T.C.

İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ

FİNANS ENTİTÜSÜ

FİNANS ANABİLİM DALI

ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARININ FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ: BİST YİYECEK, İÇECEK VE BİST KİMYA, PETROL, PLASTİK ENDEKSLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Yüksek Lisans Tezi

Nur BEYTEMUR

200017004

İstanbul, 2022

T.C.

İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ

FİNANS ENTİTÜSÜ

FİNANS ANABİLİM DALI

ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARININ FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ: BİST YİYECEK, İÇECEK VE BİST KİMYA, PETROL, PLASTİK ENDEKSLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Yüksek Lisans Tezi

Nur BEYTEMUR

200017004

Danışman: Doç. Dr. Hicabi ERSOY

İstanbul, 2022

ÖNSÖZ

Tezimin hazırlanmasında desteklerini ve kıymetli bilgilerini benden esirgemeyen değerli hocalarım Doç. Dr. Hicabi ERSOY'a ve Dr. Mefule FINDIKÇI ERDOĞAN'a sonsuz teşekkürlerimi bir borç bilirim. Bu güne gelmemde emeği çok olan canım anneme, hayatımın her alanında bana olan güvenini ve desteğini hep hissettiğim biricik kız kardeşime, güzel temennileri hep benimle olan ve maalesef çalışmamın sonucunu göremeyen ancak çok uzaklardan beni gördüğünü düşündüğüm canım anneanneme ve bana şimdiye kadar sağladıkları tüm destekler için aileme ve arkadaşlarıma çok teşekkür ederim.

Nur BEYTEMUR

İstanbul – Ocak 2022

ÖZET

Kâr payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerine etkisini açıklamaya çalışan birçok teorik yaklaşım ve çalışma arasında literatürde görüş birliği sağlanamamıştır. Bu çalışmayla firmaların kâr payı dağıtım politikalarının firma değerini etkileyip etkilemediği araştırılmıştır. Çalışmada BIST Kimya, Petrol, Plastik ve BIST Yiyecek ve İçecek endekslerinde yer alan firmaların 2010-2020 yılları arasındaki yıllık verileri kullanılmıştır. Firma değeri bağımlı değişken, hisse başına kâr payı dağıtım durumları bağımız değişken, borç/özkaynak oranı, aktif kârlılığı ve özkaynak kârlılığı ise araç değişken olarak araştırmada kullanılmıştır.

Dinamik panel veri modellerinden Arellano ve Bover ile Blundell ve Bond tarafından geliştirilen İki Aşamalı Sistem Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi metodu kullanılarak yapılan analizler sonucunda BIST Yiyecek ve İçecek endeksinde kâr payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı saptanmıştır. Buna karşılık BIST Kimya, Petrol, Plastik endeksinde kâr payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerinde negatif yönde ve anlamlı bir etkisinin olduğu görülmüştür. Çalışmada kullanılan araç değişkenlerin firma değeri üzerinde pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki içerisinde olduğu görülmüştür.

Anahtar Kelimeler : Kâr dağıtım politikaları, Firma değeri, Kâr Payı, Dinamik Panel Veri Analizi, BIST XKMYA Endeksi, BIST XGIDA Endeksi

ABSTRACT

There is no consensus in the literature among theoretical approaches and studies which try to explain the effect of dividend policies on firm value. In this study, it has been investigated whether the dividend policies affect the firm value. Between 2010 and 2020, annual data from companies in the BIST Chemical, Petrol, Plastic, and BIST Food and Beverage indices were used in the study. In this research firm value is included the dependent variable, dividend distribution status per share is included independent variable, debt/equity ratio, return on assets and return on equity are included as instrumental variables.

Using Two Stage System Generalized Moment Method proposed by Arellano and Bover and Blundell and Bond it was determined that the dividend distribution policies in the BIST Food and Beverage index did not have a significant effect on the firm value. On the other hand, dividend distribution policies in BIST Chemical, Petrol, Plastic index have a significant and negative effect on firm value.

It has been observed that the instrumental variables used in the study have a positive and significant relationship on the firm value.

Keywords: Dividend Policies, Firm Value, Profit Distribution, Dynamic Panel Data Analysis, BIST XKMYA Index, BIST XGIDA Index

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1: Klasik Değerleme Yöntemleri 7

Tablo 2: Çalışmada Verilerinden Yararlanılan Firmaların Listesi 55

Tablo 3: Çalışmada Kullanılan Değişkenler 56

Tablo 4: XKMYA Endeksi Model 1 Sonuçları -Arellano ve Bover/Blundell ve Bond GMM Tahmincisi 62

Tablo 5: XKMYA Endeksi Model 2 Sonuçları - Arellano ve Bover/Blundell ve Bond İki Aşamalı GMM Tahmincisi 62

Tablo 6: XKMYA Endeksi Model 3 Sonuçları- Arellano ve Bover/Blundell ve Bond İki Aşamalı GMM Tahmincisi –Windmeijer Standart Hata 63

Tablo 7: XKMYA Endeksi Özet Model Tablosu 63

Tablo 8: XKMYA Endeksi Sonuç Tablosu 64

Tablo 9: XGIDA Endeksi Model 4 Sonuçları - Arellano ve Bover/Blundell ve Bond GMM Tahmincisi 64

Tablo 10: XGIDA Endeksi Model 5 Sonuçları - Arellano ve Bover/Blundell ve Bond GMM Tahmincisi 65

Tablo 11: XGIDA Endeksi Model 6 Sonuçları- Arellano ve Bover/Blundell ve Bond GMM Tahmincisi Windmeijer Standart Hata 65

