Ancak, çalışma sonucunda elde edilen sonuçlar bu teorinin, İMKB'de işlem gören sanayi firmaları için geçerli olmadığını göstermektedir. Bu durumu özellikle çalışmaya ilişkin dönemi göz önünde bulundurarak açıklamak mümkündür. Söz konusu dönemde Türkiye'nin elde ettiği büyüme oranlarına paralel olarak, ekonomi içinde aynı yönde büyüyen firmalar güçlü bir yapıya ve istikrarlı nakit akışlarına sahip olmuşlardır. Bu nedenle, sinyal teorisi varsayımlarına da paralel olarak, bu firmaların gelecekle ilgili olumlu beklentileri doğrultusunda nakit temettü dağıtımını artırdıklarını ve benimsedikleri temettü politikaları ile çıkar gruplarına bilgi aktarma eğiliminde olduklarını, bununla birlikte, gün geçtikçe kurumsallaşan ve profesyonel yöneticiler ile çalışan firmaların, temsil maliyetlerinin azaltılması amaçları doğrultusunda davranışlar sergilendiğini de söylemek mümkündür.

Çalışma dönemi olan 2003-2010 yılları arasında, TCMB tarafından açıklanan "bankalarca TL üzerinden açılan ticari kredilere uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranları" verilerine göre; bankaların ticari kredilere uyguladıkları faiz oranlarının oldukça yüksek oranlarda seyrettiği bilgilerine ulaşılmıştır. Bu durum, finansal kaldıraçtan faydalanma arzusunda olan firmaların temettü dağıtım miktarları üzerinde önemli bir etki yapmaktadır. Dolayısıyla, kullanılan fonlara ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilmesi sürecinde herhangi bir finansal sıkıntı ile karşı karşıya gelmek istemeyen firmalar, temettü dağıtım miktarlarını azaltma veya mevcut temettü politikalarını devam ettirme davranışı göstermektedirler. Başka bir deyişle, firmaların nakit temettü dağıtım kararları ile finansal kaldıraç faktörü arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Analiz sonucunda elde edilen

bulgular, literatürde yapılan çalışmalarda elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının temettü politikalarını etkileyen kaldıraç oranı ile negatif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Esas faaliyetler üzerinden elde edilen gelirler üzerinden ödenen vergi tutarları ile İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının temettü politikaları arasında ise vergi teorisi varsayımları doğrultusunda literatürde yapılan çalışmalarda elde edilen bulguların aksine pozitif yönlü ve güçlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bu durumu, esas faaliyetlerine bağlı gelirleri yüksek miktarda olan firmaların istikrarlı nakit akışı ve likidite sağlamalarının verdiği güven ile açıklamak mümkündür.

Bununla birlikte, firmaların temettü politikaları üzerinde etkili oldukları ileri sürülen; halka açıklık oranı, yatırım fırsatları, sahiplik yapısı, nakit akışlarının yükümlülükleri karşılama gücü ve faaliyet riski değişkenlerinin çalışma dönemi olan 2003-2010 yılları arasında İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının temettü politikaları üzerinde bir etkileri olmadığı görülmüştür.

Elde edilen bu sonuçlar, özellikle temettü politikalarının yönlendirilmesi sürecinde hangi faktörlerin göz önünde bulundurulması gerektiği hakkında başta firma sahiplerine ve yöneticilerine faydalı bilgiler sunmaktadır. Ayrıca, akademisyenler ve araştırmacılar açısından, firmaların temettü politikalarına etki eden faktörlerin sanayi firmaları üzerindeki etkilerinin araştırıldığı bu çalışma ile finansal yönetimin temel politikaları arasında yer alan temettü politikaları alanında diğer sektörlerde faaliyet gösteren firmalar açısından yapılacak çalışmalara yol gösterir nitelikte bilgilere ulaşılmıştır. Bununla birlikte, bu çalışma sonucunda elde edilen bulgular, mevcut ve potansiyel yatırımcılar açısından da önemli bilgiler içermektedir. Firmaların temettü politikaları ile gelecekle ilgili beklentileri hakkında önemli işaretler verebileceklerinin, faktörler bazında ortaya konulması Türkiye kapsamında yapılan çalışmalar içinde bir ilk olması nedeniyle önem arz etmektedir.

