



T.C.

TOKAT GAZİOSMANPAŞA ÜNİVERSİTESİ LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

**KAR PAYI DAĞITIM KARARLARININ HİSSE SENEDİ
PERFORMANSINA ETKİSİ: BORSA İSTANBUL 100-
ENDEKSİNDE BİR UYGULAMA**

Hazırlayan
Gülay ÇELİK

İşletme Anabilim Dalı
Yüksek Lisans Tezi

Danışman
Prof. Dr. Süleyman Serdar KARACA

TOKAT-2021

BİLİMSEL ETİK SAYFASI

Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi Lisansüstü Enstitüsü tez yazım kılavuzuna göre, Prof.Dr.Süleyman Serdar KARACA danışmanlığında hazırlamış olduğum "Kar Payı Dağıtım Kararlarının Hisse Senedi Performansına Etkisi: Borsa İstanbul 100-Endeksinde Bir Uygulama" adlı Yüksek Lisans tezimin bilimsel etik değerlere ve kurallara uygun, özgün bir çalışma olduğunu, aksinin tespit edilmesi halinde her türlü yasal yaptırımını kabul edeceğimi beyan ederim.

25/06/2021

Gülay ÇELİK

TEŞEKKÜR

Hazırlamış olduğum bu tez çalışmasının başlangıcından tamamlanmasına kadar geçen süreçte benden yardımlarını ve bilgisini esirgemeyen danışman hocam sayın Prof.Dr. Süleyman Serdar KARACA'ya teşekkürlerimi bir borç bilirim. Çalışmamın analiz kısmında yardımlarını benden esirgemeyen değerli hocam sayın Arş.Gör. Dr. Binali Selman EREN'e ve üzerimde emeği olan bütün hocalarıma teşekkür ederim. Bu süreçte bana sabır gösteren, güvenen, maddi manevi desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen değerli ailemin nezdinde; annem Saliha ÇELİK'e, babam Kerim ÇELİK'e ve ablam Seda GÜZEY'e teşekkürlerimi sunarım.



ÖZET

Firmalar tarafından gerçekleştirilen kar payı ödeme kararı, firma değerini etkileyen bir unsurdur. Çünkü hisse senedi yatırımcıları düzenli olarak kar payı dağıtımı yapan firmaları yatırım için tercih etmektedirler. Bu nedenle, firmaların kar payı dağıtacağını kamuya duyurması, hisse senedi yatırımcılarının ilgili firmanın hisse senedine olan talebi artıracak ve dolayısıyla da hisse senedinin piyasa değerini yükseltebileceği anlamına gelmektedir.

Etkin piyasalar hipotezi ise “yarı güçlü formda etkin” bir piyasada kamuya açıklanan bilgilerin, firmaların hisse senetlerinde anormal bir getiriye neden olmayacağı görüşünü ifade etmektedir. Yani kar payı dağıtımı gibi önemli bir olayın dahi hisse senedi fiyatını etkilemeyeceğini savunmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, BİST-100 Endeksinde işlem gören firmaların kar payı dağıtım olayına yatırımcıların tepkisini belirlemek ve söz konusu firmaların hisse senedi değerine etkisini/etkisizliğini olay çalışması yöntemi ile ölçmektir.

Uygulamada, 2016-2020 yılları arasında BİST-100 endeksinde istikrarlı olarak kar payı dağıtımı yapan firmaların verileri ışığında analiz yapılmıştır. Yapılan analiz sonucunda kar payı dağıtım döneminde yatırımcıların olaya tepkisinin pozitif, negatif ve ilişkisiz olduğu sonucuna varılmıştır. Firmaların kümülatif ortalama anormal getiri elde ettikleri ve dolayısıyla firma hisse senedi fiyatlarını ve değerini etkilediği sonucuna varılmıştır. Bunun yanı sıra etkin piyasalar hipotezine göre hisse senedi piyasalarının yarı güçlü formda bile etkin olmadığı tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kar Payı Dağıtımı, Firma Değeri, BİST-100, Olay Çalışması

ABSTRACT

The decision to pay dividends made by companies is a factor that affects the value of the company. Because stock investors prefer companies that regularly distribute dividends for investment. Therefore, announcing that companies will distribute dividends to the public means that stock investors will increase the demand for the stock of the relevant company and thus increase the market value of the stock.

The efficient market hypothesis expresses the view that the information disclosed to the public in a "semi-strong form efficient" market will not cause an abnormal return on the stocks of the companies. In other words, he argues that even an important event such as dividend distribution will not affect the stock price.

The aim of this study is to measure the reaction of the investors to the dividend distribution decisions of the companies and the effect on the market value of the companies in question using the event study method.

In practice, the analysis was made in the light of the data of companies that consistently distributed dividends in the BIST-100 index between the years 2016-2020. As a result of the analysis, it was concluded that the reaction of the investors to the event in the dividend distribution period was positive, negative and unrelated. It is concluded that the firms have cumulative average abnormal returns and thus affect the firm's stock prices and value. In addition, according to the efficient markets hypothesis, it has been determined that stock markets are not efficient even in semi-strong form.

Keywords: Dividend Distribution, Firm Value, BIST-100, EventStudy

İÇİNDEKİLER

Bilimsel Etik Sayfası.....	i
Teşekkürler.....	ii
Özet.....	iii
Abstract.....	iv
İçindekiler.....	v
Tablolar Listesi.....	viii
Grafikler Listesi.....	ix
Şekiller Listesi.....	x
Kısaltmalar Listesi.....	xi
GİRİŞ.....	1

BÖLÜM 1: FİRMALARDA KÂR PAYI DAĞITIMI

1.1. Kar Kavramı.....	3
1.2. Kar Payı (Temettü) Kavramı	4
1.3. Kar Payı Dağıtım Politikasının Önemi	6
1.4. Kar Payı Dağıtım Politikasını Etkileyen Faktörler	7
1.4.1. Firmanın Likidite Durumu	7
1.4.2. Firmanın Borçlanma Yeteneği	8
1.4.3. Yasal Düzenlemeler	8
1.4.3.1. Türk Ticaret Kanunu'na Göre Kar Dağıtımı	8
1.4.3.2. Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Kar Dağıtımı.....	9
1.4.4. Borçların Ödenmesi Gereği	11
1.4.5. Borç Sözleşmesindeki Kısıtlamalar	11
1.4.6. Aktif Varlıkların Büyüme Hızı	12
1.4.7. Karların İstikrarı	12
1.4.8. Yeni Yatırım Planları	13
1.4.9. Pay Sahiplerinin Vergi Durumu	13
1.4.10. Enflasyon	14
1.5. Firmaların Kar Payı Dağıtım Politikaları	15

1.5.1. Sabit Tutarda Kar Payı Dağıtım Politikası	16
1.5.2. Sabit Oranda Kar Payı Dağıtım Politikası	17
1.5.3. Sabit Tutarda Kar Payı Yanında İlave Olarak Kar Payı Dağıtım Politikası.....	17
1.5.4. İstikrarlı Kar Payı Dağıtım Politikası.....	18
1.5.5. Artıklar Oranında Kar Payı Dağıtım Politikası	18
1.5.6. Kar Payı Avansı Ödemeleri	20
1.6. Firmaların Kar Payı Ödeme Şekilleri.....	20
1.6.1. Nakit Ödeme	21
1.6.2. Kar Payı Olarak Hisse Senedi Verilmesi	22
1.6.3. Şirketin Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Alması	23
1.6.4. Hisse Senedi Bölünmesi Yoluyla Kar Dağıtım	24
1.6.5. Melez Kar Payı Dağıtım	25
1.6.6. Seçmeli Kar Payı Dağıtım	25
1.6.7. Ayni Olarak Kar Payı Dağıtım	25
1.6.8. Bono Tipi Kar Payı Dağıtım	26
1.6.9. Tasfiyeden Kar Payı Dağıtım	26
1.6.10. Kar Payı Olarak İntifa Senedi Verilmesi.....	26
1.7. Firmaların Kar Payı Ödeme Tarihleri.....	27
1.7.1. İlan Tarihi.....	27
1.7.2. Kayıt Tarihi.....	27
1.7.3. Kar Payı Olmadan Tarih.....	28
1.7.4. Ödeme Tarihi.....	28
BÖLÜM 2: KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİ	
2.1. Firma Değerine Genel Bakış.....	29
2.1.1. Firmanın Amacı.....	30
2.1.2. Firma Değerinin Önemi.....	32
2.1.3. Firma/Hisse Değeri Kavramları.....	32
2.1.3.1. Nominal Değer(İtibari Değer).....	33
2.1.3.2. Tasfiye Değeri.....	33
2.1.3.3. İşleyen Teşebbüs Değeri.....	34
2.1.3.4. Piyasa Değeri.....	35

2.2. Firma Değerini Etkileyen Unsurlar.....	35
2.3. Firma Değerinin Ölçümü ve Kullanılan Yöntemler	36
2.3.1. Defter Değeri	37
2.3.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı	38
2.3.3. Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi	38
2.3.4. Kar Payı Verimi Yöntemi	39
2.3.5. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	40
2.3.6. Yeniden Tesis Etme Yaklaşımı	42
2.4. Kar Dağıtım Politikalarının Firma Değerine Etkisi Üzerine Geliştirilen Model ve Yaklaşımlar	42
2.4.1. Miller-Modigliani (MM) Kar Payı İlişkisizliği Yaklaşımı	43
2.4.2. Gordon-Lintner Kar Payı İlişkisi Yaklaşımı	45
2.4.2. Artıklar Oranında Kar Payı Dağıtım Yaklaşımı	46
2.4.3. Müşterilere Göre Kar Payı Dağıtım Yaklaşımı	47
2.4.4. Sinyal Yaklaşımı	47
2.4.5. Vergi Farklılığı Teorisi	48
2.4.6. Etkin Piyasalar Hipotezi	48

BÖLÜM 3: KAR PAYI DAĞITIM KARARLARININ HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİSİ: BORSA İSTANBUL 100-ENDEKSİNDE BİR UYGULAMA

3.1. Çalışmanın Amacı ve Önemi.....	50
3.2. Çalışmanın Kısıtları.....	50
3.3. Literatür Taraması.....	51
3.4. İstatistiksel Analiz ve Bulgular.....	71
3.4.1. Çalışmanın Veri Seti ve Yöntem.....	71
3.4.2. Hipotezler.....	77
3.4.3. Bulgular.....	79
3.4.3.1. 2016 Yılına İlişkin Analiz Sonuçları.....	80
3.4.3.2. 2017 Yılına İlişkin Analiz Sonuçları.....	82
3.4.3.3. 2018 Yılına İlişkin Analiz Sonuçları.....	84
3.4.3.4. 2019 Yılına İlişkin Analiz Sonuçları.....	86
3.4.3.5. 2020 Yılına İlişkin Analiz Sonuçları.....	88

3.4.4. Hipotezlerin Değerlendirilmesi.....	90
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....	91
KAYNAKLAR.....	95



TABLolar LİSTESİ

Tablo No.....	Sayfa
Tablo 1.1. Kar, Zarar ve Başabaş Noktasının Oluşumu.....	4
Tablo 3.1. Kar Payı Dağıtım Kararlarının Hisse Senedi Performansına Etkisini İnceleyen Çalışmalar.....	51
Tablo 3.2. BİST-100 Endeksinde İşlem Gören ve Araştırmaya Dahil Edilen Firmalar.....	72
Tablo 3.3. Olay Tarihleri.....	75
Tablo 3.4. Çalışmada Kullanılan İstatistiksel Testler ve Varsayımları.....	76
Tablo 3.5. 2016 Yılı CAAR Değerleri.....	80
Tablo 3.6. 2017 Yılı CAAR Değerleri.....	82
Tablo 3.7. 2018 Yılı CAAR Değerleri.....	84
Tablo 3.8. 2019 Yılı CAAR Değerler.....	86
Tablo 3.9. 2020 Yılı CAAR Değerleri.....	88
Tablo 3.10. Hipotezlerin Değerlendirilmesi.....	90
Tablo 3.11. Yıllara Göre Analiz Sonuçlarının Değerlendirilmesi.....	93

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 3.1. 2016 Yılı Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerin (CAAR) Olay Tarihine Duyarlılığı.....	81
Grafik 3.2. 2017 Yılı Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerin (CAAR) Olay Tarihine Duyarlılığı.....	83
Grafik 3.3. 2018 Yılı Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerin (CAAR) Olay Tarihine Duyarlılığı.....	85
Grafik 3.4. 2019 Yılı Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerin (CAAR) Olay Tarihine Duyarlılığı.....	87
Grafik 3.5. 2020 Yılı Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerin (CAAR) Olay Tarihine Duyarlılığı.....	89

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2.1. Firma Değerini Maksimum Yapan Kararlar.....	31
--	----



KISALTMALAR

BİST : Borsa İstanbul

İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

TTK : Türk Ticaret Kanunu

SPK : Sermaye Piyasası Kanunu

EPH : Etkin Piyasalar Hipotezi

MM : Miller-Modigliani

KAP : Kamu Oyu Aydınlatma Platformu

EKK : En Küçük Kareler

ESM : EventStudyMetrics

AR : Abnormal Return

CAAR : CumulativeAverageAbnormal Return

GİRİŞ

Kar payı dağıtım kararı, hem firmalar hem de hissedarlar açısından hayati öneme sahip bir karardır. Bir firmanın hisse senedine yatırım yapacak olan yatırımcı firmanın istikrarlı bir şekilde kar payı dağıtmasını beklemektedir. Çünkü yatırımcılar kar payı dağıtımını firmaların başarısı ya da başarısızlığı olarak nitelendirmektedirler ve istikrarlı kar payı dağıtan firmaları daha az riskli görmektedirler. Bu nedenle yatırımcılar daha çok istikrarlı kar payı dağıtımı yapan firmalara yatırım yapmaktadır.

Firmaların kar payı dağıtım kararları, yatırımcıların hisse senedi yatırım kararlarını etkileyen bir olaydır. Yatırımcıların ilgili firmaların hisse senedine talebinin çoğalması veya azalması da firmanın hisse senedi fiyatını ve dolayısıyla da firma değerini etkileyen bir olay haline dönüşmektedir.

Bu çalışma BİST-100 endeksinde işlem gören firmaların kar payı ödeme kararlarına yatırımcıların tepkisi ve firma değerine etkisi ölçülmek amacıyla hazırlanmıştır. Çalışmanın kapsamı, firmaların kar payı ödeme olayı döneminde yatırımcıların cumulatif eaverage abnormal return (CAAR) elde edilip edilmeyeceğinin ve firma değerine etkisinin incelenmesinden oluşmaktadır. Çalışmanın uygulama kısmında BİST-100 endeksinde işlem gören firmaların verileri 2016-2020 dönemi için incelenmiştir. Ayrıca konu ile ilgili ülkemizde ve yurtdışında yapılan çalışmalar literatür taraması kısmında incelenerek, çıkan sonuçlar karşılaştırılmıştır.

Çalışmanın yöntemi ise öncelikli olarak kar payı ile ilgili bilgilerin teorik olarak ele alınması, konuyla alakalı yurtiçi ve yurtdışında yapılan çalışmaların incelenmesi ve ortaya konulmasından oluşmaktadır. Çalışmanın uygulama kısmında, En Küçük Kareler (EKK) piyasa modeli kullanılarak çalışmanın sonucuna ulaşmaya çalışılmıştır. Çalışmada kar payı dağıtım olayında yatırımcıların CAAR elde edebilecekleri görüşü ileri sürülmektedir.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde kar ve kar payı kavramı, kar payı dağıtımının önemi, dağıtım politikaları, dağıtım politikalarını etkileyen faktörler ve dağıtım şekillerine yer verilmiştir.

İkinci bölümde kar payı dağıtım politikası ve firma değeri arasındaki ilişki başlığı altında firmanın amacı ve firma değerinin önemi, firma değerini etkileyen unsurlar firma değerinin ölçümünde kullanılan yöntemler ve kar dağıtım politikasının firma değerine etkisi üzerine geliştirilen yaklaşımlara değinilmiştir.

Üçüncü ve son bölümde ise, kar payı dağıtım kararına yatırımcıların tepkisini ölçmek ve firma değerine etkisini belirlemek amacıyla 2016-2020 yılları arasında BİST-100 Endeksinde işlem gören firmalar arasından, beş yıl boyunca kar payı dağıtımını yapan ve endeksten çıkmayan firmaların verileri eventstudy yöntemi ile analiz edilmiş ve oluşturulan hipotezler analiz sonuçlarına göre test edilmiştir.

Çalışmanın son bölümünde ise uygulama aşamasında yapılan analiz sonuçları değerlendirilerek daha önce bu konu ile ilgili literatürde yer alan çalışmaların sonuçları ile karşılaştırılmıştır. Çalışmada kar payı dağıtım olayına yatırımcı tepkileri değerlendirilirken bunun yanı sıra BİST-100 Endeksi özelinde Türkiye pay piyasasının ne ölçüde etkin olduğu konusunda da bulgular elde edilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİRMALARDA KAR PAYI DAĞITIMI

Bu bölümde ilk olarak kar ve kar payı kavramları açıklanacaktır. Daha sonra ise, kar payı dağıtım politikalarına, kar payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörlere, kar payı dağıtım şekillerine ve kar payı ödeme tarihleri konularına yer verilecektir.

1.1.KAR KAVRAMI

Firmaların kuruluş amaçlarının en önemlisi faaliyetleri sonucunda kar elde edebilmektir ve kar firmalar açısından hayati bir öneme sahiptir. Başta firma sahipleri ve hissedarları olmak üzere firmada çalışanların ve yöneticilerin motive olmasını sağlayan en önemli unsur kardır. Bunun nedeni ise firmanın daha çok kar elde etmesi ile birlikte firma sahiplerinin ve hissedarlarının sermayesini; diğer grupların ise gelirlerini artıracak olmasıdır (Akkuş, 2008: 24).

Kar dar anlamda, bir işten elde edilmiş olan kazanç olarak ifade edilmektedir. Daha geniş anlamda ise bir firmanın belirli bir dönem için elde edebileceği toplam karı, cari dönemdeki toplam maliyetlerin toplam gelirden çıkarılması sonucu bulunan tutara eşittir (Büyükmirza, 2016: 410).

Başka bir ifade ile kar, hesap dönemi sonunda sağlanan satış kazancı ile bu kazanca konu olan gider ve maliyetler arasındaki pozitif fark olarak ifade edilmektedir. Aynı zamanda kar, firmanın cari hesap dönemi sonunda ulaştığı öz sermayesinin yine aynı hesap dönemi başındaki özsermayesi ile kıyaslandığında ortaya çıkan olumlu fark olarak tanımlanabilir (Yaldız, 2019: 3).

Firmalar dönem sonunda elde ettikleri karla borçlarını ödemekte ve kalan kısmını da firma bünyesinde bırakmaktadır. Firma bünyesinde bırakılan kar, firmanın sermayesine eklenebilir veya net işletme sermayesinin artırılmasında kullanılabilir. Bu şekilde de firma dış kaynaklara gerek duymadan kendi kendini finanse etmiş olur (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 21-22). Kar sadece firmaların sürdürülebilirliklerini sağlamaları ve aynı zamanda onların hedeflerini gerçekleştirmeleri için bir araç olmamakla birlikte yıllık faaliyetlerinin denetlenmesi ve ölçülmesinde muhasebe tekniği

açısından tercih edilen bir araçtır. Devlet açısından bakıldığında ise kar vergi almak için başvuru en önemli kaynaktır. Bazı firmalar personele prim aracı olarak kullanmakta ve elde edilen karın bir kısmını çalışanların işteki performanslarını arttırmak için dağıtmaktadırlar (Sabuncuoğlu ve Tokol, 2009: 21).

Yukarıdaki yapılan kar tanımlarından sonra, karın, zararın ve başabaş noktasının belirlenmesini Tablo1.1’deki gibi ifade etmek mümkündür (Demirel, 2014: 4).

Tablo1.1. Kar, Zarar ve Başabaş Noktasının Oluşumu

$GELİR > GİDER (+) > (-)$	KAR
$GİDER > GELİR (-) > (+)$	ZARAR
$GELİR = GİDER (+) = (-)$	BAŞABAŞ NOKTASI

1.2.KAR PAYI (TEMETTÜ) KAVRAMI

Sermaye piyasalarında yatırım yapan yatırımcılar, yani bir firmanın hisse senedini satın alıp firmanın hissedarı olan kişiler bir takım haklara sahip olurlar. Bu haklardan bir tanesi de hissedarı oldukları firmanın elde etmiş olduğu kardan pay almaktır (Şanlı, 2018: 3).

Bir firmanın hisse senedine yatırım yapan yatırımcıların firmaya koymuş oldukları sermaye karşılığında aldıkları getiriye kar payı (temettü) denilmektedir. Firmalar dönem sonunda elde ettikleri karı dağıtmayıp otofinansman için alıkoysalar bile gelecek dönemde hissedarlarına karşı daha yüksek oranlarda kar payı dağıtma sorumluluğundadırlar. Bu yüzden firma yöneticileri ve yönetim kurulları hangi kar

dağıtım politikasının hissedarları daha fazla memnun edeceğini iyi değerlendirmelidirler (Aydın vd., 2010: 461).

Kar payı üç bileşenden oluşmaktadır. Bu bileşenlerden birincisi kar payının kaynağının kar olması gereğidir. Yani kar payının kaynağı firmanın kazancı olmalıdır. İkinci bileşen ise karın aynı olarak dağıtılmayacağıdır. Örneğin firma otomobil yedek parçaları üreten bir firma ise hissedarlarına araç yedek parçası vererek kar payı dağıtamayacaktır. Üçüncü bileşen ise, karın hissedarlar arasında dağıtımını gerçekleştirilirken payları oranında kar payı dağıtımını yapılması gerekmektedir. Fakat firmanın dağıtılabılır karından sadece firmanın hissedarları pay alamamakta, hissedarların dışında firma yönetim kurulu üyelerine ya da firmanın çalışanlarına da kar payı verilebilmektedir (Yaldız, 2019: 9).

Firmalar kar payı ödemesini, dönem sonundaki nihai kardan vergi ve geçmiş yıl zararları gibi kalemler çıkarıldıktan sonra hesaplanan dağıtılabılır net kardan gerçekleştirmektedirler (Demirel, 2014: 6). Firmanın dağıtmış olduğu kar paylarının büyüklüğü piyasaya firmanın performansı hakkında çeşitli bilgiler vermektedir. Örneğin, bir firma diğer firmalara oranla daha düşük kar payı dağıtıyor ise söz konusu firma yatırımcılar nezdinde finansal performansı düşük bir firmadır. Kar payı ödemeleri ise genellikle hesap dönemi sona erdikten birkaç ay sonra yapılır (Şanlı, 2018: 3).

1.3.KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ ÖNEMİ

Kar payı dağıtım politikası, hesap dönemi sonunda elde edilen karın ne kadarının firma bünyesinde bırakılacağı ne kadarının hissedarlara kar payı olarak dağıtılacağına belirlenmesine yönelik politikadır (Aydın vd., 2010:462). Firmalar optimal sermaye yapılarını belirledikten sonra, özsermayenin ne kadarının sermaye artışı yöntemiyle, ne kadarının otofinansman yöntemiyle sağlanacağı konusunda karar vermelidirler. Bir firmanın kar payı dağıtım politikası, hesap dönemi sonunda elde edilen karın hissedarlar ve yedek akçeler arasındaki dağılımını belirlemektedir (Aşıkoğlu ve Sevil, 1995: 204).

Firmaların kar payı dağıtım politikası elde edilen net karın ne kadarının hissedarlara dağıtılacağını belirler. Bu nedenle, firmanın kar payı dağıtım politikası ile

yedek akçe politikası arasında sıkı bir ilişki vardır. Çünkü firmanın yedek akçe politikası hissedarlara dağıtılacak kar tutarını her zaman etkilemektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2018:249).

Bir firmanın kar payı dağıtım politikası aşağıda belirtilen hususlardan dolayı önemlidir (Berk, 1998: 301-302):

- Kar payı politikası yatırımcı davranışlarını etkilemektedir. Örneğin hissedarlar kar paylarının dağıtılmaması veya düşük oranda dağıtılması kararına olumsuz tepki verirlerse, bu durum bazı sorunlara neden olabilir. Ayrıca firmada kar payı dağıtım politikası belirlenirken tüm paydaşların çıkarlarının maksimum kılınmasına önem verilmelidir. Buna uyulmadığı takdirde, hissedarlar ellerindeki hisse senetlerini ellerinden çıkartırlar. Bu da firmanın piyasa değerini olumsuz yönde etkiler.
- Kar payı politikası, firmanın finanslama stratejisini ve sermaye bütçesini etkiler. Karların dağıtılmayıp firma bünyesinde bırakılarak, yeni yatırım fırsatlarının değerlendirilmesinde bir kaynak olarak kullanılabilir.
- Kar payı, firmanın nakit akımını etkiler. Likiditesi yetersiz olan firmalar kar payını daha düşük oranda öderler. Dağıtılmayan kar kısmını da dönen varlıkların finansmanı için kullanabilir.
- Hissedarlara kar payı ödemesi alıkonulan karlardan yapıldığında hissedarların firmadaki varlıkları azaltılmakta ve borç/özsermaye oranı artmaktadır. Bu durumda gelecekte sağlanacak olan kar paylarının azalmasına neden olmaktadır.

Kar payı dağıtım politikası, firmaların yatırım ve finansman kararları üzerinde etkili olmaktadır. Firmaların finansman kuruluşlarından yeni kaynak bulması güç ise, karın hissedarlara dağıtılması, firmanın gerçekleştireceği yatırım tutarını azaltabilecektir. Bu durum ise firmanın kısa vadede kar payı dağıtımını, firmanın büyüme hedeflerini aleyhine çevirecektir. Ancak firma yeni kaynak bulabiliyorsa kar payı dağıtımını bir finansman kararı haline dönüşecektir. Böyle bir durumda finansman ihtiyaçları, karın firma bünyesinde bırakılarak veya sermaye artırımını yoluyla karşılanabilir (Aydın vd., 2010:463).

1.4. KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Firmalar açısından kar payı dağıtım kararı firmaların aldıkları en önemli kararlardan biridir. Kar payı dağıtım kararı firmaların sadece kendileriyle ilgili faktörlerle alakalı olmayıp bunun yanı sıra ülkenin ekonomik durumu, yatırımcıların yatırımlarından beklentileri gibi firma dışı unsurlarla da alakalıdır. Firmalar bu unsurları inceledikten sonra kar payı dağıtımını yapmak veya karı hissedarlara dağıtmayarak firma bünyesinde tutmak isteyebilir. Bunun için de firmaların dikkate alması gereken bazı faktörler vardır. Bunlar; firmanın likidite durumu, borçlanma yeteneği, yasal düzenlemeler, borçların ödenmesi gereği, borç sözleşmesindeki kısıtlamalar, aktif varlıkların büyüme hızı, karların istikrarı, yeni yatırım planları, vergi durumu ve enflasyon olarak sınıflandırılabilir (Başkaya, 2012: 17).

1.4.1.Firmanın Likidite Durumu

Likidite, firmanın borçlarını vadesinde ödeyebilme yeteneğini ifade eder. Kar payı dağıtımını da firmalar açısından nakit çıkışı gerektiren bir işlemdir. Bu nedenle kar payı dağıtımını firmaların likidite durumları ile yakından ilişkilidir. Firmaların likidite durumunun güçlü olması kar payı dağıtım kararını daha kolay almasını ve ödemede de zorluk çekmemesini sağlar. Likiditesi yetersiz olan ancak kar payı dağıtımını yapmak isteyen firmalar ise hissedarlarına bedelsiz olarak hisse senedi dağıtımını yapmaktadır (İleri, 2016: 23).

1.4.2.Firmanın Borçlanma Yeteneği

Borçlu olan firmalar dönem sonunda elde ettikleri kaynakları, kar payı ödemesinde kullanmak yerine firmanın devamlılığını sağlayabilmesi için borçlarını ödemek zorunda kalabilirler. Eğer firma borç alabilme olanaklarına sahipse kar payı dağıtımında daha esnektir. Bu borçlanma, banka kredisi, tahvil ihracı ya da diğer finans kuruluşlarından orta ve uzun vadeli kredi şeklinde olabilir. Büyük ve kendini kanıtlamış olan firmalar piyasadan daha kolay ve daha az maliyetli borç bulabilirler. Bu da büyük firmaların küçük firmalara göre kar payı dağıtımında daha esnek davranmasına yol açar (Boztosun, 2006: 14-15).

1.4.3.Yasal Düzenlemeler

Firmaların kar payı dağıtım kararlarını etkileyen bir diğer faktör de yasal düzenlemeler ve firma sözleşmesinde yer alan maddelerdir. Çünkü firmalar kar payı dağıtırken bazı yasalara uymak mecburiyetindedirler. Ülkemizde de kar payı dağıtımına ilişkin yasal düzenlemeler Sermaye Piyasası Kanunu(SPK) ve Türk Ticaret Kanunu (TTK) ile belirlenmektedir. Kanun hükümleri çerçevesinde ve firmaların sözleşmelerinde belirtilen esaslardan yola çıkarak, kar payı dağıtımının hangi oranlarda olacağı belirtilmektedir (Güngör, 2012: 76). Anonim şirketlerin kar payı dağıtımı TTK’ da, halka açık anonim şirketlerin kar payı dağıtımı ise SPK’ da düzenlenmiştir. Ayrıca anonim şirketlerde kar payı dağıtımı konusunda firma genel kurulu yetkilidir.

1.4.3.1. *Türk Ticaret Kanunu’na Göre Kar Dağıtımı*

Anonim şirketlerin kar payı dağıtımına ilişkin TTK’ da üç temel ilkeden bahsedilmektedir. Bunlar; net kar ilkesi, esas sermayenin korunma ilkesi ve firmanın borçlarını ödeme gücüne sahip olması ilkesidir (Şanlı, 2018: 8). Net kar ilkesine göre, dönem sonunda kar elde etmeyen veya geçmiş yıllardan karı bulunmayan firmalar hissedarlarına kar payı dağıtımı yapamaz. Esas sermayenin korunması ilkesi ise firmaların sermaye azaltımının önüne geçilebilmesi için firmanın ancak elde ettiği kardan kar payı dağıtabileceğini ifade etmektedir. Firmanın borçlarını ödeme gücüne sahip olması ilkesinde firmanın borçlarını ödemedeki sıkıntı yaşamasına rağmen hissedarlara kar payı ödenmesinin önüne geçilmesi amaçlanmıştır. Çünkü firmanın sürekliliği için vadesi gelen borçlarının vade sonunda ödenmesi gerekmektedir. Aksi takdirde borçlar ödenmez iken kar payı dağıtımı yapıldığında firmanın varlığını tehlikeye düşürebilecek yasal yaptırımlar söz konusu olacaktır (Aydın vd., 2010: 465-467)

TTK’nın ilgili maddesinde kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle, kanun ve firma esas sözleşme hükmünce ayrılması gereken diğer tutarlar safi kardan ayrılmadıkça firmalar tarafından kar payı dağıtılmayacağı ifade edilmiştir. Buna göre firma kar dağıtımından önce bu yükümlülüklerini yerine getirmek zorundadır. Burada vergi mali kar üzerinden hesaplanırken, kar payı dağıtımı ise ticari kar üzerinden hesaplanmaktadır. Vergi muafiyet ve istisnaları nedeniyle ticari kar ile mali kar arasında

fark oluşmaktadır. Firma dönem sonunda elde ettiği ticari karından vergi kanunları kapsamında gerekli eklemeler ve çıkarmalar yapıldıktan sonra bulunan matrah üzerinden vergi ve diğer yasal yükümlülükler düşürüldükten sonra dönem net karına ulaşılır (Aydın vd., 2010: 35).