Tablo 12 : XGIDA Endeksi Özet Model Tablosu 66

Tablo 13 : XGIDA Endeksi Sonuç Tablosu 66

KISALTMALAR

a.g.e : Adı Geçen Eser

a.g.m : Adı Geçen Makale

AOSM : Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

AR-GE : Araştırma Geliştirme

b. : Baskı

BIST : Borsa İstanbul

ed. : Editör

EVA : Ekonomik Katma Değer, Economic Value Added

F/K : Fiyat Kazanç Oranı

F/NA : Fiyat Nakit Akımı Oranı

FAVÖK : Faiz ve Vergi Öncesi Kâr

GMM : Genelleştirilmiş Momentler Metodu

İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

İNA : İndirgenmiş Nakit Akımları

KAP : Kamuyu Aydınlatma Platformu

PD/DD : Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı

ROA : Aktif Getirisi, Aktif Karlılığı Return On Assets

ROE : Özkaynak Getirisi, Özkaynak Karlılığı Return On Equity

s. : Sayfa

v.d. : Ve Diğerleri

XKMYA : Borsa İstanbul Kimya, Petrol, Plastik Endeksi

XGIDA : Borsa İstanbul Yiyecek, İçecek Endeksi

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

Özet ... **iii**

Abstract ... **iv**

Tablolar Listesi ... **v**

Kısaltmalar ... **vi**

GİRİŞ ... **1**

1. DEĞER KAVRAMI VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ ... **3**

1.1. Değer Kavramı ve Önemi ... 3

1.2. Değerle İlgili Temel Kavramlar ... 4

1.2.1. Nominal Değer ... 4

1.2.2. Piyasa Değeri ... 5

1.2.3. Defter Değeri ... 5

1.2.4. Tasfiye Değeri ... 5

1.2.5. İhraç Değeri ... 5

1.3. Değerleme ve Değerleme Yöntemleri ... 5

1.3.1. Klasik Değerleme Yöntemleri ... 6

1.3.1.1. Varlık/Aktif Bazlı Değerleme Yöntemleri ... 7

1.3.1.1.1. Özsermayenin Defter Değeri Yöntemi ... 8

1.3.1.1.2. Net Aktif Değeri Yöntemi ... 8

1.3.1.1.3. Tasfiye Değeri Yöntemi ... 9

1.3.1.2. Piyasa Bazlı Değerleme Yöntemleri ... 10

1.3.1.2.1. Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi ... 10

1.3.1.2.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi ... 11

1.3.1.2.3. Fiyat / Nakit Akım Oranı Yöntemi ... 12

1.3.1.2.4. Firma Değeri/Favök Oranı Yöntemi ... 12

1.3.1.2.5. Tobin's Q Oranı Yöntemi 13
1.3.1.3. Gelir Bazlı Değerleme Yöntemleri 14
1.3.1.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi 14
1.3.1.3.2. İndirgenmiş Kâr Payı Yöntemi 16
1.3.2. Modern Değerleme Yöntemleri 17
1.3.2.1. Ekonomik Katma Değer Modeli (EVA) 18
2. KÂR PAYI VE KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI 19
2.1. Kâr ve Kâr Payı 19
2.2. Kâr Payı Dağıtım Politikaları 20
2.2.1. Sabit Miktarda Kâr Payı Ödemeleri 21
2.2.2. Sabit Oranda Kâr Payı Ödemeleri 22
2.2.3. Artık Kâr Payı Ödemeleri 22
2.2.4. Sabit Tutarda Bir Kâra İlave Olarak Kâr Payı Ödemeleri 22
2.2.5. Düzensiz Kâr Payı Ödemeleri 22
2.3. Kâr Payı Dağıtım Politikalarını Etkileyen Faktörler 23
2.4. Kâr Payı Ödeme Şekilleri 25
2.4.1. Nakit Olarak Yapılan Kâr Payı Ödeme Şekli 25
2.4.2. Hisse Senedi Şeklinde Yapılan Kâr Payı Ödeme Şekli 25
2.4.3. Firmaların Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Almaları Yoluyla Yapılan Kâr Payı Ödeme Şekli 26
2.4.4. Hisse Senetlerinin Bölünmesi Şeklinde Yapılan Kâr Payı Ödeme Şekli 27
2.4.5. Melez Kâr Payı Ödeme Şekli 28
3. KÂR DAĞITIM POLİTİKALARININ FİRMA DEĞERİ AÇISINDAN İNCELENMESİ 29
3.1. Kâr Payı Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkili Olduğunu Açıklayan Teorik Yaklaşımlar 30
3.1.1. Walter Modeli 30
3.1.2. Gordon-Lintner Yaklaşımı 32

3.1.3. Temsilci Maliyetleri Yaklaşımı 33
3.1.4. Vergi Farklılığı Yaklaşımı 35
3.1.5. Sinyal Yaklaşımı 36
3.1.6. Karşılama Teorisi 38
3.2. Kâr Payı Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisinin Olmadığını Açıklayan Teorik Yaklaşımlar 38
3.2.1. Miller-Modigliani Yaklaşımı (Kâr Payı İlişkisizliği Teorisi) 38
3.2.2. Artık Kâr Payı Yaklaşımı 40
3.2.3. Müşteri Etkisi Yaklaşımı 41
4. KÂR DAĞITIM POLİTİKALARININ FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİNE İLİŞKİN BIST XKMYA VE BIST XGIDA ENDEKSLERİNDE BİR UYGULAMA .. 43
4.1. Literatür İncelemesi 43
4.2. Araştırmanın Amacı ve Hipotezler 51
4.3. Araştırmanın Veri Seti 54
4.4. Araştırmanın Yöntemi 57
4.5. Verilerin Analizi 61
4.5.1. BIST XKMYA Endeksi Analizi 61
4.5.2. BIST XGIDA Endeksi Analizi 64
SONUÇ VE ÖNERİLER 67
KAYNAKÇA 70
EKLER 75

GİRİŞ

Değer kavramı dünyanın varoluşundan bu yana insanlar arasında neredeyse hayatın her alanında önemini korumuştur insanlar için herhangi bir varlığın değeri fiyatından, maliyetinden yada herhangi bir niceliğinden çok daha fazla anlam taşımıştır. Özellikle finansal ve reel varlıklar söz konusu olduğunda gerçek değerinin ne olduğunu bilmek yatırımcısı açısından oldukça önemlidir. Değerleme kavramı da tam bu noktada önem kazanarak belirli varsayımlar altında varlığın gerçeğe en yakın ve en doğru şekilde değerinin bulmayı hedefleyen bir süreç olarak literatürde yerini almıştır. Ünlü yazar George Bernard Shaw "İktisatçılar her şeyin fiyatını bilmesine karşın, değerini bilmezler'' sözüyle değer ve fiyat kavramının birbirinden farklı kavramlar olduğunu vurgulamıştır. Finans literatüründe ise finansal işlemlerin, analitik çalışmaların temel amacı firma değerini maksimize edecek süreç, yaklaşım ve yöntemlerin belirlenmesi olmuştur. Firmaların temel amacı sürdürdüğü faaliyetler üzerinden kâr elde sağlayarak firma değerlerini maksimize etmektir. Firmalar için sadece kâr elde etmek yeterli bir sonuç değildir, bu kârın yatırımcılara dağıtılıp dağıtılmayacağı, dağıtılacak ise ne kadarının, ne zaman ve ne şekilde dağıtılacağı önemli kararlardır. Sözleşmeye dayalı gerçek anlamda şirketlerin ilk varoluşunun 17. yüzyılın başlarında ortaya çıktığı varsayımından yola çıkarak ilk şirketlerden bu güne kadar neredeyse 400 yılı aşkın süredir elde edilen kârın şirket ortaklarına dağıtılması yada şirkette bırakılması kararının tartışıldığı söylenebilir. Tabi ki ilk zamanlarda yatırımcıları kendi şirketlerine çekmek isteyen şirket yönetimleri hisse sahiplerine düzenli ve mümkün olduğunca yüksek oranda kâr payı ödemeye çalışıyorlardı ancak zamanla tüm dünyada borsaların yaygınlaşması ve tabiki derinleşme süreci ile birlikte kâr payı dağıtımı hisse yatırımcılarının tek motivasyon kaynağı olmaktan çıkmış bunun yanında hisselerinin borsada fiyatının artmasıyla elde ettiği sermaye kazancı cezbedici olmuştur. Bu durum da şirketlerin kâr payı dağıtımının firma piyasa değeri üzerindeki etkisinin ve ilişkisinin daha çok sorgulanmasına neden olmuştur.

Finans literatüründe ise firmaların kâr payı dağıtım politika ve kararlarının firma değeri üzerindeki etkisini ve aralarındaki ilişkiyi ortaya koyan çeşitli yaklaşımlar mevcuttur. Bu yaklaşımlar temelde iki farklı başlıkta sıralanabilir. Bir tarafta kâr payı

dağıtım politikalarının firma değerini etkilediğini savunan yaklaşımlar mevcutken diğer bir tarafta ise kâr payı dağıtım politikaları ile firma değeri arasında herhangi bir ilişkinin olmadığını savunan yaklaşımlar mevcuttur. Çok sayıda çalışma olmasına rağmen literatür ve yapılan çalışmalar incelendiğinde kâr payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerindeki etkisi ve aralarındaki ilişki konusunda net bir fikir birliği yoktur ve bu açıklığa kavuşamama durumu literatürde kâr payı bulmacası olarak adlandırılmaktadır.