Diğer yandan, gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren firmaların fon gereksinimlerini karşılamak üzere para piyasalarında faaliyet gösteren kuruluşlara

sıklıkla başvurduğu bilinmektedir. Önemli nakit çıkışlarına neden olan temettü politikalarının firmaların likidite durumlarını etkilemesi ise fon sağlayan mali kuruluşların risklerini artırmaktadır. Bu bağlamda elde edilen sonuçlar, firmalara fon sağlayan kredi kuruluşlarına da faydalı bilgiler sunmaktadır.

Sonuç olarak, bu çalışmada gelişmekte olan piyasalarda yapılan çalışmalara paralel sonuçların elde edilmesi, Türkiye’de faaliyet gösteren ve hisse senetleri İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının temettü politikalarına etki eden faktörlerin de temel olarak fon gereksinimlerine dayalı değişkenlerden etkilendiğini söylemek mümkündür.

## KAYNAKÇA

- Adaoğlu, Cahit (2000); "Instability in the Dividend Policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations: Evidence from An Emerging Market," *Emerging Markets Review*, Cilt 1, s. 252-270.
- Aharony, Joseph ve Itzhak Swary (1980); "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis," *The Journal of Finance*, Cilt 35, Sayı 1, s. 1-12.
- Ahmed, Hafeez ve Attiya Y. Javid (2009); "The Determinants of Dividend Policy in Pakistan," *International Research Journal of Finance and Economics*, Sayı 29, s. 110-125.
- Aivazian, Varouj, Laurence Booth ve Sean Cleary (2003); "Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S. Firms?," *The Journal of Financial Research*, Cilt 26, Sayı 3, s.371-387.
- Akgüç, Öztin (2010); *Finansal Yönetim*, 8. Baskı, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul.
- Akkum, F. Tülin (1998); "Firmaların Uzun Dönemli Finansman Tercihlerinde Uygulayabilecekleri Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order) Modeli ve Türkiye Üzerine Bir Araştırma," Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Akyol, Emre (2007); "Temsil Sorunu ve Temettü Politikası Arasındaki İlişkiyi Test Etmeye Yönelik Olarak Türkiye Üzerine Bir Araştırma," Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Al Shabibi, Badar Khalid ve G.Ramesh (2011); "An Empirical Study on the Determinants of Dividend Policy in the UK" *International Research Journal of Finance and Economics*, Cilt 80, s. 105-120.
- Alaa, Salih (2010); "The Effect of Dividend Policy on Market Value UK Empirical Study," Unpublished Doctoral Thesis, Durham University, UK.
- Al-Kuwari, Duha (2009); "Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries" *Global Economy & Financial Journal*, Cilt 2, Sayı 2, s. 38-63.
- Alli, Kasim N., A. Qayyum Khan ve Gabriel G. Ramirez (1993); "Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis" *The Financial Review*, Cilt 28, Sayı 4, s. 523-547.
- Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar, Michael Rafferty ve Rekha Pillai (2010); "Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence" *International Bulletin of Business Administration*, Cilt 9, s. 171-200.