TTK 'ya tabi firmalarda kar payı dağıtımı şu şekilde olmaktadır. İlk olarak dönem net karından; geçmiş yıl zararları, birinci tertip yedek akçe ve firmalarda bırakılması gereken zorunlu fonlar çıkarılır ve böylelikle dağıtılabilir net dönem karı elde edilir. Bu kalemden de öncelikli olarak hissedarlara birinci kar payı dağıtımı yapılır, daha sonra ise ana sözleşme hükümlerince kuruculara, intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine ve personele kar payı dağıtımı gerçekleştirilir. Kalan tutardan, hissedarlara ikinci kar payı ödemesi yapılmaktadır ve daha sonra da ikinci tertip kanuni yedek akçe ve ihtiyari yedek akçeler ayrılmaktadır.

1.4.3.2.Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Kar Dağıtımı

Ülkemizde halka açık firmaların kar dağıtımlarına ilişkin düzenlemeler 3794 sayılı kanun ile değişik 2499 sayılı SPK ile yapılmıştır. SPK 'nın 2'nci maddesi uyarınca SPK ile kar payına ilişkin düzenlenmeyen konularda TTK hükümleri uygulanmaktadır (Belkayalı, 2004: 126). SPK' nın 19'uncu maddesinin, 1'inci fıkrasına göre halka açık firmalar, karlarını genel kurulları tarafından belirlenecek kar dağıtım politikaları çerçevesinde ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak dağıtırlar. Kanunen ayrılması gereken yedek akçeler ve esas sözleşmede hisse senedi sahipleri için belirlenen kar payı ayrılmadıkça başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kar aktarılmasına ve intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine ve ortaklık çalışanlarına kardan pay dağıtılmasına karar verilemeyeceği gibi, belirlenen kar payı ödenmediği müddetçe bu kişilere kardan pay dağıtılamaz (Kaya, 2014: 37).

SPK' ya tabi anonim firmalarda, hesap dönemi sonunda bilançoda kar oluşmuşsa, halka açık anonim ortaklıkların birinci kar payı tutarı, hesap dönemi net karından, vergi ve benzerleri düşürüldükten sonra elde edilen dağıtılabilir karın yarısından az olamaz. Ancak halka açık anonim firmaların hisse senetleri sermaye piyasalarında işlem görenler, birinci kar payını nakden veya hisse senedi şeklinde dağıtmak veya dağıtmamak konusunda serbesttir. Ancak hisse senetleri sermaye

piyasalarında işlem görmeyen halka açık anonim firmaların ise kar payını nakden dağıtma zorunluluğu vardır (Boztosun, 2006: 32).

Hisse senetleri borsada işlem gören anonim firmalar, genel kurullarında alınacak karara bağlı olarak karı;

- Tamamen nakit olarak dağıtılabilir,
- Tamamen hisse senedi olarak dağıtılabilir,
- Belirli bir oranını nakit, belirli bir oranını ise hisse senedi şeklinde, geri kalanı da firma bünyesinde bırakabilir,
- Yada nakit ya da hisse senedi şeklinde dağıtım yapmadan firma bünyesinde bırakma konusunda serbesttir(Aydın vd., 2010: 37).

Eğer firma genel kurullarında, birinci kar payının dağıtılmamasına karar verilir ise bu tutar olağan üstü yedek akçelere aktarılır.

SPK ‘ya tabi anonim firmaların kar dağıtımı şu şekilde gerçekleşmektedir. Öncelikli olarak dönem karından; geçmiş yıl zararları, kurumlar vergisi, gelir vergisi kesintileri, diğer vergi ve benzerleri ve birinci tertip yedek akçeler indirilir ve net dağıtılabilir dönem karı elde edilir. Net dağıtılabilir dönem karından; sözleşmeye göre ayrılması gereken yedek akçeler ayrılır, daha sonra imtiyazlı pay sahipleri, intifa senedi sahipleri, oydan yoksun hisse senedi sahipleri ve diğer kara katılan kimseler için ayrılan tutar çıkartılır. Kalan tutar kar payı avansı dağıtımına esas teşkil eden tutar olarak adlandırılmaktadır. Bu tutardan da daha önce ara dönemlerde dağıtılan kar payı avansı ödemeleri çıkartılır ve ikinci tertip yasal yedek akçe ayrılır (Doğan, 2014: 128).

1.4.4.Borçların Ödenmesi Gereği

Firmalar gereksinim duydukları kaynakları satıcı kredilerinden, banka kredilerinden ya da tahvil ve finansman bonosu ihraç ederek karşılayabilirler. Ancak bu firmaya sağlanan kaynakların vadesi geldiğinde faiz ve anaparası ile birlikte geri ödenmesi gerekmektedir. Kar payı dağıtım kararı alınırken firmanın vadesi gelen borçlarının da göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Çünkü firma borçlarını ödeme yükümlülüğünü yerine getirmek zorundadır. Borç ödemesi firmadan nakit çıkışına neden olan bir işlemdir. Firma yönetimi tarafından kar payının nakit olarak

ödenmesi kararlaştırılmış ise firmanın öncelikli olarak vadesi gelen borçlarının dağıtılacak kar tutarından düşürüldükten sonra geri kalan kısım hissedarlara kar payı olarak dağıtılmalıdır. Firmalar mevcut borçlarını yeni borçlar ile kapatmayı da tercih edebilirler ancak bu yol ile firma borçlanma oranını ve finansal riskini artırmaktadır. Başka bir yöntemde firmanın sermaye artırımı yoluna başvurmasıdır. Ancak firma bir yandan nakit temettü dağıtımını yaparken bir yandan da borçlarını ödemek için sermaye artırımı kararı alması uygulamada çok fazla tercih edilen bir yöntem değildir. Firma nakit kar payı dağıttığında borç ödemekte sıkıntı yaşayacak ise kar payı dağıtımını yapmak yerine karı firma bünyesinde tutarak oto finansmanda kullanmalı ya da kar payı dağıtımını nakit yerine hisse senedi şeklinde yapmalıdır (Dinçer vd., 2017: 564-565).

1.4.5. Borç Sözleşmesindeki Kısıtlamalar

Kaynak ihtiyacı için borçlanma yoluna giden firmalar (banka kredisi, tahvil borçlanmaları vb.) borç sözleşmelerine, alacaklarını güvence altına alabilmek adına kar dağıtımını konusunda çeşitli sınırlayıcı maddeler koyabilmektedir. Örnek olarak genellikle tahvil sözleşmelerinde, firmanın öncelikli olarak vadesi gelen borcunun ödenmesi daha sonra geri kalan kısmın hissedarlara kar payı olarak dağıtılması hükmü yer almaktadır. Borç sözleşmelerine, cari oran, faiz ödeme gücü oranı gibi oranların belirlenen oranları geçmediği müddetçe kar payı ödemesi yapılamayacağı eklenmektedir. Bunun yanı sıra öncelikli olarak imtiyazlı hisse senedi sahiplerine kar payı ödemesi yapıldıktan sonra adi hisse senedi sahiplerine ödeme yapılacağı ve sermaye azalışını engellemek amacıyla dağıtılmayan karlardan kar payı ödemesi yapılamayacağına ilişkin maddelerde yer alabilmektedir (Brigham ve Houston, 2007:494).

Borç sözleşmelerine konulan bu maddeler, vade uzadıkça belirsizlik de arttığı için daha çok orta ve uzun vadeli borçlanmalarda söz konusudur. Çünkü kısa vadede firmayı etkileyebilecek etmenler analiz edilebilirken uzun vadede firmayı nelerin etkileyebileceği net olarak kestirilemeyebilir. Bu nedenden dolayı firmalara uzun vadeli borç finansmanı sağlayan kişi ve kurumlar, alacaklarını garanti altına alabilmek için bu yöntemlere başvurabilir.

1.4.6.Aktif Varlıkların Büyüme Hızı

Aktif varlıkların büyüme hızı kar dağıtım politikasını etkileyen faktörler arasındadır. Firma eğer büyüme aşamasında ise büyümeyi finanse edebilmek için ve yeni varlıkların satın alınabilmesi için ihtiyaç duyduğu fonlarda artacaktır. Bu nedenle firma ihtiyaç duyduğu bu fonları dönem sonunda elde ettiği karı hissedarlara dağıtmayarak büyümeyi finanse etmek için kullanma kararı alabilir (Karaca, 2007:134).

1.4.7.Karların İstikrarı

Kar payı dağıtımını etkileyen en önemli unsurlardan birisi de firma karlarının istikrarlı olmasıdır. Firmaların karlarında dönem dönem meydana gelen dalgalanmalar, kar payı dağıtımını etkileyen birçok etmen olmasına rağmen bazen dikkate alınan tek önemli unsur olmaktadır. Geçmiş karları ve satışları istikrarlı olan firma, gelecek dönemlerde de elde edeceği karı daha doğru bir şekilde tahmin edebilir. Karlarını doğru şekilde tahmin edebilen firmalar, karları dalgalanma gösteren firmalara kıyasla, karlarının daha büyük bir kısmını hissedarlarına kar payı olarak dağıtabilir. İstikrarsız kara sahip olan firmalar, gelecek dönemlerdeki karlarından emin olmadıklarından dolayı, karları yüksek oldukları yıllarda, karın büyük bir kısmını yedek akçe olarak ayıracaklar; karın az olduğu dönemlerde ise yedek akçeleri kar payı dağıtımında kullanabileceklerdir (Karaca, 2007: 136).

1.4.8.Yeni Yatırım Planları

Kar payı dağıtımını etkileyen unsurlardan biride firmaların yeni yatırım planlarıdır. Firmaların yeni yatırım planlarını hayata geçirebilmeleri için öncelikli olarak bu yatırımı finanse edebilecek kaynağı temin etmeleri gerekmektedir. Bu yeni yatırım planı karlı bir yatırım fırsatı ise firma elde ettiği karı hissedarlarına dağıtmayıp ya da az bir kısmını dağıttıktan sonra geri kalan kısmı yeni yatırımı finanse etmek için kullanabilir. Özellikle sermaye piyasalarında borç bulmakta sıkıntı yaşayan firmalar öncelikli olarak yatırımlarını finanse etmekte dağıtılmayan karları kullanmaktadırlar. Çünkü yüksek oranda kar payı dağıtımı yapılması, yatırımların finansmanında kullanılabilecek kaynak miktarının sınırlandırılmasına ve firmanın büyüme hızının yavaşlamasına yol açmaktadır. Firmaların sürekli borçlanma yoluyla kaynak temin

etmesi, sermaye yapısında yabancı kaynak oranını artırmakta ve hedef sermaye yapısından uzaklaşmasına neden olmaktadır (Dinçer vd., 2017: 566).

Genellikle büyük ve olgunluk aşamasında olan firmaların finansman kaynaklarına ulaşma imkanları daha fazladır. Bunun yanı sıra büyüme aşamasında olan veya hızlı büyüyen firmalar yeni yatırımlarını finanse etmek için gerekli kaynakları bulabilme imkanları sınırlıdır. Bu nedenle güçlü firmalar yeterli finansman kaynaklarına sahip olduğu için karın büyük bir kısmını hissedarlarına kar payı olarak dağıtırken, büyümekte olan firmalar karlarının küçük bir kısmını kar payı olarak dağıtıp geri kalan kısmını yeni karlı yatırım fırsatının finansmanı için kullanacaklardır (Gitman, 2006:599).

1.4.9.Pay Sahiplerinin Vergi Durumu

Kar dağıtım politikasının belirlenmesinde vergi yasalarıyla ilgili üç temel faktör belirleyici olmaktadır. Bu faktörler, dağıtılan karların farklı oranlarla vergilendirilmesi ile karın dağıtılmayarak firma bünyesinde bırakıldığında bırakılan karların farklı oranlarla vergilendirilmesi, hissedarların girdiği vergi dilimi ve pay senetlerinden elde edilen sermaye kazancının vergilendirilip vergilendirilmemesidir. Vergi dilimi olarak yüksek vergi dilimine giren hissedarlar, kar payı dağıtımından elde ettikleri gelirden daha fazla gelir vergisi ödeme durumunda kalabilirler (Ceylan ve Korkmaz, 2018: 252). Eğer firma hissedarları kar payı dağıtıldığında daha fazla gelir vergisi ödemek zorunda kalacaklar ise karın dağıtılmayıp firma bünyesinde kalmasını tercih edebilirler.

Kar dağıtımından dolayı yüksek vergi dilimine giren hissedarlar, daha fazla gelir vergisi ödemek zorunda kalacaklardır. Eğer kar dağıtmayıp firma bünyesinde bırakılması durumunda ise bu kar yatırımlar için kullanıldığı takdirde daha düşük vergi oranları ile vergilendirilmesi yasal düzenlemeler ile mümkündür. Aynı zamanda karın firma bünyesinde tutulması ile yedek akçelerin artması ve dolayısıyla da diğer faktörler sabitken pay senetlerinin piyasa değerini artırabilecektir. Bu koşulda, hissedarlar piyasa değeri artan pay senetlerini satarak elde ettiği kazançtan yasal düzenlemeler gereği vergi ödemeyecekse veya daha az vergi ödeyecek ise kar dağıtımını yapılmamasını tercih edeceklerdir (Dinçer vd., 2017:568).

1.4.10.Enflasyon

Kar payı dağıtım politikalarını etkileyen önemli faktörlerden biriside enflasyondur. Çünkü meydana gelen fiyat artışları, firmaların ihtiyaç duyduğu çalışma sermayesi gereksinimlerinin de artmasına neden olmaktadır. Diğer yandan, maliyet bedeli ile sabit varlıklar için ayrılan amortisman bedelleri sabit varlıkların yenilenmesine yetmez. Bu nedenle, firmaların kazanç güçlerini devam ettirebilmesi için ihtiyaç duydukları fon gereksinimlerinin bir kaynaktan karşılanması gerekir. Bu nedenden dolayı, firma sermaye yapısını ve kazanç gücünü dengede tutabilmesi için firmanın artan fon gereksinimi dağıtılmayan karlarla karşılanması söz konusu olabilir. Uygulamada ise, birçok firma dönem sonunda elde ettiği kardan gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fonları çıkararak hissedarlara dağıtacağı kar tutarını belirlemektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2018: 253).

Enflasyon ortamında, ellerinde fazla likit varlık bulunduran firmalar, paranın satın alma gücü gittikçe azalması nedeniyle bu durumdan zararlı çıkacaklardır. Diğer yandan parasal olmayan varlıklar ise enflasyon ortamında reel olarak değerlerini koruyacaklar, ancak nominal değerlerinde bir artışta görülmeyecektir (Usta, 2005: 59).

Enflasyon ortamında firmaların gerçek karının tespit edilmesi ve dağıtımında gerçek kar üzerinden yapılması; firmanın sermayesinin korunması, üretim gücünün etkilenmemesi ve faaliyetlerinin sürekliliği için önem teşkil etmektedir. Firmalar gelecekte ödenecek paranın değerinin daha düşük olacağı düşüncesiyle, daha fazla yabancı kaynaktan borçlanma yoluna başvurabileceklerdir. Ancak, borçlanmanın firmaya sağlayacağı finansal kaldıraç etkisinin yanı sıra, firmaya getireceği sabit ödeme sorumluluklarını da dikkate almalıdırlar (Karaca, 2007: 141).

1.5. FİRMALARIN KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI

Firmaların amaçlarından bir diğeri de firmanın piyasa değerini maksimum yapmaktır. Firma hissedarlarının amaçları ise pay senetlerinin piyasa fiyatının maksimum olmasıdır. Hissedarlar perspektifinden bakıldığında pay senetlerinin piyasa fiyatlarının maksimum olabilmesi için kar payı dağıtım politikaları önemli bir araçtır. Örneğin; diğer unsurların sabit olduğu varsayıldığında kar payı dağıtımını düzenli

olarak yapan firmanın, istikrarsız kar payı dağıtan firmaya göre piyasa değeri daha yüksektir (Ceylan ve Korkmaz, 2018: 253-254).

Firmaların; kar payı dağıtımını yapıp yapmayacağı, eğer dağıtım yapılacak ise tutarın, oranın, zamanının ve dağıtım şeklinin belirlenmesi firmalar için oldukça önemli bir karar sürecidir. Bu karar sürecinde firmaların uyguladıkları kar payı dağıtım politikaları firmaların geleceği hakkında yatırımcılara firma hakkında bilgi vermektedir. Yatırımcılarda yatırım yaptıkları firmaların istikrarlı bir şekilde kar payı dağıtmasını arzu eder. Bunun yanı sıra firma yöneticileri de kar payındaki yüzdesel değişimlere ayrı bir önem vermekte ve firmanın piyasa değerini azaltabilecek kar payı değişikliklerinden kaçınmaktadırlar (Başkaya, 2012: 23).

Firmaların kar payı dağıtım politikaları incelendiğinde, her firmanın kendine ait kar payı dağıtım politikası olmasına rağmen, firmaların benimsedikleri üç tür kar payı dağıtım politikası vardır. Bazı firmalar, hissedarlara dağıtılacak karın düzenli olması gerektiği tezini savunarak istikrarlı kar payı dağıtım politikasını uygulamaktadırlar. İstikrarlı kar payı dağıtım politikası firmaların yaygın olarak kullandıkları bir politika'dır. Firmaların kar payı dağıtımında uyguladıkları ikinci bir politika ise, sabit miktarda kar payı dağıtım politikasıdır. Üçüncü uygulama da sabit oranda kar payı dağıtım politikasıdır (Karaca, 2007: 143). Firmalar tarafından uygulanan bu politikalar ile birlikte bugün ödenecek kar payı tutarı ile gelecekteki büyüme oranı arasında bir dengenin sağlanması ve firmanın hisse senetlerinin değerinin artırılması amaçlanarak dolayısıyla da firma değerinin maksimizasyonu hedeflenmektedir (Aydın vd., 2010:475).

1.5.1.Sabit Tutarda Kar Payı Dağıtım Politikası

Sabit tutarda kar payı dağıtım politikası düzenli kar payı dağıtım politikası olarak da ifade edilmektedir. Sabit tutarda kar payı dağıtım politikası, elde edilen kar değişse bile her yıl sabit tutarda kar payı dağıtılması esasına dayanmaktadır. Yani, pay senedi sahibi her yıl 50 TL kar payı alıyorsa, işletme sabit tutarda kar payı dağıtım politikası uyguluyor demektir (Ceylan ve Korkmaz, 2018: 254).

Yatırımcılar sabit tutarda kar payı dağıtım politikasında her yıl yatırımlarından ne kadar kar payı alacaklarını önceden bildiklerinden dolayı geleceğin belirsizlik riskini de en aza indirmiş olurlar. Bu politika, sabit gelir elde etmek isteyen ve risk almaktan kaçınan yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Ancak, bu kar payı dağıtım politikasının birkaç sakıncası da vardır. Bu politikanın uygulanmasıyla birlikte hisse senedinin değişken getirili menkul kıymet özelliğini kaybederek sabit getirili menkul kıymete dönüşmesi söz konusudur. Bunun yanı sıra, enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde de kar payı reel olarak azalmakta ve yatırım sahiplerine verilmesi gerekenden daha az kar payı verildiği düşüncesi piyasada yaygınlaşmaktadır (Aydın vd., 2010: 475).

Sabit tutarda kar payı dağıtımı, hisse senetlerinin piyasa değerinin de oldukça dar bir fiyat aralığında kalmasına yol açabilmekte ve yüksek oranda sermaye kazancı bekleyen yatırımcıları da çekmemektedir. Firmalar, düşük kar elde edildiği veya zarar ettiği dönemlerde de zor durumda kalabilmektedir. Bu nedenle de, enflasyon oranlarının yüksek olduğu ülkelerde sabit tutarda kar payı dağıtım politikası yerini sabit büyüme oranı politikasına bırakmıştır. Bu politikayı benimseyen firmalar, ödeyecekleri kar payı tutarını, her yıl daha önceden sabit olarak tespit ettikleri oranda artırmak suretiyle belirlemektedirler (Aydın vd., 2010: 475).

1.5.2.Sabit Oranda Kar Payı Dağıtım Politikası

Sabit oranda kar payı dağıtım politikasında, daha önceden belirlenen sabit bir kar dağıtım oranı kullanılarak kar dağıtımı yapılır. Kar dağıtım oranı, firmaların elde ettiği karın yüzde kaçının pay sahiplerine dağıtılacağını ifade etmektedir. Bu politikada örneğin, bir firma kar dağıtım oranını %30 olarak belirlenmiş ise her yıl elde ettiği karın %30'unu hissedarlara kar payı olarak dağıtır. Bu politikayı benimseyen firmalar her kar payı dağıtım döneminde hissedarlarına karın belirli bir yüzdesini kar payı olarak dağıtacağını önceden bildirmiş olurlar (Dinçer vd., 2017: 552).

Sabit oranda kar payı dağıtım politikasında firmaların her yıl dağıtacakları kar payı tutarı, karlılığa bağlı olarak değişkenlik göstermektedir. Karın yüksek olduğu dönemlerde hissedarlara yüksek tutarda kar dağıtımı yapılırken, karın düşük olduğu dönemlerde düşük tutarda kar dağıtımı yapılır, kar elde edilmeyen dönemlerde ise kar

dağıtımını yapılmaz. Bu kar dağıtım politikasının uygulanması kar dağıtımında istikrarsızlığa ve gelecekte dağıtılacak kar payı hakkında belirsizliğe neden olacaktır.

Firmaların kar payı ödemelerindeki değişim yatırımcılara firmaların gelecekteki başarıları hakkında bir sinyal olarak değerlendirilmektedir. Firmaların karlılıklarındaki düşmeye bağlı olarak hissedarların kar payı ödemelerinin azalması, yatırımcılar açısından olumsuz bir sinyal etkisi oluşturarak hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olabilir. Bu nedenle, bu politikanın uygulanması gelecekte dağıtılacak kar tutarında yaratacağı belirsizlik ve kar dağıtımında ortaya çıkabilecek istikrarsızlığın sinyal etkisi sebebiyle hisse senetlerinde istenmeyen fiyat dalgalanmalarına neden olabilecektir. Bunun yanı sıra, diğer koşullar sabitken istikrarlı kar payı dağıtımını yapan firmaların sabit oranda kar payı dağıtımını yapan firmalara göre piyasa değerinin daha yüksek olduğu düşünüldüğünde, firmalar tarafından tercih edilen bir kar payı dağıtım politikası olarak görülmemektedir (Dinçer vd., 2017: 552-553).

1.5.3.Sabit Tutarda Kar Payı Yanında İlave Olarak Kar Payı Dağıtım Politikası

Bu politika, sabit tutarda kar payı ödeme ve sabit oranda kar payı ödeme politikalarının dezavantajlarını ortadan kaldırmak için geliştirilmiştir. Bu kar dağıtım politikasını uygulayan firmalar, hissedarlarına her yıl dağıtılacak sabit tutarda bir kar payı miktarı belirlemekte ve karlılık durumuna göre de dağıtılacak kar payına ilaveler yapmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2012: 269). Örneğin, her yıl hissedarlarına hisse başına 5 lira kar payı dağıtacağına karar veren firma cari dönemin karlılık durumuna göre o yıl için hissedarlara 1 lira ilave kar payı dağıtmaktadır. Sabit tutarda kar payı yanında ilave olarak kar payı dağıtım politikası, sabit tutarda kar dağıtım politikasına benzer şekilde yatırımcıların gelecekte alınacak kar payı tutarını bilmesi, geleceğin belirsizliğini ve riskini azaltmaktadır.

Bu kar payı dağıtım politikasını uygulayan firmalar dağıtacağı kar payının sabit kısmını yatırımcıların ilgisini çekebilecek şekilde belirlerler. Dağıtacağı ilave kar payı miktarını da yatırımcılara bir ödül mahiyetinde belirler. Yatırımcıların ilgisini çekebilecek sabit kar payı tutarı ve ödül olarak ilave bir kar payı dağıtımını, yatırımcılarda yaratacağı pozitif etki nedeniyle hisse senedi fiyatlarına da olumlu

şekilde yansıyacaktır. Ayrıca, firmalar her yıl dağıtacakları sabit tutardaki kar payını, karlılığın devamlı olarak büyümesi halinde de artırırlar (Okka, 2015: 615).

1.5.4.İstikrarlı Kar Payı Dağıtım Politikası

İstikrarlı kar payı dağıtım politikasında, firmaların hissedarlara dağıttıkları kar payları, yıllar itibari ile azalma göstermeksizin belli bir seviyeyi korumakta ve çok yavaş olsa da belli bir artış eğilimi yakalamaktadır. Bu politikayı benimseyen firmaların hisse senetlerinin piyasa değeri, sabit oranda kar payı dağıtım politikasını benimseyen ancak karlarının düzensizliği sebebiyle istikrarsız kar payı dağıtan firmaların hisse senetlerinin piyasa değerinden yüksektir (Bolak, 2014: 267).

İstikrarlı kar payı dağıtım politikası, diğer kar payı dağıtım politikalarına göre daha az riskli olduğu için bu politikayı benimseyen firmaların hisse senetleri yatırımcılar tarafından daha fazla ilgi görmektedir. Firmanın dağıttığı kar payı her yıl istikrarlı bir şekilde arttığından dolayı, yatırımcılar tarafından ilgi gören satın alınan hisse senetlerinin piyasa değeri de yükselecektir. Bunun yanı sıra istikrarlı kar payı dağıtımını firmanın geleceği hakkında piyasaya olumlu sinyallerde verebilir.

1.5.5.Artıklar Oranında Kar Payı Dağıtım Politikası

Artıklar oranında kar payı dağıtım politikasında, firmaların yatırımları için ihtiyaç duyacakları kaynaklar, firmaların elde ettikleri net kardan düştükten sonra arta kalan kar tutarının hissedarlara kar payı olarak dağıtılmasını ifade etmektedir. Firmaların bu politikayı uygulaması, yatırım politikası, borçlanma politikası ve sermaye yapısı ile yakından ilişkilidir. Yatırımcılar tarafından riskli olarak görülen bu politikada her yıl dağıtılacak kar payı değişiklik gösterebilmektedir. Bura da önemli olan nokta ise karın dağıtılmadığı durumda bu karların ne şekilde yatırıma dönüştürüleceğidir (Aydın vd.,2010: 476).

Artıklar oranında kar payı dağıtım politikasında, ne kadar kar payı dağıtacağı aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanabilir (Dinçer vd.,2017: 555).

Dağıtılacak Kar Payı = Net Kar – Yeni Yatırımları Finanse Etmek için Dağıtılmaması Gereken Kar

Dağıtılacak Kar Payı = Net Kar – [(Hedef Özkaynak Oranı)*Toplam Yatırım Harcaması]

Örneğin; bir firmanın net karının 500 milyon lira, hedef özkaynak oranının %60, yeni yapacağı yatırımların finansmanı içinde 250 milyon liraya ihtiyacı olsun. Bu durum da;

$$\text{Dağıtılacak Kar Payı} = [500.000.000 - (\%60 * 250.000.000)]$$

$$\text{Dağıtılacak Kar Payı} = 350.000.000 \text{ lira olur.}$$

Firma optimal sermaye yapısını bozmaması için, 250 milyon liralık yatırımın %60'ını özkaynakla %40'ını ise borçla finanse etmesi gerekir. Bu nedenle firma yatırımın 150 milyonluk liralık kısmını $(250.000.000 * 0,60)$ özkaynakla, 100 milyon liralık kısmını da $(250.000.000 * 0,40)$ borçla finanse etmesi gerekir. Bu durumda firma 500 milyon liralık karının 150 milyon lirası ile yeni yatırımını finanse etmeli geriye kalan 350 milyon lirasını da hissedarlara kar payı olarak dağıtmalıdır. Dağıtılacak kar payı miktarı sıfır çıksa idi firma hissedarlara kar payı ödemesi yapamayacaktır.

Bu kar payı dağıtım politikasını uygulayan firmaların karlılıkları yüksek olsa bile eğer karlı bir yatırım fırsatı mevcutsa firma karı hiç dağıtmayıp yatırımı finanse edebilir ya da çok az kar payı dağıtabilir. Aksi bir durumda ise yani karlı bir yatırım fırsatı yok ise firma yüksek oranda kar payı dağıtımını gerçekleştirebilir. Artık oranda kar payı dağıtım politikasında her sene ödenecek olan kar payı tutarı değişiklik gösterdiği için bu politikayı uygulayan firmalar yatırımcılar tarafından riskli görülmektedir.

Bu politikada en önemli konu, dağıtılmayan karlardan yapılan yatırımlardan sağlanacak olan getirinin oranının ne olacağıdır. Hissedarların hisse senedinden bekledikleri getiri oranı, dağıtılmayan karlarla yapılacak yeni yatırımın beklenen getirisinden daha yüksekse, karın dağıtılmaması firmanın piyasa değerini negatif yönde etkileyecektir. Eğer, hissedarların hisse senedinden bekledikleri getiri oranı, dağıtılmayan karlardan yapılacak yeni yatırımın beklenen getirisinden daha düşükse, karın dağıtılmaması firmanın piyasa değerini pozitif yönde etkileyecek ve ileriki dönemlerde daha yüksek kar payı dağıtılmasına neden olacaktır (Dinçer vd., 2017: 556).

1.5.6.Kar Payı Avansı Ödemeleri

Kar payı avansı politikasının benimsendiği firmalarda, cari hesap dönemi bitmeden veya dönem bitmiş olsa bile genel kurul tarafından kar payı dağıtım kararı alınmadan, ileride her bir paya karşılık gelecek kara mahsuben kar payı avansı ödemesi yapılmaktadır. Bu politika daha çok yurtdışında faaliyet gösteren firmalar tarafından yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Ülkemizde de Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) mevzuatına göre, firmalar bağımsız sınırlı denetlemeden geçmiş üçer aylık dönemler itibarıyla hazırladıkları ana mali tablolarında yer alan karları üzerinden nakit kar payı avansı dağıtabilirler (Aydın vd.,2010: 477).

Hisse senetleri uzun vadeli yatırım aracı olarak kullanılan menkul kıymetlerdir. Firmalar da kısa vadeli yatırım araçları karşısında hisse senetlerine olan talebi artırmak için kar payı avansı politikası uygulamaktadırlar (Kaplanoğlu, 2005: 71).

1.6. FİRMALARIN KAR PAYI ÖDEME ŞEKİLLERİ

Firmalar öncelikli olarak kar payı dağıtım politikalarını belirledikten sonra dağıtılacak karın ne kadarının hissedarlara dağıtılacağı ne kadarının dağıtılmamış kar olarak firma bünyesinde bırakılacağına karar verdikten sonra hissedarlara dağıtılacak olan karın hangi kaynaktan karşılanacağı sorunu ile karşılaşmaktadırlar (Aşıkoğlu ve Sevil, 1995: 214). Firmalar kar payı ödemelerini hissedarlarına çeşitli şekillerde yapabilir. Kar payları hissedarlara nakit şekilde ödenebilirken bazen de kar paylarına karşılık olarak hisse senedi de verilebilir. Ya da firma aşırı derecede nakde sahipse karını piyasadan kendi hisse senetlerini geri satın almak içinde kullanabilir (Karaca, 2007:153).