Bu çalışmasının amacı firmaların kâr payı dağıtım poiltikalarının firma değeri üzerine etkisini Borsa İstanbul Yiyecek ve İçeçek ve Borsa İstanbul Kimya, Petrol, Plastik endekslerinde karşılaştırmalı olarak araştırmaktır. Bu amaçla firmaların 2010-2020 yılları arasında yıllık verileri kullanılarak bir veri seti oluşturulmuştur.

Araştırma yöntemi olarak dinamik panel veri modellerinden Arellano ve Bover/Blundell ve Bond Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi, Arellano ve Bover/Blundell ve Bond İki aşamalı GMM Tahmincisi ve Arellano ve Bover/Blundell ve Bond İki aşamalı GMM Tahmincisi Dirençli Standart Hata yöntemleri kullanılarak elde edilen sonuçların analiz detaylarına yer verilmiştir.

Kâr payı dağıtım politikalarının ve kâr payı dağıtımının firma değeri üzerindeki etkisini inceleyen bu çalışma 4 bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde değer ve değerleme kavramları üzerinde durulmuş firma değerleme yöntemleri anlatılmıştır. İkinci bölümde ise kâr payı ve kâr payı dağıtım politikalarından bahsedilmiştir. Üçüncü bölümde firmaların kâr payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerindeki etkisi finans literatüründeki yaklaşım ve teoriler çerçevesinde incelenmişir. Son bölüm olan dördüncü bölümde ise sırasıyla konu ile ilgili daha önceden yapılmış literatür çalışmalarına yapılan araştırma çalışmasının veri ve metodolojisine ilişkin detaylara, araştırma sonucunda elde edilen analiz bulgularına ve çalışmadan elde edilen sonuçlara yer verilmiştir.

1. DEĞER KAVRAMI VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

1.1. Değer Kavramı ve Önemi

Bütün varlıkların bir değeri vardır ve değerleme kavramı bütün varlıklar için oldukça önem taşıyan bir kavramdır.İnsanoğlunun varoluşunun ilk günlerinden bu yana değer kavramı her zaman önemini korumuştur; özellikle süre gelen hayatın neredeyse her aşamasında değerleme kavramı bazı kararlar alırken en ön planda yer alan odak noktası sayılabilecek karar değişkenleri arasında yer almıştır. Sözlük anlamına göre değer; bir şeyin önemini belirlemeye yarayan soyut ölçü, bir şeyin değdiği karşılık, kıymettir. İktisadi olarak ise değer kavramı ihtiyaçlarımıza hizmet eden her türlü mal ve hizmetlere verilen önem olarak tanımlanır. Tek ve mutlak bir değer anlayışı yoktur.

Değer kavramı herhangi bir nesnenin sağlamış olduğu toplam fayda, kullanım değeri ve herhangi bir varlığın başka birine verildiğinde karşılığında alınabilecek olan nesne miktarı olarak tanımlanmaktadır.[1]

Günümüzde fiyat ve değer kavramı sıkça birbirinin yerine ve aynı anlamlara denk gelecek şekilde kullanılmaktadır. Ancak fiyat ve değer birbirinden farklı olgu ve kavramlardır. Fiyat diye tabir ettiğimiz şey bir hizmet ya da bir mal için istenen, ödenen değerdir, içinde bulunan koşulda o an için oluşan arz talep noktasındaki değerin karşılığı olduğu düşünülen nicel bir olgudur. Bu iki olgu arasında oluşan ve gizli kalmış olarak adlandırılabilecek bu anlam farkı özellikle finans teorisyenlerinin ve finans literatürünün üzerinde sıklıkla çalışmış olduğu ve analitik çalışmalarla araştırılmış konularından biri olmuş ve olmaya devam etmektedir. Her varlığın fiyatının yanında bir de onun için biçilen bir değeri vardır.

[1] Müfit Akyüz ve Nesrin Ertel, **Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü**, İstanbul: Dünya Yayıncılık, 3.b.,1990, s. 64-65.

Özellikle finansal varlıkların piyasa tarafından belirlenmiş fiyatı ve bu fiyatın gerçekçi olmasının yanında tespit edilen gerçek değeri arasındaki ilişki oldukça önemlidir. Finansal varlıkların fiyatları, finansal varlığın içinde bulunduğu piyasa koşullarına göre dalgalanma içerisindedir. Aslına bakılırsa bu dalgalanma durumu finansal varlığın gerçek değerinin sürekli olarak arandığı anlamına gelmektedir. Aynı zamanda bazı yaklaşımlara göre etkin piyasa koşullarında finansal varlıkların bugünkü değerlerinin gerçek değere yakınlaşıcağı düşünülür.[2]

Tüm bu kavramların içerisinde en çok tartışılan konu ise varlığın belirlenen fiyatının ilgili varlığın değerini ne ölçüde yada diğer bir ifadeyle ne kadar doğruya yakın yansıttığı sorunsalıdır. Neo Klasik finans yaklaşımında teorisyenlere göre etkin bir piyasa varlığı sayesinde varlıklara ait fiyatların varlıkların değerini yansıttığı görüşü yaygınken davranışsal finans yaklaşımında ise piyasalarda oluşan fiyatların hatalı, kusurlu olduğu görüşü vardır. [3]

1.2.Değerle İlgili Temel Kavramlar

Literatürde değerle ilgili birçok farklı açıklama ve farklı değer kavramları bulunmaktadır. Yaklaşımlara göre değer kavramları da farklı yönleriyle açıklanıp, zamanla biçimlenmiştir.

1.2.1. Nominal Değer

Genel olarak pay senedinin ve diğer menkul kıymetlerin üzerinde yazılı olan değere nominal değer denir. Ülkemizde uygulamada yaygın olarak pay senetlerinin nominal değeri 1 Türk Lirası yada onun katları şeklinde belirlenmektedir.[4]

---

[2] Ali Osman Gürbüz ve Yakup Ergincan, **Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 1.b., 2004, s.1-2.

[3] Şaban Çelik, "İşletme Değerinin Tespiti", **Finansal Yönetim Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler**, Aysel Gündoğdu (ed.), Ankara: Seçkin Yayıncılık, Güncellenmiş 2.b.,2018, s. 359-360.

[4] Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, 10.b., İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2010, s. 62-63.

1.2.2. Piyasa Değeri

Piyasa değeri serbest piyasa koşullarında ilgli varlığın arzına ve talebine göre belirlenmiş değeridir. Eğer bir şirket borsada işlem görmekte ise bu şirketin piyasa değeri aynı zaman da bu şirketin borsa değeridir.[5]

1.2.3. Defter Değeri

İlgili varlığın edinme tarihindeki firma defterlerine kaydedilmiş değerine defter değeri denir. Muhasebe değeri yada özermaye değeri olarak da bilinir.

1.2.4. Tasfiye Değeri

Bu değer firmanın faaliyetlerine son vermesi sonucunda bütün varlıkların satışı yapıldıktan sonra elde edilen gelirden firmaya ait bütün borç ve yükümlülüklerini ödemesi sonucu elde kalan net tutardır. Başka bir adıyla likiditasyon değeri olarak da bilinir. [6] Bu değerin hesaplanması çok kolay değildir. Tasfiye değeri çoğu zaman yatırımcılarınbir varlık için bekleyebileceği, biçebileceği belki de en düşük değer olmaktadır.