- Al-Najjar, Basil (2009); "Dividend Behaviour and Smoothing New Evidence from Jordanian Panel Data" *Studies in Economics and Finance*, Cilt 26, Sayı 3, s. 182-197.
- Alp, Ali, Kartal Demirgüneş, Ünsal Ban ve Başaran Öztürk (2009); "Ekonomik Katma Değer (Eva<sup>TM</sup>) Bakış Açısıyla Finanslama Kararları," *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 7, Sayı 2, s. 59-82.
- Al-Shubiri, Faris Nasif (2011); "Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange" *Far East Journal of Psychology and Business*, Cilt 4, Sayı 2, s. 1-15.
- Al-Shubiri, Faris Nasif (2011); "Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange" *Far East Journal of Psychology and Business*, Cilt 4, Sayı 2, s. 1-15.
- Altunkaynak, Bülent (2007); "Sektörel Panel Veri Analizi Yaklaşımıyla Türkiye'nin AB Ülkelerine İmalat Sanayi Bakımından İhracatının Belirlenmesi," Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Ankara.
- Amemiya, Takeshi (1971); "The Estimation of the Variances in a Variance-Components Model", *International Economic Review*, Cilt 12, Sayı 1, s. 1-13.
- Amemiya, Takeshi (1985); *Advanced Econometrics*, Harvard University Press, USA.
- Amidu, Mohammed ve Joshua Abor (2006); "Determinants of Dividend Payout Ratio in Ghana," *The Journal of Risk Finance*, Cilt 7, Sayı 2, s. 136-145.
- Amihud, Yakov ve Maurizio Murgia (1997); "Dividends, Taxes and Signaling: Evidence from Germany," *Journal of Finance*, Cilt 52, Sayı 1, s. 397-408.
- Ang, James S. ve D. R. Peterson (1985); "Return, Risk and Yield: Evidence from Ex-ante Data" *The Journal of Finance*, Cilt 40, s. 537-548.
- Ang, James S., David W. Blackwell ve William L. Megginson (1991); "The Effect of Taxes on the Relative Valuation of Dividends and Capital Gains: Evidence from Dual-Class British Investment Trusts" *Journal of Finance*, Cilt 46, Sayı 1, s. 383-399.
- Anil, Kanwal ve Sujata Kapoor (2008); "Determinants of Dividend Payout Ratios-A Study of Indian Information Technology Sector" *International Research Journal of Finance and Economics*, Cilt 15, s. 63-71.
- Asif, Aasia, Waqas Rasool ve Yasir Kamal (2011); "Impact of Financial Leverage on Dividend Policy: Empirical Evidence from Karachi Stock Exchange-Listed Companies" *African Journal of Business and Management*, Cilt 5, Sayı 4, s. 1312-1324.

- Asquith, Paul ve David W. Mullins, Jr. (1983); "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth," *The Journal of Business*, Cilt 56, Sayı 1, s. 77-96.
- Ateşgaoğlu, Erdem (2012); *Vergi Hukuku Bakımından Anonim Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı*, 1. Baskı, Oniki Levha Yayıncılık, İstanbul.
- Atmaja, Lukas Setia (2009); "Dividend Policy in Australia" *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Cilt 13, Sayı 2, s. 260-270.
- Auerbach, Alan J. (1979); "Share Valuation and Corporate Equity Policy," *Journal of Public Economics*, Cilt 11, s. 291-305.
- Aydın, Nurhan, Mehmet Başar ve Metin Coşkun, (2007); *Finansal Yönetim*, Türkiye Bilimler Akademisi (TÜBA), Eskişehir.
- Bajaj, Mukesh B., ve Anand M. Vijh (1990); "Dividend Clientele and the Information Content of Dividend Changes," *Journal of Financial Economics*, Cilt 26, Sayı 2, s. 193-219.
- Baker, H. Kent, E. Theodore Veit ve Gary E. Powell (2001); "Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms," *The Financial Review*, Cilt 38, s. 19-38.
- Baltagi, Badi H. (2005); *Econometric Analysis of Panel Data*, Third Edition, John Wiley & Sons Inc., Chichester.
- Baskin, Jonathan B. (1989); "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis," *Financial Management*, Cilt 18, Sayı 1, s. 26-35.
- Başoğlu, Ufuk, Ali Ceylan ve İlker Parasız (2009); *Finans*, Yenilenmiş 2. Baskı, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Benito, Andrew (2003); "The Capital Structure Decisions of Firms: Is There A Pecking Order?," *Banco De Espana Working Paper Series*, Sayı 310.
- Bhattacharya, Sudipto (1979); "Imperfect Information, Dividend Policy and "The Bird in the Hand" Fallacy," *The Bell Journal of Economics*, Cilt 10, Sayı 1, s. 259-270.
- Black, Fischer ve Myron Scholes (1974); "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns," *Journal of Financial Economics*, Cilt 1, Sayı 1, s. 1-22.
- Blazenko, George W. (1987); "Managerial Preference, Asymmetric Information, and Financial Structure," *The Journal of Finance*, Cilt 42, Sayı 4, s. 839-862.