Firmalar hissedarlarına kar payı ödemelerini farklı şekillerde gerçekleştirebilirler. Bunlar;

1. Nakit olarak ödeme,
2. Hisse senedi şeklinde ödeme,
3. Firmaların kendi hisse senetlerini geri satın alması yöntemi ile ödeme,
4. Hisse senedi bölünmesi yoluyla ödeme,
5. Melez olarak ödeme,

6. Seçmeli kar payı dağıtımı,
7. Ayni olarak kar payı dağıtımı,
8. Bono tipi kar payı dağıtımı,
9. Tasfiyeden kar payı dağıtımı,
10. Kar payı olarak intifa senedi verilmesi şeklinde ödeme

Yukarıda belirtilen kar payı ödeme şekilleri aşağıda sırası ile açıklanmıştır.

1.6.1.Nakit Ödeme

Bu ödeme şeklinde adından da anlaşılacağı üzere firmalar dönem sonunda elde ettikleri net karın bir kısmını hissedarlara nakit olarak öderler. Bu yöntem firmalar tarafından en sık kullanılan kar payı ödeme şeklidir ve yatırımcılarda genellikle bu firmaların hisse senetlerini tercih ederler (Şamiloğlu vd., 2012: 358). Fakat firmalar çok yüksek karlılığa sahip olsalar bile nakit olarak kar payı dağıtmayabilirler. Çünkü nakit ödeme yapabilmeleri için firmanın likidite durumunun uygun olması gerekir. Firmaların önlerinde karlı bir yatırım fırsatı var ise yatırımı finanse edebilmek için elinde çok yüksek miktarda kar payı olsa bile nakit kar payı dağıtmayabilirler. Bu durumda firma ya kar payı dağıtmamayı tercih eder ya da kar payını farklı bir şekilde dağıtmayı tercih eder (Dinçer vd., 2017: 557).

Kar payının nakit ödenmesine yatırımcılar tarafından bakıldığında ise yatırımcılar bu ödeme şeklinden memnuniyet duyarlar. Çünkü yatırımcılar elde ettikleri gelirleri ellerine geçmeden kendilerini kazanmış hissetmezler. Firmalar ödemelerini nakit olarak gerçekleştirdikleri zaman yatırımcılar gelirlerini elde etmiş görürler ve bu durumdan memnuniyet duyarlar. Böylelikle yatırımcılar yaptıkları yatırımdan getiri elde etmiş olurlar hem de firmanın bu şekilde nakit ödeme yapabilmesi yatırımcıları pozitif yönde etkiler. Ayrıca firmanın nakit ödeme yapabilmesi firmanın finansal durumunun iyi olduğuna dair bir işaret olarak algılanır ve yatırımcılar tarafından bu hisse senetlerine ilgi artar ve dolayısıyla da firmanın piyasa değeri artar (Karaca, 2007: 155).

1.6.2.Kar Payı Olarak Hisse Senedi Verilmesi

Bazı firmalar karlarını hissedarlarına hisse senedi şeklinde de dağıtmayı tercih edebilirler. Hisse senedi şeklinde kar payı dağıtımında, dağıtılmasına karar verilen

toplam kar payı kadar firma sermaye artırımına gider ve yeni hisse senedi ihraç eder. İhraç ettikleri bu yeni hisse senetlerini mevcut hissedarlarına sermayedeki payları oranında bedelsiz olarak dağıtır (Dinçer vd.,2017:557). Örneğin; bir firma hissedarlarına %25 oranında hisse senedi şeklinde kar payı dağıtımını yapacağını duyurmuş ise her bir hissedara sahip oldukları hisse senedi sayısının %25'i kadar yeni ihraç etmiş olduğu hisse senetlerinden bedelsiz olarak vereceği anlamına gelir. Yani firma hissedarlarına her 100 hisse senedine karşılık yeni 25 hisse senedi vererek kar payı ödemesini gerçekleştirir.

Hisse senedi şeklinde yapılan kar payı dağıtımı, esasında dağıtılmayan karlardan sermayeye yapılan bir transfer işlemidir. Kar payı hisse senedi şeklinde ödendiğinde hisse senetlerinin piyasa değerinde herhangi bir değişiklik meydana gelmemesiyle birlikte firmanın özsermaye bileşeninde pozitif bir değişikliğe neden olmaktadır (Aydın vd., 2010: 478).

Kar payını hisse senedi şeklinde ödemenin hem firma hem de yatırımcılar açısından avantajlarına bakıldığında, firmalar her hangi bir fon çıkışına ihtiyaç duymadan kar paylarını dağıtmış olurlar ve kar payını dağıtma veya dağıtmama çelişkisine son vermiş olurlar. Firmalar aynı zamanda karlı yatırım fırsatlarını fon çıkışı sağlamadığı için bu fon ile kolaylıkla finanse etmek için kullanabilirler. Hissedarlarda hisse senetlerini istedikleri zaman nakde çevirebilirler. Bu şekilde kar payı dağıtımı, firmaların dolaşımdaki hisse senedi sayısını artırırken, diğer yandan hisse senedinin aşırı değerlendirilmesini engelleyerek, hisse senedine olan talebi artırmakta ve hisse senetlerini herkesinden yatırımcının alabilmesine fırsat tanımaktadır (Akgüç, 1998: 792).

Hisse senedi şeklinde kar payı ödemenin en büyük avantajı nakdin firmada kalmasına olanak sağlamasıdır. Bu kar payı ödeme şeklinde firma hem kar payı ödemesini gerçekleştirmiş olur hem de aynı zamanda firmadan nakit çıkışını engellemiş olur. Kar payını hisse senedi şeklinde alan hissedarlar da istediği zamanda ellerindeki hisse senetlerini borsa da satarak nakde çevirebilme imkanına sahip olurlar.

1.6.3.Şirketin Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Alması

Bu kar payı dağıtım yönteminde firma kar payı ödemesini kendi hisse senetlerini piyasadan satın alarak gerçekleştirir. Firmanın piyasadan kendi hisse senetlerini almasıyla birlikte dolaşımda olan hisse senedi sayısı azalmakta ve yapılan işlemin firmanın net karında herhangi bir değişikliğe neden olmadığı varsayımı altında dolaşımda olan hisse senedi sayısının azalması da her bir hisse senedi başına düşen karı artırmaktadır. Hisse başına düşen karın artması da hisse senetlerinin piyasa değerinin yükselmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla bu yöntemle birlikte hissedarlar nakit kar payı almak yerine hisse senetlerinin piyasa değerinin artması ile birlikte sermaye kazancı elde ederler (Akgüç, 1998:796).

Firmalar satın alma işlemini ya ilan vererek gerçekleştirirler ya da doğrudan piyasadan satın alma işlemini kendileri gerçekleştirirler. Bu yöntemle aslında firma bir anlamda sermaye azaltılmasına gitmektedir. Ülkemizde firmaların kendi hisse senetlerini geri almasına yasal düzenlemeler sebebiyle olanak tanınmamaktadır. Bu nedenle ülkemizde uygulamada iki farklı yöntem uygulanabilmektedir. Firmanın nakit durumlarına, büyüme olanaklarına ve diğer çeşitli unsurlara da bağlı olarak, kar payını ya nakit olarak dağıtabilir ya da bedelsiz olarak dağıtırlar. Ya da bazı durumlarda kar payının bir kısmını nakit bir kısmını ise hisse senedi şeklinde dağıtma yöntemine başvurabilirler (Şamiloğlu vd., 2012: 358).

Firmaların kendi hisse senetlerini satın alarak kar payı ödemesinin yatırımcılara iki önemli avantajı vardır. Bunlardan ilki, yatırımcılar açısından hisse senetlerinin satılması sonucunda elde edilecek kazancın, sermaye kazancı özelliğinde olmasından dolayı vergilendirilmesinin de bu çerçevede yapılmasıdır. Diğer bir avantajı ise, firmaların hisse senetlerini geri satın alma talebi ile birlikte yatırımcılara gitmeleri durumunda yatırımcıların hisse senetlerini satarak hemen kazanç elde etme veya ellerindeki hisse senetlerini satmayarak gelecekteki fiyat artışlarından yararlanma anlamında bir tercihte bulunabilmeleridir (Aydın vd, 2010: 478).

1.6.4.Hisse Senedi Bölünmesi Yoluyla Kar Dağıtımı

Hisse senedi bölünmesi yoluyla kar payı dağıtımında hisse senedi şeklinde kar payı dağıtımında olduğu gibi firmaların sermayeye yapılarında ya da yedek akçeleri üzerinde herhangi bir etkisi yoktur. Bu yöntemde, herhangi bir firmaya ait olan hisse senedinin sayısı artırılıp, hisse senedi fiyatını düşürmek suretiyle hisse senetlerinin likiditesinin arttırılması amaçlanmaktadır. Hissedarların ellerindeki hisse senedi sayısının artmasına karşılık olarak, söz konusu hisse senetlerinin nominal değerinde bir azalma olduğundan dolayı, hissedarların firma üzerindeki hisselerinde herhangi bir değişiklik meydana gelmemektedir. Burada amaç; hisse senetlerinin fiyatlarını düşürerek hisse senetlerini daha likit hale getirebilmektir (Ataş, 2004: 31). Bir firmanın hisse senedinin fiyatı, likiditesini olumsuz olarak etkileyebilecek bir seviyeye düşmüş ise firma yönetimi tarafından $\frac{1}{2}$, $\frac{1}{4}$ gibi oranlar ile hisse bölünmesine karar verebilir. Örneğin, firma $\frac{1}{2}$ oranında hisse bölünmesi kararı almış ise, hissedarlara ellerindeki mevcut hisse senetlerinin fiyatının yarısı kadar fiyata sahip iki adet hisse senedi verilir. Diğer bir deyişle, hisse senedinin fiyatı 8 TL ise hissedarlara 4 TL'den iki adet yeni hisse senedi verilir (Dinçer vd. 2017: 559).

Hisse senedi bölünmesi yoluyla kar payı dağıtımı, bedelsiz hisse senedi yoluyla kar payı dağıtımına benzemektedir. Firmada hisse senedi bölünmesinin borç ve özkaynak yapısında bir değişikliğe yol açmamasına rağmen, hisse senetlerinin piyasa değerini artırma etkisi gözlemlenebilir. Bunun nedeni ise, bu kar payı dağıtım şeklini uygulayan firmaların, yatırımcılara göre gelecekte daha fazla kazanç elde edileceği yönünde bir etki uyandırmasıdır (Şanlı, 2018: 26).

1.6.5.Melez Kar Payı Dağıtımı

Melez kar payı dağıtımı, firmanın kar payı olarak hem nakit hem de hisse senedi şeklinde kar payı dağıtım yöntemini birlikte kullanmasıdır. Melez kar payı dağıtımının etkileri nakit olarak kar payı dağıtımının etkilerine benzemektedir. Melez kar payı dağıtan firmaların amacı, kar payını hem nakit hem de hisse senedi şeklinde almak isteyen yatırımcıların ilgisini çekebilmektir. Melez kar payı dağıtan firmalar dönem sonunda kar payının nakit kısmının oranını kendileri ayarlayabilmektedirler. Firmaların ne oranda nakit ne oranda hisse senedi şeklinde kar payını dağıtacağı konusunda bir

zorunluluk bulunmamaktadır. Firmanın eğer nakit sıkıntısı var ise hisse senedi şeklinde kar payı oranını artırıp nakit kar payı oranını azaltabilir ve böylelikle hem kar payı dağıtımını gerçekleştirir hem de likiditesini çok fazla düşürmemiş olur. Bu şekilde hem hissedarların hem de yöneticilerin memnuniyetsizliklerinin önüne geçilmiş olur (Önem, 2014: 24-25).

1.6.6.Seçmeli Kar Payı Dağıtımı

Seçmeli kar payı dağıtımında, hissedarlara nakit ya da hisse senedi şeklinde kar payı alabilmeleri konusunda seçim hakkı tanınmaktadır. Kar payı dağıtımı, firma yönetimi tarafından kar payı dağıtım kararı alındıktan sonra, hissedarlarca verilecek karar, hisse senetlerinin piyasa değeri ile nakit kar payı miktarının karşılaştırılması sonucu alınacaktır. Eğer hissedarlarca değerlendirilen iki alternatiften sağlanacak olan fayda birbirine yakın ya da eşit ise küçük hissedarlar yeni hisse senedi alma ya da saklama zahmetine girmeden nakit kar payı almayı tercih edeceklerdir. Nakit kar payı alma alternatifinin yeni hisse senedi alma alternatifinden sağlanan faydadan daha düşük olduğu durumlarda ise hissedarlar hisse senedi şeklinde kar payı alma alternatifini tercih edeceklerdir ve böylece de firma da ihtiyacı olan nakdi bünyesinde tutmuş olacaktır (Belkayalı, 2004: 116-117).

1.6.7.Ayni Olarak Kar Payı Dağıtımı

Bu kar payı dağıtım şeklinde, firmalar ürettikleri malları hissedarlarına kar payı olarak verebilmektedir. Firma hissedarları, eğer firmanın bayisi ise ayni olarak kar payı alabilirler. Sektörlere bakıldığında bazı meyve suyu ve halı firmaları hissedarlarına kar payını ayni olarak dağıtmaktadırlar. Fakat genele bakıldığında ise çok fazla kullanılan bir kar payı dağıtım şekli olmadığı görülmektedir (Başkaya, 2012: 32).

Firmanın ürettiği ya da sattığı mallara talep yüksekse firma nakit yerine ayni olarak kar payını dağıtmaktadır. Eğer firmanın mallarına talep düşükse ya da satışında zorluk yaşıyorsa firma yine ayni olarak kar payı dağıtmayı tercih edebilir. Ayni olarak kar payı dağıtımı ülkemizde çok fazla kullanılan bir yöntem değildir. Fakat bu özellikleri taşıyan firmalar tarafından tercih edilebilen bir yöntem olabilmektedir.

1.6.8.Bono Tipi Kar Payı Dağıtımı

Bono tipi kar payı dağıtımı; firmaların, likidite sıkıntısı çektikleri dönemlerde ya da ellerindeki nakdi değerlendirebilecekleri daha iyi fırsatları olduğunda, hissedarlarına kar payı olarak, belirli zaman dilimlerinde ödenecek faizli bonolar vermeleridir. Bu kar payı dağıtımı, firmanın gerçekten kar elde ettiği ancak cari değerlerini nakde çevirebilmek için belirli bir sürenin geçmesini beklemek mecburiyetinde olduğu dönemlerde kullanıldığında firmaya olumlu sonuçlar sağlar. Bu durumun tam tersi bir durumda ise, firmanın karının iyi olmadığı halde sadece ortakları ödüllendirmek için bu yöntem kullanılırsa firmaya olumsuz sonuçlar doğuracaktır. Kar olmadığı halde bono tipi ödeme yapıldığında, belirli bir süre içinde hissedarlara verilen bono bedellerinin ödenmesi ve ek olarak faizlerinin ödenmesi firmanın sermayesinde azalmalara neden olacaktır (Karaca, 2007: 175).

1.6.9.Tasfiyeden Kar Payı Dağıtımı

Firmanın tasfiyeye gitmesi durumunda; elinde bulundurduğu varlıklarını satıp borçları ödendikten sonra geri kalan kısım hissedarlara dağıtılmaktadır. Bu dağıtım şekline tasfiyeden kar payı dağıtımı denilmektedir. Anonim şirket şeklinde kurulan firmalarda hissedarlar, sadece koydukları sermaye ile sorumludurlar. Firmanın tasfiyeye gitmesi durumunda da hissedarların kaybı sermayeye koydukları pay kadardır. Bunun yanı sıra anonim şirketlerin hissedarları, tasfiye durumunda, tasfiyeden sonra alacağı payları garanti değildir. Çünkü anonim şirketlerde pay sahipleri tasfiye bakiyesinden faydalanabilecek olan son gruptur (Şanlı, 2018: 28).

1.6.10.Kar Payı Olarak İntifa Senedi Verilmesi

Özellikle firmalarda kurucu hissedarlara verilen intifa senetleri, firmanın esas sermayesine iştirakleri söz konusu olmadan, senet sahiplerine net kara ve tasfiye durumunda tasfiye bakiyesine katılma ya da yeni çıkarılacak pay senetlerini alma hakkı veren kıymetli evrak niteliğinde belgelerdir. Kar payı olarak intifa senedi verilmesinde ise, kar dağıtımının ortaklarca uygun görülmediği ya da nakit veya diğer şekillerde kar payı ödemesinin yapılmak istenmediği dönemlerde bu tür senetlerin hissedarlara paylarına karşılık olarak verilmesidir (Belkayalı, 2004: 118).

1.7. FİRMALARIN KAR PAYI ÖDEME TARİHLERİ

Yurtdışındaki firmaların çoğu, belirledikleri kar payı dağıtım politikası ne olursa olsun, üç aylık dönemler halinde hissedarlarına kar payı dağıtımını yapmaktadır. Ülkemizde ise, firmalar esas itibari ile yılda bir kez kar payı dağıtacağını ilan ederler. Ancak kar payı dağıtım tarihleri firmadan firmaya farklılık göstermektedir (Belkayalı, 2004: 33).

Firmaların kar payı ödeme tarihleri ile ilgili olarak farklı dört tarihten bahsetmek mümkündür.

1.7.1.İlan Tarihi

Firmaların üç aylık cari bilançolarını ilan ettikten sonra yönetim kurulu kararıyla kar payı ödemelerinin kamuoyuna duyurulduğu tarihtir (Levy, 1998: 696).

Firma yönetiminin kamuoyuna yeni kar payı dağıtacağını piyasaya bildirdiği tarihtir. Bu tarihte firma hissedarları, söz konusu firmanın hisse senedi başına ne kadar kar payı dağıtacağını öğrenmiş olmaktadır (Belkayalı, 2004: 34)

1.7.2.Kayıt Tarihi

Firmanın muhasebe kayıtlarında gözüken tüm mevcut hisse senedi sahiplerinin listesinin belirlendiği ve bu belirlenen kişilere kar payı ödemesinin gerçekleşeceği bilinen tarihi ifade etmektedir (Levy, 1998: 696).

Halka açık olan firmalarda, firmanın hissedarları kar payının sürekli olarak değiştiği ve bu değişikliklerin aynı hızda firma defterine işlenmediği için yanlış kar payı ödemeleri gerçekleşmesi nedeniyle kayıt tarihi yerine kayıt olmadan tarih düzenlenmiştir (Boztosun, 2006: 74).

1.7.3.Kar Payı Olmadan Tarih

Kar payı olmadan tarih, hisse senetleri sermaye piyasalarında işlem gören firmalarda hisse senetlerinin kar paylarının düşülerek işlemin gerçekleştiği tarihi ifade eder. Hisse senetleri günlük olarak alım-satımına konu olduğundan dolayı kayıtlı hisse

senedi sahiplerinin kayıt tarihinden önceki dört iş günü için kar paysız tarih söz konusudur. Bu tarih, gelecek dönemde kar payı almaya hakkı olmaksızın hisse senetlerinin işleme başladığı tarihtir (Levy, 1998: 696).

1.7.4.Ödeme Tarihi

Firmanın hesap dönemi sonunda elde ettiği karı hisse senedi sahiplerine payları oranında kar payı olarak ödemeyi gerçekleştirdiği tarihi ifade etmektedir (Belkayalı, 2004: 35).



İKİNCİ BÖLÜM

KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİ

Bu bölümde firma değeri kavramı, firma değerini etkileyen unsurlar, firma değerinin ölçümünde kullanılan yöntemlere ve firmaların kar dağıtım politikalarının firma değerine etkisi üzerine geliştirilen yaklaşım ve modeller üzerinde durulacaktır.

2.1. FİRMA DEĞERİNE GENEL BAKIŞ

Kar dağıtım kararlarında firma değeri konusunun etkili olmasından dolayı firma değeri kavramını incelenmesine gerek duyulmuştur. Finans yöneticisi firma ile ilgili finansman kararları alıp görevlerini yerine getirirken belli bir finansal amaç doğrultusunda hareket etmelidir. Buna göre finans yöneticisinin amacı, firmanın piyasa değerini ve dolayısıyla da firma hisse senetlerine yatırım yapan hissedarların servetlerini en yüksek seviyeye çıkarma şeklinde belirlenebilir. Finans alanında yapılan çalışmalara bakıldığında genel olarak firmaların amaçlarının “pazar değerini maksim yapmak” olduğu vurgulanmaya başlanmıştır. Aynı şekilde literatür incelendiğinde, sıkça kullanılan firmanın cari Pazar değerini yükseltmek ile firmanın hisse senetlerinin Pazar değerini maksimum yapmak; firmanın servetini artırmak ve firmanın net bugünkü değerini artırmak benzer anlamlarda kullanılmaktadır (Karaca, 2007: 33).

Firmanın net bugünkü değerinin maksimum yapılması amacının gerçekleşmesi, firmanın elinde bulundurdukları bütün varlıkların her birinin etkin kullanılıp, hedeflenen amaca en çok katkıyı sağlayacak şekilde kullanılmalarıyla mümkündür (Aksoy, 1993: 6).

Bu bilgiler ışığında bir firmanın değerinin, söz konusu firmanın gelecekte sağlayacağı gelir akışı ile bu akışın risk derecesine bağlı olduğunu söyleyebiliriz. Bunun yanı sıra firma değerini etkileyen kararları da daha çok finans yöneticilerinin aldığı, yatırım kararları, finansal kararlar ve kar payı dağıtımına yönelik kararlar olarak sıralayabiliriz (Belkayalı, 2004: 4).

Konumuz gereği, firma değeri kavramını kâr dağıtım kararları çerçevesinde inceleyeceğiz. Firmanın piyasa değerini ise firmanın hisse senedinin piyasa değeri ile toplam hisse senedi sayısının çarpımı şeklinde ifade edeceğiz.

Firma değerinin maksimum yapılması firmanın amacı haline geldiği için, firma değeri ve firma değerinin hesaplanması yöntemleri de büyük bir önem taşımaktadır. Bu nedenle bu bölümde bu konular açıklanmaya çalışılacaktır.

2.1.1.Firmanın Amacı

20. yüzyılın başlarından itibaren firma yöneticileri amaç olarak karı maksimum yapmayı planlamışlar ve bu yüzyılın ikinci yarısından günümüze kadar bu konu çeşitli tartışmalara konu olmuştur. Kar kavramı tek başına bir anlam ifade etmemektedir. Amaç olarak belirlenen karın maksimum yapılması tartışmasında, maksimum düzeye çıkarılmaya çalışılan karın, kısa vadeli mi yoksa uzun vadeli kar tutarı veya karlılık oranı mı olduğu konusunda ortak bir sonuca ulaşılamamıştır. Bunun yanı sıra farklı dönemlerde kar sağlayan yatırımların seçiminde oluşan belirsizlik ve yatırımlardan beklenen fon girişlerinin dikkate alınmaması da karın maksimizasyonu görüşüne yöneltilen başlıca eleştirilerdir (Bozkurt vd., 1997: 12).

Firma amacı olarak, karın maksimum yapılması kabul edildiği dönemde firmanın genel olarak üç hedefinden söz edilebilir (Karaca, 2007: 34);

1. Firmanın çıkarlarına yönelik amaçlar,
2. Hissedarların çıkarlarına yönelik amaçlar,
3. Sosyal amaçlar.

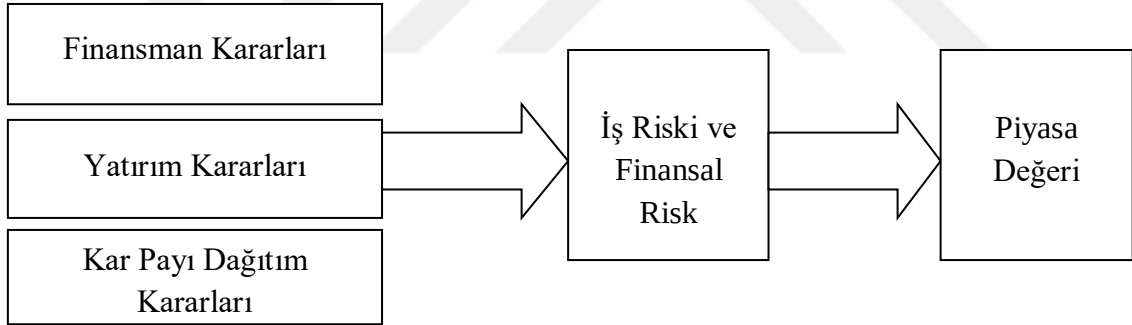
Firma yukarıda belirtilen amaçlara ulaşmayı hedeflerken, hisse senedi yatırımcıları da daha fazla kar payı elde etmek isteyeceklerdir. Dolayısıyla da firma kendi hedefleri doğrultusunda daha fazla kaynak isterken, firmanın hisse senedine yatırım yapan hissedarlar ise kendi amaçları doğrultusunda firmadan daha fazla kazanç beklemektedirler. Diğer bir taraftan da firma sosyal amaçlarını da yerine getirmek isteyecektir. Bu nedenle bu üç amaç da birbirleri ile çatışacaktır (Belkayalı, 2004: 6)

Daha sonra bu üç genel amaç bir ortak amaç altında toplanmak istenmiş ve firmanın amacı “Firma Karının Maksimum Yapılması” şeklinde ifade edilmiştir. 1960

yılında Harvard Business Review Dergisinin Aralık sayısında Robert Anthony yazdığı “The Trouble With Profit Maximization” isimli makalesinde de belirttiği gibi firma amacı olarak artık kar maksimizasyonunun savunulamayacağını öne sürmüştür (Bozkurt vd., 1997: 12).

İçinde bulunduğumuz yüzyılda da her alanda olduğu gibi, finans alanında da çok önemli gelişmeler meydana gelmiştir. Finansman, geleneksel yaklaşımda fon temin etme olanaklarını arama şeklinde ifade edilirken, günümüzde ise geleneksel görüşü bir kenara bırakarak varlıkların yönetimi, kaynakların etkin ve verimli kullanılması ve firmayı bir bütün olarak değerlendirmesi işlevlerini içinde barındıran bilimsel bir niteliğe bürünmüştür. Dolayısıyla da bu değişimle birlikte firma amacı da piyasa değerini maksimum yapma şekline eğilmiştir (Belkayalı, 2004:7).

Kar payı dağıtımı, finansman ve yatırım kararlarının bir fonksiyonu olarak meydana gelen piyasa değeri kavramını aşağıdaki şekilde şematize edebiliriz (Karaca, 2007: 36):



Şekil 2.1. Firma Değerini Maksimum Yapan Kararlar

Finans yöneticisinin aldığı bu üç karardan yatırım kararlarının firma değerini etkilediği yönünde görüş birliği var iken; finansal kararlar ile kar payı dağıtım kararlarının, firma değerine etkisi olduğu yönünde tartışmalar hala devam etmektedir. Tam bir görüş birliği olamamakla birlikte, finansal kararların da firmanın değerine etki ettiği, firmalar için optimal sermaye yapısına sahip olan firmaların finansal yapılarında değişikliğe giderek, firma değerlerini yükseltebilecekleri görüşü daha fazla benimsenmektedir (Belkayalı, 2004: 8).

2.1.2.Firma Değerinin Önemi

Firma değeri ile alınan hisse senedi arasındaki ilişkiden dolayı bir firmanın hisse senedini alan hissedarlar çeşitli şekillerde firma üzerinde tasarruf ve söz sahibi olmaktadır.

Diğer bir ifadeyle, bir hisse senedine yatırım yapan kişi ya da tüzel kişi söz konusu firmanın bugünkü varlıklarının yanı sıra gelecekteki kazanma gücüne de yatırım yapmış olur (Kaba, 2009: 25).

Yani kısacası, hem firma açısından hem de firmanın hisse senedini satın alarak firmaya yatırım yapan yatırımcılar açısından hisse senedi alım satımlarında firma değerinin önemi büyüktür.

Bir firmanın değeri, gelecekteki gelir akışı ile bu gelir akışı elde edilirken karşılaşılan risklerin derecesine bağlıdır. Finansman kararları da gelir akışlarının büyüklüğünü ve firmanın risk derecesini önemli ölçüde etkilemektedir. Günümüzde ise finansal kararların odak noktasını, firmaların piyasa değerini etkileyen karar ve faaliyetler oluşturmaktadır (Karaca, 2007: 36).

Ülkemizde hisse senetlerinin halka arzından sonra, bazı hisse senetlerinin piyasa fiyatındaki aşırı düşüşler ya da aşırı yükselişler görülmekte, bu da hisse senetlerinin fiyatının tespiti için kullanılan yöntemlerin doğruluğu konusunda endişelere neden olmaktadır. Bu durumda hisse senetlerinin fiyat tespitinin titiz bir şekilde yapılması gerektiğini ortaya koymuştur. Bir hisse senedi piyasasında, hisse senedi fiyatı arz ve talebe göre belirlendiği ortamlarda, bir firmanın reel durumunu ne derecede yansıttığını anlayabilmek için firma değerinin objektif ve doğru bir şekilde hesaplanması gerekir (Karaca, 2007: 38-39).

Firma değerinin tespit edilmesi; firmanın finansmanında, birleşme ve satın alma durumlarında, portföy yönetimi gibi birçok finansman alanında önemli bir yere sahiptir.

2.1.3.Firma/Hisse Değeri Kavramları

Hisse senedi değeri tanımlanırken birbirinden farklı birçok kavramdan yararlanılmaktadır. Literatüre bakıldığında da bu kavramlar nominal değer, tasfiye

değeri, işleyen teşebbüs değeri ve piyasa değeri olarak karşımıza çıkmaktadır ve bu kavramlar aşağıda açıklanacaktır.

2.1.3.1.Nominal Değer(İtibari Değer)

İtibari değer veya kayıtlı değer olarak da bilinen nominal değer, hisse senedinin üzerinde yazılı olan ve muhasebe kayıtlarına geçirilen değerini ifade etmektedir. Hisse senedi ilk defa halka arz edildiği sırada toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek amacıyla belirlenen bu değer, sermaye artırımlarında ve kar payı hesaplamalarında önem arz etmektedir. Çünkü, hissedarlar sahip oldukları hisse senetlerinin nominal değerine göre yönetime katılmakta ve kardan pay almaktadırlar (Şamiloğlu vd., 2012: 361).

TTK 'ya göre ülkemizde bir pay senedine karşılık gelen nominal değer en düşük 1 TL olabilir ve nominal değer belirlenirken 1 TL ve katları şeklinde belirlenir. Ancak uygulamada en fazla kullanılan değer 1 TL'dir. Bir hisse senedinin nominal değeri 1 TL olarak belirlenmesi durumunda bilançoda yer alan ödenmiş sermaye toplam hisse senedi sayısını ifade etmektedir (Aydın vd., 2010: 263).