1.2.5. İhraç Değeri

Hisse senetleri şirketlerin özsermayesini temsil etmesi dolayısıyla bu şirketlerin hisse senetlerini piyasaya satışa sundukları değeri ifade eder, emisyon değeri olarak da adlandırılır.

1.3. Değerleme ve Değerleme Yöntemleri

Tarih boyunca yaşamın her aşamasında insanlar tarafından sahip oldukları varlıkların değerinin bilinmesi merak edilen bir konu olmuştur. Bu varlıkların değerinin belirlenmesi için yapılan değerleme çalışmaları farklı birçok etkenin ve değerleme işleminin bir araya gelmesiyle sonuç veren detaylı işlemler bütünü

[5] Barış Sipahi, Serhat Yanık ve Yusuf Aytürk, Şirket **Değerleme Yaklaşımları**, Ankara: Nobel Yayınevi, 2011, s. 5.

[6] Sevil Oğuz, "Makroekonomik Faktörlerin Firma Değeri Tespitine Etkisi: BIST'te Bir Uygulama", (Kastamonu Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi İşletme Anabilim Dalı - Yüksek Lisans Tezi), Kastamonu,2017, s.8.

oluşturur. En temel anlamıyla değerleme kavramı herhangi bir varlığın fiyatlanması, nicel olarak değerinin ölçülmesi, değerinin belirlenmesi anlamına gelmektedir.

Finansal varlıklar açısından bakıldığında ise bu varlıkların yatırımcı için değeri yada diğer bir deyişle elde tutma, satın alma sebebi bu varlıklardan gelecekte yaratılması beklenilen nakit akımları yada değer artışı sebebiyle elde edeceği gelirdir. Yatırımcı için ederinin üstünde bir bedel ödememe ve gerçek değerini öğrenme isteği değerleme kavramının literatür ve pratikte daha çok önem kazanmasına neden olmuştur.[7]

Değerlemede geçmiş değil gelecek önem taşır ancak geçmiş performans her zaman gelecek dönemlere ait tahminlerin daha sağlıklı olması açısından oldukça büyük önem taşır.[8]

Değerlemenin en önemli özelliği sürekli olmasıdır. Yani bu süreklilik olgusu her edinilen yeni bilgi, her yeni durum değişikliği kısacası neredeyse ilgili varlıkla ilgili önem taşıyan her yeni gelişme ve değişiklik değerleme de farklı sonuçlar ortaya koyulmasına neden olabilir. Bu sebeple değerleme stabil yada her seferinde aynı sonuçları verene bir süreç değildir. Başlıca değerleme yöntemleri de aşağıda detaylı olarak sıralanmıştır.

1.3.1. Klasik Değerleme Yöntemleri

Klasik değerleme yöntemleri yada diğer bir adıyla geleneksel değerleme yöntemlerinde başlıca üç değerleme yöntemi bulunmaktadır. Bu üç yöntem ve yaklaşımları aşağıda özetlenmiştir.

- Aktif Bazlı Değerleme Yaklaşımı
- Piyasa Bazlı Değerleme Yaklaşımı
- Gelir Bazlı Değerleme Yaklaşımıdır.

---

[7] Gürbüz, Ergincan **a.g.e.,** s. 16-17.

[8] Ahmet Özsoy, ‘’Kurumsal Yönetişim ve Firma Değeri Etkileşimi: BIST İmalat Sektöründe Bir Uygulama’’, (Nuh Naci Yazgan Üniverisitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi), Kayseri, 2019, s.27-28.

Tablo 1: Klasik Değerleme Yöntemleri

	Temel Prensipler	**Değerleme Yöntemleri**
Aktif Bazlı Değerleme Yaklaşımı	Firmanın değeri, sahip olduğu varlık ve yükümlülüklerin bilanço değeri üzerinden belirlenir. Muhasebe kayıtlarını esas alır.	• Özsermayenin Defter Değeri • Net Aktif Değeri • Tasfiye Değeri
Piyasa Bazlı Değerleme Yaklaşımı	Önceden değerlemesi yapılmış benzer firmaların karşılaştırılabilir fiyatlamasını baz alarak piyasalarda oluşmuş hisse senedi fiyatları, firmanın değerinin göstergesi olarak kabul edilir.	• Fiyat / Kazanç Oranı • Piyasa Değeri/ Defter Değeri Oranı • Fiyat Nakit Akım Oranı • Firma Değeri/FAVÖK • Tobin's Q Oranı
Gelir Bazlı Değerleme Yaklaşımı	Bir firmanın değeri, firmanın gelecek yıllarda yaratacağı nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamıdır.	• İndirgenmiş nakit akımları yöntemi • İndirgenmiş kâr payları yöntemi

Kaynak: Nurgül Chambers, **Firma Değerlemesi**, 2.b., İstanbul: Beta Yayıncılık, 2009, s.199-254.

1.3.1.1.Varlık/Aktif Bazlı Değerleme Yöntemleri

Klasik değerleme yöntemleri içerisinde en zayıf olanı olarak kabul edilebilir. Bazı değişkenleri gözardı ederek, firmaların geçmiş performansa dayalı değerleme yöntemidir. Firmanın bilançosundaki varlıkların ve borçların değerleri esas alınarak hesaplama yapılan yöntemlerdir.3 ayrı yöntemi vardır;

- Özsermayenin Defter Değeri Yöntemi
- Net Aktif Değeri Yöntemi
- Tasfiye Değeri Yöntemi

1.3.1.1.1. Özsermayenin Defter Değeri Yöntemi

Bu yönteme göre firmanın defter değeri firmanın bilançosuna bakıldığında görülen özsermayenin değerine eşittir. Bu değere özsermayenin defter değeri denir. Özünde bu tutar firma sermayedarlarının işletmeye yatırdıkları sermayeyi temsil etmektedir. Bu yöntem de defter değerine ulaşmak için bilançoda yer alan toplam aktiflerden toplam borçlar çıkarılır. Değerlemede bu denklemin sonucuyla elde edilen değerle firmanın piyasa değeri kıyaslanır.[9]

Firmaların farklı muhasebe teknikleri kullanması bu yöntemde farklı sonuçlar alınmasına ve farklı değerler oluşmasına neden olur. Benzer şekilde özellikle yüksek enflasyon rakamlarının olduğu ülkelerde varlıkların finansal defterde tarihi maliyetiyle kayıtlı olması özsermayenin defter değeri yönteminin doğru sonuçlar vermemesine neden olur. Aşağıdaki şekilde formülüze edilebilir.

Özsermayenin Defter Değeri = Toplam Aktifler – Toplam Borçlar

1.3.1.1.2. Net Aktif Değeri Yöntemi

Net aktif değeri diğer deyişle özsermayenin defter değeri yönteminin düzeltilmiş, yeniden değerlenmiş versiyonudur. Şirketinlerin bilançosunda yer alan varlık ve borçların cari piyasa değerleriyle yeniden değerlenmiş, düzeltilmiş halleriyle varlıkların cari piyasa değerinden borçların cari piyasa değerlerinin çıkartılmasıyla yeni bir özsermaye defter değeri elde edilerek hesaplanır. Defter değeri yönteminde varlık ve borçların şirket bilançolarında tarihi maliyetleriyle yer almasının doğurduğu olumsuz durum elimine edilmeye çalışılır.

[9] Aysel Gündoğdu, **Finansal Yönetim Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler**, Güncellenmiş 2.b.,Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2018, s.376.