- Booth, James R. ve Daniel N. Deli (1996); "Factors Affecting the Outside Directorships Held by CEOs," *Journal of Financial Economics*, Cilt 40, Sayı 1, s. 81-104.
- Bradley, Michael, Dennis R. Capozza ve Paul J. Seguin (1998); "Dividend Policy and Cash Flow Uncertainty," *Journal of Real Estate Economics*, Cilt 26, Sayı 4, s.555-580.
- Brealey, Richard A. ve Stewart C. Myers (1991); *Principles of Corporate Finance*, 4<sup>th</sup> Edition, Mc Graw-Hill Inc., USA.
- Brennan, Michael J. (1970); "Taxes, Market Valuation and Financial Policy" *National Tax Journal*, Cilt 3, Sayı 3, s. 417-427.
- Brigham, E. F. ve L.C. Gapenski (1988); *Financial Management:Theory and Practice*, Fifth Edition, USA.
- Büyükçulcu, Uğur (2006); "Kurumlar Vergisinin Şirketlerdeki Vergi Yükü Üzerine Bir Değerlendirme Isparta Örneği," Yayınlanmamış Yükseklikans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Ceylan, Ali ve Turhan Korkmaz (2006); *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Güncelleştirilmiş 9. Baskı, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Chang, Rosita P. ve S. Ghon Rhee (1990); "The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions," *Financial Management Association*, Cilt 19, Sayı 2, s.21-31.
- Chen, Jianguro ve Nont Dhiensiri (2009); "Determinants of Dividend Policy: The Evidence from New Zeland," *International Research Journal of Finance and Economics*, Cilt 34, s. 18-38.
- Copeland, Thomas E., J. Fred Weston ve Kuldeep Shastri (2005); *Financial Theory and Corporate Policy*, Pearson Addison Wesley Publications, New York.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo ve René M. Stulz (2004); "Dividend Policy, Agency Costs and Earned Equity," *Financial Economics Working Paper*, Sayı 10.
- Demirhan, Dilek (2009); "Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama", *Ege Akademik Bakış Dergisi*, Cilt 9, Sayı 2, s.677-697.
- Dempsey, Stephen J. ve Gene Laber (1992); "Effects of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratios: Further Evidence of the Agency-Transaction Cost Hypothesis," *Journal of Financial Research*, Cilt 15, s. 317-321.

- Denis, David J., Diane K. Denis ve Atulya Sarin (1994); "The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment and Dividend Clienteles," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cilt 29, Sayı 4, s. 567-587.
- Dewenter, Kathryn L. ve Vincent A. Warther (1998); "Dividend, Asymmetric Information and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms," *Journal of Finance*, Cilt 53, s. 879-904.
- Dhaliwal, Dan S., Merle Erickson ve Robert Trezevant (1999); "A Test of the Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies," *National Tax Journal*, Cilt 52, Sayı 2, s. 179-194.
- Dinçergök, Burcu (2010); "*Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Mukayeseli İncelenmesi*," Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Doron, Nissim ve Amir Ziv (2001); "Dividend Changes and Future Profitability," *Journal of Finance*, Cilt 56, s. 2111-2134.
- Easterbrook, Frank H. (1984); "Two Agency Costs Explanations of Dividends," *The American Economic Review*, Cilt 74, Sayı 4, s. 650-659.
- Ercan, Metin Kamil ve Ünsal Ban (2008); *Finansal Yönetim*, 4. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Eriotis, Nikolaos (2005); "The Effect of Distributed Earnings and Size of the Firm to Its Dividend Policy: Some Greek Data," *International Business & Economics Journal*, Cilt 4, Sayı 1, s. 67-74.
- Fama, Eugene F. ve Michael C. Jensen (1983); "Seperation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, Cilt 26, s. 301-325.
- Farrar, D. E. ve Lee L. Selwyn (1967); "Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors," *National Tax Journal*, Cilt 20, s. 444-462.
- Feldstein, Martin ve Jerry Green (1983); "Why Do Companies Pay Dividends," *American Economic Review*, Cilt 73, s. 17-30.
- Gaver, Jennifer J. ve Kenneth M. Gaver (1993); "Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies" *Journal of Accounting and Economics*, Cilt 16, Sayı 1-3, s.125-160.
- Gill, Amarjit, Nahum Biger ve Rajendra Tibrewala (2010); "Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States," *The Open Business Journal*, Sayı 3, s. 8-14.