2.1.3.2.Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri; firmanın sahip olduğu varlıkların hızlı bir şekilde satılıp, işletmenin mevcut borçları ödendikten sonra kalan tutarını ifade etmektedir. Bu değer, firmanın sahip olacağı en düşük değeri göstermektedir. Bir firmanın tasfiye değeri, tasfiyenin isteğe bağlı veya zorunlu olmasına göre değişiklik göstermektedir(Ertuğrul, 2008: 149).

Tasfiye değeri aşağıdaki şekilde formülize edilebilir: (Temizer, 2015: 45))

$$\text{Tasfiye Değeri} = \text{Varlıkların Cari Piyasa Değeri} - \text{Toplam Borçlar}$$

Bir firmanın tasfiye değeri ile defter değeri birbirinden farklıdır. Çünkü, firmanın bünyesindeki stok ve maddi duran varlıkların değer kazanmış olmasından, firma alacaklarının tahsilinde yaşadığı problemlerden ve maddi duran varlıkların firmanın tasfiyesi sırasında maddi değer taşımadıklarından ya da kayıtlı değerlere nazaran daha düşük değerlere sahip olmasından dolayıdır. Tasfiye edilecek olan bir firmanın satış değeri, firmanın tasfiye değerinin üzerinde olmalıdır. Çünkü bir firmanın tasfiye değeri eğer satış değerinden yüksek ise firmayı satın alan kişiye firmayı devraldıktan sonra tasfiye ederek kazanç elde etme olanağı sağlanmış olur (Demirkol, 2007: 18).

Tasfiye değerinden bahsedebilmek için öncelikli olarak firmanın faaliyetlerini başarılı bir şekilde sürdürememesi gerekir. Ortada böyle bir durum yok ise tasfiye değerinden bahsetmek anlamlı değildir. Tasfiye değeri, kar elde etmesi mümkün olmayan ve topluma sosyal bir faydası olmayan firmalar için hesaplandığında bir anlam ifade etmektedir. Eğer bir firmanın gelecekteki tahmini nakit akımlarının iskonto edilerek bugüne indirgenmesi sonucu elde edilen değer tasfiye değerinin altında ise firma için tasfiye kararı verilmelidir (Chambers, 2009: 209-210).

2.1.3.3. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri; bir firmanın bir bütün halinde devredilmesi durumunda bulunacak bir değer olup, firmanın hisse senetlerinin maksimum piyasa değerini ifade etmektedir (Günak, 2007: 26). Diğer bir tanıma göre işleyen teşebbüs değeri, firmanın elinde bulundurduğu bir varlığın çalışır durumda iken satılması halinde ortaya çıkan değeri ifade etmektedir (Karan, 2011: 345). Ayrıca firmanın sahip olduğu piyasadaki itibarı da işleyen teşebbüs değerine dahildir (Apak ve Demirel, 2013: 173).

Firmaların işleyen teşebbüs değerlerini etkileyen önemli üç faktör vardır. Bu faktörler: (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 249-250)

- **Ek Kazanç Gücü:** Firmanın mevcut varlıkları üzerinden belli bir oranın üzerinde kazanma gücünü ifade etmektedir ve bu gücün firma tarafından sağlanabilmesi için de elinde bulundurduğu varlıkları etkin ve verimli kullanılmalıdır. Bu durumda, firmanın elinde bulundurduğu varlıkların değeri, defter değerinden daha yüksek olmaktadır.

- **Maddi Olmayan Varlıklar:** Burada maddi olmayan varlıklar ifadesi ile anlatılmak istenen firmanın sahip olduğu marka, patent, şerefiye ve AR-GE harcamaları gibi varlıklardır. Bu söz konusu olan maddi olmayan varlıklar firmanın bilançosunda yer almayabilir. Bu nedenden ötürüde hisse senetlerinin değeri ile defter değeri arasında da fark oluşur.
- **Gelecekteki Yatırımların Değeri:** Firma hisse senetlerinin piyasa değerini etkileyen faktörlerden biri de firmaya yatırım yapacak olan kişilerin, firmanın gelecekte karlı yatırımlar yapmasına ikna olmalarıdır. Eğer yatırımcılar firmanın gelecekte karlı yatırımlar yapacağına inanıyor ise o firmanın hisse senedine yüksek bedeller ödemeye razı oldukları anlamına gelir.

2.1.3.4. Piyasa Değeri

Piyasa değeri, bir hisse senedinin sermaye piyasasında alınıp satıldığı fiyat ya da pay senedinin piyasa fiyatı olarak tanımlanmaktadır. Piyasa fiyatı piyasadaki arz ve talebe göre belirlenir. Firmanın etkinliğinde herhangi bir değişme olmasa bile piyasa koşullarındaki değişmelere bağlı olarak pay senedinin piyasa fiyatında değişimler gözlemlenebilir. Bu değişimler pay senedinin gerçek değerinin altında veya üstünde olabilir (Aydın vd., 2010: 264).

2.2. FİRMA DEĞERİNİ ETKİLEYEN UNSURLAR

Firma değerini etki eden birçok unsur bulunmaktadır. Bu unsurların firma değerine etkileri zaman ve mekana göre değişiklik göstermektedir.

Firmanın kendi bünyesindeki değişikliklerden kaynaklanan unsurlar firma değerini etkileyen firma içi unsurlardır (Şamiloğlu vd., 2012: 363). Bunun yanı sıra firmanın kontrolü altında olamayan ve bütün çevreleri etkileyen genel ekonomik koşullarda firma değerini etkilemektedir. Firma içi unsurlar firmanın kendi kontrolü altında olan ve müdahale edebileceği unsurlardır.

Genel anlamda firma değerini etkileyen unsurlar şunlardır (Ataş, 2004: 9-10):

- Firmanın faaliyet gösterdiği sektör ve ekonominin genel durumu,
- Firmanın faaliyet gösterdiği sektöre giriş koşulları,
- Sektörün büyüklüğü ve büyüme hızı,

- Ar-Ge faaliyetleri,
- Firmanın sermaye yapısı, likidite durumu,
- Firmanın geçmişteki kazançları ve potansiyel kazanç gücü,
- Firmanın geçmişteki kar payı politikası ve kar payı dağıtabilme kapasitesi,
- Şirketin gelecekte ihtiyaç duyacağı yatırım tutarı,
- Firmanın gerçekleştireceği yatırım projeleri ve ekonomik ömürleri,
- Üretim konusu, kapasite ve cirosu, ihracat imkanları,
- Faydalandığı teşvik tedbirleri,
- Kredi imkanları,
- Yeni yatırım projeleri, sermaye artırımını ihtimali ve imkanları,
- Rakiplerine göre sektördeki durumu,
- Maliyetleri ve karlılık durumu,

Bu unsurların yanı sıra ülkede uygulanan faiz oranları, döviz kuru, para arzı ve vergisel değişiklikler gibi unsurlarda firmanın değerine etki eden unsurlardır. Bu unsurlar firmanın kontrolü altında olmayan ve bütün çevreleri etkileyen unsurlardır (Şamiloğlu vd., 2012: 364-365).

2.3. FİRMA DEĞERİNİN ÖLÇÜMÜ VE KULLANILAN YÖNTEMLER

Firmanın sahip olduğu her varlık mutlaka bir değere sahiptir. Ancak bu değer tespit edilirken farklı bilgiler ve teknikler kullanılmaktadır. Örneğin, arsa, bina ve taşıt gibi maddi duran varlıkların değeri tespit edilirken kullanılan teknik ve bilgi ile hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetlerin değeri tespit edilirken kullanılan teknik ve bilgiler farklılık göstermektedir. Bu farklılıklara rağmen, bu değişik varlıkları değerlerken meydana gelen en büyük benzerlik, kaçınılmaz bir belirsizliğin var olmasıdır. Bu belirsizlik genel olarak değeri belirlenen varlığın niteliğinden kaynaklanırken, değer tespiti için kullanılan yöntemlerde bu belirsizliği artırmaktadır (Belkayalı, 2004: 13).

Hisse senedi değerlemesinde kullanılan yöntemleri, indirgenmiş nakit akımlarının kullanıldığı yöntemler ve muhasebe temeline dayalı fiyat katsayılarının kullanıldığı yöntemler olarak iki ana başlıkta incelemek mümkündür.

Değerlemede kullanılan bu yöntemlerin birbirlerine göre zayıf ve güçlü yönleri bulunmaktadır. Bu nedenle uygulamada bu yöntemlerin genellikle birlikte kullanıldığı görülmektedir.

Bu bölümde kısaca günümüzde firma değerlemede kullanılan defter değeri, piyasa değeri/defter değeri oranı, fiyat kazanç oranı, kar payı verimi yöntemi, indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve yeniden tesis etme yaklaşımı yöntemleri incelenecektir (Karaca, 2007: 39).

2.3.1. Defter Değeri

Defter değerine öz sermaye değeri de denilmektedir. Defter değeri, hissedarların firmanın ekonomik varlıklarının kayıtlı değerleri üzerinde ne kadar mülkiyet haklarının olduğunu göstermektedir (Şamiloğlu vd., 2012: 361).

Defter değeri yaklaşımında, değer tespiti yapılacak zamana ilişkin olarak düzenlenecek bilançodaki öz kaynakların toplamı, firmanın hissedarlar açısından değerini ifade etmekte ve bu tutarın toplam hisse senedi sayısına bölünmesi ise her bir hisse senedinin defter değerini ifade etmektedir. Bu yaklaşım, firmaların varlıklarından yola çıkmaktadır. Ancak değerlemede asıl önemli olan varlıkların gelecekte kazanma gücüdür (Belkayalı, 2004: 14).

Hisse senetlerinin defter değeri hesaplanırken aşağıdaki formül kullanılır (Karaca, 2007: 42).

$$\text{Hisse Senedi Defter Değeri} = \frac{\text{Toplam Varlıklar} - \text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Hisse Senedi Sayısı}}$$

Ancak hisse senedi defter değeri oranının gerçekleri yansıtabilmesi için enflasyon ortamlarında kullanılan değerlerin enflasyondan arındırılması gerekir.

2.3.2.Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı

Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı, firmanın hisse senedi fiyatının hisse başına defter değerine oranını ifade eder. Bu oran firmanın piyasa değerinin, öz kaynaklarının kaç katı olduğunu gösterir. Başka bir ifadeyle, hisse senedinin 1 TL'lik defter değerine karşılık, yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını gösterir. Bu oranın, sektör ortalamasının üzerinde olması, hisse senedinin değerli olduğunu ve bu hisse senetlerinin satılması gerektiğini, sektör ortalamasının altında olması ise, söz konusu hisse senedinin fiyatının ucuz olduğu ve satın alınması gerektiği şeklinde yorumlanır (Ceylan ve Korkmaz, 2018: 80-81).

$$\text{Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Değeri}}{\text{Hisse Senedinin Defter Değeri}}$$

Bu oran, sermaye piyasası gelişmiş olan ülkelerde piyasada işlem görmeyen bir hisse senedinin olması gereken fiyatının belirlenmesi amacıyla kullanılır. Bu yöntemin dezavantajı değerlemeyi bir seviyedeki bilançoya göre yapıp, firmanın sürekliliğini ve gelecekteki kazanç potansiyelini göz ardı etmesidir. Yeniden değerlendirme faaliyeti firma bilançosunu önemli derecede etkilemekte ve ayrıca kullanılan oran firmanın özelliklerini yansıtabilmektedir (Belkayalı, 2004: 15).

2.3.3.Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi

Fiyat/kazanç oranı, hisse senedi fiyatının pay başına düşen kara bölünmesi ile bulunur. Bu oran, yatırımcıların firmanın pay başına karına karşılık bir pay için kaç lira ödemeye razı olduklarını ifade eder. Fiyat/kazanç oranı yatırımcıların, firmadan beklentilerinin bir göstergesidir. Firma tarafından yüksek fiyat/kazanç oranının kabul edilebilmesi için öncelikli olarak yatırımcıların firmanın hızlı büyüme potansiyeline güvenmeleri gerekir (Ceylan ve Korkmaz, 2018: 80).

$$\text{Fiyat/Kazanç Oranı} = \text{Hisse Senedi Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kar}$$

formülünden yola çıkılarak,

$$\text{Hisse Senedinin Gerçek Değeri} = (\text{Fiyat} / \text{Kazanç Oranı}) * \text{Hisse Başına Kar}$$

şeklinde hesaplanır. Bu yöntem, eğer firmanın hisse senetleri piyasada işlem görmüyor ise uygulanabilir. Bir firmanın piyasadaki hisse senedi fiyatı belli değilse piyasanın genel Fiyat / Kazanç oranı ya da faaliyet gösterdiği sektörün veya benzer özelliklere sahip firmaların ortalama Fiyat / Kazanç oranı bir değerlendirme ölçüsü olarak kullanılabilir. Fiyat / Kazanç oranı, elde edilecek kâr payları ile hisse senetlerine ödenen tutarın kaç yılda amorti edilebileceğini gösterir (Karaca, 2007: 44).

2.3.4.Kar Payı Verimi Yöntemi

Bir firmanın hisse senedine sahip olan hissedarlar, bazı özel durumlar dışında her yıl kardan pay alırlar. Kar payı ister yılda bir defa, ister birkaç defa dağıtılsın, dağıtılan kar payından gelir vergisi kesintisi yapılması durumuna göre vergi öncesi kar payı ya da vergi sonrası kar payı olarak ayırım yapılabilir (Belkayalı, 2004: 17).

Kar payı verimi yöntemi, hisse senedine ödenen bedelin karşılığında elde edilen verimliliğin bir göstergesidir. Kar payı verim oranı, hisse senedi başına dağıtılan kar payının hisse senedinin piyasa fiyatına bölünmesiyle bulunur (Ceylan ve Korkmaz, 2018: 81).

$$\text{Kar Payı Verim Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedi Başına Kar Payı}}{\text{Hisse Senedinin Borsa Fiyatı}}$$

Hisse başına kar oranı, sektör ortalamasından hareketle karın ne kadarının hissedarlara dağıtılması gerektiği bulunarak belirlenir. Kar payı verimliliği oranı ise genellikle piyasa ortalamasına ya da benzer özellikteki firma oranlarına yakın olur. Kar payı verimliliği yöntemi hisse senedi fiyatlarının ve kar payı verimliliğinin piyasa ile karşılaştırılmasına olanak tanır. Ancak kar payı dağıtımı yapmayan ve gelişmekte olan firmalar ile borsada işlem görmeyen firmaların bu yöntemi kullanması sakıncalıdır (Karaca, 2007: 45).

2.3.5.İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Bu yöntem paranın zaman değerini dikkate alan dinamik bir yöntemdir. İndirgenmiş nakit akımları yönteminin uygulanabilmesi için firma ile ilgili üç temel bilgiye gereksinim duyulur. Bu bilgiler, yıllar itibari ile oluşabilecek nakit akımları, bu nakit akımlarının bugünkü değerine indirgenebilmesi için indirgeme oranı ve nakit akımlarının tahmin edilen dönem sonundan sonsuza kadar firmanın alacağı süregelen değerdir. Bir firmanın değerini bugünden gelecekte meydana getireceği nakit akımları düzeyinde belirleyen bu yöntem için önemli olan nokta nakit akımlarının gerçekleşip gerçekleşmemesi yani risk düzeyidir. Firmalarda indirgeme oranı, sermaye yapısında yer alan değişkenlerin maliyetine göre düzenlenmektedir (Önem, 2014: 60).

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre hisse senedinin değeri aşağıdaki formül ile hesaplanabilir (Şamiloğlu vd., 2012: 371).

$$HSD = \frac{A^0}{(1+i)^0} + \frac{A_2}{(1+i)^2} + \frac{A_n}{(1+i)^n} + \frac{HD}{(1+i)^n}$$

$$HSD = \sum_{t=1}^n \frac{At}{(1+i)^t} + \frac{HD}{(1+i)^t}$$

Yukarıdaki formülde;

At: t'inci yıldaki net nakit akımını,

HD: Hisse senedinin n yıl sonundaki tahmini değerini,

n: Nakit akımlarının tahmininde kullanılan süreyi

i: iskonto oranını, ifade etmektedir.

Nakit akımları menkul kıymetler açısından bakıldığında farklılık göstermektedir. Bu farklılıklara hisse senedi açısından bakıldığında verilen kar payları, tahvil benzeri borçlanma senetleri için verilen faiz kuponları gibi örnekler verilebilir. İndirgeme oranı ise firmaların önceden tahminine dayanan ve olmasını arzu ettiği nakit akımlarının beklenen değerinin bir olgusudur. Genellikle firmaların risk düzeyleri ile indirgeme oranları doğru orantılı bir seyir izler. Yani risk düzeyi yüksek olan firmalar, yüksek indirgeme oranları ile risk düzeyi düşük olan firmaların da düşük indirgeme oranları ile değerlendirme yapmaları uygun görülür (Önem, 2014: 60).

2.3.6.Yeniden Tesis Etme Yaklaşımı

Yeniden tesis etme yaklaşımında öncelikli olarak değeri belirlenmek istenen firmanın yeniden kurulması durumunda ne kadar mal olacağı belirlenmekte ve daha sonra belirlenen bu tutardan borçların cari değeri çıkartılmak sureti ile firmanın değeri belirlenir. Bu yaklaşımın temelinde yatan mantık “bugün alırsa kaçta alınır?” “mantığıdır. Bu yaklaşım daha çok bir firmanın komple satılmasında veya henüz

tamamlanmamış olan bir tesisin satılması söz konusu olduğunda kullanılmaktadır (Karaca, 2007: 42).

2.4. KAR DAĞITIM POLİTİKALARININ FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ ÜZERİNE GELİŞTİRİLEN MODEL VE YAKLAŞIMLAR

Finans yöneticisi, bir firmanın yatırım ve finans kararlarından sorumlu olan kişidir. Finans yöneticisinin temel amacı ise, firmanın piyasa değerini veya firmanın hissedarlarının servetlerini maksimum yapmaktır (Ceylan ve Korkmaz, 2018: 3). Finans alanının temel “politikalarını oluşturan yatırım ve finansman politikalarında olduğu gibi kar dağıtım politikaları da firmanın piyasa değerini maksimize etme amacına katkı sağlamaktadır (Şamiloğlu vd., 2012: 343).

Kar payı dağıtım politikası, firma faaliyetleri sonucu elde ettiği karın ne kadarının firma bünyesinde bırakılacağı ne kadarının ise hissedarlara dağıtılacağına belirlenmesine yönelik politikadır (Aydın vd., 2010: 462). Kar dağıtım kararları aynı zamanda firmaların uzun vadeli finansman stratejisinin önemli bir ögesini oluşturmaktadır. Firmalarda dağıtılmayan karlar, yeni yatırımlar için veya mevcut borçların ödenmesi için önemli bir fon kaynağıdır. Özellikle, firmalar getirisi yüksek yatırım fırsatlarının olduğu dönemlerde, elde ettikleri karın tamamını veya bir kısmını dağıtarak, yatırımlarını dağıtılmayan karlardan finanse etme yoluna başvurur. Çünkü firmaların yatırımları için dış kaynaklardan fon bulması her zaman için mümkün olmayabilir ya da bulsa bile maliyeti yüksek olabilir (Şamiloğlu vd., 2012: 343).

Bunun yanı sıra yatırımcılar ise, firmaların pay senetlerini satın alırken, katlandıkları yüksek riske karşın yüksek sermaye kazancı ve kar payı beklentisi içerisine girerler. Bu nedenle kar dağıtım politikasında amaç, hem yatırımcıların beklentisini karşılamak hem de firmanın piyasa değerini maksimum yapabilecek, optimal kar payı dağıtım kararını verebilmektir.

Firmanın hisse senedi fiyatlarını dolayısıyla da piyasa değerini etkileyen birçok etken vardır. Ülkenin genel ekonomik durumu, firmanın faaliyette bulunduğu sektör yapısı, hisse senedi arz eden firmaların nitelikleri, beklentileri, politikaları, yatırımcıların beklentileri ve tercihleri gibi pek çok etken firmaların piyasa değerini

etkilemektedir. Ancak bu etkenler sübjektiftirler ve firmanın piyasa değerinin bulunması ile ilgili modellere sokulamazlar (Aşıkoğlu ve Sevil, 1995: 217).

Finans literatüründe firmaların kar dağıtım politikalarının firma değerini nasıl etkilediği, daha da ötesi etkileyip etkilemedi konusu tartışmalıdır. Ancak uygulamada kar dağıtım politikasının firma değerine etkisi üzerine ölçülebilirlik açısından geliştirilen model ve yaklaşımlar mevcuttur(Aşıkoğlu ve Sevil, 1995: 218).

Bunlardan ilk ikisi ve temel yaklaşımlar Merton Miller ve Franco Modigliani tarafından geliştirilen, kar dağıtım politikasının firma değerine etkisinin olmadığını belirten yaklaşımdır. İkincisi ise, Myron Gordon ve John Lintner tarafından geliştirilen ve kar dağıtım politikasının firma değeri üzerine etkisinin oluşunu savunan yaklaşımdır(Karaca, 2007: 88). Bu yaklaşımların yanı sıra “Artıklar Oranında Kar Payı Dağıtım Yaklaşımı”, “Müşterilere Göre Kar Payı Dağıtım Yaklaşımı”, “Sinyal Yaklaşımı”, “Vergi Farklılığı Teorisi” ve “Etkin Piyasalar Hipotezi” gibi yaklaşımlar ve modellerde geliştirilmiştir (Aydın vd., 2010: 469).

Bu yaklaşım ve modeller aşağıda sırasıyla açıklanmıştır.

2.4.1.Miller- Modigliani(MM) Kar Payı İlişkisizliği Yaklaşımı

Bu yaklaşım, “Kar payı ilişkisizliği teorisi” olarak da adlandırılmaktadır. Metron Miller ve FrancoModigliani’nin(MM) çalışmaları, kar payı dağıtım politikasının, firmanın pay senetlerinin piyasa değeri ve sermaye maliyeti üzerinde etkisi olmadığını savundukları ve kar payı politikasının firma değerine etkisini araştıran ilk teorik çalışma olma özelliğine sahiptir.

Miller ve Modigliani’nin ileri sürdüğü teorik yaklaşımın dayandığı varsayımların en önemlisi sermaye piyasasının kusursuz (etkin) olduğudur. Bu varsayım, piyasadaki bütün yatırımcıların bilgiye masrafsız ve eksiksiz ulaştığını, işlem maliyetinin bulunmadığını, verginin olmadığını, menkul kıymetlerin bölünebilir olduğunu ve hiçbir yatırımcı ve firmanın piyasa fiyatlarını etkileyecek ölçekte işlem yapmadığını kapsar (Miller ve Modigliani, 1961: 411).

Çalışmanın bir diğer önemli varsayımı da, yatırımcıların rasyonel davranışlar sergilediğidir. Yani yatırımcılar, her zaman daha fazla kazancı az bir kazançla tercih ederler ve bu elde ettikleri kazancı nakit ya da ellerindeki pay senetlerinin piyasa değerindeki meydana gelen artış olarak almaları konusunda kayıtsızdırlar. Üçüncü varsayım ise belirlilik varsayımdır. Bu varsayım, yatırımcıların genelinin, gelecek dönemdeki yatırım programları ve bütün firmaların gelecekteki karlılıkları hakkında tam bir güven ortamı olduğunu ifade etmektedir (Miller ve Modigliani, 1961: 412).

MM tarafından ileri sürülen görüşün gerçekleşmesi için yukarıda belirtilen varsayımların tamamının gerçekleştiği bir ortamın olması gerekecektir. Bu varsayımların geçerli olduğu piyasalarda, yatırımcılar karların dağıtılmayıp firmada bırakılması ile hisse senetlerinde meydana gelecek değer artışı ya da kar payı şeklinde elde edecekleri kazançtan etkilenmemektedirler(Aşıkoğlu ve Sevil, 1995: 218). Çünkü kar payının hissedarlara dağıtılmasıyla ortaya çıkacak ek finansman ihtiyacının karşılanabilmesi için yeni fon kaynakları bulması gerekecek ve bu fon ihtiyacının borç veya özkaynaklardan karşılanması durumunda firmanın, dağıtılan kar payının etkisi ile yükselen piyasa değeri, kar payı dağıtılmadan önceki haline geri dönüşecektir (Karaca, 2007: 89).

Özetle, bu teori yöneticilerin firmaların kar payı politikasını belirlemede ne kadar dikkatli davranırsa davranırsın, seçilen politikanın hisse senetlerinin değeri üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmayacağını ve bütün kar payı dağıtım politikalarının eşdeğerli olduğunu ileri sürmektedir (Şamiloğlu vd., 2012: 350).

2.4.2.Gordon-Lintner Kar Payı İlişkisi Yaklaşımı

Myron Gordon ve John Lintner tarafından savunulan bu yaklaşıma göre kar payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerine ciddi bir etkisi bulunmaktadır. Gordon ve Lintner kar payı ödemelerinde meydana gelebilecek azalmaların sermaye maliyetinin de azalmasına neden olacağı görüşünü savunmuşlardır. Bu görüşe göre, yatırımcılar bugün kar payı almayı gelecekte kazanacakları sermaye kazancına tercih etmektedirler. Yani yatırımcılar kar payı getirisini sermaye kazancından daha az riskli bulmaktadırlar ve kar payı getirisini eldeki kuş, sermaye kazancını ise daldaki kuş olarak

nitelendirmektedirler. Bu nedenle bu yaklaşımın adı “Eldeki Kuş Teorisi” olarak adlandırılmaktadır (Apak ve Demirel, 2010: 288).

Eldeki kuş teorisine göre, kar payı getirisi yükseldikçe sermaye kazancı beklentisi azalacaktır. Sermaye kazancı yatırımcılar tarafından daha riskli görüleceğinden, beklenen sermaye getirisindeki artış, kar payı getirisindeki düşüşten daha fazla olmaktadır. Yani, kar payı getirisi düştükçe pay sahiplerinin beklediği getiri oranı da artacaktır. Dolayısıyla, karların otofinansman için firma bünyesinde bırakılması ya da hissedarlara düşük oranda kar payı ödemesi ortalama sermaye maliyetini artırarak firma değerinin düşmesine yol açacaktır (Canbaş ve Vural, 2010: 327).

Bu yaklaşımın temel varsayımları aşağıdaki kıstaslara dayandırılmaktadır (Başkaya, 2012: 12-13).

- Her firmanın uzun vadeli kar payı dağıtım oranı hedefi mevcuttur ve bu oran, elde edilen karların kar payı olarak hissedarlara ödenen yüzdesidir.
- Firma yöneticileri kar paylarındaki değişmelere önem vermektedir.
- Kar payı değişimleri kardaki kısa vadeli değişimlerden çok, kar düzeylerinin uzun vadeli değişimlerini izler.
- Yöneticilerin kar payı ödemelerini karlardaki geçici değişimlere paralel olarak değiştirmesi olası değildir.
- Yöneticiler, planlanan kar payının değiştirilmesini istemezler.

Firmanın yatırım karlılığı (r) ile hissedarların yatırımlarından bekledikleri karlılık (k) oranı arasındaki ilişki kar payı politikasını anlatmaktadır. Bununla ilgili önemli unsurlar şunlardır (Canbaş ve Vural, 2010: 325).

- $r > k$ olan firmalar büyüme aşamasında olan firmalardır. Firmaların dağıtılmayan kar oranlarının artması ile birlikte hisse senedinin piyasa değeri ve kar payı ödeme oranı yükselir. Yani, firmaların gelecekteki yeni yatırım fırsatlarındaki karlılığı hissedarların piyasadaki alternatif yatırımlardan elde edeceği karlılıktan yüksek olduğu anlamına gelmektedir. Bu durumda ise hissedarlar, kar payı almak yerine karın firma bünyesinde tutulmasını tercih edeceklerdir.
- $r < k$ olan firmalar, piyasada gerilemektedir. Bu firmaların kar payı ödeme oranı yüksektir.

- $r=k$ olması durumunda, firmanın büyümesi söz konusu değildir. Bu durum sonucunda firmaların kar payı dağıtım politikasının hisse senedi değeri üzerine etkisi olmamaktadır.

Bu görüşler, firmanın dönem sonunda elde ettiği karın dağıtılmayan kısmının yeni yatırımların finansmanında kullanılmasını savunmaktadır. Genellikle, büyük firmalar yıllık net karlarını dağıtmayarak firma bünyesinde bırakılmasını sağlarken, aynı zamanda hisse senetlerinin değerini de artırmaktadır. Eğer firmalar karlarında düşüş yaşamakta ise bu firmalarda uygulanması gereken kar payı dağıtım politikası, kar payı ödeme oranını yüksek tutmak olacaktır (Apak ve Demirel, 2010:289).

2.4.3.Artıklar Oranında Kar Payı Dağıtım Yaklaşımı

Artıklar oranında kar payı dağıtım yaklaşımı, dönem sonunda elde edilen karın firma tarafından optimal kullanımına odaklanmaktadır. Bu yaklaşıma uygun şekilde kar payı dağıtımını, bazı kesimlere cazip gelse bile hissedarların kar payı dağıtımına yönelik tercihlerini dikkate almamaktadır. Diğer bir ifadeyle, bu yaklaşımda kar payı ödemeleri hissedarlar açısından belirsizlik ve tahmin edilemezlik doğurmaktadır. Artıklar oranında kar payı yaklaşımında, firmanın elde ettiği kar oranı fazla ise ve gelecekte karlı yatırım fırsatı yok ise dağıtılacak kar payı tutarı yüksek, buna karşın elde edilen kar payları düşük ve gelecekte karlı yatırım fırsatları mevcut ise hissedarlara dağıtılacak kar payı tutarı düşük olacak yada hiç kar payı dağıtılmayacaktır (Aydın vd., 2010: 473).

Bu yaklaşıma getirilen en büyük eleştiri, firmaların kar payı ödemelerinin her dönemde farklılık göstermesidir. Firmanın değişen şartlara göre kar payı tutarındaki değişiklik, hisse senetlerine olan talebi azaltacaktır. Böylece firmanın piyasa değeri de negatif yönde etkilenecektir (Pekkaya, 2006: 193).

2.4.4.Müşterilere Göre Kar Payı Dağıtım Yaklaşımı

Firmaların kar payı dağıtım politikaları, yatırımcılara piyasadaki hisse senetleri hakkında önemli göstergeler sağlayabilirler. Bunun yanı sıra piyasadaki yatırımcı beklentileri, firmanın karının ne kadarının dağıtılması gerektiği ne kadarının ise firma da tutulması gerektiği konusunda belirleyici olabilir. Bu yaklaşım, firma tarafından izlenen kar payı dağıtım politikasının yatırımcılara cazip gelip gelmemesine

dayanmaktadır. Teoriye göre kar dağıtım politikası, hissedarların kar payı elde etme veya sermaye kazancı elde etme alternatiflerine en uygun karşılığı verecek şekilde oluşturulmalıdır. Örneğin piyasadaki genç yatırımcılar kar payından daha çok sermaye kazancını tercih ederek portföylerini genişletmeyi tercih edebilirler. Buna karşılık, bazı yatırımcılar ise firmanın büyüme amaçlı yeniden yatırımı yerine bugün alabilecekleri kar payını tercih edebilirler. Bu nedenle de bu tip yatırımcılar, firmadan daha fazla kar payı ödemesini beklerler ve paylarını satmanın maliyetinden, aracılık ve işlem maliyetinden kaçınırlar (Aydın vd., 2010: 473-474).