Uygulaması çok kolay olmayan bir yöntemdir. Özellikle varlıkların değerinin belirlenmesi sürecinde alanında eksper görüşleri alınarak ilerlenir. Çoğunlukla bankacılık, sigortacılık sektörlerinde ve holding değerlemelerinde kullanılmaktadır.[10]

Aşağıdaki şekilde formülüze edilebilir;

Net Aktif Değer = Şirket Aktiflerinin Piyasa Değeri – Şirket Borçlarının Piyasa Değeri

1.3.1.1.3. Tasfiye Değeri Yöntemi

Şirkete ait tüm varlıkların tasfiye durumunda satılmasından elde edilen gelirden şirkete ait tüm borçların ve yasal yükümlülüklerin karşılanmasından sonra geriye kalan değere o şirketin tasfiye değeri denir. Bir şirketin değeri her zaman için faaliyetine devam ettiği varsayılarak tasfiye değerinden büyük olduğundan tasfiye değeri her zaman şirketin olabilecek en düşük değerini temsil eder. [11]

Tasfiye değerini tahmin etmek ve bu yöntemi kullanmak kolay bir durum değildir. Bu değerin gerçekçi bir şekilde belirlenebilmesi için şirketin gerçek anlamda tasfiye sürecine girmesi; tüm varlıklarını elden çıkarması ve borçlarını ödemesi gerekmektedir. Genellikle tasfiye durumlarında varlıkların satılması sürecindeki aciliyet arttıkça varlıkların gerçek piyasa değerinden uzaklaşan bir değerle karşılaşılır ve istenilen değerin çok altında bir fiyatla karşılaşılma olasılığı yüksektir.

Aşağıdaki şekilde formülüze edilebilir.

Tasfiye Değeri = Şirketin Varlıklarının Tasfiye Değeri – Toplam Borçlar

---

[10] Mehmet Şükrü Tekbaş vd., **Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları**,İstanbul : Sermaye Piyasası Lisanslama, Sicil ve Eğitim Kuruluşu,2020, s.11.

[11] Pablo Fernandez, **Valuation Methods and Shareholder Value Creation**, San Diego: Academic Press, 2002, s.25-26.

1.3.1.2. Piyasa Bazlı Değerleme Yöntemleri

Piyasa bazlı değerleme yöntemlerinde firmanın içinde bulunduğu sektördeki diğer firmaların belli finansal göstergelerinin firmanın göstergeleriyle kıyaslanması yoluyla firma değerinin tespit edilmesinde kullanılan yaklaşımlar mevcuttur. Etkin piyasa varlığı koşulları altında benzer varlıkların değerlerinin benzer olduğu yada olacağı varsayımında bulunur. Bu yüzden benzer şirketler kendi aralarında kıyaslanır.

Bu değerleme yaklaşımı 3 temel adımdan oluşur. Birinci adımda daha önceden piyasa tarafından değerlendirilmiş benzer emsal şirketler bulmak gerekmektedir.İkinci adımda ise piyasa fiyatlarınn karşılaştırılabilir olabilmesi için standart bir değere veya değişkene sahip olması amacıyla ölçeklendirme yapılmalıdır. Bu aslında aynı sektörde de olsa da şirketlerin farklılaşan durumlarını daha ölçülebilir ve kıyasalanbilir hale getirmek için standart bir hale getirilmesi amacıyla gereklidir. Üçüncü ve son adımda ise şirketler arasındaki farklılıklar göz önünde bulundurularak standartlaşmış değerlerinin tespiti yapılan şirketlerin belirlenen değerleri ile karşılaştırma yapılacak şirketin standart değeri bir arada değerlendirilmelidir. Yöntemde sektörler yada benzer şirketler arasındaki değerlerin kıyaslanabilir olmasından dolayı bu yaklaşıma ait hesaplamalar kamuya açık birçok hisse senedi analizi raporunda yer alarak uygulamada sıkça kullanılmaktadır. [12]

1.3.1.2.1. Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi

F/K oranı şirketin hisse senedi fiyatının hisse başına düşen net kara oranlanmasıyla bulunulur. Bu yöntemle belirlenen F/K oranı şirketin benzer şirketlerle ve sektörünün ortalama F/K oranıyla kıyaslanabilmesine olanak sağlar.

Hissedarlar temettü almamalarına rağmen şirketlerin gelecekteki büyüme beklentisi sebebi ile yatırımlarını F/K oranı yüksek şirketlere sağlarlar. F/K oranı yöntemi kullanılırken asağıda yer alan seçenekler tercih edilebilir;

- Aynı sektör içerisinde olan ve bazı özellikleriyle birbirine benzeyen şirketlerin F/K oranları ortalaması kullanılabilir,
- Borsa İstanbul (BIST) ortalama F/K oranı ortalaması kullanılabilir,

[12] Aswath Damodaran, **The Dark Side Of Valuation**, 2.b., New Jersey: Pearson Educ., 2010, s. 90-92.

- Yurt dışı piyasalarında verilerine ulaşılabilen benzer şirketlerin F/K oranlar ortalaması kullanlabilir.[13]

Uygulamada en sık kullanılan yöntemlerden birisidir.

F / K = Hisse Senedi Fiyatı / Hisse Başına Kâr

(Hisse başına kâr= Net Dönem Kârı / Hisse Senedi Sayısı)

1.3.1.2.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi

Enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde şirketlerin açıkladığı kâr rakamlarının gerçek kazancı yansıtmaması F/K oranı yönteminin doğruluğu hakkında bazı endişeler yaratmış ve başka yöntemler, oranlar arayışına girilmesine sebep olmuştur. [14]

Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı şirkete ait hisse senetlerinin piyasa değerinin, hisse başına özsermaye değerine oranlanmasıyla bulunur. Hisse senedi defter değeri şirketin bilançosunda yer alan özsermaye toplamına, hisse başına defter değeri ise bu toplamın hisse senedi adedine bölünmesiyle hesaplanır. Bu yöntem aşağıdaki şekilde formülüze edilebilir;

PD/DD= Hisse Senedi Piyasa Değeri / Hisse Senedi Defter Değeri (Özsermaye)

PD/DD oranı sadece bir çarpan değil aynı zamanda yatırımcılar için işletmenin değerini gösteren oranlardan birisidir. Genellikle de bu oranın 1'den yüksek olması beklenir.İşletmenin PD/DD oranının 1'den yüksek çıkması şirketin piyasa değerinin defter değerinden daha yüksek olduğu anlamına gelir.1'in altında olması değerinin altında olduğu ve değerini kaybettiği şeklinde yorumlanabilir.[15]

---

[13] Gönül İpek Alkan ve Erhan Demireli, "Türkiye'de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama", **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi,** Cilt 9, Sayı:2, (2007), s.27-39.

[14] Tekbaş v.d.,**a.g.e,** s.122.

[15] Gündoğdu,**a.g.e**, s.374.

Bu oran hakkında yorumlama ve kıyasalama yapabilmek için şirketin içinde yer aldığı sektörün ortalaması ve diğer şirketlerin oranlarına bakılması gerekir. Ayrıca muhasebe uygulamalarında şirketler arası farklılıklar da göz ardı edilmemelidir.