- Gordon, Myron J. (1963); "Optimal Investnet and Financing Policy," *The Journal of Finance*, Cilt 18, Sayı 2, s. 264-272.
- Gökbulut, Rasim İlker (2009); "*Hissedar Değeri İle Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişki ve İMKB Üzerine Bir Araştırma*," Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Greene, H. William (2003); *Econometric Analysis*, 5<sup>th</sup> Edition, Prentice Hall, New Jersey.
- Gugler, Klaus (2003); "Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment," *Journal of Corporate Finance*, Cilt 5, s. 141-168.
- Gujarati, Damodar N. (2003); *Basic Econometrics*, 4<sup>th</sup> Edition, The McGraw-Hill Companies, New York.
- Gul, Ferdinand A. (1999); "Growth Oppotunities, Capital Structure and Dividend Policies in Japan," *Journal of Banking & Finance*, Cilt 27, s. 1297-1321.
- Günalp, Burak, Eyüp Kadioğlu ve Saim Kılıç (2010); "Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisi Olup Olmadığının İMKB'de Test Edilmesi," *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 28, Sayı 2, s.47-69.
- Hamilton, Robert T. ve Mark A. Fox (1998); "Financing Preferences of Small Firm Owners" *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, Cilt 4, Sayı 3, s. 239-248.
- Harris, Milton ve Artur Raviv (1991); "The Theory of Capital Structure" *The Journal of Finance*, Cilt 46, Sayı 1, s. 297-355.
- Hashemi, Seyed Abbas ve Zahra Kashani Zadeh (2012); "The Impact of Financial Leverage, Operating Cash Flow and Size of Company on the Dividend Policy (Case Study of Iran)" *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Cilt 3, Sayı 10, s. 264-270.
- Hausman, Jerry A. ve William E. Taylor (1981); "Panel Data and Unobservable Individual Effect," *Econometrica*, Cilt 49, Sayı 6, s. 1377-1398.
- Ho, Horace (2003); "Dividend Policies in Australia and Japan," *International Advances in Economic Research, Auditing & Finance*, Cilt 9, Sayı 2, s. 91-100.
- Holder, Mark E., Frederick W. Langrehr ve J. Lawrence Hexter (1998); "Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory" *Financial Management Association*, Cilt 27, Sayı 3, s.73-82.
- Hsiao, Cheng (2003); *Analysis of Panel Data*, Second Edition, Cambridge University Press, Cambridge, UK.