Bu yaklaşım, firmaya yatırım yapan yeni yatırımcılarla, kar dağıtımının beklentilere uymaması sonucunda elindeki pay senetlerini elden çıkarmak isteyen yatırımcıların, fiyatlarda yaratacağı etkiyi değerlendirerek, kar dağıtım politikasının belirlenmesi gerektiğini ifade etmektedir.

2.4.5.Sinyal Yaklaşımı

Bu yaklaşım, firmaların kar payı politikalarının piyasa değeri üzerine etkisi olduğunu ve kar payı açıklamasının yatırımcılara firmanın bugün ve gelecekteki karlılığı hakkında sinyal verdiğini öne sürer. Bir firmanın uzun vadeli kar payı ödeme oranı istikrarlı iken firmanın bu oranı artırması yatırımcılar tarafından gelecekte yüksek nakit akışı beklendiği şeklinde yorumlanıp hisse senedi fiyatının artmasına neden olabilir. Yine yöneticilerin karlı bir yatırım fırsatı için kar payı ödeme oranını düşürmeleri gerektiğini açıklaması durumunda sinyal etkisinden dolayı hisse senedinin fiyatı yükselir (Pamukçu, 1999: 305).

Piyasada firmanın yüksek oranda kar payı dağıtacağı izlenimi varken firma beklenenden daha az kar payı dağıtacağı açıklaması yaptığı taktirde, olumsuz sinyal etkisi ortaya çıkacak ve bu durum hisse senetlerinin fiyatının düşebileceğine işaret edebilecektir. Bir başka deyişle, kar payı duyurularındaki bu bilgi içeriği, firma yöneticilerinin tahminlerinin, yatırımcılar için anlaşılabilir hale geldiği şeklinde yorumlanabilir. Bunun farkında olan yöneticiler, yüksek kar payı yoluyla, firmanın hisse senetlerine olan talebi artırıp, firmanın piyasa değerini yükseltebilirler (Aydın vd., 2010: 474).

2.4.6.Vergi Farklılığı Teorisi

Kar paylarının sermaye kazançlarına göre daha yüksek vergi oranları ile vergilendirildiği ortamlarda pay senedi sahipleri firma karlarının dağıtılması yerine firma bünyesinde bırakılması ve yeni yatırımların finansmanında kullanılması sonucu oluşacak sermaye kazancından faydalanmak isterler. Hissedarlar açısından sermaye kazancının hisse senetleri satılincaya kadar vergilendirilmemesi önemli bir avantaj oluşturmaktadır. Bunun yanı sıra hisse senedinin ileriki bir tarihte satılacak olması sebebiyle gelecekte ödenecek verginin parasal değeri bugün ödenecek olan verginin parasal değerine göre daha düşüktür (Poyraz, 2013: 427).

Ülkemizde ve daha birçok ülkede sermaye kazancının ve kar payının farklı oranlarda vergilendirilmesi, firmaların sermaye birikimini ve oto finansmanı özendirmektedir. Böylelikle, Gordon ve Lintner'in aksine bu teori, sermaye maliyetini düşürmek için düşük kar payı dağıtım politikasını önermektedir. Vergi oranlarının eşit olduğu ortamlarda bile bu strateji daha avantajlı olmaktadır (Pekkaya, 2006:193).

2.4.7.Etkin Piyasalar Hipotezi

Etkin piyasalar hipotezi(EPH) mükemmel piyasaların davranışlarını açıklayan temel bir yaklaşımdır. Bu piyasaların özellikleri şunlardır (Aydın vd., 2010: 437):

1. Piyasadaki menkul kıymetler adil bir şekilde fiyatlandırılmıştır ve fiyatlar dengededir. Menkul kıymetlerin beklenen getirileri tahmini getirilerine eşittir.
2. Menkul kıymetler piyasada adil fiyatlandırıldığı için yatırımcılar da doğru fiyatlandırılmamış menkul kıymetlerle zaman kaybetmemiş olurlar.
3. Her zaman menkul kıymet fiyatları, menkul kıymetler ve firmalar hakkında ki tüm bilgileri yansıtmaktadır. Yeni bilgiler duyurulduğunda menkul kıymet fiyatları etkilenmektedir.

Genel olarak bu özellikleri taşıyan sermaye piyasaları etkin piyasalar olarak tanımlanmaktadır. Piyasanın etkin olduğuna inanan yatırımcılar, bir menkul kıymetin herhangi bir andaki fiyatının o menkul kıymetle ilgili bütün bilgileri yansıttığını ve piyasada etkinliği azaltan olayların ise, piyasanın üzerinde bir getiri sağlayabilecek

alım-satım stratejilerinin geliştirilmesi ve uygulanması için uygun olmadığını savunurlar (Aşıkoğlu ve Sevil, 1994: 438)

Etkin piyasalarda, piyasadaki tüm çevreler hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyebilecek bütün bilgilere sahiptir. Bu nedenle, hisse senedinin fiyatı söz konusu hisse senetleriyle ilgili tüm verileri yansıtmaktadır. Bu portföy yaklaşımında Etkin Piyasalar Hipotezi olarak isimlendirilmektedir (İnan, 2011: 28).

EPH' ne göre piyasa etkinliği üç formda açıklanmıştır. Bunlar (Aşıkoğlu ve Sevil, 1995: 438)):

1. Zayıf Formda Piyasa Etkinliği
2. Yarı Güçlü Formda Piyasa Etkinliği
3. Güçlü Formda Piyasa Etkinliği

Zayıf formda piyasa etkinliği, piyasa fiyatlarının geçmiş fiyatları ile ilgili tüm bilgileri yansıttığı durum olarak ifade edilmektedir. Bu formdaki piyasalarda yatırımcılar yeni bilgilere eş zamanlı erişememektedirler. Ayrıca, firmalar tarafından kamuya duyurulmamış bazı bilgiler piyasadaki bazı katılımcılar tarafından önceden öğrenilebilmektedir. Yatırımcıların hisse senetlerinin geçmiş fiyat hareketlerini kullanarak normalin üstünde getiri sağlayamayacağı varsayılmaktadır. Yani yatırımcılar EPH' nin zayıf formunda, hisse senetlerinin geçmiş fiyatlarını değişik tekniklerle analizini gerçekleştirerek gelecekteki fiyatını tahmin edemez. Bu nedenle zayıf formda etkin piyasalar hipotezine göre geçmiş fiyat hareketleri baz alınarak anormal getiri elde edilmesi mümkün değildir (Yıldırım, 2015: 7).

Yarı güçlü formda piyasa etkinliğinde, hisse senedinin geçmiş fiyat hareketlerine ilave olarak firmalar tarafından kamuya açıklanan bilgilerinde hisse senedi fiyatlarına yansıtıldığı ileri sürülmektedir. Bu nedenle böyle bir piyasada çeşitli analiz ve teknikler ile piyasanın üzerinde bir getiri elde etmek mümkün değildir. Yarı güçlü formda etkin olan bir piyasada normalin üstünde bir getiri elde edebilmenin tek yolu içeriden öğrenenlerin ticareti olarak ifade edilen durumla mümkündür (Gençyürek, 2019: 13).

Güçlü formda piyasa etkinliğinde ise, kamuoyuna açıklanmayan bilgiler de dahil olmak üzere bütün bilgiler hisse senedinin piyasa fiyatına yansıyor demektir. Bu piyasa

ortamında, firma ile ilgili bütün gizli bilgilere sahip olan yöneticiler ve firma personeli de dahil olmak üzere hiçbir katılımcının piyasanın üzerinde bir getiri sağlaması mümkün değildir. Yine aynı şekilde hiçbir analiz yöntemi ile normalin üstünde bir kazanç sağlamak mümkün değildir. Güçlü formda etkin piyasa ortamında içerden öğrenenlerin ticareti de söz konusu değildir (Aşıkoğlu ve Sevil, 1995: 439).



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KAR PAYI DAĞITIM KARARLARININ HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİSİ: BORSA İSTANBUL 100- ENDEKSİNDE BİR UYGULAMA

Çalışmanın bu bölümünde ilk olarak, çalışmanın amacına, önemine ve kısıtlarına değinilmiştir. Daha sonra ise kar payı dağıtımının hisse senedi performansına etkisi üzerine gerçekleştirilen çalışmalara literatür taraması kısmında yer verilmiştir. Son olarak da çalışmanın veri seti ve kullanılan yöntem ve yapılan analiz sonucunda elde edilen bulgulara yer verilmiştir.

3.1. ÇALIŞMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Bu çalışma, BİST-100 endeksinde işlem gören firmaların kar payı dağıtım olayına yatırımcıların tepkisini belirlemek ve söz konusu firmaların hisse senedi değerine etkisini/etkisizliğini olay çalışması yöntemi ile tespit etmek amacıyla hazırlanmıştır. Konuyla alakalı geçmişten günümüze kadar birçok çalışma yapılmış olmasına rağmen henüz kar payı dağıtım kararının hisse senedi değerine etkisi olup olmadığı konusu hala kesinlik kazanmamıştır. Literatürde ki çalışmalara bakıldığında da BİST-100 endeksinde ki firmaların kar payı dağıtım günü çevresindeki anormal getirileri yıl bazında incelenmediği tespit edilmiştir. Bu açıdan çalışmanın literatürdeki eksikliği tamamlayacağı düşünülmektedir.

3.2. ÇALIŞMANIN KISITLARI

Çalışmada, BİST'e kote olmuş ve 2016-2020 döneminde BİST-100 endeksinde işlem gören firmalar incelenmiştir. BİST-100 endeksinde işlem gören firma sayısı 100 olmasına rağmen, incelenen dönem için (2016-2020) endeksten çıkan firmalar ve 5 yıl boyunca düzenli olarak kar payı dağıtmayan firmalar çalışma kapsamı dışında bırakılmıştır. Bu nedenle çalışmada incelenen firma sayısı 16 olarak belirlenmiştir.

3.3. LİTERATÜR TARAMASI

Literatürde Kar Payı Dağıtım Kararlarının hisse senedi performansına etkisini/etkisizliğini araştıran birçok çalışma mevcuttur. Bunlara aşağıdaki Tablo 3.1’ de ayrıntılı olarak yer verilmiştir.

Tablo 3.1. Kar Payı Dağıtım Kararlarının Hisse Senedi Performansına Etkisini İnceleyen Çalışmalar

Çalışmanın Adı	Çalışmanın Künyesi	Çalışmanın İçeriği
The Dividend Puzzle	Black (1976)	1976 yılında yapmış olduğu çalışmasında; firmaların neden kar payı dağıttıkları ve yatırımcıların kar payına neden önem verdikleri konusunu ele almıştır. Çalışma sonucunda, firmaların kar payı dağıtımını yapmamasının firma değerinde değişime yol açmayacağı sonucuna ulaşmıştır. Hem firmaların hem de yatırımcıların kar payı tutarının belirlenmesinde uygulanan vergi politikalarını dikkate aldıklarını belirtmiştir. Bunun yanı sıra, karın dağıtılmayarak firma da alıkonulmasının maliyetinin düşük olmasına rağmen; firmaların neden kar payı dağıtımını yaptıklarının merak konusu olduğunu belirtmiştir.
Share Capitalisation Changes Information and The Australian Equity Market	Ball, Brown ve Finn (1977)	1967-1969 yılları arasında yapılan çalışmada, firmaların kar payı dağıtım ilanlarının hisse senedi fiyatına etkisini tespit edebilmek amacıyla hisse senedi bölünmesi veya bedelsiz olarak hisse senedi dağıtım ilanları incelenmiştir. Çalışmada hisse senedi verileri aylık olarak kullanılmıştır. Araştırma sonucunda, firmaların kar payı dağıtım ilanlarının ilgili firmaların hisse senedi fiyatlarına etki etmediği ortaya konulmuştur.

Tablo 3.1. (Devamı)

Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Return: An Empirical Analysis	Aharony ve Swary (1980)	Gerçekleştirilen çalışmada, 1963-1976 yıllarını arasında New York Borsasında (NYSE) işlem gören 40 firma verilerinden yararlanılarak, firmaların kar payı dağıtım duyurularının piyasaya faydalı bilgi iletilip iletilmediği konusundaki ampirik sorunu çözmeyi amaçlamışlardır. Çalışma sonucunda, hisse senedi fiyatlarının kar payı dağıtım duyurularından hızlı bir şekilde etkilendiği vurgulanmıştır. Bunun yanı sıra, ödeyeceği kar payını artıran firmaların duyuru tarihinden önceki ve duyurunun gerçekleştiği tarihte firmaların hisse senedi fiyatlarında büyük oranda düşüşler olduğu görülürken, duyuru tarihinden sonra hisse senedi fiyatları yükseliş göstermiştir.
The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth	Asquith ve Mullins (1983)	Firmaların kar payı dağıtım duyurularının hisse senedi fiyatına etkisini incelemek amacıyla, 1964-1980 yıllarında 168 firmanın duyurularını incelemiş ve sonuç olarak kar payı dağıtım politikalarının piyasa açısından pozitif bir bilgi taşıdığını ortaya koymuştur.
The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends	Grinblatt, Masulis ve Titman (1984)	Yapılan araştırmada, karın hissedarlara dağıtılmayarak sermayeye eklenmesi yolu ile gerçekleştirilen bedelsiz sermaye artırımı ilanlarının söz konusu hisse senetlerinin fiyatları üzerinde pozitif bir etkisinin olduğu belirlenmiştir.
Effect Of Equity Rights Issues On Stock Prices In The Istanbul Stock Exchange	Suner (1995)	1995 yılında hazırladığı master tezinde, 1989- 1994 yılları arasında İMKB' de işlem gören 36 firmanın sermaye artırımı kararlarını incelemiştir. Araştırma neticesinde sermaye artırımı kararlarının hisse senedi fiyatları üzerinde belirgin bir etki doğurmadı görülmüştür. Bunun yanı sıra firmaların piyasada ki genel itibarları da göz önüne alındığında piyasa itibarı yüksek olan firmaların sermaye artırımı duyurularından sonra hisse senedi getirilerinin pozitif yönlü olarak etkilendiği, piyasa daha düşük olan firmaların hisse senedi fiyatlarının ise sermaye artırımı duyurularından sonra negatif yönlü olarak etkilendiği tespit edilmiştir.

Tablo: 3.1. (Devamı)

The Signaling of Management About Their Companies' Performance Through Bonus Issues	Güyük (1998)	İMKB'de 1989-1994 yıllarında işlem gören 36 firmanın 55 hisse bölünmesi işlemlerini master tezinde incelenmiştir. Yapılan çalışma sonucunda, hisse senedi bölünmesinin firmaların anormal getirileri üzerinde pozitif veya negatif etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Söz konusu firmaların bazıları pozitif getiri elde ederken bazıları negatif getiri elde etmiştir.
Analysis of Cash vs. Stock Dividend Announcement's Effect on Stock Prices in Istanbul Stock Exchange	Tatari (1999)	1999 yılında hazırlamış olduğu yüksek lisans tezinde, 1995-1997 yılları arasında İMKB'de işlem gören tüm firmaların kar payı dağıtım ilan tarihleri ile hisse senedi getiri verileri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, piyasaların nakit kar payı dağıtımına olumlu tepki verdiği ve ilandan önceki üç güne kadar anormal getiri elde edilebileceği belirlenmiştir. Hisse senedi şeklinde kar payı dağıtımında ise yatırımcıların ilan tarihine kadar kayıtsız kaldıkları sonucuna ulaşılmıştır.
Are There Trends in Market Reactions? Stock Dividends and Rights Offerings at Istanbul Stock Exchange	Muradoğlu ve Aydoğan (1999)	1988-1994 yılları arasında İMKB'de işlem gören firmaların kar payı kaynaklı bedelli sermaye artırım duyurularının hisse senedi fiyatına etkisini inceledikleri çalışmalarında, firmaların bedelli sermaye artırım duyurularından (-30, +30 işgünü) aralığında pozitif anormal getiri elde edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 3.1. (Devamı)

Türkiye'deki Halka Açık Anonim Şirketlerin Sermaye Yapılarının Ve Kar Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi	Yücel (2001)	Yüksek lisans çalışmasında, 1999-2000 yılları arasında İMKB'ye kote olmuş, taş ve toprağa dayalı firmalar ile metal eşya, makine ve gereç yapım dallarındaki firmaların verilerinden yararlanarak sermaye yapıları ve kar payı ödeme yöntemlerinin firma değerine etkisini regresyon ve korelasyon analizleri ile incelemişlerdir. Sonuç olarak, firmaların sermaye yapısının hisse senedi fiyatını etkilemediği ancak firmaların kar payı dağıtım yönteminin ve pay senedi kazançlarının hisse senedi fiyatlarını büyük oranda belirlediğine dikkat çekilmiştir.
İMKB'de Hisse Senedi İhraç Tarihi Etrafındaki Anormal Fiyat Hareketleri: 1990-1996 Dönemini Kapsayan DeneySEL Bir Araştırma	Özer ve Yücel (2001)	1990- 1996 yılları arasında hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların yaptıkları 686 bedelli, bedelsiz ve bedelli bedelsiz sermaye artırım ilanının hisse fiyatlarına etkisini olay etüdü tekniği ile incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, olay tarihi öncesi ve sonrası günlerde firmaların hisse senedi getirilerinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif anormal getirilerin olduğu ancak sermaye artırım türlerine göre yatırımcıların tepkilerinin farklılık doğurmadığı sonucuna varılmıştır.
The Behavior of China's Stock Prices in Response to the Proposal and Approval of Bonus Issues	Barnes ve Ma (2002)	Çalışmalarında, Çin hisse senedi piyasalarında işlem gören firmaların bedelsiz hisse senedi duyurularının hisse senedi getirileri üzerine etkisi olay çalışması yöntemi ile incelenmiştir. Bulgulara göre, piyasaya yüksek oranda bedelsiz hisse senedi dağıtacağını duyuran firmaların duyurudan sonra hisse senedi getirilerinin pozitif olarak etkilendiği gözlemlenirken, piyasaya düşük oranda bedelsiz hisse senedi dağıtacağını duyuran firmaların ise dağıtım duyurusundan sonra hisse senedi getirilerinin negatif yönde etkilendiği gözlemlenilmiştir. Ayrıca Çin borsasının yarı güçlü formda etkin olduğu belirtilmiştir.

Tablo 3.1. (Devamı)

Ewent-Related GARCH: The Impact of Stock Dividends in Turkey	Batchelor ve Orakçioğlu (2003)	1990-1994 yılları arasında firmaların nakit veya hisse senedi olarak kar payı dağıtımının hisse senedi fiyatına etkisi araştırılmıştır. Çalışmada, olay bağlantılı sabit terimli GARCH süreci yöntemi kullanılmıştır ve olay günü olarak kar payı ödemesinin gerçekleştiği gün alınmıştır. Bunun yanı sıra açıklama tarihi de 4-6 hafta geri gidilerek tahmin edilmiştir. Çalışmanın sonucunda firmaların nakit olarak kar payı dağıtımını yapacağını kamuya ilanının hisse senedi fiyatı üzerine etkisi olduğu bulgularına ulaşamamıştır. Ancak nakit kar payı dağıtılmasının hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB 100 Endeksindeki firmalar üzerine bir inceleme	Belkayalı (2004)	Belkayalı yüksek lisans tez çalışmasında, 1997- 2003 yılları arasındaki dönemi baz alarak İMKB'de yer alan firmalar üzerinden kar payı dağıtım şekilleri ile hisse senedi değeri arasındaki ilişkiyi ortaya koymayı amaçlamıştır. Çalışmasında Brown ve Warner'ın piyasa modelini kullanmıştır. Çalışma sonucunda, nakit kar payı dağıtımının ilanı ile birlikte hisse senedi fiyatlarının olumlu olarak etkilendiği ve yatırımcıların söz konusu hisse senetlerine yatırımının arttığı ve bu sürecin dağıtım tamamlanana kadar devam ettiği daha sonra ise yatırımcıların ellerindeki hisse senetlerini satış eğilimine girdikleri belirlenmiştir. Bunun yanı sıra bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı kararlarına piyasanın olumsuz tepki verdiği görülmüştür. Melez kar payı dağıtımında ise kar payı dağıtılana kadar hisse senedi sahiplerinin pozitif getiri elde edebilecekleri ve melez kar payı dağıtıldıktan sonra da hisse senedi fiyatlarında önemli bir değişimin olmayacağı tespit edilmiştir.

Tablo 3.1. (Devamı)

Further Evidence on the Announcement Effect of Bonus Shares in an Imputation Tax Setting	Balachandran, Faff ve Tanner (2004)	Çalışmalarında, 1992-2000 yılları arasında Avustralya’da gerçekleştirilen bedelsiz hisse senedi duyurularının hisse senedi getirilerine etkisini regresyon analizi yardımı ile incelenmiştir. Çalışma sonucunda, bedelsiz hisse senedi duyurusunun gerçekleştiği gün ve sonraki günde hisse senedi anormal getirilerinin ortalama %2,7 olduğunu ortaya koymuştur. Buna ek olarak, söz konusu duyuruların anormal getirilere etkisinin finansal firmalardan daha fazla sanayi ve madencilik sektöründe faaliyet gösteren firmalarda olduğu ortaya konulmuştur.
Temettü Politikası Teorileri ve İMKB’de Ampirik Bir Çalışma	Kaplanoglu(2005)	İMKB’de işlem gören firmaların kar payı dağıtım politikaları ile bu politikaların ve kar payı ödeme şekillerinin yıllar içerisindeki değişimi ve bu değişimin firma yöneticileri tarafından nasıl yönlendirildiğini çoklu regresyon yöntemi ile test ettiği yüksek lisans tez çalışması sonucunda; her yıl kar payı ödeme oranının değiştiği, kar payı politikalarına etki eden yasal düzenlemeler, genel ekonomik belirsizlik ve vergi gibi etkenlerin düzeltme hızları üzerinde etkili olduğu belirlenmiştir.
Onership Concentration, Firm Performance, and Dividend Policy in Hong Kong	Chen vd., (2005)	1995-1998 yılları arasında Hong Kong Borsasında işlem gören 412 firmanın verilerinden hareketle kar payı dağıtımı ve firma değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma sonucunda, kar payı dağıtımının firma değeri üzerinde çok küçükte olsa bir etkisinin olduğu vurgulanmıştır.

Tablo 3.1. (Devamı)

Temettü Dağıtma Kararının Farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi	Boztosun (2006)	2006 yılında yapmış olduğu doktora tez çalışmasında, kar payı ödeme şekillerinin hisse senedi fiyatlarına etkisini incelemiştir. Çalışma sonucunda kar payı dağıtım kararı alınması ile kar payının dağıtılmasına kadar olan dönemler içinde çoğunlukla pozitif ilişki tespit edilmiştir.
Kâr Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz	Pekkaya (2006)	İMKB30 Endeksinde işlem gören firmaların dağıttıkları ve dağıtmadıkları kar paylarını dikkate alarak bu kararların firma değerini nasıl etkilediğini regresyon analizi yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmada kar payını dağıtmak yerine firmada tutmanın firma değerini artırdığına ancak kar payı dağıtım miktarı ile firma değeri arasında ki ilişki hakkında kesin bir kanıya varılamamıştır.
İMKB’nda İşlem Gören Şirketlerin Temettü Politikaları Üzerine Ampirik Bir İnceleme	Adaoğlu (1999)	1999 yılında hazırlamış olduğu doktora tez çalışmasında, 1994-1999 yılları arasında İMKB’de olumlu ve olumsuz duyuruların hisse senetleri piyasasına olan etkilerini araştırdığı çalışmasında, piyasada olumlu haber olarak nitelendirilen bedelsiz sermaye artırım duyurularının duyuru tarihi ve takip eden 2 işgünü süresince, istatistiksel olarak anlamlı pozitif kümülatif anormal getiri sağladığını, 3. gün ile 5. gün arasındaki periyotta istatistiksel olarak anlamlı olmayan negatif ortalama anormal getiri sağlandığını belirtmiştir. Bedelsiz sermaye artırım duyurusunun yapıldığı gün ve sonrasındaki 5 günlük süre değerlendirildiğinde ise pozitif kümülatif anormal getiri elde edildiğini ancak istatistiksel olarak anlamlı olmadığını ortaya koymuştur.

Tablo 3.1. (Devamı)

Şirketlerin Kâr Dağıtım politikası ve Kâr Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir İnceleme	Karaca (2007)	Doktora tez çalışmasında, 2000-2005 yılları arasında BIST 100 endeksinde yer alan firmaların kar payı dağıtım şekillerini inceleyerek şirketlerin piyasa değerine etkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışma verileri ışığında Brown ve Warner'in Piyasa Modeli uygulama bölümünde kullanılmıştır. Öncelikli olarak anormal getiriler hesaplanmış ve daha sonra ise kümülatif anormal getiriler hesaplanmıştır. Çalışma sonuçlarına göre, İMKB 100 Endeksinde işlem gören firmaların çoğunun 2000-2005 yıllarında kâr paylarıyla bedelsiz sermaye artırımına başvurdukları ve kâr payı dağıtım şekillerinin firma değerine etkisi olduğu tespit edilmiştir.
Kar Payı Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama	Kaba (2009)	Kar payı dağıtımının firma değerine etkisini tespit etmek için İMKB'de işlem gören 222 firmanın verilerini yüksek lisans tez çalışması kapsamında incelemiştir. Bu firmaların 2000 ve 2007 yılları arasında kar payı dağıtım oranları ve kar payı dağıtım şekilleri ele alınmıştır. Elde edilen veriler t testi analizine ve korelasyon analizine tabi tutulmuştur. Korelasyon analizi sonucunda firmaların kar payı dağıtım oranlarının arttıkça hisse senedi değerini de artırdığı görülmektedir. Kar payı dağıtım şekilleri ile hisse senedi değeri arasındaki ilişkiye bakıldığında ise nakit olarak kar payı dağıtımının hisse senedi olarak kar payı dağıtımı yapan firmalara göre hisse senedi değerinin daha yüksek olduğu ortaya konulmuştur.

Tablo 3.1. (Devamı)

Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Artırımlarının Yatırımcı Davranışları Üzerindeki Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerinde Ampirik Bir Çalışma	Eriş (2009)	2003-2007 yılları arasında BIST 100 Endeksinde işlem gören firmalar üzerinden bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarının söz konusu firmaların hisse senedi fiyatları üzerine etkisini yüksek lisans tez çalışmasında araştırmıştır. Araştırma bulgularına göre iç kaynaklar kullanılarak yapılan bedelsiz sermaye artırımı ilanlarının yatırımcıların üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını ortaya koymuştur. Kârın hisse senedi şeklinde bedelsiz olarak dağıtılacağı duyurusunun ise hisse senetleri fiyatları üzerinde pozitif bir etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.
Kar Dağıtımının İlanı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi	Karaca ve Ertaş (2010)	BİST 30 Endeksi'nde bulunan firmaların 2007 yılına ait verilerini kullanmışlardır. Çalışmada, şirketlerin kar payı dağıtım kararı aldıkları tarihler ile kar payı dağıtımı yaptıkları tarihler arasında yatırımcıların söz konusu firmaların hisse senetlerine karşı tutumları değerlendirilmiştir. Çalışmada ele alınan firmalar, genel kurul ya da yönetim kurulu tarihleri temettü dağıtım tarihlerinden otuz gün öncesi olan ve genel kurul ya da yönetim kurulu tarihleri temettü dağıtım tarihlerinden otuz günden daha uzun sürelerde olan firmalar olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Çalışmada, firmaların kar payı dağıtım kararı aldıkları tarih ile kar payı dağıtımı yaptıkları tarihin kısa olması durumunda, hisse senetlerinin piyasa değerinin arttığı sonucuna ulaşılmıştır.
Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisi Olup Olmadığının İMKB' de Test Edilmesi	Günalp vd., (2010)	Çalışmalarında, İMKB'de işlem gören 83 firmanın 321 nakit kar payı dağıtım duyurusu ile hisse senedi fiyat verileri ışığında regresyon analizi gerçekleştirilmiştir. Analiz sonucunda, nakit kar payı dağıtım tarihinin ilanından sonra hisse senedi fiyatlarında düşüş gerçekleştiği saptanmıştır. Düşüşün, kararın açıklandıktan sonra ilk üç gün daha etkili olduğu ve etkinin on beş gün boyunca sürdüğü görülmüştür.

Tablo 3.1. (Devamı)

Stock Price Reactions To Rights Issues: Evidence From The Istanbul Stock Exchange (ISE)	Cun (2010)	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ki bedelli sermaye artırım kararlarının hisse senedi getirilerine etkisini ortaya koymak amacıyla hazırlanmış yüksek lisans tez çalışmasıdır. Bu çalışmanın ampirik sonuçlarına göre, sermaye artırımını yapan firmaların, sermaye artırımını yapmayan firmalara kıyasla piyasa değerinin olumsuz yönde etkilendiğini göstermektedir.
An Empirical Test of Indian Stock Market Efficiency in Respect of Bonus Announcement	Raja ve Sudhahar (2010)	2000-2007 yılları arasında Hindistan Bombay hisse senetleri borsasında işlem gören 43 firma verilerinden yararlanarak, bilişim teknolojileri sektöründeki firmaların bedelsiz sermaye artırımını duyurularının hisse senedi fiyatına etkisi olay çalışması yöntemi ile araştırılmıştır. Çalışma sonucunda, söz konusu firmaların bedelsiz sermaye artırımını duyurusunun yapıldığı gün ve ertesi gün hisse senedi fiyatlarında pozitif ortalama anormal getiri sağladığı ve yapılan duyurunun etkisinin 15 gün sürdüğü belirlenmiştir. Buna ek olarak en fazla ortalama pozitif anormal getirinin duyurunun kamuya ilan edildiği gün olduğu vurgulanmıştır.
Dividend Policy and Bank Performance in Ghana	Agyei ve Yiadam (2011)	2011 yılında yapmış oldukları çalışmada, Gana Borsasında işlem gören 16 ticari bankanın 1999-2003 yılları arasındaki verileri incelenmiştir. Sonuç olarak kar payı dağıtımının firma değeri üzerinde pozitif yönlü bir etkiye sahip olduğu ortaya konulmuştur.

Tablo 3.1. (Devamı)

Sahiplik Yapısı ve Temettü İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama	Güngör (2012)	Yüksek lisans tez çalışmasında; 2004-2011 yılları arasında reel sektör ve bankacılık sektörlerinde faaliyette bulunan İMKB'ye kayıtlı 271 firmanın sahiplik durumlarının kar payı ödemelerine etkisini panel veri analizi tekniği ile tespit etmeyi amaçlamıştır. Çalışmasında firmalardaki sahiplik oranının artması ile birlikte nakit kar payı dağıtım oranında arttığı, firmaların halka açıklık oranı arttıkça nakit kar payı ödeme oranının azaldığı ileri sürülmüştür. Sonuç olarak, sahiplik değişkenlerinden, yerli olmayan sahiplik ile nakit kar payı dağıtım oranı arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir.
Kar Dağıtımının Hisse Senedi Değeriyle İlişkisi: Spor Hizmetleri Sektörü Üzerine Bir Uygulama	Kar vd., (2012)	İMKB'de spor hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren firmaların kar dağıtım kararlarının hisse senedi fiyatına etkisini veya etkisizliğini belirlemek için 2005- 2010 yılları arasındaki hisse senedi verilerini ve İMKB verilerini pearson korelasyon analiziyle test etmiştir. Çalışma sonucunda; kar dağıtımı ile hisse senedi değeri arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ancak ilişkinin şiddeti ve yönü hakkında kesin bir sonuca varılamamıştır.
The Relationship Between Dividend Payout and Firm Performance:A Study of Listed Companies in Kenya	Murekefu ve Ouma (2012)	Kar payı dağıtımı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi Kenya firmalarından hareketle inceleyen çalışmalarında, firmaların kar payı dağıtımının firma değeri üzerinde pozitif ve güçlü bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Impact of Debt-Equity and Dividend Payout Ratio on the Value of the Firm	Manjunatha (2013)	Hindistan Bombay Borsasında işlem gören 29 firmanın 2000-2009 yılları arasındaki verilerini incelediği çalışmasında, kar payı dağıtımı ile firma değeri arasında herhangi bir ilişki tespit edilememiştir.