1.3.1.2.3. Fiyat / Nakit Akım Oranı Yöntemi

Bu yöntem firmaların amortisman hesaplamalarında birbirinden farklı oranlar kullanması veya amortisman uygulamalarının farklı olmasından dolayı F/K oranı yönteminden daha sağlıklı sonuçlar vereceği düşüncesiyle alternatif olarak geliştirilmiştir. Yöntem piyasa değeri ile nakit akımlar arasında bir ilişki kurarak benzer firmaların değerinin tahmin edilmesine dayanır.

Karşılaştırılabilir şirketlerin fiyatı ile nakit akımları arasındaki oran belirlenir; daha sonra değerlemesi yapılacak şirketin nakit akımı ile belirlenmiş karşlaştırılabilir Fiyat/Nakit akım oranı çarpılarak değer elde edilmeye çalışılır. Hisse senedi başına nakit akımı, amortisman tutarı ile firmanın net kârının toplanması sonrasında bu toplamın hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur.[16]

Aşağıdaki şekilde formülüze edilebilir;

Fiyat/Nakit Akımı = Hisse Senedi Fiyatı / Hisse Senedi Başına Nakit Akım

Hisse Senedi Başına Nakit Akım = (Net Kâr + Toplam Amortisman) / Hisse Senedi Sayısı

Firma Değeri =(Seçilen F/NA)*Firmanın Nakit Akımı

1.3.1.2.4. Firma Değeri/Favök Oranı Yöntemi

Diğer firma kazancı yöntemlerine göre kazancı daha detaylı baz alan yöntemlerden biridir. Firma değerinin faiz, vergi ve amortisman öncesi kâra oranlanmasıyla elde edilir. Firma değeri olarak da özsermayenin piyasa değeri ve net finansal borcun piyasa değeri toplanır. Özsermaye piyasa değerine halka açık şirketler için hisse sayısı ve fiyatın çarpımından ulaşılır. Net finansal borcun piyasa değeri ise

[16] Alkan ve Demireli, **a.g.m**., s.34.

finansal borçların piyasa değerinden nakit ve nakit benzeri varlıkların çıkarılmasıyla ulaşılır.[17]

Aşağıdaki şekilde formülüze edilebilir.

Firma Değeri/FAVÖK = (Özsermaye Değeri +Borcun Piyasa Değeri-Nakit)/FAVÖK

1.3.1.2.5. Tobin's Q Oranı Yöntemi

James Tobin tarafından geliştirilen Tobin's Q, PD/DD yöntemine alternatif olarak defter değeri yerine firmanın varlıklarını yerine koyma maliyetleri kullanılan bir yöntemdir. PD/DD yönteminde şirket bilançosundaki defter değerinin tarihi maliyet değeri ile olması, amortisman hesaplamalarının her şirketçe farklı uygulamalar ve oranlarla kullanılmasından dolayı PD/DD yönteminin iyi bir ölçü olmadığını savunur. [18]

Tobin's Q = Varlıkların Piyasa Değeri / Varlıkları Tahmini Yenileme Değeri

Bu yöntem PD/DD oranına benzer fakat farklılıkları vardır. Bu yöntemde sadece hisse senetlerinin değil tüm varlıkların piyasa değeri kullanılır.

Tobin's Q değerine ilişkin bazı değerlendirmeler şu şekilde yer alır;

- Q değeri > 1 ise, yatırımcılar bu şirkete yatırım yapmayı tercih ederler. Mevcut sermaye donanımı, varlıkların yerine koyma maliyetinden daha fazladır. Yüksek Q oranına sahip şirketlerin güçlü bir avantajı ve varlıkların etkin olarak kullanıldığı kabul edilir.
- Q değeri < 1 ise, varlık değeri yerine koyma maliyetinden daha küçük olduğu anlamına gelir ve yatırım yapmaya uygun olmadığı düşünülür.[19]

---

[17] Gündoğdu, a.g.e, s.374-375.

[18] Hakkı Öztürk, **Şirket Değerlemesinin Esasları Teorik ve Pratik Yaklaşımlar**, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2009, s.119-120.

[19] Mehdi Aghabaki, "Kurumsal Yönetim İlkeleri İle Firma Değeri ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama'', (Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Doktora Tezi), Erzurum, 2014, s.77-78.

1.3.1.3. Gelir Bazlı Değerleme Yöntemleri

Gelir bazlı yaklaşımda kullanılan yöntemler, değerlemesi yapılacak varlığın veya firmanın gelecekte yaratacağı faydanın ve gelir yaratma kapasitesinin yani nakit akışlarının tahmin edildiği ve daha sonrasında ise uygun bir iskonto oranıyla günümüze iskonto edilerek firmanın değerinin belirlenmeye çalışıldığı yöntemlerdir. Bu yaklaşımda firmanın ömrü sonsuz kabul edildiği için firma sonsuza kadar bir nakit akışı üreticisi olarak görülür ve firma değeri de gelecekte yaratılacak bu nakit akışların bir iskonto oranıyla bugüne indirgenmesiyle hesaplanır.[20]

Bu yöntemler firmayı gelecekte sağlayacağı muhtemel nakit akımları üzerinden değerler. Muhtemel yaratılacak olan nakit akımların toplamının iskonto oranıyla bugüne indirgenmesi paranın zaman değeri olmasından kaynaklanır. Günümüzde yapılan değerlemelerin büyük oranda gelir bazlı değerleme yaklaşımları kullanılarak yapıldığı bilinmektedir.

Bu yaklaşımı temel alan başlıca 2 model vardır. Bu modeller;

- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi
- İndirgenmiş Kâr Payları Yöntemidir.

1.3.1.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

1930 yılında Irwin Fisher tarafından literatüre kazandırılan indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile firma değeri belirlenmesi; firmaların mevcut varlıklarının nakit üretebileceği sürece bir değer ifade edebilecekleri kuramına dayanır. Bu yöntemde firma değeri kısaca firmaların gelecekte yaratacağı, yaratması beklenilen nakit akımlarının değerleme tarihine bir iskonto oranıyla indirgenmesi olarak ifade edilebilir. Bu yönteme göre firmanın nakit akımları ne kadar fazlaysa firma o kadar değerlidir. Bu yöntemin temelinde paranın zaman değeri kavramı vardır. Kolay bir yöntem değildir; birçok faktörün yıllar itibariyle tahmin edilmesi; şirketin gelecek

[20] Pablo Fernandez, **a.g.e**, s.37.

perspektifinde yaratacağı muhtemel nakit akımlarının tahmin edilmesi ve bu tahminler sonrasında elde edilen tahmini nakit akımlarını bugünkü değerine indirgenmesi için kullanılması gereken iskonto oranının piyasa ve firma koşulları göz önünde bulundurularak belirlenmesi gereken uzun ve zahmetli bir süreçtir. Bu muhtemel nakit akımları 2 temel sebeple iskonto edilir. Bunlar; paranın zaman değerinden ötürü gelecekteki muhtemel nakit akımlarının farklı dönemlere ait olmasından dolayı aynı zaman değerine indirgenmesi ve bu nakit akımların bugünkü değerlerine iskonto edilirken bazı risk faktörlerininde (piyasa riski, firmaya ait riskler vb.) göz önünde bulundurulmasıdır.

Bu yöntemin temelinde iki başlıca birleşen vardır; birincisi, nakit akımlarının belirlenmesi diğeri ise iskonto oranının belirlenmesidir. Bu iki başlık İNA yönteminde oldukça önemlidir.