- Im, Kyung So, M. Hashem Pesaran ve Yongcheol Shin (2003); "Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels," *Journal of Econometrics*, Cilt 115, Sayı 1, s. 53-74.
- Inuwa Fodio, Musa, (2009); "The Dividend Policy of Firms Quoted on the Nigerian Stock Exchange: An Empirical Analysis," *African Journal of Business Management*, Cilt 3, Sayı 10, s. 555-566.
- İMKB (2012) <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, (Erişim Tarihi: 27.01.2012).
- Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg ve Thomas S. Zorn (1992); "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cilt 27, Sayı 2, s.247-263.
- Jensen, Michael C. (1986); "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers" *The American Economic Review*, Cilt 76, Sayı 2, s. 323-329.
- Jensen, Michael C. ve William H. Meckling (1976); "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" *Journal of Financial Economics*, Cilt 3, Sayı 4, s. 305-360.
- Juma'h, Ahmad H. ve Carlos J. Olivares Pacheco (2008); "The Financial Factors Influencing Cash Dividend Policy: A Sample of U.S. Manufacturing Companies" *Inter Metro Business Journal*, Cilt 4, Sayı 2, s. 23-43.
- Kalay, Avner ve Uri Loewenstein (1986); "The Information Content of the Timing of Dividend Announcements," *Journal of Financial Economics*, Cilt 16, s. 373-389.
- Kang, Bop Sik (2006); "Country Influences on Corporate Dividend Policy: Evidence from Australia, France, the U.K. and the U.S.," *Journal of Korea Trade*, Cilt 10, Sayı 3, s. 45-74.
- KAP (2012) <http://www.kap.gov.tr/yay/ek/index.aspx>, (Erişim Tarihi: 27.01.2012).
- Karadeniz, Erdinç (2008); "*Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi*," Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Kargın, Sibel (2006); "*Temettü Politikasının Temsil Maliyetleri Üzerindeki Etkisi ve Kurumsal Yönetime Katkısı*," Yayınlanmamış Doktora Tezi, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.
- Koch, Paul D. ve Catherine Shenoy (1999); "The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies," *Financial Management*, Cilt 28, Sayı 4, s. 16-35.

- Kouki, Mondher ve Moncef Guizani (2009); "Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from the Tunisian Stock Market" *European Journal of Scientific Research*, Cilt 25, Sayı 1, s. 42-53.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer ve Robert Vishny (2000); "Agency Problems and Dividend Policies Around The World" *The Journal of Finance*, Cilt 55, Sayı 1, s. 1-33.
- Lang, Larry H. P. ve Robert H. Litzenberger (1989); "Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?" *Journal of Financial Economics*, Cilt 24, Sayı 1, s. 181-191.
- Leland, Hayne E. ve David H. Pyle (1977); "Informational Assymetries, Financial Structure and Finacial Intermediation" *Journal of Finance*, Cilt 32, Sayı 2, s. 371-387.
- Levin, A., C. F. Lin ve C. S. J. Chu (2002); "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties" *Journal of Econometrics*, Cilt 108, s. 1-24.
- Lintner, John (1956); "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes," *American Economic Review*, Cilt 46, Sayı 2, s. 97-113.
- Lintner, John (1962); "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations," *The Review of Economics and Statistics*, Cilt 64, s. 243-269.
- Lipson, Marc L., Carlos P. Maquieira ve William Megginson (1998); "Dividend Initiations and Earnings Surprises," *Financial Management*, Cilt 25, Sayı 3, s. 36-45.
- Litzenberger, Robert H. ve Krishna Ramaswamy (1982); "The Effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information Effects?," *The Journal of Finance*, Cilt 37, Sayı 2, s. 429-443.
- Miller, Merton H. ve Myron Scholes (1978); "Dividends and Taxes" *Journal of Financial Economics*, Cilt 6, s. 333-364.
- Miller, Merton H. ve Myron Scholes (1982); "Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence," *Journal of Political Economy*, Cilt 90, Sayı 6, s. 1118-1141.
- Miller, Metron H. ve Franco Modigliani (1961); "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *The Journal of Business*, Cilt 34, Sayı 4, s.411-433.
- Mira, Francisco Sogorp ve Jòse Lòpez Gracia (2003); "Pecking Order Versus Trade-Off: An Empirical Approach to the Small and Medium Enterprise Capital Structure" *Universidad Cardenal Herrera*, Working Paper Series, Sayı 9.