Tablo 3.1. (Devamı)

Kurumsal Yönetim İlkeleri İle Firma Değeri Ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama	Aghabaki (2014)	Firmalarda uygulanan kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri ve hisse senedi getiri oranına etkisini tespit edebilmek amacıyla hazırlanmış olduğu doktora tezinde, İMKB’de 2008-2012 yılları arasında işlem gören firmalardan oluşan bir örneklem oluşturulmuş ve çoklu regresyon yöntemi ile test edilmiştir. Araştırma sonucunda, firmaların kurumsal yönetim endeksi ile öz kaynak/net karlılık oranının pozitif yönde etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.
The Relationship Between Ownership Structure And Dividend Policy: Empirical Evidence From Borsa Istanbul (Bist)	Aydın (2014)	Firmaların kar payı ödeme politikaları ile sahiplik yapıları arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında, halka açık firmaların 2014 yılında hazırlanmış olduğu doktora tezinde, 1994, 2001 ve 2008 küresel finans krizlerinden sonra uyguladıkları kar payı dağıtım politikaları incelenmiştir. Uygulanan panel veri analizi sonucunda, kar payı dağıtım oranı ile sahiplik yoğunluğu, firma büyüklüğü ve yabancı sahiplik arasında pozitif anlamlı ilişki olduğu görülmüştür. Öz kaynak karlılığı ve yönetsel sahiplik ile kar payı dağıtım oranı arasında ise anlamlı negatif ilişki bulunmuştur.
Temettü Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve BİST 30 Endeksinde Bir Uygulama	Demirel (2014)	Yüksek lisans tez çalışmasında, firmaların kar payı dağıtım kararları ile piyasa değeri üzerine etkisi regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. BİST 30 Endeksi’nde işlem gören firmaların kar payı dağıtım miktarları ile firmaların piyasa değerleri arasında pozitif anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 3.1. (Devamı)

Kar Dağıtım Kararlarının ve Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi: BİST İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama	Önem (2014)	Firmaların kar payı dağıtım kararlarının ve mülkiyet yapısının finansal performansına etkisini incelemek amacıyla hazırlanmış olduğu doktora tez çalışmasında, BİST’ de işlem gören 135 imalat firmasının 2009- 2013 yılları arasındaki verilerini incelemiştir. Çalışmasında oran analizi yöntemini kullanmış ve firmaların finansal performansını ise çoklu regresyon yöntemi ile analiz etmiştir. Çalışma sonucunda; firmaların halka açıklık oranı ile cari oran arasında doğrusal ilişki tespit edilmiş ve kar payı dağıtımının yüksek olduğu firmalarda cari oranın düşük olduğu belirlenmiştir. Bunun yanı sıra firmaların kar payı dağıtım oranlarının asit test oranı üzerinde negatif yönlü anlamlı bir etkisi olurken firmaların mülkiyet yapısının asit test oranı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ortaya konulmuştur.
Temettü Duyurularının Hisse Senedi Getirilerine Olan Etkilerinin Analizi: Borsa İstanbul Şirketlerinde Bir Uygulama	Kırbaş (2015)	Kırbaş doktora tez çalışmasında, 2009-2014 yılları arasında BİST’de işlem gören 136 firmanın 548 kar payı dağıtım ilanının hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisi regresyon analizi yöntemi ile incelemiştir. Kar dağıtım şekillerine göre ayrı ayrı analizler yapılmıştır. Buna göre, nakit kar payı dağıtım ilanı günü ve sonraki iki gün boyunca pozitif anormal getiri elde edildiği ve dağıtım ilanının hisse senedi fiyatına olumlu etkisinin en az iki hafta boyunca sürdüğü tespit edilmiştir. Hisse senedi şeklinde kar payı dağıtımı ve melez kar payı dağıtımı için yapılan analizler anlamlı sonuçlar vermemektedir. Yani yatırımcılar, hisse senedi ve melez kar payı dağıtım ilanlarına tepkisiz kalmışlardır.

Tablo 3.1. (Devamı)

Kar Dağıtım Politikasının Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararları Üzerine Etkisi	Özaltın vd., (2015)	Batı Akdeniz Bölgesi'ndeki bireysel yatırımcıların kar dağıtım politikalarının yatırım kararlarına etkisini tespit etmek amacıyla anket yöntemi ile firmaların kar payı dağıtım şekilleri ile yatırımcıların demografik özellikleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Uygulanan anket çalışmasına göre, yatırımcıların daha çok erkeklerden oluştuğu, en fazla yatırım yapan yaş grubunun 26-49 yaş aralığında olduğu ve hisse senetlerine en fazla serbest meslek mensuplarının ve emeklilerin yatırım yaptığı tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra firmaların hisse başına kar oranı ile geçmiş yıllardaki kar payı dağıtım şekilleri ve kar payı dağıtmış olup olmaması durumu ile yatırımcıların yatırım kararları üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkisi olduğu görülmüştür. Yatırımcıların, artan oranda kar payı dağıtım politikasını uygulayan firmalara daha çok yatırım yaptığı sonucuna ulaşılmıştır.
Bedelsiz Sermaye Artırımı Duyurularının Şirketlerin Piyasa Değerlerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği	Küçüksille ve Mizrahi (2015)	2012-2014 yılları arasında Borsa İstanbul Hisse Senetleri Piyasasında işlem gören firmaların hisse senedi fiyatlarının bedelsiz sermaye artırımı duyurularından etkilenip etkilenmediğini incelemiştir. Bu bağlamda, Borsa İstanbul Hisse Senedi Piyasasının etkinliği “olay çalışması” yöntemi kullanılarak analiz edilmiş ve bedelsiz sermaye artırım oranlarındaki farklılığın, ortalama anormal getiriler ve kümülatif anormal getirilerdeki etkisi ortaya konulmuştur. Araştırma sonuçlarına göre; Borsa İstanbul Hisse Senetleri Piyasası incelenen dönem içinde bedelsiz sermaye artırımı duyurularından etkilendiği ve yarı güçlü etkin yapıda bir piyasa olmadığı ortaya konulmuştur.

Tablo 3.1. (Devamı)

Şirketlere Özgü Haberlerin Hisse Performansına Etkisi: BİST-30 Şirketleri Örneği	Eyüboğlu ve Bulut (2015)	Ocak 2003-Aralık 2012 dönemi için BİST-30 Endeksinde işlem gören firmalarca duyurulan haberlerin hisse performansına etkisi olay çalışması yönteminden yararlanılarak yapılan analiz ile incelenmiştir. Yapılan çalışmanın sonucunda, ortalama aşırı getiriler açısından olay günü yatırımcıların en çok operasyonel, finansal ve yeniden yapılanmaya ilişkin haberlere karşı duyarlı olduğunu ortaya koymuştur.
Kar Dağıtım Politikasının Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararları Üzerine Etkisi	Ersoy ve Bekçi (2015)	Çalışmalarında firmaların kar payı dağıtma politikalarının bireysel yatırımcıların yatırım davranışlarını nasıl etkilediğini belirlemek amaçlanmıştır ve çalışmada anket yöntemi kullanılmıştır. Bireysel yatırımcıların eğitim seviyesi ve gelir düzeyinin yükseldikçe hisse senedine yatırımın da arttığı tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmaya katılan bireysel yatırımcıların her yıl artan oranda kar payı dağıtımı yapan firmaları tercih ettikleri de görülmüştür.
Hisse Başına Temettü Üzerinde Etkili Olan Faktörlerin Panel Veri ve Genetik Algoritma İle Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama	Gholenji (2015)	Doktora tez çalışmasında, Borsa İstanbul'da 2006-2012 yılları arasında yedi farklı sektörde yedi yıl boyunca süreklilik gösteren yetmiş firma verilerinden yararlanılarak panel veri seti oluşturmuştur ve Genetik Algoritma yöntemi ile analizi gerçekleştirmiştir. Yapılan analiz sonucunda, medya sektöründe kaldıraç oranı, kimya sektöründe kurumsal yatırımlar, yoğun ortaklık, serbest nakit akışı ve kaldıraç oranı, toprak sektöründe büyüme fırsatları ve holding sektöründe ise kurumsal yatırımlar ve yoğun ortaklık değişkenleri anlamlı bulunmuştur.

Tablo 3.1. (Devamı)

Nakit Kar Payı Ödemesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Türkiye’de Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama	İleri (2016)	Nakit kar payı ödemesinin firma değerine etkisini Borsa İstanbul’da Otomotiv sektöründe faaliyet gösteren halka açık firmalar üzerinden incelediği yüksek lisans tez çalışmasında, firmaların nakit kar payı dağıtım politikası ile firma değeri arasındaki ilişkinin kuvveti ve yönü pearson korelasyon katsayısı kullanılarak incelenmiş ve t testi ile de ilişkinin anlamlı olup olmadığına bakılmıştır. Araştırma sonucunda, kar payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerine etkisinin firmadan firmaya ve yatırımcıdan yatırımcıya değiştiği tespit edilmiştir.
Kar Dağıtım Kararının Belirleyicileri: Borsa İstanbul Şirketleri Üzerine Dinamik Panel Veri Analizi	Bostancı (2017)	2009-2015 yılları arasında BİST’ de işlem gören firmaların 2010-2016 dönemindeki kar payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörler doktora çalışmasında analiz edilmiştir. Çalışmada nakit kar payına ek olarak bedelsiz hisse senedi şeklinde kar payı dağıtımını da dahil eden iki regresyon denklemi kurulmuştur. Gerçekleştirilen panel regresyon analizi sonucunda, firmaların nakit kar payı ödemesinin %1 anlamlılık düzeyinde pozitif etki gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.
The Extent Of Financial Crisis’ Impact On The Dividend Distribution Behavior Of Selected Listed Financial Sector Firms: Empirical Evidence From The Us, Uk, And Turkey	Mahamoodally (2017)	2008 yılında yaşanan küresel finansal krizin, halka açık finansal sektör firmalarının kar payı dağıtımlarına olan etkisini araştırmak amacıyla hazırladığı yüksek lisans tez çalışmasında; Amerika, İngiltere ve Türkiye’de bulunan 60 firmanın 2005-2015 yılları arasındaki verilerini panel veri analizi yöntemi ile incelemiştir. Bu ülke verileri üzerine yapılan analiz sonucunda, kar payı dağıtımlarının düşük oranda etkilendiği tespit edilmiştir. Ayrıca, Türkiye’deki firmaların kar payı dağıtımının, 2008 yılındaki küresel finans krizden etkilenmediği sonucuna ulaşmıştır.

Tablo 3.1. (Devamı)

Stock Price Reactions To Dividend Changes: A Comparative Test Of Signalling Theory And Market Efficiency In The Emerging Emea Stock Markets	Saraoğlu (2017)	Doktora çalışmasında, gelişmekte olan; Avrupa, Orta Doğu ve Afrika'dan, Türkiye, Polonya, Rusya ve Güney Afrika ülkelerinin borsalarını karşılaştırmak amacıyla; firmaların 2005-2016 yılları arasında kar payı dağıtım politikalarındaki değişikliklerin piyasaya açıklanmasıyla bu bilgilerin hisse senedi fiyatına etkisini Event Study yöntemi ile analizini gerçekleştirmiştir. Bunun yanı sıra yarı güçlü formda etkin piyasa hipotezi yöntemini test etmiştir. Bulgulara göre, kar payının bilgi içeriği hipotezi söz konusu dört ülke piyasasında onaylanmaktadır. Firmalar tarafından kar payı ödemesine başlama ve ödemeyi durdurma ilanları açıklandığında istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermiştir.
Finansal Krizlerin Firmaların Temettü Politikasına Etkisi: 2008 Krizi Temelinde BİST 100 Endeksi'nde Listelenen Firmalar Üzerine Bir Uygulama	Taşçı (2017)	Yüksek lisans tez çalışmasında, 2004-2016 yılları arasında BİST 100 Endeksi'nde işlem gören 43 firmanın verileri panel veri analizi yöntemi ile incelenmiştir. Kar payı ödeme oranı, firma karlılığı, birikmiş kar/öz kaynak oranı, büyüme fırsatları ve likidite oranı arasında pozitif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir. Kriz dönemlerinde firmaların kar payı politikasına etki eden unsurların farklılık gösterdiği ve likidite oranının daha fazla önem kazandığı belirlenmiştir. Buna ek olarak firmaların 2009-2010 yıllarında yaşadıkları likidite sıkıntısından dolayı kar payı ödeme oranlarını aşağı çekmiş oldukları görülmüş ancak ödeme yapmayı bırakmamıştır.

Tablo 3.1. (Devamı)

Halka Açık Firmalarda Sermaye Artırımı Duyurularının Hisse Senedi Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama	Kaderli ve Başkaya (2017)	2015 - 2016 yıllarında Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da işlem gören firmaların bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarını incelemişlerdir ve çalışmalarında olay etüdü metodunu kullanmışlardır. Çalışmanın sonucuna göre bedelli sermaye artırımı yapan firmaların bedelsiz sermaye artırımı yapan firmalara göre kümülatif anormal getirilerinde sert düşüşler olduğunu ortaya koyarak piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.
Kar Payı Bilmeccesinin Araştırılması: BİST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama	Zeren (2017)	Kar payı dağıtımının firma değerini ne yönde etkilediğinin tespiti için BİST Temettü 25 Endeksinde işlem gören firmaların 2001-2017 yılları arasındaki nakit kar payı ödeme oranları ile firma değeri arasındaki ilişki panel eşbütünleşme analizi ile araştırılmıştır. Yapılan araştırma neticesinde, kar payı dağıtımı ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Buna ek olarak etkin piyasalar hipotezinin BİST Temettü 25 Endeksinde geçerli olmadığı tespit edilmiştir.
İşletmelerde Kar Payı Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerine Etkisi: BİST 30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama	Şanlı (2018)	Firmaların nakit kar payı dağıtım şeklinin firma değerine etkisini tespit etmek amacıyla hazırladığı yüksek lisans tez çalışmasında, Borsa İstanbul 30-Endeksinde kayıtlı olan 25 firmanın 2007 – 2016 yılları arası verileri incelenmiştir. Çalışma sonucunda firmaların kar payı dağıtım politikaları ile firma değeri arasında bir ilişki tespit edilememiştir.

Tablo 3.1. (Devamı)

Temettü Ödeme Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama	Sakarya vd., (2018)	2016 yılında Borsa İstanbul çimento sektöründe işlem gören firmaların kar payı dağıtım duyuruları ile firma getiri oranları arasındaki ilişkiyi belirlemek için Event Study yöntemi ile analiz yapılmıştır. Olay penceresi olarak kar payı ödeme duyurusu gerçekleşmeden önceki 10 gün ve kar payı ödemesi gerçekleşikten sonraki 10 gün olarak belirlenmiştir. Çalışma sonucunda firmaların kar payı ödeme duyurularının hisse senedi getirilerinde anormal getiriye yol açtığı tespit edilmiştir. Piyasanın da etkin piyasalar hipotezinde ki gibi etkin ve yarı etkin formda olmadığına da ayrıca dikkat çekilmiştir.
BİST' de Fiyat Oynaklığı Üzerine Kar Payı Dağıtımının Etkisi	Süsay ve Tanrıöven, (2018)	BİST 100 endeksinde işlem gören firmaların 2010-2017 dönem verilerini kullanarak Wilcoxon Signed Rank Test tekniği ile hisse senedi fiyatı hareketlerinin analizini gerçekleştirmişlerdir. Sonuç olarak, kar payı dağıtımının hisse senedi fiyatlarını etkilediği ve nakit kar payı dağıtım şeklinin söz konusu firmaların hisse senedi fiyatına diğer kar payı dağıtım şekillerine göre daha fazla etkili olduğu belirlenmiştir.
Firmaların Temettü Ödemeleri ile Firma Değeri Arasındaki İlişki ve BİST 100'de Bir Uygulama	Arslan ve Çakır (2018)	Firmaların kar payı ödeyeceklerini kamuya duyurması sonucunda ilgili firmaların hisse senetlerinin anormal getiri elde edip etmeyecekleri araştırılmış ve olay etüdü yöntemi kullanılarak tespit edilmeye çalışılmıştır. Böylelikle firmaların kar payı dağıtım kararları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi tespit etmeye çalışmışlardır. Çalışmada BIST100 Endeksi'nde yer alan ve 2016 yılında kar payı ödemesi yapan 31 üretim firması üzerinden analizler gerçekleştirilmiştir. Araştırma sonucunda, firmaların kar payı ödeyeceklerini kamuya duyurmaları halinde firmaların hisse senedi fiyatlarında pozitif anormal getiri sağladıkları tespit edilmiş ve Türkiye sermaye piyasasının yarı güçlü formda bile etkin olmadığı ortaya konulmuştur.

Tablo 3.1. (Devamı)

Borsa İstanbul Pay Piyasası Şirketlerinin Bedelsiz Sermaye Artırımı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Değerlendirilmesi	Erol ve Aytekin (2018)	Çalışmalarında 2016 ve 2017 yıllarında Borsa İstanbul Pay Piyasasında bedelsiz sermaye artımı yapmak için SPK'ya başvuru yapan firmaların başvuru onaylarının pay senedi getirileri üzerindeki etkileri olay çalışması yöntemi ile incelemiştir. Çalışma kapsamında bedelsiz sermaye artırımını başvurusunun SPK tarafından onaylandığı tarihten 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası payların günlük kapanış fiyatlarının basit getirileri hesaplanmıştır. Payların beklenen getirilerinin hesaplanmasında ekonomik modellerden Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli kullanılmıştır. 2016-2017 yılları tek bir dönem olarak incelendiğinde bedelsiz sermaye artırımını onaylarından 1 gün sonra istatistiki olarak anlamlı pozitif, 2 gün, 3 gün ve 5 gün sonrasında ise istatistiki olarak anlamlı negatif kümülatif anormal getiri elde edilebileceği görülmüştür. Elde edilen bulgular genel olarak test edilen dönem açısından BİST pay piyasasının yarı güçlü formda etkin bir piyasa olmadığı yönünde bulgular içermektedir.
Nakit Temettü Ödemelerinin Firma Değeri Üzerine Etkilerinin Panel Veri Yöntemi ile Analizi BİST 30 Üzerine Bir Uygulama (2007-2017)	Yaldız (2019)	Yaldız yüksek lisans tez çalışmasında, Borsa İstanbul 30 Endeksindeki 20 firmanın 10 yıllık finansal verileri yardımı ile kar payı dağıtım kararlarının firma değerine etkisi/etkisizliği panel veri analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. Yapılan analizler sonucunda firmaların kar payı ödemesinin firma değerini pozitif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır. Bunun yanı sıra firmaların düzenli olarak kar payı ödemesinin yatırımcılar tarafından tercih edilme nedeni olacağını ve böylece de firma değerini de olumlu yönde etkileyeceği vurgulanmaktadır.

Yukarıda verilen çalışmalardan belirtilenlerin dışında kalan çalışmalar dergilerde yayınlanan makalelerden oluşmaktadır. Çalışmalar incelendiğinde hem ülkemizde hem de diğer ülkelerde kar payı dağıtım kararlarının firmaların hisse senedi fiyatını dolayısıyla da firma değerini etkilediğini savunan başlıca çalışmalara örnek olarak; Aharony ve Swary (1980), Grinblantt, Masuliss ve Titman (1984), Suner (1995), Ünsal (1998), Tatari (1999), Muradoğlu ve Aydoğan (1999), Özer ve Yücel (2001), Barnes ve Ma (2002), Batchelor ve Orakçioğlu (2003), Belkayalı (2004), Balachandran, Faff ve Tanner (2004), Chen vd., (2005), Adaoğlu (2006), Karaca (2007), Kaba(2009), Eriş (2009), Karaca ve Ertaş (2010), Raja ve Sudhalar (2010), Agyei ve Yiadam (2011), Kar vd., (2012), Murekefe ve Ouma (2012), Arslan (2016), Saraoğlu (2017) gösterilebilir.

Bu kararların firma değerini etkilemediğini ortaya koyan başlıca çalışmalar ise, Black (1976), Ball, Brown ve Finn (1977), Güyük (1998), Yücel (2001), Manjunatha (2013), Zeren (2017), Şanlı (2018)'dir.

3.4. İSTATİSTİKSEL ANALİZ VE BULGULAR

Bu bölümde; çalışmanın veri seti ve özelliklerine, analiz sonucundaki bulgulara ve yorumlarına yer verilecektir.

3.4.1.Çalışmanın Veri Seti ve Yöntem

Çalışmanın veri seti BİST-100 Endeksinde 2016- 2020 yılları arasında endekste işlem gören ve kar payı dağıtım kararı alan firmalardan oluşmaktadır. Firmaların kar payı ödeme tarihi olay günü olarak belirlenmiş ve modelde bu firmalara ilişkin verilerin analizleri gerçekleştirilmiştir.

Firmaların kar payı dağıtımına ilişkin veriler BİST ve Kamuyu Aydınlatma Platformu(KAP)'nın resmi internet sitesi www.borsaistanbul.com ve www.kap.org.tr den elde edilmiştir. Analizler için kullanılan BİST-100 ve söz konusu firmaların kapanış fiyatları 01.02.2015-12.31.2020 tarihleri arasındaki veriler ise www.finance.yahoo.com ve www.investing.com internet sitelerinden elde edilmiştir.

Araştırma kapsamında incelenen firmaların BİST işlem kodları ve isimlerine aşağıdaki Tablo 3.2.de yer verilmiştir.

Tablo 3.2. BİST-100 Endeksinde İşlem Gören ve Araştırmaya Dahil Edilen Firmalar

BİST İşlem Kodu	İsim	BİST İşlem Kodu	İsim
ALGYO	Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	SAHOL	Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.
ALARK	Alarko Holding A.Ş.	KCHOL	Koç Holding A.Ş.
AEFES	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.	KORDS	Kordsa Teknik Tekstil A.Ş.
EGEEN	Ege Endüstri ve Ticaret A.Ş.	OTKAR	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.
ECILC	Eczacıbaşı İlaç Sınai ve Finansal Yatırımlar Sanayi ve Ticaret A.Ş.	TAVHL	Tav Havalimanları Holding A.Ş.
ENKAI	Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.	TKFEN	Tekfen Holding A.Ş.
EREGL	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
FROTO	Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.	SISE	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.

Kaynak: www.borsaistanbul.com

Veri setini oluşturan 16 firmaya ait genel kurul ve yönetim kurulu tarihleri, kar payı ödeme tarihleri, hisse senetlerinin ve BİST-100 endeksinin günlük değerleri, günlük kapanış bazında incelenmiştir.

Çalışmada yöntem olarak “olay çalışması” (eventstudy) yöntemi kullanılmıştır. Olay çalışması, herhangi bir firma ile ilgili bir olayın, söz konusu firmanın hisse senedi fiyatlarını ne yönde etkilediğini ölçen bir yöntemdir. Olay çalışmasının amacı, bilginin piyasaya duyurulduğu tarihte yani olay tarihinde (eventday) anormal getirinin elde edilip edilemeyeceğinin tespit edilmesidir. Anormal getiri; bilginin duyurulması sonucunda, normal şartlarda beklenen getirideki sapmadır. Bu sapma pozitif veya negatif olabilir. Olay çalışması gerçekleştirilirken, öncelikli olarak olay tanımlaması yapılır, seçim kriterleri belirlenir, normal ve anormal getiriler hesaplanır, tahmin prosedürleri seçilir, ampirik sonuçlar ortaya konulur ve son olarak da bu sonuçların yorumlanması gerçekleştirilir (Campbell vd., 1997: 149).

Bir olay çalışması gerçekleştirilirken, olay tarihinin öncesi ve sonrası dönemdeki incelenen bütün firmaların hisse senetlerinin fiili ve beklenen getiri oranları hesaplanır. Daha sonra ise her bir firmanın fiili getirisinden beklenen getirisi çıkartılır ve her bir firmanın anormal getirisi hesaplanır. Anormal getiriler kümülatif olarak toplanır ve firma sayısına bölünerek kümülatif anormal getiriler hesaplanır. Kümülatif anormal getiri (CAR), olay çalışması dönemi boyunca elde edilen anormal getirileri ifade eder. Olay çalışması yöntemi ile yapılan çalışmalarda nihai sonuçlar CAR değerlerine göre yorumlanır (Arslan, 2016: 57). Çalışmada tek bir olay günü olmadığı için yani her bir firmanın kar payı ödeme günü farklı olduğu için kümülatif anormal getiri yerine kümülatif ortalama anormal getiri hesaplanmıştır.

Olay çalışmalarında anormal getirilerin hesaplanmasında kullanılan farklı metotlar olmasına rağmen, literatürde en yaygın olanı piyasa modelidir. Bu nedenle çalışmada tahmin yöntemi olarak En Küçük Kareler (EKK) piyasa modeli tercih edilmiştir. Bu modelde piyasa ile ortalama getiriler ve risk arasında doğrusal bir ilişki olduğu varsayılmaktadır (Eren ve Özçalık, 2020: 1810).

$$1. R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Formülde yer alan $R_{i,t}$ ifadesi pay senedinin günlük getirisini, R_{mt} ifadesi piyasa portföyünün t dönemdeki getirisini ve ε_{it} ifadesi ise hata terimini ifade etmektedir.

i pay senedi için beklenen getiriler ise aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

$$2. E(R_{i,t}) = \alpha + \beta(R_{m,t})$$

Yukarıdaki denklemde $E(R_{i,t})$ ifadesi i pay senedinin t günündeki beklenen getirisini, α ifadesi regresyon doğrusunun y - eksenini kestiği noktayı, β ifadesi regresyon doğrusunun eğimini $R_{m,t}$ ifadesi ise piyasa portföyünün t dönemdeki getirisini ifade etmektedir.

Buna göre, AR aşağıdaki denklem yardımıyla hesaplanmıştır;

$$3. AR_{i,t} = R_{i,t} - \alpha - (\beta(R_{m,t}))$$

Yukarıdaki denklemde $AR_{i,t}$ ifadesi i pay senedinin t günündeki anormal getirisini, $R_{i,t}$ ifadesi i pay senedinin günlük getirisini ve $R_{m,t}$ ifadesi ise piyasa portföyünün t dönemdeki getirisini ifade etmektedir.

Modelde yer alan α ve β katsayıları EKK (En Küçük Kareler) yöntemine göre hesaplanmak üzere;

$$4. E(\varepsilon_i) = 0 \quad Var(\varepsilon_i) = \sigma^2 \varepsilon$$

Olay penceresi dönemindeki her bir gün için ortalama anormal getiri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$5. AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

Yukarıda yer alan ifade de AAR_t ifadesi t zamandaki tüm firmalar için ortalama anormal getiriyi, AR_{it} ifadesi i pay senedinin t günündeki anormal getirisini ve n ifadesi ise t günündeki firma sayısını ifade etmektedir.

Olay penceresi dönemine ait CAAR (kümülatif ortalama anormal getiriler) değerleri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır;

$$6. CAAR(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n CAAR_{it}(\tau_1, \tau_2)$$

Pay senetlerinin günlük getirileri ise aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır;

$$7. R_{i,t} = [(P_{i,t} - P_{i,t-1}) / (P_{i,t-1})] \times 100$$

Bu formülde $R_{i,t}$ i pay senedinin t günündeki getirisini, $P_{i,t}$ i pay senedinin t günündeki kapanış fiyatını ve $P_{i,t-1}$ i pay senedinin t -1 günde kapanış fiyatını ifade etmektedir.

$$8. \quad R_{m,t} = [(E_{m,t} - E_{m,t-1}) / E_{m,t-1}] \times 100$$

Yukarıdaki ifadede yer alan $R_{m,t}$ (BIST-100 Endeksinin) t günde getirisini, $E_{m,t}$ endeksin t günündeki kapanış değerini ve $E_{m,t-1}$ ifadesi ise endeksin t -1 günde kapanış değerini ifade etmektedir.

Çalışmada Abnormal Return (AR) değerini hesaplamak için EventStudyMetrics v. 1.06 paket programı kullanılmıştır. Olay pencerelerinin uzunluğu (-20...+20), (-10...+10), (-5...+5), (-3...+3), (0...0), (0...+5), (0...+10) ve (0...+20) şeklinde belirlenmiştir. Çalışmada olay günü olarak firmaların kar payı ödeme tarihleri belirlenmiştir. Aşağıdaki Tablo 3.3.'de de ilgili firmaların olay tarihlerine yer verilmiştir.

Tablo 3.3. Olay Tarihleri

Firma Kodu	2016	2017	2018	2019	2020
ALGYO	31.05.2016	02.06.2017	01.06.2018	29.05.2019	28.05.2020
ALARK	31.05.2016	24.04.2017	29.06.2018	30.04.2019	27.10.2020
AEFES	30.05.2016	31.05.2017	31.05.2018	10.06.2019	17.07.2020
EGEEN	25.04.2016	02.05.2017	25.04.2018	24.04.2019	28.04.2020
ECILC	10.05.2016	10.05.2017	24.05.2018	22.05.2019	16.04.2020
ENKAI	20.04.2016	04.27.2017	19.04.2018	19.04.2019	16.04.2020
EREGL	25.05.2016	07.04.2017	31.05.2018	10.05.2019	28.04.2020
FROTO	04.04.2016	05.04.2017	04.04.2018	03.04.2019	25.03.2020

Tablo 3.3. Olay Tarihleri(Devamı)

Firma Kodu	2016	2017	2018	2019	2020
SAHOL	01.04.2016	05.04.2017	05.04.2018	05.04.2019	03.04.2020
KCHOL	12.04.2016	10.04.2017	04.04.2018	03.04.2019	08.04.2020
KORDS	04.04.2016	25.04.2017	04.04.2018	27.03.2019	30.03.2020
OTKAR	04.04.2016	04.04.2017	26.03.2018	27.03.2019	25.03.2020
TAVHL	23.03.2016	24.03.2017	30.03.2018	22.03.2019	27.03.2020
TKFEN	13.05.2016	31.03.2017	06.04.2018	04.04.2019	29.04.2020
TOASO	07.04.2016	05.04.2017	23.03.2018	21.03.2019	27.03.2020
SISE	31.05.2016	01.06.2017	04.06.2018	10.06.2019	02.06.2020

Kaynak: www.kap.org.tr

Olay tarihleri etrafındaki CAAR değerleri her bir pencere için ayrı ayrı hesaplanmıştır. Analiz sonuçlarında ayrıca EventStudyMetrics (ESM) tarafından geliştirilen ve parametrik testler olarak adlandırılan T-testi, Patel-Z, Boehmer, Musumeci ve Poulsen Testi ve non-parametrik testler olarak adlandırılan CorradoRank ve Sign Testlerine yer verilmiştir. Bu testlere ilişkin bilgilere Tablo 3.4. de yer verilmiştir.