İNA yöntemine göre firma değeri belirleme çalışması aşağıdaki aşamalardan oluşur; [21]

1-Finansal Projeksiyonların Oluşturulması

Firmanın faaliyet süresi boyunca yaratacağı nakit akımlarının hesaplanması amacıyla kapsamlı finansal projeksiyonlar oluşturulması gerekmektedir. Oluşturulacak bu projeksiyon dönemleri genellikle firmanın büyüme evresini tamamlayıp nakit akımlarının yıllar arasında çok farklılaşmadığı olgunlaşma evresine döndüğü döneme kadar hazırlanır. Firmaların ömürlerinin sonsuz kabul edilmesinden dolayı aksi bir durum söz konusu olmadıkça olgunlaşma evresine döndüğü bu noktadan sonsuza kadar olan kısıma ait nakit akımları içinse artık değer hesaplanır. Firma için çeşitli performans senaryoları üretilir ve detaylı parametrelerle tahmin edilir.

2-Serbest Nakit Akımlarının ve Artık Değerin Hesaplanması

Bu kısımda firmaların değer kaynakları ve yaratacakları nakit akımları hesaplanır. Nakit akımlarının toplamı alınır. Artık değer olarak kabul edilen ve sonsuza kadar sürecek yıllık nakit akımlarının da toplamı alınır. Nakit akımları hesaplanırken

[21] Reha Çırak, **Şirket Değerleme Yöntemleri**, 1.b., Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2018, s.37- 40.

firmanın satışları, faaliyetleriyle ilgili gelir ve giderleri, yatırım tutarları, sermaye ve borç maliyeti gibi birçok detay faktörün tahmin edilmesi ve hesaplanması gerekir.

3-Hesaplanan Nakit Akımlarının ve Artık Değerin Bugünkü Değerlerine İndirgenmesi

Belirlenen nakit akımlarının bugünkü değerlerine indirgenmesi gerekir. İNA'ya göre iskonto oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmaktadır.

AOSM=(Sermaye Maliyeti*Özkaynak Ağırlığı)+(Borçlanma Maliyeti*Borç Ağırlığı)

Bu yöntemde bazı projeksiyon ve hesaplamalarla bu formüldeki değerler gerçeğe en yakın olacak şekilde tahmin edilir.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre firma değeri;[22]

Tahmin dönemi boyunca yaratılması beklenen yıllık nakit akımlarının bugünkü değeri ve tahmin dönemi sonrasında sonsuza kadar devam etmesi beklenen yıllık nakit akımlarının bugünkü değerinin toplamıdır.

$$\text{Firma Değeri} = \sum \frac{NA_n}{(1+i)^1} + \frac{1}{(1+i)^n} \times \frac{\text{Sonsuza kadar sürecek yıllık nakit akımları}}{1-g}$$

Formüldeki sembollerin anlamları aşağıda verilmiştir:

NA: nakit akımı

n : yıl

i : iskonto oranı

g : büyüme oranı

1.3.1.3.2. İndirgenmiş Kâr Payı Yöntemi

Bir firmanın hisse senedinin değeri belirlenirken varlığın salt değeri haricinde yatırımcısının o varlıktan beklediği kâr payı ve belli bir elde tutma süresi sonucunda beklediği fiyat; yatırımcıların o varlığa ait beklentilerini oluşturur. Yatırımcının hisse

[22] Nurgül Chambers,**a.g.e**, s.234

senedinin gelecekteki fiyatına ait beklentisi o hisse senedinin gelecekte yaratacağı kâr payları ile belirlenir. Yani bir firmanın değeri o firmadan sonsuza kadar elde edilmesi beklenen kâr paylarının bugüne indirgenmiş değeri olarak ifade edilir. Firma özsermayesini belirleyen esas faktörün firmaya ait hisse senetlerinden sağlanan kâr payları olarak kabul edilir. 1938 yılında John Burr Williams'ın formüle ettiği İndirgenmiş kâr payı yöntemi aşağıdaki şekilde formülüze edilmiştir.[23]

$$\sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{(HBK)_t}{(1+k_e)^t}$$

Bu formüle göre;

HBK: Hisse başına beklenen kâr

ke: Hisse senedinden beklenen getiri oranı (Özsermaye maliyeti) olarak belirtilir.

Kâr paylarının tahmini bu yöntemin en zor kısmını oluşturmaktadır. Bazı varsayımlar altında gelecek yıllara ait kârlar belirlenmeye çalışılır. Hisse senedinden beklenen getiri de genel olarak özsermaye maliyetidir.

Kâr paylarının sonsuza kadar tahmin edilmesi mümkün olmadığı için bu modelde çeşitli büyüme senaryoları kullanılmaktadır. Bunlar; sıfır büyüme oranı, sabit büyüme oranı (Gordon modeli) ve iki aşamalı büyüme oranlarıdır.

1.3.2. Modern Değerleme Yöntemleri

Literatürde klasik yada diğer bir ifadeyle geleneksel firma değerleme yöntemlerinin yanı sıra özellikle son yıllarda modern değerleme yöntemleri olarak anılan yeni değerleme yöntemleri de kullanılmaktadır. Bu yöntemlerin en sık kullanılanı Ekonomik Katma Değer Modelidir.

[23] Gürbüz ve Ergincan, **a.g.e**. s.111.

1.3.2.1. Ekonomik Katma Değer Modeli (EVA)

Bu model geleneksel firma değerleme yöntemelerine bir alternatif olarak modern bir yöntem olarak Stern - Stewart danışmanlık firması tarafından bulunmuş ve tescilli markası olmuştur. Artık kâr modeli olarak belirlenen bu yöntem firmanın ekonomik olarak kâr yaratma kabiliyetini ölçen bir yöntemdir. EVA, değere dayalı yönetim anlayışının önemli unsurlarından biri olarak kabul edilmektedir.

Bu model basitçe bir firmanın faaliyetleri sonucu gerçekleştirdiği vergi sonrası net faaliyet kârı ile bu firmanın sermaye maliyeti arasındaki farktır ve bu yöntem firmanın sağladığı kârın sermaye maliyetinin karşılayıp karşılamadığını ölçer. EVA'nın hesaplamasında aşağıdaki formül kullanılabilir.

EVA=NOPLAT-%C(TC)

NOPLAT=Düzeltilmiş Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı

C=Sermaye Maliyeti

TC=Toplam Yatırılan Sermaye yi ifade eder. (Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine dayalı olması gerekir.) [24]

Bu formülün kullanılabilmesi için firmanın finansal tabloları üzerinde pek çok düzeltme işleminin yapılmış olması gereklidir.

Diğer bir gösterimi olarak;

EVA=Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı – Sermaye Maliyeti

Yukarıdaki formüle göre vergiden sonraki net faaliyet kârı sermeye maliyetinden yüksek ise bir değer yaratılmış olur; düşük ise değer kaybı ortaya çıkar.[25]

[24] Niyazi Berk,**a.g.e**, s.100-101.

[25] Nurgül Chambers,**a.g.e,** s.32-35.

2. KÂR PAYI VE KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI

2.1. Kâr ve Kâr Payı

Kâr en basit anlamıyla herhangi bir faaliyetin gerçekleşmesi için katlanılan maliyet ve giderler ile bu faaliyet sonucu elde edilen gelirler arasındaki fark olarak tanımlanabilir. Bir firma söz konusu olduğunda ise belli bir mali yıl boyunca firmanın faaliyetleri neticesinde elde ettiği gelirlerden bu faaliyete konu olan giderlerin çıkarılması sonucu kalan tutar dönem kârı yada zararı olarak ifade edilebilir. Kâr payı ise firma tarafından firma hisse senedi sahiplerine belli periyodlar çerçevesinde dağıtılmasına karar verilen ve her birine özsermayedeki payları üzerinden düşen paydır. Firmaların elde ettikleri kârın belirli bir kısmını yada tamamını pay sahiplerine dağıtmasına kâr dağıtımı denir. Elde edilen kâr firmaların birçok paydaşı için önemli bir etkendir. Firmaların kârı artıkkça işletme sahipleri, yatırımcıları ve devlet için diğer bir deyişle firmanın iç ve dış paydaşları için yeni gelirler oluşacaktır.