- Moh'd, Mahmoud A., Larry G. Perry ve James N. Rimbey (1995); "An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy," *The Financial Review*, Cilt 30, s. 367-385.
- Mollah, Sabur (2011); "Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies? Empirical Investigation on the Pre-and Post-Reform Dividend Policy and Behaviour of Dhaka Stock Exchange Listed Firms," *Studies in Economics and Finance*, Cilt 18, Sayı 2, s. 118-135.
- Moradi, Mehdi, Mahdi Salehi ve Shahnaz Honarmand (2010); "Factors Affecting Dividend Policy: Empirical Evidence of Iran," *Poslovna Izvrsnost Zagreb*, Cilt 4, Sayı 1, s. 45-62.
- Myers, Stewart C. (1977); "Determinants of Corporate Borrowing" *Journal of Financial Economics*, Cilt 5, s. 147-175.
- Myers, Stewart C. (1984); "The Capital Structure Puzzle," *The Journal of Finance*, Cilt 39, Sayı 3, s. 575-592.
- Myers, Stewart C. ve Nicholas S. Majluf (1984); "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have" *Journal of Financial Economics*, Cilt 13, s. 187-221.
- Naceur, Sami Ben, Mohamed Goaid ve Amel Belanes (2006); "On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy," *International Review of Finance*, Cilt 6, Sayı 1-2, s. 1-23.
- Nerlove, Marc (1971); "Further Evidence on the Estimation of Dynamic Economic Relations from a Time Series of Cross Sections," *Econometrica*, Cilt 39, Sayı 2, s. 359-382.
- Nissim, Doron ve Amir Ziv (2001); "Dividend Changes and Future Profitability," *The Journal of Finance*, Cilt 56, Sayı 6, s. 2111-2133.
- Nunes, Paulo J. ve Zelia M. Serrasqueiro (2007); "Capital Structure of Portuguese Service Industries: A Panel Data Analysis," *The Service Industries Journal*, Cilt 27, Sayı 5, s. 70-76.
- Pandey, I. M. (2003); "Corporate Dividend Policy and Behaviour: The Malaysian Evidence," *Asian Academy of Management Journal*, Cilt 8, Sayı 1, s. 17-32.
- Patra, Theophano, Sunil Poshakwale and Kean Ow-Yong (2012); "Determinants of Corporate Dividend Policy in Greece," *Applied Financial Economics*, Cilt 22, s. 1079-1087.
- Pekkaya, Mehmet (2006); "Kâr Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz," *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 2, Sayı 4, s.183-209.

- Pettit, R. Richardson (1972); "Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency," *Journal of Finance*, Cilt 27, Sayı 5, s. 993-1007.
- Pettit, R. Richardson (1977); "Taxes, Transactions Costs and the Clientele Effect of Dividends," *Journal of Financial Economics*, Cilt 5, Sayı 3, s. 419-436.
- Poterba, James M. Ve Lawrence H. Summers (1984); "New Evidence That Taxes Affect the Valuation of Dividends," *Journal of Finance*, Cilt 39, s. 1397-1415.
- Poyraz, Erkan (2008); *Açıklamalı Örneklerle Finansal Yönetim*, 1. Baskı, Ekin Basım-Yayın, Bursa.
- Rafailov, Dimitar ve Mirena Trifonova (2011); "The Effect of Firm Characteristics on Dividend Decisions of Bulgarian Companies," *Social Science Research Network, Working Paper Series*.
- Rafique, Mahira (2012); "Factors Affecting Dividend Payout: Evidence from Listed Non-Financial Firms of Karachi Stock Exchange," *Business Management Dynamics*, Cilt 1, Sayı 11, s.76-92.
- Ramli, Nathasa Mazna (2010); "Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies," *International Review of Business Research Papers*, Cilt 6, Sayı 1, s.170-180.
- Redding, Lee S. (1997); "Firm Size and Dividend Payouts," *Journal of Financial Intermediation*, Cilt 6, s. 224-248.
- Ross, Stephen A. (1977); "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach," *The Bell Journal of Economics*, Cilt 8, Sayı 1, s. 23-40.
- Rozeff, Michael S. (1982); "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios," *The Journal of Financial Research*, Cilt 5, Sayı 3, s. 249-259.
- Saban, Metin ve Yasemin Köse (2002); "Anonim Şirketlerdeki Kâr Dağıtım Politikası Üzerindeki Yasal Sınırlamalar," *Mali Çözüm Dergisi*, Cilt 12, Sayı 60, s.145-164.
- Sinn, Hans Werner (1991); "The Vanishing Harberger Triangle," *Journal of Public Economics*, Cilt 45, s. 271-300.
- Smith Jr., Clifford W. ve Ross L. Watts (1992); "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies," *Journal of Financial Economics*, Cilt 32, Sayı 3, s.263-292.
- Stacescu, Bogdan (2006); "Dividend Policy in Switzerland," *Financial Markets and Portfolio Management*, Cilt 20, Sayı 2, s. 153-183.