Tablo 3.4. Çalışmada Kullanılan İstatistiksel Testler ve Varsayımları

Test Adı	Varsayımlar
T- Testi	- Parametrik bir testtir. - AR değerleri normal dağılım göstermektedir. - İki farklı olaya göre hesaplanan AR değerleri arasında korelasyon ilişkisi bulunmamaktadır. - AR değerlerinin varyansı olay gününde ve diğer günlerde sabittir.
Patell Z Testi	- Parametrik bir testtir. - Patell (1976) tarafından geliştirilmiştir. - Bu test AR değerlerinin homojen dağılması varsayımının her zaman sağlanamayacağı görüşünü savunmaktadır.

Tablo 3.4. (Devamı)

Test Adı	Varsayımlar
B.M.P. Testi	• Parametrik bir testtir. • Boehmer ve diğerleri(1991) tarafından geliştirilmiştir. • AR değerinin varyansının sabit olmaması sorununu çözmeye yönelik geliştirilen bir testtir.
CorradoRank Testi (Sıra Testi)	• Non-parametrik bir testtir. • Corrado (1989) tarafından geliştirilmiştir. • AR değerinin dağılımına yönelik bir varsayım gerektirmemektedir.
Sign Testi (İşaret Testi)	• Non-parametrik bir testtir. • Olay penceresindeki pozitif CAR değerinin oranına dayanan bir testtir. • Testin en büyük dez avantajı ise AR değerlerinin büyüklüklerini dikkate almamasıdır.

Kaynak: (Eren ve Özçalık, 2020: 1812)

3.4.2. Hipotezler

Bu çalışmada, BİST-100 Endeksinde işlem gören firmaların kar payı dağıtım kararlarına yatırımcıların tepkisi analiz edilmiştir. Çalışmada firmaların kar payı dağıtım günü olay günü olarak alınmıştır. Test edilecek hipotezlere ise aşağıda yer verilmiştir.

H1: 2016 yılında BİST-100 endeksindeki firmaların kar payı ödeme tarihleri etrafında kümülatif ortalama anormal getirileri sıfırdan farklıdır.(CAAR $\neq$ 0)

H2: 2017 yılında BİST-100 endeksindeki firmaların kar payı ödeme tarihleri etrafında kümülatif ortalama anormal getirileri sıfırdan farklıdır.(CAAR $\neq$ 0)

H3: 2018 yılında BİST-100 endeksindeki firmaların kar payı ödeme tarihleri etrafında kümülatif ortalama anormal getirileri sıfırdan farklıdır.(CAAR $\neq$ 0)

H4: 2019 yılında BİST-100 endeksindeki firmaların kar payı ödeme tarihleri etrafında kümülatif ortalama anormal getirileri sıfırdan farklıdır.(CAAR $\neq$ 0)

H5: 2020 yılında BİST-100 endeksindeki firmaların kar payı ödeme tarihleri etrafında kümülatif ortalama anormal getirileri sıfırdan farklıdır.(CAAR $\neq$ 0)

3.4.3. Bulgular

Bu kısımda; çalışmanın uygulama aşamasında olay çalışması yöntemi ile yapılan analiz sonuçlarına yer verilmiştir.



3.4.3.1. 2016 Yılına İlişkin Analiz Sonuçları

Tablo 3.5. 2016 Yılı CAAR Değerleri

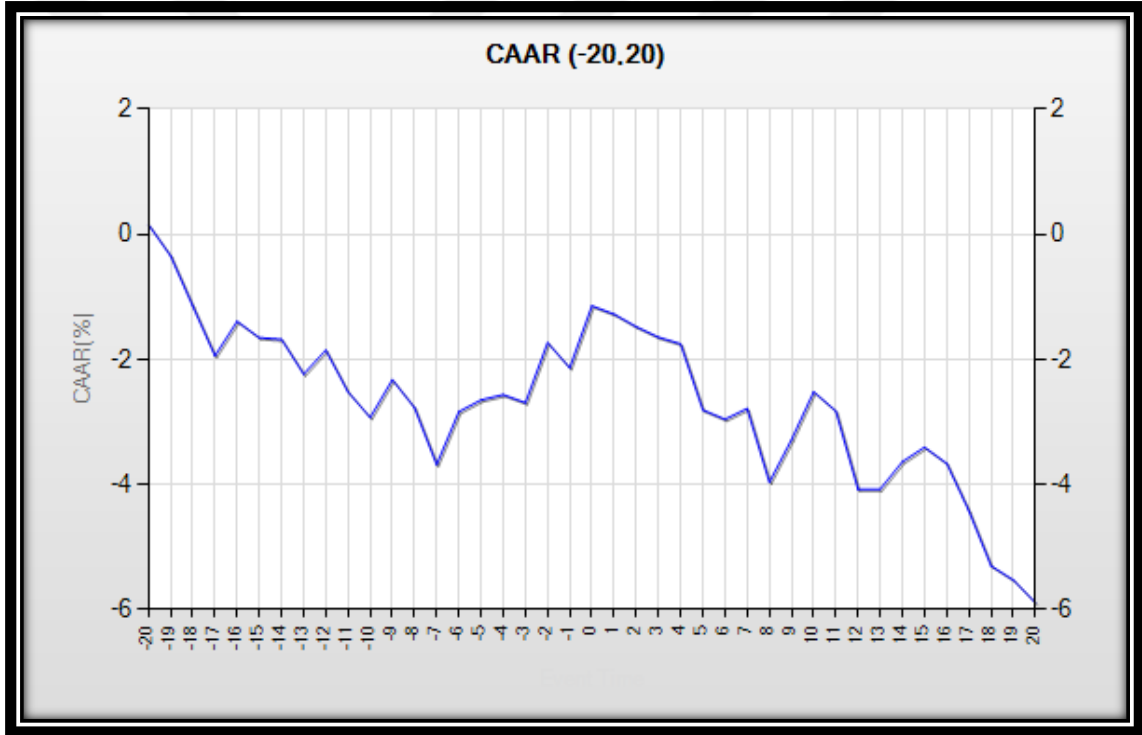
Tarih	CAAR	Pos : Neg	T-Testi	T-Test Kesitsel	Patell Z	B.P.M.	Corrado Sıra Testi	İşaret Testi
(-20...20)	-0,0589	6 : 10	-1,9672** (0,0492)	-1,5588 (0,1190)	-1,4763 (0,1399)	-1,1558 (0,2478)	-0,6281 (0,5299)	0,6525 (0,5141)
(-10...10)	0,0000	8 : 8	0,0001 (1,0000)	0,0000 (1,0000)	0,2986 (0,8921)	0,1003 (0,9201)	0,2440 (0,8072)	-1,1544 (0,2483)
(-5...5)	0,0003	5 : 11	0,0172 (0,9863)	0,0174 (0,9861)	0,1356 (0,7917)	0,2023 (0,8397)	0,5374 (0,5910)	0,4549 (0,6492)
(-3...3)	0,0092	6 : 10	0,7440 (0,4569)	0,6924 (0,4887)	1,0777 (0,2812)	0,7614 (0,4464)	0,5791 (0,5625)	-0,6525 (0,5141)
(0...0)	0,0099	12 : 4	2,1197** (0,0340)	2,2669** (0,0234)	2,1024** (0,0355)	1,7058* (0,0880)	2,0446** (0,0409)	2,3590*** (0,0183)
(0...5)	-0,0067	8 : 8	-0,5867 (0,5574)	-1,2372 (0,2160)	-0,6687 (0,5037)	-1,0362 (0,3001)	-0,1544 (0,8773)	-0,3513 (0,7253)
(0...10)	-0,0038	11 : 5	-0,2466 (0,8052)	-0,2440 (0,8072)	-0,1009 (0,9196)	-0,0937 (0,9254)	-0,1473 (0,8829)	1,8571* (0,0633)
(0...20)	-0,0375	4 : 12	-1,7529* (0,0796)	-2,1245** (0,0336)	-1,6464* (0,0997)	-1,8079* (0,0706)	-0,8516 (0,3945)	-1,6564* (0,0977)

*, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.5’de 2016 yılı CAAR değerleri incelendiğinde,(-20...20), (0...5), (0...10) ve (0...20) dönemlerinde negatif CAAR değerleri, (-10...10),(-5...5),(-3...3), (0...0) dönemlerinde ise beklenildiği gibi pozitif CAAR değerleri gözlemlenmiştir. Olay tarihinde yani (0...0) döneminde ise yaklaşık %1 düzeyinde istatistiki olarak

anamlı pozitif kümülatif ortalama anormal getiri sağlandığı tespit edilmiştir. Yine olay gününde 19 firmanın 13nn pozitif CAAR, 3nn ise negatif CAAR sağladığı belirlenmiştir.

2016 yılı analiz sonuçlarından hareketle olay günü(0...0) döneminde verilen yatırımcı tepkisinin anlamlı bulunması olay gününden önce bilginin dışarıya sızmadığı anlamına gelmektedir. Yine (0...20) döneminde anlamlı negatif CAAR elde edilmesi, hisse senedi sahiplerinin kar paylarını aldıktan sonra söz konusu hisse senetlerini sattıkları şeklinde yorumlanabilir.



Grafik 3.1. 2016 Yılı Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerin (CAAR) Olay Tarihine Duyarlılığı

2016 yılı CAAR grafiği değerlendirildiğinde, olay gününde ve olay gününden yirmi gün öncesi (-20...20) ve sonrası dönemde (0...20) pozitif CAAR elde edilemeyeceği gözlemlenilmektedir. Bunun yanı sıra olay gününden 20 gün öncesinden başlayarak CAAR değerinde kademeli düşüşler yaşandığı ve bu düşüşün olay gününden 7 gün öncesine kadar devam ettiği daha sonra bir yükseliş trendine girdiği

görülmektedir. Yatırımcıların en güçlü tepkiyi olay günü verdiği görülmektedir. Ancak olay gününden sonra CAAR değerinin yine kademeli bir şekilde düşüş trendi izlediği görülmektedir.

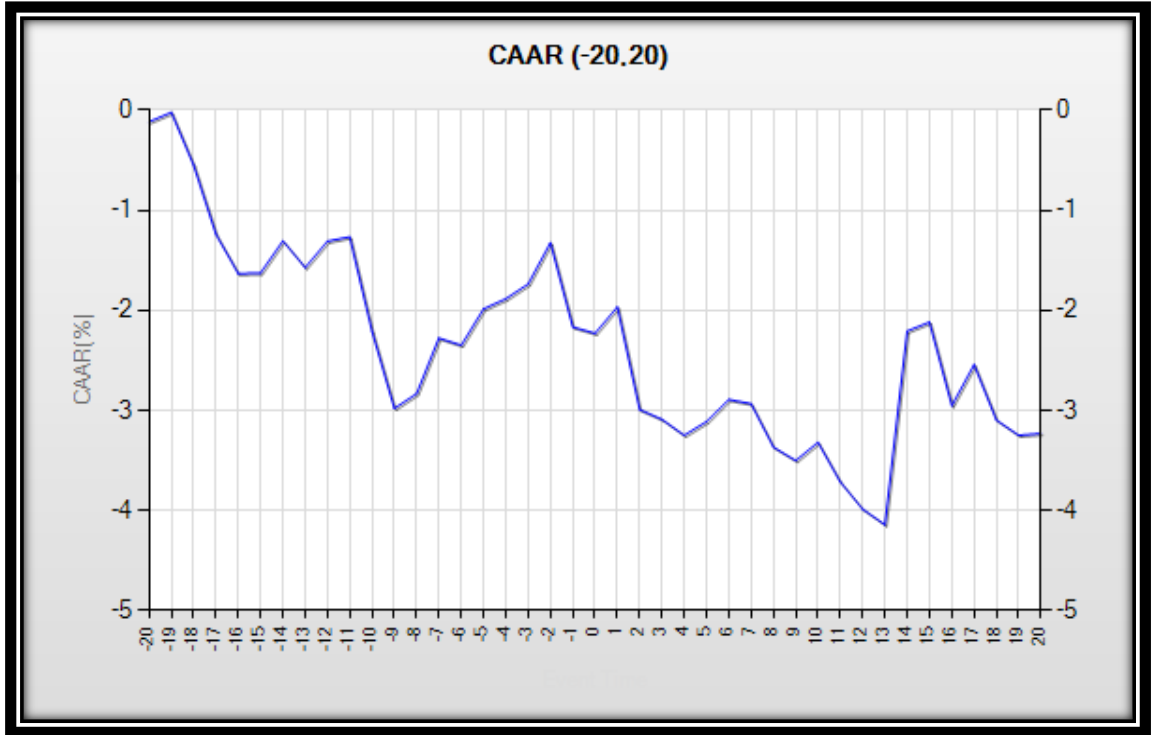
3.4.3.2. 2017 Yılına İlişkin Analiz Sonuçları

Tablo 3.6. 2017 Yılı CAAR Değerleri

Tarih	CAAR	Pos : Neg	T-Testi	T-Test Kesitsel	Patell Z	B.P.M.	Corrado Testi	Sıra	İşaret Testi
(-20...20)	-0,0323	8 : 8	-1,3342 (0,1821)	-1,1648 (0,2441)	-1,1209 (0,2623)	-0,9972 (0,3187)	-0,9067 (0,3646)		0,1540 (0,8776)
(-10...10)	-0,0205	10 : 6	-1,1853 (0,2359)	-1,0474 (0,2949)	-0,9007 (0,3677)	-0,7723 (0,4400)	-0,0873 (0,9304)		1,1547 (0,2482)
(-5...5)	-0,0076	10 : 6	-0,6083 (0,5430)	-0,3561 (0,7217)	-0,1117 (0,9111)	-0,0652 (0,9480)	1,2091 (0,2266)		1,1547 (0,2482)
(-3...3)	-0,0121	11 : 5	-1,2054 (0,2281)	-0,5917 (0,5540)	-0,8284 (0,4075)	-0,4235 (0,6719)	0,7238 (0,4692)		1,6551* (0,0979)
(0...0)	-0,0006	5 : 11	-0,1703 (0,8648)	-0,1463 (0,8837)	-0,5746 (0,5656)	-0,5027 (0,6152)	-1,0564 (0,2908)		-1,3472 (0,1779)
(0...5)	-0,0095	8 : 8	-1,0220 (0,3068)	-0,4696 (0,6386)	-0,9027 (0,3667)	-0,4508 (0,6521)	0,5079 (0,6115)		0,1540 (0,8776)
(0...10)	-0,0115	8 : 8	-0,9200 (0,3576)	-0,6553 (0,5123)	-0,7865 (0,4316)	-0,5966 (0,5508)	0,3716 (0,7102)		0,1540 (0,8776)
(0...20)	-0,0106	9 : 7	-0,6149 (0,5386)	-0,4897 (0,6243)	-0,4023 (0,6875)	-0,3847 (0,7004)	-0,4760 (0,6341)		0,6543 (0,5129)

*,**,*** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

2017 yılı CAAR tablosu incelendiğinde, anlamlı bir tepkiye rastlanılmamaktadır. Bu da 2017 yılı için BİST-100 endeksi özelinde pay piyasasının etkin piyasalar hipotezi çerçevesinde yarı güçlü formda etkin olduğu sonucunu ortaya koymaktadır. Yani analize dahil edilen söz konusu firmaların kar payı dağıtım kararının kamuya duyurulması ile firmalar kümülatif ortalama anormal getiri elde edememiştir.



Grafik 3.2. 2017 Yılı Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerin (CAAR) Olay Tarihine Duyarlılığı

2017 yılına ilişkin CAAR değerlerinin seyrini gösteren grafik 3.2 incelendiğinde; olay gününden 20 gün öncesi değerlendirildiğinde 20 ve 17'inci gün aralığında pozitif CAAR değerlendirilirken, olay gününden 17 gün öncesinden başlayarak olay gününden 20 gün sonrasını kapsayan dönemde negatif CAAR değeri gözlemlenilmektedir. Olay gününden önceki 9. günde CAAR değerlerinin yükseliş trendine girdiği ve en güçlü tepkinin ise olaydan önceki 2 'inci günde verildiği ve bu günden sonra CAAR değerlerinin düşüş trendine girdiği görülmektedir.

3.2.4.3. 2018 Yılına İlişkin Analiz Sonuçları

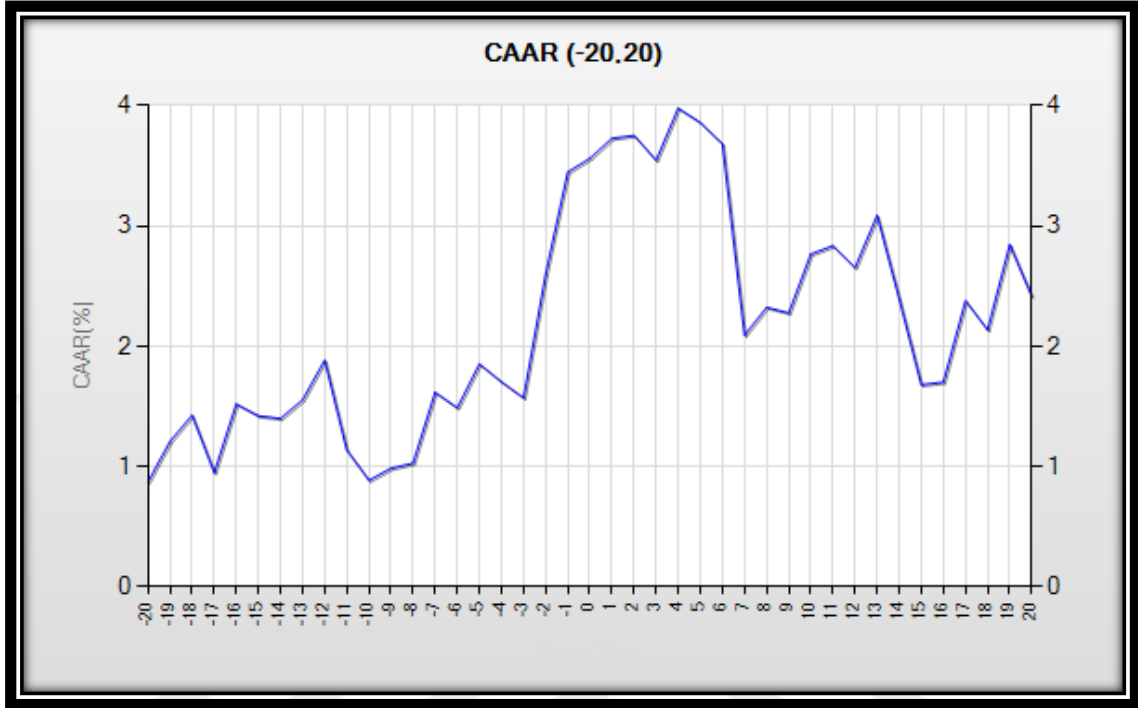
Tablo 3.7. 2018 Yılı CAAR Değerleri

Tarih	CAAR	Pos : Neg	T-Testi	T-Test Kesitsel	Patell Z	B.P.M.	Corrado Sıra Testi	İşaret Testi
(-20...20)	0,0241	8 : 8	0,35222 (0,7247)	0,4993 (0,6176)	-0,3599 (0,7189)	-0,3365 (0,7365)	0,4423 (0,6583)	0,1116 (0,9112)
(-10...10)	0,0163	8 : 8	0,3319 (0,7400)	0,5667 (0,5709)	-0,2621 (0,7932)	-0,2193 (0,8264)	0,5402 (0,5891)	0,1116 (0,9112)
(-5...5)	0,0237	12 : 4	0,6675 (0,5045)	1,4225 (0,1549)	0,9333 (0,3507)	0,9933 (0,3206)	1,1954 (0,2319)	2,1124** (0,0347)
(-3...3)	0,0184	10 : 6	0,6501 (0,5156)	1,3196 (0,1870)	0,9141 (0,3607)	0,9166 (0,3593)	1,5151 (0,1297)	1,1120 (0,2662)
(0...0)	0,0011	8 : 8	0,1073 (0,9145)	0,2245 (0,8224)	-0,3378 (0,7355)	-0,3339 (0,7384)	0,4297 (0,6674)	0,1116 (0,9112)
(0...5)	0,0041	8 : 8	0,1568 (0,8754)	0,3942 (0,6934)	-0,2687 (0,7881)	-0,3875 (0,6984)	0,1854 (0,8529)	0,1116 (0,9112)
(0...10)	- 0,0068	6 : 10	-0,1920 (0,8478)	-0,3446 (0,7304)	-1,5181 (0,1290)	-1,2142 (0,2247)	-0,3018 (0,7628)	-0,8888 (0,3741)
(0...20)	- 0,0103	5 : 11	-0,2109 (0,8330)	-0,3347 (0,7378)	-1,6028 (0,1090)	-1,5263 (0,1269)	-0,5530 (0,5803)	-1,3890 (0,1648)

*,**,*** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.7 deki analiz sonuçları değerlendirildiğinde, hiçbir olay penceresi döneminde elde edilen CAAR değeri anlamlı bulunamamıştır. Bu da yatırımcıların 2018 yılında kar payı dağıtım olayına tepki vermediklerini duyarsız kaldıklarını ya da

çalışmadaki olay pencerelerinden daha önce ki bir dönemde fiyatlama yapıldığını göstermektedir.



Grafik 3.3. 2018 Yılı Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerin (CAAR) Olay Tarihine Duyarlılığı

2018 yılının (-20...20) CAAR grafiği incelendiğinde, olay gününden 3 gün önce yatırımcıların tepki vermeye başladığı ve en güçlü tepkiyi ise olay gününden 1 gün önce verdikleri görülmektedir. Olay tarihinden sonra yani kar payı dağıtımı yapıldıktan sonra ise beklenildiği gibi CAAR değerinde düşme görülmektedir.

3.4.3.4. 2019 Yılına İlişkin Analiz Sonuçları

Tablo 3.8. 2019 Yılı CAAR Değerler

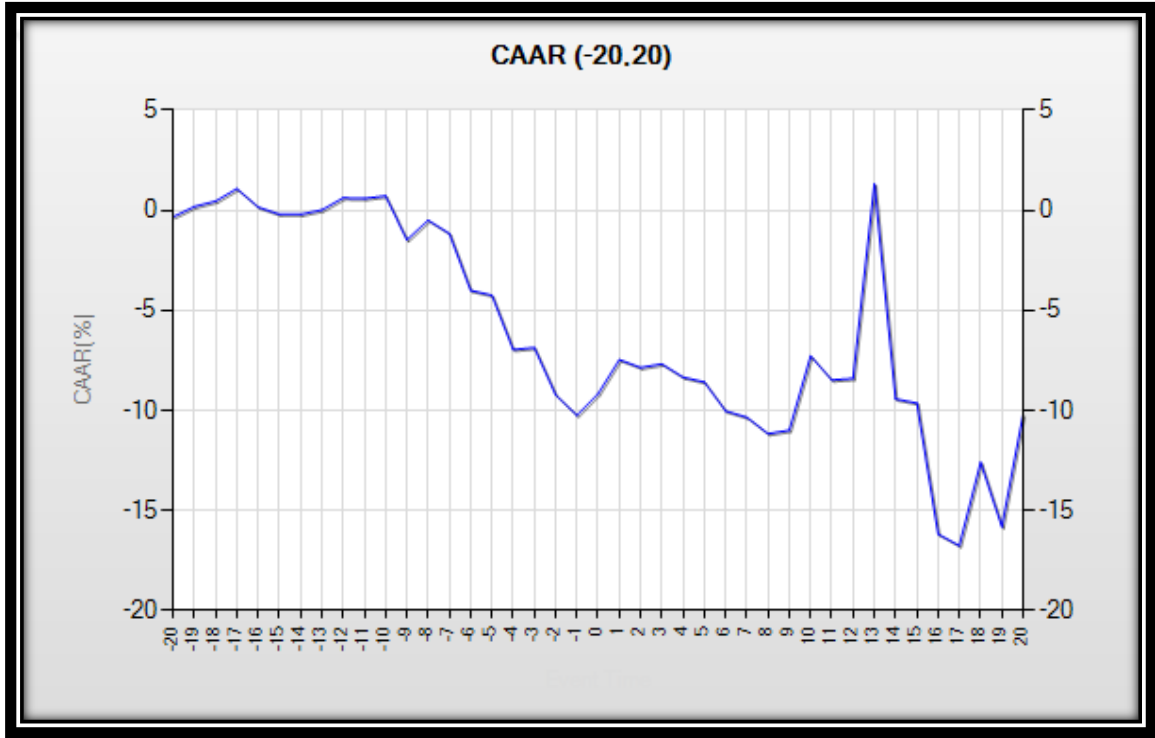
Tarih	CAAR	Pos : Neg	T-Testi	T-Test Kesitsel	Patell Z	B.P.M.	Corrado Sıra Testi	İşaret Testi
(-20...20)	-0,1021	7 : 9	-3,1936*** (0,0014)	-0,8295 (0,4068)	-2,5181*** (0,0118)	-0,9437 (0,3453)	-0,1480 (0,8823)	-1,6063 (0,1082)
(-10...10)	-0,0787	10 : 6	-3,4385*** (0,0006)	-0,8606 (0,3895)	-1,5930 (0,1112)	-0,7972 (0,4254)	0,6239 (0,5327)	-0,0518 (0,9587)
(-5...5)	-0,0458	8 : 8	-2,7656*** (0,0057)	-0,5826 (0,5602)	-1,2242 (0,2209)	-0,3893 (0,6971)	1,2152 (0,2243)	-1,0882 (0,2765)
(-3...3)	0,0072	8 : 8	-0,5470 (0,5844)	-0,1107 (0,9119)	-0,2605 (0,7945)	-0,1725 (0,8630)	1,2555 (0,2093)	-1,0882 (0,2765)
(0...0)	0,0107	10 : 6	2,1475** (0,0318)	0,4887 (0,6251)	1,4342 (0,1515)	0,3830 (0,7017)	0,7082 (0,4788)	-0,0518 (0,9587)
(0...5)	0,0166	10 : 6	1,3573 (0,1747)	0,5191 (0,6037)	0,9964 (0,3190)	0,4768 (0,6335)	1,0852 (0,2778)	-0,0518 (0,9587)
(0...10)	0,0296	8 : 8	1,7895* (0,0735)	1,3391 (0,1805)	1,3026 (0,1927)	1,1126 (0,2659)	1,4206 (0,1554)	-1,0882 (0,2765)
(0...20)	0,0002	5 : 11	0,0098 (0,9922)	-0,0508 (0,9595)	-1,2016 (0,2295)	-0,2259 (0,8213)	-0,3011 (0,7633)	-2,6427*** (0,0082)

*, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

2019 yılı CAAR değerleri incelendiğinde (-3...3), (0...0), (0...5), (0...10) ve (0...20) dönemlerinde pozitif CAAR elde edildiği, (-20...20), (-10...10) ve (-5...5) dönemlerinde ise negatif CAAR elde edildiği görülmektedir. Ancak sadece (-20...20) döneminde elde edilen değerin anlamlı olduğu görülmektedir. (-20...20) döneminde

elde edilen negatif yönde %10 CAAR değerinin istatistiki olarak %1 düzeyinde anlamlı olduğu gözlemlenilmektedir. Yine aynı dönemde 16 firmanın 7'sinin pozitif 9'unun ise negatif kümülatif ortalama anormal getiri elde ettiği saptanmıştır.

Analiz sonucundan hareketle yatırımcıların 2019 yılında sadece(-20...20) döneminde ki tepkileri anlamlı bulunmuştur. Bu da yatırımcıların söz konusu firmaların kar payı dağıtım kararına (-20...20) dönemi hariç 2019 yılı için duyarsız kaldığını göstermektedir.



Grafik 3.4. 2019 Yılı Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerin (CAAR) Olay Tarihine Duyarlılığı

2019 yılı CAAR grafiği incelendiğinde grafikten hareketle olay gününden 1 gün önce CAAR değerinin yükselmeye başladığı ve en güçlü tepkinin olay gününden sonraki 1'inci günde verildiği gözlemlenilmektedir. Olay gününden önceki 20 günlük sürede CAAR değeri normal bir seyir izlerken, en yüksek pozitif CAAR değerinin olay gününden 13 gün sonra elde edildiği görülmektedir. Ayrıca 13'üncü günden sonra CAAR değerinin ani düşüş trendine girdiği görülmektedir.

3.4.3.5. 2020 Yılına İlişkin Analiz Sonuçları

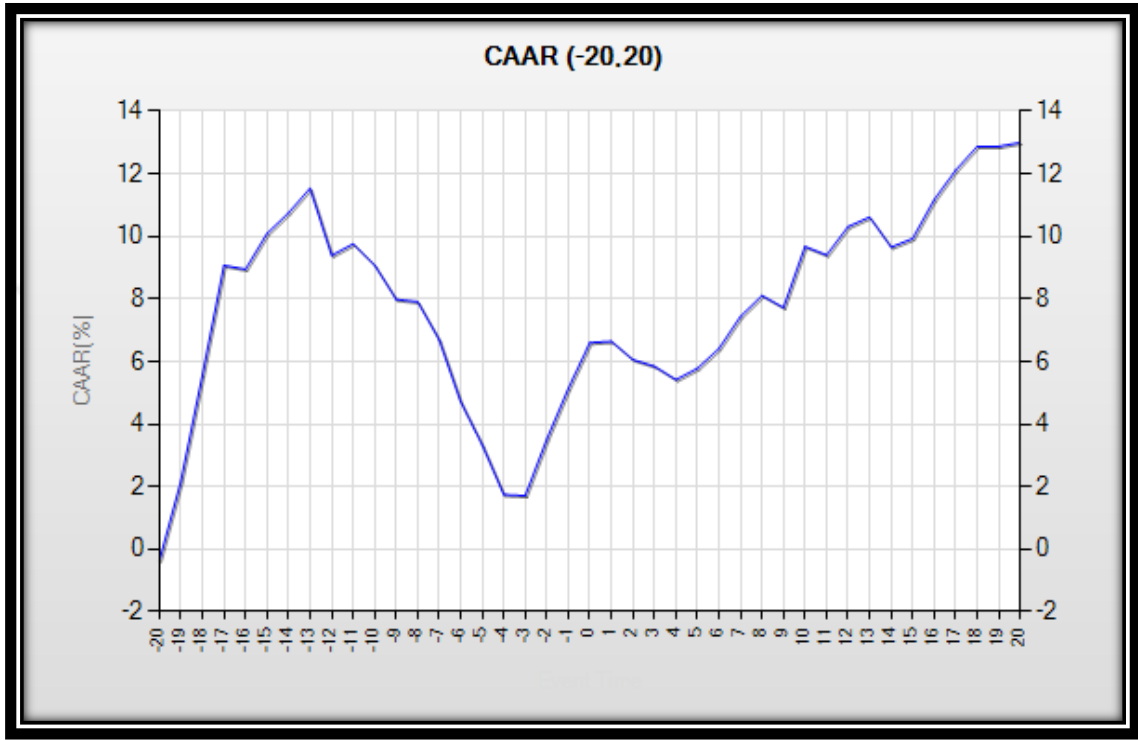
Tablo 3.9. 2020 Yılı CAAR Değerleri

Tarih	CAAR	Pos : Neg	T-Testi	T-Test Kesitsel	Patell Z	B.P.M.	Corrado Sıra Testi	İşaret Testi
(-20...20)	0,1300	9 : 7	2,5682*** (0,0102)	0,7937 (0,4274)	0,0663 (0,9471)	0,0863 (0,9312)	1,1314 (0,2579)	-4,9355*** (0,0000)
(-10...10)	-0,0008	9 : 7	-0,0233 (0,9814)	-0,5979 (0,5499)	-0,4159 (0,6775)	-0,4940 (0,6213)	-0,4289 (0,6680)	-4,9355*** (0,0000)
(-5...5)	0,0107	10 : 6	0,4094 (0,6823)	0,1543 (0,8774)	0,0885 (0,9295)	0,0969 (0,9228)	00,0337 (0,9731)	-4,0530*** (0,0001)
(-3...3)	0,0410	13 : 3	1,9626** (0,0497)	2,2384** (0,0252)	2,1732** (0,0298)	1,7654* (0,0775)	1,6788* (0,0932)	-1,4053 (0,1599)
(0...0)	0,0147	14 : 2	1,8537* (0,0638)	0,8322 (0,4053)	2,1266** (0,0335)	0,9353 (0,3496)	2,3760*** (0,0175)	-0,5227 (0,6012)
(0...5)	0,0065	10 : 6	0,3338 (0,7386)	0,2982 (0,7655)	0,2547 (0,7989)	0,2388 (0,8113)	0,1260 (0,8998)	-4,0530*** (0,0001)
(0...10)	0,0454	12 : 4	1,7311* (0,0834)	1,5376 (0,1242)	1,3532 (0,1760)	1,2173 (0,2235)	1,8372* (0,0662)	-2,2879** (0,0221)
(0...20)	0,0786	12 : 4	2,1697** (0,0300)	1,6510* (0,0987)	1,2702 (0,2040)	1,2775 (0,2014)	2,0645** (0,0390)	-2,2879** (0,0221)

*, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

2020 yılında firmaların CAAR değerleri incelendiğinde, (-20...20), (-3...3), (0...0), (0...10) ve (0...20) dönemlerinde sırasıyla %1, %5, %5, %10 ve %5 anlamlılık düzeyinde yaklaşık olarak sırasıyla %13, %4, %1, %4 ve %7 pozitif kümülatif ortalama anormal getiri elde edildiği tespit edilmiştir. (-10...10), (-5...5) ve (0...5) dönemlerinde

de pozitif getiri elde edilmiştir ancak istatistiki olarak anlamlı bulunmamıştır. Öte yandan yatırımcıların hiçbir olay döneminde negatif getiri elde etmediği de görülmektedir.



Grafik 3.5. 2020 Yılı Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerin (CAAR) Olay Tarihine Duyarlılığı

Grafik 3.5. 2020 yılının CAAR değerlerinin seyrini gösteren grafik incelendiğinde, olay gününden 20 gün öncesinde CAAR değerlerinde bir dalgalanma olduğu görülmektedir. Olay gününden 13 gün öncesi anormal getirilerin en yüksek seviyeye ulaştığı ve daha sonra bir düşüş trendine girdiği gözlemlenilmektedir. Bu düşüş trendinin olay gününden 3 gün öncesine kadar devam ettiği ve daha sonra kademeli bir yükseliş trendine girdiği gözlemlenilmektedir. Yatırımcıların en güçlü tepkiyi olay günü ve olaydan sonraki gün verdiği görülmektedir. CAAR grafiğinden olay gününden önceki 20 gün ve sonraki 20 günlük dönemde pozitif getiri elde edildiği ve negatif getiri riskinin olmadığı görülmektedir.

2020 yılı analiz sonuçlarından hareketle firmaların kar payı dağıtım kararları aracılığı ile BİST-100 Endeksinin üzerinde bir getiri elde ettiği görülmektedir. Bu da BİST pay piyasasının henüz yarı güçlü formda bile etkin olmadığı sonucunu ortaya koymaktadır.

3.4.4. Hipotezlerin Değerlendirilmesi

Bu kısımda çalışmada test edilen hipotezlerin genel değerlendirilmesine yer verilmiştir.

Tablo 3.10. Hipotezlerin Değerlendirilmesi

Hipotezler	Sonuçlar
H1: 2016 yılında BİST-100 endeksindeki firmaların kar payı ödeme tarihleri etrafında kümülatif ortalama anormal getirileri sıfırdan farklıdır.(CAAR $\neq$ 0)	Kabul
H2: 2017 yılında BİST-100 endeksindeki firmaların kar payı ödeme tarihleri etrafında kümülatif ortalama anormal getirileri sıfırdan farklıdır.(CAAR $\neq$ 0)	Red
H3: 2018 yılında BİST-100 endeksindeki firmaların kar payı ödeme tarihleri etrafında kümülatif ortalama anormal getirileri sıfırdan farklıdır.(CAAR $\neq$ 0)	Red
H4: 2019 yılında BİST-100 endeksindeki firmaların kar payı ödeme tarihleri etrafında kümülatif ortalama anormal getirileri sıfırdan farklıdır.(CAAR $\neq$ 0)	Kabul
H5: 2020 yılında BİST-100 endeksindeki firmaların kar payı ödeme tarihleri etrafında kümülatif ortalama anormal getirileri sıfırdan farklıdır.(CAAR $\neq$ 0)	Kabul

Çalışmanın analiz sonuçlarına göre 2016, 2019 ve 2020 yıllarında BİST-100 endeksinde işlem gören firmaların kar payı ödeme olayı etrafında kümülatif ortalama anormal getiri elde ettiği 2017 ve 2018 yıllarında ise elde etmediği tespit edilmiştir.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Bu çalışmada, BİST-100 endeksinde işlem gören firmaların kar payı dağıtım kararlarına yatırımcıların verdiği tepki olay çalışması (eventstudy) yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Firmaların kar payı ödeme günü olay günü olarak belirlenmiştir ve bu bağlamda olay pencerelerinin uzunluğu $(-20...20)$, $(-10...10)$, $(-5...5)$, $(-3...3)$, $(0...0)$, $(0...5)$, $(0...10)$ ve $(0...20)$ dönemleri şeklinde belirlenmiştir. Uygulama aşamasında ise her bir yıl için ayrı ayrı oluşturulan hipotezler test edilmiştir.

2016 yılına ilişkin analiz sonuçlarından hareketle, kar payı ödemesinin gerçekleştiği gün yani $(0...0)$ döneminde yatırımcıların BİST-100 endeksinin getirisinden daha fazla pozitif getiri elde ettiği $(0...20)$ döneminde ise negatif getiri elde ettiği tespit edilmiştir. Bu da kar payı ödeme olayına yatırımcıların en fazla tepkiyi olay gününde ve olay günden sonraki 20'inci günde verdiğini göstermektedir. Diğer olay pencereleri incelendiğinde ise istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç bulunamamıştır. Yatırımcıların tepkisinden hareketle olay gününden önce bir tepkiye rastlanılmaması kar payı dağıtım bilgisinin dışarıya daha önceden sızmadığı anlamına da gelebilir.

2017-2018 yıllarına yönelik analiz sonuçlarından hareketle, yatırımcıların kar payı ödeme olayına verdiği tepkilere bakıldığında anlamlı bir tepkiye rastlanılmamaktadır. Bu da yatırımcıların kar payı ödeme olayına duyarsız kaldıklarını yada daha önceki bir dönemde fiyatlamanın yapılmış olabileceğini göstermektedir. Etkin piyasalar hipotezi ışığında bir değerlendirme yapıldığında ise, firmalar kamuya duyurdukları bilgiler vasıtası ile BİST-100 endeksinin getirisinin üzerinde bir getiri elde edememiştir. Yani 2017-2018 yıllarında BİST-100 Endeksi piyasasının yarı güçlü formda etkin olduğu yorumu yapılabilir. Olay gününden 20 gün öncesi, olay günü ve olay gününden 20 gün sonrası 2017 yılı için değerlendirildiğinde, yatırımcıların pozitif tepkisinin olay gününden 9 gün önce başladığı ve olay gününden 2 gün öncesinde en yüksek seviyeye ulaştığı gözlemlenilmiştir. Bu durumda yatırımcıların en fazla kümülatif ortalama anormal getiriyi $(-2...0)$ döneminde sağlayabileceği anlamına gelmektedir. Bu seviyeden sonra yatırımcıların tepkisinin negatif yönde değiştiği ve olaydan sonraki 1'inci günde olumlu pozitif tepkiden sonra şiddetli bir düşüş trendi görülmektedir. Bunun nedeni ise kar payını alan yatırımcıların ellerindeki pay

senetlerini sattığı ve hisse senedinin piyasa fiyatının bu nedenle düştüğü anlamına gelebilir. 2018 yılında ise yatırımcıların olaya 3 gün önceden tepki vermeye başladıkları ve en güçlü tepkiyi de olaydan 1 gün önce verdikleri görülmüştür. Beklenildiği gibi de olay gerçekleştikten sonra da CAAR değerinde düşüş eğilimi görülmektedir.

2019 yılından hareketle yatırımcıların tepkisi değerlendirildiğinde, (-20...20) döneminde yatırımcıların BİST-100 Endeksinin getirisinden yaklaşık olarak %10 daha az kümülatif ortalama anormal getiri elde ettikleri ortaya konulmaktadır. Diğer olay penceresi dönemlerinde anlamlı bir getiriye rastlanılmamıştır. Yatırımcılar tarafından en fazla kümülatif ortalama anormal getirinin olay tarihinden sonraki 13'üncü günde elde edildiği tespit edilmiştir. 13'üncü günden sonra kümülatif ortalama anormal getirinin düşüş eğilimine girdiği ortaya konulmuştur.

2020 yılına ait analiz sonuçlarından yola çıkılarak en fazla kümülatif ortalama anormal getirinin kar payı ödeme tarihi olan olay tarihinden önceki 13'üncü günde elde edildiği tespit edilmiştir. Kümülatif ortalama anormal getirilerin olay tarihinden önceki 20 gün ve sonraki 20 günlük dönemi değerlendirildiğinde yatırımcıların bu süre zarfında pozitif getiri elde edebileceği ve negatif getiri elde etme gibi bir riskinin olmadığı görülmektedir. Olay penceresindeki tepkilere bakıldığında ise (-20...20) döneminde yatırımcıların BİST-100 endeksi getirisinden yaklaşık olarak %13 oranında daha fazla kümülatif ortalama anormal getiri elde edilebileceği ortaya konulmaktadır. Bu da yatırımcıların kar payı ödeme bilgisini içerden daha önceden öğrenmiş olabilme ihtimallerini göstermektedir. (-3...3) döneminde yaklaşık olarak %4, (0...0) döneminde yaklaşık olarak %1, (0...10) döneminde yaklaşık olarak %4 ve (0...20) döneminde ise yaklaşık olarak %7 oranında BİST-100 Endeksinin üzerinde kümülatif ortalama anormal getiri elde edilmiştir. Bu durumda yatırımcıların kar payı ödeme bilgisini aldıktan sonra tepki vermeye başladığını ve ödeme gerçekleştikten sonra bile ellerinde bulundurdıkları hisse senetlerini satmadıklarını göstermektedir.

Çalışmada elde edilen bulgulardan hareketle çalışmada incelenen 2016-2020 yılları arasında BİT-100 Endeksinde işlem gören firmaların kar payı dağıtım kararlarına yatırımcıların tepkilerinin pozitif, negatif ve ilişkisiz olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar aşağıdaki Tablo 3.11. da ayrıntılı olarak gösterilmiştir.

Tablo: 3.11. Yıllara Göre Analiz Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Dönemler	(-20...20)	(-10...10)	(-5...5)	(-3...3)	(0...0)	(0...5)	(0...10)	(0...20)
2016	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz	Pozitif	İlişkisz	İlişkisz	Negatif
2017	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz
2018	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz
2019	Negatif	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz	İlişkisz
2020	Pozitif	İlişkisz	İlişkisz	Pozitif	Pozitif	İlişkisz	Pozitif	Pozitif

Çıkan sonuçların literatürde yer alan çalışmaları destekler nitelikte (pozitif, negatif ve ilişkisz) olduğu görülmektedir. Çalışma, firmaların kar payı dağıtım döneminde anormal getiri elde edebileceği ve kar payı dağıtım kararının firma değerini etkilediği görüşünü savunan çalışmalar, Aharony ve Swary (1980), Grinblantt, Masuliss ve Titman (1984), Suner (1995), Ünsal (1998), Tatari (1999), Muradoğlu ve Aydoğan (1999), Barnes ve Ma (2002), Batchelor ve Orakçioğlu (2003), Belkayalı (2004), Balachandran, Faff ve Tanner (2004), Chen vd., (2005), Adaoğlu (2006), Karaca (2007), Raja ve Sudhalar (2010), Kar vd., (2012), Arslan (2016), Saraoğlu (2017)'nin çalışmaları ile benzerlik, Black (1976), Ball, Brown ve Finn (1977), Güyük (1998), Yücel (2001), Manjunatha (2013), Zeren (2017), Şanlı (2018)'in çalışmaları ile de farklılık göstermektedir. Yatırımcıların genel olarak olay gününden önce olaya tepki vermeye başladığı ve olay gerçekleştikten sonra tepkisinin azaldığı tespit edilmiştir. Bu da yatırımcıların olaya tepkilerinin beklentileri satın almak gerçekleşeni ise satması şeklinde yorumlanabilir.

Çalışma sonuçları etkin piyasalar hipotezi ışığında değerlendirildiğinde ise kesin bir sonuca varılamamıştır. Çünkü piyasanın etkin ya da yarı güçlü formda etkin olabilmesi için firmalar tarafından kamuya ilan edilen hiçbir bilginin ilgili firmaların hisse senetlerinde anormal getiriye neden olmaması gerekir. Ancak çalışma

sonuçlarından hareketle 2016, 2019 ve 2020 yıllarında kar payı dağıtım kararlarından önce ve sonra kümülatif ortalama anormal getiri elde edildiği görülmektedir bu da firmaların hisse senedi fiyatlarını ve dolayısıyla da firma değerini de etkilediğini göstermektedir. 2017 ve 2018 yıllarında ise anlamlı bir yatırımcı tepkisine rastlanılmamıştır. Bu durumda da 2017 ve 2018 yılları için BİST hisse senedi piyasasının yarı güçlü formda etkin olduğunu göstermektedir. Diğer dönemlerde ise anlamlı tepkilere rastlanıldığı için BİST hisse senedi piyasasının henüz yarı güçlü formda bile etkin olmadığını söylemek yanlış olmayacaktır. Yani BİST-100 endeksinde işlem gören firmalar kamuya ilan ettikleri bilgiler vasıtasıyla kısa vadeli anormal getiriler elde edebilirler.

KAYNAKLAR

- ADAOĞLU, C. (1999). İMKB'nda İşlem Gören Şirketlerin Temettü Politikaları Üzerine Ampirik Bir İnceleme. *Doktora Tezi* , 249-268. Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- AGHABAKİ, M. (2014). Kurumsal Yönetim İlkeleri ile Firma Değeri ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama. *Yayınlanmış Doktora Tezi* . Erzurum: Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- AGYEİ, S.K. ve YİADOM, E.M. (2011). Dividend Policy and Bank Performance in Ghana. *International Journal of Economics and Finance* 3(4) , 202-207.
- AHARONY, J. ve SWARY, I. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Returns: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, Vol.35 No:1 , 1-12.
- AKGÜÇ, Ö. (1998). *Finansal Yönetim Yenilenmiş 7. Baskı*. İstanbul: Avcıol Basım-Yayın.
- AKKUŞ, B. (2008). *Finans Yönetimi: Paraya Hükmetmenin Sırları (1. Baskı)*. İstanbul: Kum Saati Yayınları.
- AKSOY, A. (1993). *İşletme Sermayesi Yönetimi*. Ankara: Gazi Büro Kitabevi.
- AKSOY, A. ve YALÇINER, K. (2005). *İşletme Sermayesi Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- APAK, S. ve DEMİREL, E. (2013). *Finansal Tablolar: Finansal Tablolar Analizi ve Yatırım Yönetimi*. İstanbul: Papatya Yayıncılık.
- ARSLAN, M. (2016). Firma Temettü Ödemeleri ile Firma Değeri Arasındaki İlişki ve BİST100'de Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi* . Denizli: Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ARSLAN, M. ve ÇAKIR, M. (2018). Firmaların Temettü Ödemeleri ile Firma Değeri Arasındaki İlişki ve BİST 100'de Bir Uygulama. *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Sayı 33. , 169-180.*

- ASQUITH, P. ve MULLINS, D.W. (1983). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Return: An Empirical Analysis. *Journal of Business* , 77-96.
- AŞIKOĞLU, R. ve SEVİL, G. (1995). *İşletme Finansmanı*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Web-Ofset.
- ATAŞ, F. R. (2004). Şirket Karlılıklarının ve Temettü Politikalarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi. *Yüksek Lisans Tezi* . İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- AYDIN, A. D. (2014). The Relationship Between Ownership Structure And Dividend Policy: Empirical Evidence From Borsa Istanbul (BIST). *(Yayınlanmamış Doktora Tezi)* . İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- AYDIN, N. ve BAŞAR, M. (2010). *Finansal Yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- BALACHANDRAN, B., FAFF, R. ve TANNER, S. (2004). Further Evidence on the Announcement Effect of Bonus Shares in Imputation Tax Setting. *Global Finance Journal*, 15 (2) , 147-170.
- BALL, R., BROWN, P. ve FINN, F.J. (1977). Share Capitalisation Changes Information and The Australian Equity Market. *Australian Journal of Management*, Volume. 2 October , 105-117.
- BARNES, M.L. ve MA, S. (2002). The Behavior of China's Stock Prices in Response to the Proposal and Apposal and Approval of Bonus Issues. *Available at SSRN 458541* .
- BAŞKAYA, H. (2012). Halka Açık Firmalarda Kar Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Olay Etüdü ile Ölçülmei. *Yüksek Lisans Tezi* . Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- BATCHELOR, R., FAFF, R. ve TANNER, S. (2003). Ewent-Related GARCH: The Impact of Stock Dividends in Turkey. *Applied Financial Economics* 13 (4) , 295-307.

- BELKAYALI, N. (2004). Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB 100 Endeksindeki Firmalar Üzerine Bir İnceleme. *(Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi)* . Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- BERK, N. (1998). *Finansal Yönetim 3. Baskı*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- BLACK, F. (1976). The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2: , 5-8.
- BOLAK, M. (2014). *İşletme Finansı*. İstanbul: Birsan Yayınevi.
- BOSTANCI, F. (2017). Kar Dağıtım Kararının Belirleyicileri: Borsa İstanbul Şirketleri Üzerine Dinamik Panel Veri Analizi. *(Yayınlanmış Doktora Tezi)* . Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- BOZKURT, Ü., ARIKAN, T. ve DOĞUKANLI, H. (1997). *İşletme Finansının Temelleri*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- BOZTOSUN, D. (2006). Temettü Dağıtım Kararının Farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi. *(Yayınlanmamış Doktora Tezi)* . Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- BRIGHAM, E.F. ve HOUSTON, J.F. (2007). *Fundamentals of Financial Management, Eleventh Edition*. Thomson South-Western, US.
- BÜYÜKMİRZA, H. K. (2016). *Maliyet ve Yönetim Muhasebesi: Tekdüzen'e Uygun Bir Sistem Yaklaşımı (21. Baskı)*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- CAMPBELL, J.Y., LO, A.W. ve MACKINLAY, A.C. (1997). The Econometrics of Financial Markets Princeton University Press Princeton. *New Jersey: MacKinlay* , 559-562.
- CANBAŞ, S. ve VURAL, G. (2010). *Finansal Yönetim*. Adana: Karahan Kitabevi.
- CEYLAN, A. ve KORKMAZ, T. (2006). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Bursa: Ekin Yayınları.
- CEYLAN, A. ve KORKMAZ, T. (2012). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

- CEYLAN, A. ve KORKMAZ, T. (2018). *Finansal Yönetim Temel Konular 11. Baskı*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- CHAMBERS, N. (2009). *Firma Değerlemesi*. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- CHEN, Z., CHEUNG, Y.L., STOURAITIS, A. ve WONG, A.S. (2005). Onership Concentration, Firm Performance, and Dividend Policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal* 13 , 431-449.
- CUN, E. (2010). Stock Price Reactions To Rights Issues: Evidence From The Istanbul Stock Exchange (ISE). *Yüksek Lisans Tezi* . İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- DEMİREL, E. (2014). Temettü Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve BİST 30 Endeksinde Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi* . Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- DEMİRKOL, İ. (2007). *Entellektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve İMKB'de Sektörel Uygulamalar (1. Baskı)*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- DİNÇER, H., HACIOĞLU, Ü. ve YÜKSEL, S. (2017). *Stratejik Finansal Yönetim*. Ankara: Orion Kitabevi.
- DOĞAN, M. (2014). *Sermaye Piyasası Mevzuatı ve İlgili Mevzuat*. Ankara: Karacan Akademi Yayınları.
- EREN, B.S. ve ÖZÇALIK, S.G. (2020). Sürdürülebilir Performansın Finansal Performansa Etkisi: DJSI Gelişmekte Olan Piyasalar Örneği. *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi* 55(3) , 1803-1821.
- ERİŞ, N. (2009). Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Artırımlarının Yatırımcı Davranışları Üzerindeki Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerinde Ampirik Bir Çalışma. *Yüksek Lisans Tezi* . Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- EROL, A. ve AYTEKİN, S. (2018). Borsa İstanbul Pay Piyasası Şirketlerinin Bedelsiz Sermaye Artırımı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin

- Değerlendirilmesi. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İİBF Dergisi, Volume 5, Sayı 3* , 898-912.
- ERSOY, E. ve BEKÇİ, İ. (2015). Kar Dağıtım Politikasının Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararları Üzerine Etkisi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Cilt 20. Sayı 2* , 397-411.
- ERTUĞRUL, M. (2008). Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi 3(2)* , 143-154.
- EYÜBOĞLU, K. ve BULUT, H. (2015). Şirketlere Özgü Haberlerin Hisse Performansına Etkisi: BİST-30 Şirketleri Örneği. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi (16)* , 113-138.
- GENÇYÜREK, A. G. (2019). Sermaye Piyasasında İkli Uzun Hafıza ve Emtia Volatiliteleri Geçişkenliği. *Yayınlanmamış Doktora Tezi* . İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- GHOLENJI, I. M. (2015). Hisse Başına Temettü Üzerinde Etkili Olan Faktörlerin Panel Veri ve Genetik Algoritma İle Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *(Yayınlanmamış Doktora Tezi)* . Erzurum: Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- GİTMAN, L.J. ve LAWRENCE, G.J. (2006). *Principles of Managerial Finance, Eleventh Edition*. Pearson Education Inc Boston ABD.
- GRINBLATT, M.S., MASULIS, R.W. ve TITMAN, S. (1984). The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends. *Journal of Financial Economics 13* , 461-490.
- GÜNAK, N. (2007). *İleri Teknik Analiz Uygulamaları*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- GÜNALP, B., KADIOĞLU, E. ve KILIÇ, S. (2010). Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisi Olup Olmadığının İMKB' de Test Edilmesi. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 28(2)* , 47-69.

- GÜNGÖR, S. (2012). Sahiplik Yapısı ve Temettü İlişkisi. İMKB'de Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi* . Çorum: Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- GÜYÜK, T. (1998). The Signaling of Management About Their Companies' Performance Through Bonus Issues. *Master Tezi* . Ankara: Bilkent Üniversitesi.
- İLERİ, F. Ş. (2016). Nakit Kar Payı Ödemesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Türkiye'de Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi* . Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- İNAN, H. (2011). Momentum Yatırım Stratejisinin Karlılığının İMKB'de Test Edilmesi. *Yüksek Lisans Tezi* . Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KABA, F. (2009). Kar Payı Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi* . Sakarya: Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KADERLİ, Y. ve BAŞKAYA, H. (2017). Halka Açık Firmalarda Sermaye Arttırımı Duyurularının Hisse Senedi Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Aydın İktisat Fakültesi Dergisi 2(1)* , 28-42.
- KAPLANOĞLU, E. (2005). Temettü Politikası Teorileri ve İMKB'de Ampirik Bir Çalışma. *Yüksek Lisans Tezi* . Denizli: Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KAR, A., ÖZER, Ö., ŞANTAŞ, F. ve BUDAK, F. (2012). Kar Dağıtımının Hisse Senedi Değeriyle İlişkisi: Spor Hizmetleri Sektörü Üzerine Bir Uygulama. *Ekonomi Bilimleri Dergisi Cilt.4 No.1* , 1-9.
- KARACA, S. S. (2007). Şirketlerin Kâr Dağıtım politikası ve Kâr Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir İnceleme. *(Yayınlanmamış Doktora Tezi)* . Malatya: İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KARACA, S.S. ve ERTAŞ, F.C. (2010). Kar Dağıtımının İlanı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi Sayı 47* , 58-68.
- KARAN, B. (2011). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.

- KAYA, A. (2014). Kar Payı Dağıtım Kararlarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi* . İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KIRBAŞ, A. (2015). Temettü Duyurularının Hisse Senedi Getirilerine Olan Etkilerinin Analizi: Borsa İstanbul Şirketlerinde Bir Uygulama. *(Yayınlanmamış Doktora Tezi)* . Ankara: Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KÜÇÜKSİLLE, E. ve MİZRAHİ, R. (2015). Bedelsiz Sermaye Artırımı Duyurularının Şirketlerin Piyasa Değerlerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırma Dergisi 1(35)* , 125-145.
- LEVY, H. (1998). *Principles Of Corporate Finance*. South Western Educational Publishing.
- MAHAMOODALLY, A. H. (2017). The Extent Of Financial Crisis' Impact On The Dividend Distribution Behavior Of Selected Listed Financial Sector Firms: Empirical Evidence From The Us, Uk, And Turkey. *Yüksek Lisans Tezi* . İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- MANJUNATHA, K. (2013). Impact of Debt-Equity and Dividend Payout Ratio on the Value of the Firm. *Global Journal of Commerce & Management Perspective 2(2)* , 18-27.
- MILLER, M.H. ve MODIGLIANI, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares. *Journal of Business, Vol.XXXIV, No: 4* , 411-433.
- MURADOĞLU, G. ve AYDOĞAN, K. (1999). Are There Trends in Market Reactions? Stock Dividends and Rights Offerings at Istanbul Stock Exchange. *Accounting and Finance Group Work United Kingdom* .
- MUREKEFU, T.M. ve OUMA, O.P. (2012). The Relationship Between Dividend Payout and Firm Performance:A Study of Listed Companies in Kenya. *European Scientific Journal 8(9)* , 199-215.
- OKKA, O. (2015). *Analitik Finansal Yönetim, Teori ve Problemler*. Ankara: Nobel Yayınları.

- ÖCAL, U. (2005). *İşletme Finansı ve Finansal yönetim, Gözden Geçirilmiş 2. Baskı*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- ÖNEM, H. B. (2014). Kar Dağıtım Kararlarının ve Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi: BİST İmalet Sektörü Üzerine Bir Uygulama. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ÖZALTIN, S., ERSOY, E. ve BEKÇİ, İ. (2015). Kar Dağıtım Politikasının Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararları Üzerine Etkisi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi* 20 (2) , 397-411.
- SÜSAY, A. ve TANRIÖVEN, C. (2018). BİST’te Fiyat Oynaklığı Üzerine Kar Payı Dağıtımının Etkisi. *İşletme Araştırmaları Dergisi* , 103-118.
- ÖZER, G. ve YÜCEL, R. (2001). İMKB'de Hisse Senedi İhraç Tarihi Etrafındaki Anormal Fiyat Hareketleri: 1990-1996 Dönemini Kapsayan Deneysel Bir Araştırma. *Active Finans Dergisi* , 1-15.
- PAMUKÇU, A. B. (1999). *Finans yönetimi*. İstanbul: Der Yayınları.
- PEKKAYA, M. (2006). Kâr Dağıtımının Şirket Vergi Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 4 , 183-209.
- POYRAZ, E. (2013). *Finansal Yönetim, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 2. Baskı*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- RAJA, M. ve SUDHAHAR, J.C. (2010). An Empirical Tezt of Indian Stock Market Efficiency in Respect of Bonus Announcement. *Asia Pasific Journal of Finance and Banking Research*, Vol.4, No.4 .
- SABUNCUOĞLU, Z. ve TOKOL, T. (2009). *İşletme (7. Baskı)*. Bursa: Furkan Ofset.
- SAKARYA, Ş., ÇALIŞ, N. ve KAYACAN, M.A. (2018). Temettü Ödeme Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama. *Sakarya İktisat Dergisi Cilt 7. Sayı 2* , 92-106.

- SARAOĞLU, A. C. (2017). Stock Price Reactions To Dividend Changes: A Comparative Test Of Signalling Theory And Market Efficiency In The Emerging Emea Stock Markets. *(Yayınlanmamış Doktora Tezi)* . Kayseri: Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- SUNER, K. (1995). Effect Of EQUity Rights Issues On Stock Prices In The Istanbul Stock Exchange. *Master Tezi* . İstanbul: Koç Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ŞAMİLOĞLU, F., YILGÖR, A.G., CİVAN, M., ACARAVCI, S.K., BAYRAKDAROĞLU, A., AKGÜN, A.İ. ve YENER, E. (2012). *Finansal Yönetim 1. Baskı*. İstanbul: Lisans Yayıncılık.
- ŞANLI, Ö. (2018). İşletmelerde Kar Payı Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerine Etkisi: BİST 30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi* . Burdur: Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- TAŞÇI, H. (2017). Finansal Krizlerin Firmaların Temettü Politikasına Etkisi: 2008 Krizi Temelinde BİST 100 Endeksi'nde Listelenen Firmalar Üzerine Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi* . Mersin: Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- TATARİ, M. F. (1999). Analysis of Cash vs. Stock Dividend Announcement's Effect on Stock Prices in Istanbul Stock Exchange. *Yüksek Lisans Tezi* . İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- TEMİZER, Z. (2015). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ile Firma Değeri İlişkisi: BİST'de Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi* . Trabzon: Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ÜNSAL, N. (1998). İşletmelerde Temettü Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi* . Niğde: Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- YALDIZ, B. (2019). Nakit Temettü Ödemelerinin Firma Değeri Üzerine Etkilerinin Panel Veri Yöntemi ile Analizi BİST 30 Üzerine Bir Uygulama (2007-2017). *Yüksek Lisans Tezi* . Sivas: Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- YILDIRIM, Z. (2015). Hisse Senedi Piyasalarında Aşırı Tepki Hipotezi ve Borsa İstanbul Örneği. *Yüksek Lisans Tezi* . İstanbul: İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- YÜCEL, İ. (2001). Türkiye'deki Halka Açık Anonim Şirketlerin Sermaye Yapılarının Ve Kar Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi. *Yüksek Lisans Tezi* . Erzurum: Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ZEREN, F. (2017). Kar Payı Bilmecesinin Araştırılması: BİST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Kırklareli Üniversitesi İİBF Fakültesi Dergisi Cilt 6.Sayı 5. , 172-183.*