- Stiglitz, Joseph E. (1973); "Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital," *Journal of Public Economics*, Cilt 2, Sayı 1, s. 1-34.
- Stock, James H. ve Mark W. Watson (2008); "Heteroskedasticity-Robust Standart Errors for Fixed Affects Panel Data Regression," *Econometrica*, Cilt 76, Sayı 1, s. 155-174.
- Swamy, P. A. V. B. ve S. S. Arora (1972); "The Exact Finite Sample Properties of the Estimators of Coefficients in the Error Components Regression Model," *Econometrica*, Cilt 40, Sayı 2, s. 261-275.
- Swinnen, Silvia, Wim Voordeckers ve Sigrid Vandemaele (2005); "Capital Structure in SMEs: Pecking Order Versus Static Trade-Off, Bounded Rationality and the Behavioural Principle," *European Financial Management Association Annual Meeting Report, Milano*, s. 1-40.
- TCMB (2012) <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>, (Erişim Tarihi: 23.08.2012).
- Ullah, Amon ve Xiao Huang (2006); "Contributions to Economic Analysis," *Finite Sample Properties of FGLS Estimator for Random-Effects Model under Non-Normality*, (Der.: B.Baltagi, E. Sadka, D.Wildasin), Elsevier Publishing, Netherland.
- Wallace, T. D. Ve Ashiq Hussain (1969); "The Use of Error Components Models in Combining Cross Section with Time Series Data," *Econometrica*, Cilt 37, Sayı 1, s. 55-72.
- Wansbeek, Tom J. ve Arie Kapteyn (1982); "A Class of Decompositions of the Variance-Covariance Matrix of a Generalized Error Components Model," *Econometrica*, Cilt 50, Sayı 3, s. 713-724.
- Wooldridge, Jeffrey M. (2002); *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press, New York.
- Yerdelen Tatoğlu, Ferda (2005); "Sermaye Piyasası'nda Riskin Sınırlı Bağımlı Değişkenli Panel Veri Modelleri İle Analizi," Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yılğör, Ayşe Gül (2005); "İşletmelerde Borçlanma Düzeyindeki Değişimin Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkileri," *D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 20, Sayı 1, s.15-28.
- Yılmaz, Ayşe Altıok ve Elif Akben Selçuk (2010); "Information Content of Dividends: Evidence from Istanbul Stock Exchange," *International Business Research*, Cilt 3, Sayı 3, s. 126-132.
- Yılmaz, Mustafa Kemal (2003); "Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Temettü Politikaları Üzerine Bir Analiz: Nakit Temettü-Sektör Davranışı İlişkisi," *İMKB Dergisi*, Cilt 7, Sayı 25-26, s. 17-40.

Yılmaz, Mustafa Kemal ve Güzhan Gülay (2006); “Dividend Policies and Price-Volume Reactions to Cash Dividends on the Stock Market,” *Emerging Markets Finance and Trade*, Cilt 42, Sayı 4, s. 19-49.

Yiadom, Edward Marfo ve Samuel Kwaku Agyei (2011); “Determinants of Dividend Policy of Banks in Ghana,” *International Research Journal of Finance and Economics*, Cilt 61, s. 99-108.

Yurtoğlu, B. Burçin (2000); “Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms,” *Empirica*, Cilt 27, Sayı 2, s. 193-222.