Firmalar bazen kuruluş bazen de büyüme süreçlerinde bazı yatırımlarını finanse etmek için bir özkaynağa ihtiyaç duyarlar bu kaynak firma açısından süresiz olup belli bir yükümlülük de doğurmaz ancak bu kaynağı sağlayan sermayederlar firmanın faaliyetleri sonucu elde ettiği kazançları üzerinde payları orantısında hak sahibi olurlar bu hak sahipliğinin en önemlisi kâr payı alma hakkıdır. Kâr payları firmalar için yasal bir yükümlülük yaratmaz Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerince halka açık anonim şirketlerin kâr payı dağıtma zorundalığı bulunmamaktadır.[26]

Kâr elde etmek firmaların temel amaçlarının başında gelmektedir. Faaliyet dönemlerini kâr elde ederek tamamlamaktan öte elde edilen kârın dağıtılıp dağıtılmaması gerekliliği, dağıtılacaksa bunun hangi oranda olacağı ve dağıtımın hangi şekilde yapılcağı firmaların yöneticilerinin karar vermesi gereken önemli kararlardır.

[26] Gamze Göçmen Yağcılar, "Kâr Dağıtım Politikası", **Finansın Temel Teorileri,** Aysel Gündoğdu (ed.), Beta Yayınevi,İstanbul,2018, s.243-244.

Özellikle hisseleri borsada işlem gören halka açık firmaların kâr payı dağıtımı süreçleri ve kâr payı dağıtım politikaları daha büyük önem ve dikkat arz eder.[27]

2.2. Kâr Payı Dağıtım Politikaları

Finansal yönetim kavramının en önemli politikalarından biri olan kâr payı politikaları; kârın dağıtılıp, dağıtılmaması süreçlerinde her iki senaryoda oluşabilecek bazı kararlara yönelik olup her iki senaryoda da firma değerinin maksimizasyonunu hedefleyen kararlar dizisinden oluşur. Firmaların daha yüksek kâr payı dağıtmaları demek temel anlamda daha az oto finansman anlamına gelir.

Mali yıl içinde zarar eden şirketler için herhangi bir kâr dağıtımı söz konusu değildir. Ancak kâr elde eden şirketler için elde edilen kârın dağıtımının olup olmayacağı eğer kâr dağıtımı olacaksa ne oranda, ne zaman ve hangi yöntemle olacağı gibi bazı kararların verilmesi süreci şirketler için zorlu bir finansal karar sürecidir. Kâr payı politikası şirket kârının hisse sahiplerine dağıtılması veya bu kârların dağıtılmayarak işletmece kullanılarak yeni yatırımlara yönlendirilmesi gibi bazı kararları barındırır.

Şirketler vizyonları, misyonları ve hedefleri doğrultusunda farklı yönetimsel politikalara sahip olabilmektedir. Bu politikalar neticesinde her şirket kendine göre bir kâr dağıtım politikası belirlemektedir. Yasal olarak her halka açık anonim şirketi kâr payı dağıtmak zorunda değildir bu durum da firmaların tercih ettiği kâr payı politikaları sonucu firmalar arasında bazı farklılıklar göstermesine yol açabilmektedir. Bu söz konusu farklılık, firma hissedarlarının beklentilerine uygun yatırım alternatiflerinin artmasına neden olurken, hisse senedi fiyatlarının da kâr payı kararlarına duyarlılığını arttırabilmektedir. Firmaların finansal yöneticileri kâr dağıtım politikalarını belirlerken firma değerini maksimize eden bir kâr payı dağıtım dengesi yakalamayı hedefler.

---

[27] Adem Anbar, "Hisse Senetleri İmkb'de İşlem Gören İşletmelerde Kar Payı Dağıtım Politikası'', **İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası Mali Çözüm Dergisi Mali Çözüm Dergisi,** Sayı 75,2006, s.217-228.

Kâr payı dağıtım politikaları yatırımcıların beklentilerini ve finansal davranışlarını etkilemekte ve bu etkide bazı teorisyenlere göre firmaların piyasa değeri üzerinde etkili olmaktadır. Bu noktada firmaların finansal yöneticilerinin kâr payı dağıtım politikalarını belirlerken birçok etkeni göz önünde bulundurmaları gerekmektedir. Firma yatırımcılarının beklentilerinin altında dağıtılan ya da hiç dağıtılmayan kâr payları yatırımcıların karar ve davranışlarında etkili olacaktır. Özellikle yeni kurulmuş veya büyüme safhasında olan firmalar içinde yüksek oranda kâr payı dağıtımında bulunmak yatırımlar için gerekli dış finansmanı sağlayamaması durumunda firma büyüme hızının yavaşlamasına ve firmanın piyasa değerinin azalmasına neden olacaktır. [28]

2.2.1. Sabit Miktarda Kâr Payı Ödemeleri

Sabit miktarda kâr payı ödemeleri literatürde düzenli, sabit miktarda veya istikrârlı kâr payı politikaları gibi farklı isimlerle anılmaktadır. Bu kâr payı dağıtım politikasında firmalar hisse sahiplerine her yıl aynı tutarda kâr payı dağıtımı yapılmaktadır.

Bu yöntem firmanın finansal koşulları bozulmadığı sürece firmanın kazancı ne olursa olsun hissedarlarına sabit miktarda bir kâr payı ödemesine dayanır. Eğer firmanın kazancı artar ve finansal olarak iyiye giderse kâr payı belli zaman dilimlerinde arttırılarak büyür.[29]

Bu kâr payı politikasının uygulanabilmesi için firmanın elde ettiği dönem kârının düzenli olması gerekmektedir. Bu kâr payı politikasını uygulayan firmaların yatırımcılarının belirsizlik endişesi yoktur bu yatırımcılar daha çok risk almaktan kaçınan, sabit gelir elde etmeyi hedefleyen yatırımcılardır. Ortaya çıkan bu durumda firmanın piyasa değeri üzerinde olumlu etkiye sahiptir.[30]

---

[28] Mehmet Bolak, **İşletme Finansı,** İstanbul: Birsen Yayınevi, 2010, s.263.

[29] William R. Lasher, **Practical Financial Management**, 5.b., Mason: Thomson-South Western, 2008, s.609.

[30] Nurhan Aydın, Mehmet Başar ve Metin Coşkun, **Finansal Yönetim**, 1.b., Eskişehir: Detay Yayıncılık, 2010, s. 474-475.

2.2.2. Sabit Oranda Kâr Payı Ödemeleri

Bu politikaya göre firmalar her yıl elde ettiği dönem kârını belirli bir oranında hissedarlarına kâr payı olarak dağıtırlar.[31] Firmalar tarafından dağıtılması karar verilen kâr payı oranı elde edilen dönem kârının belirli bir oranı olarak sabittir. Bu politikada firma bir dönem kârı sağladığı müddetçe hissedarlarına bu kârın belli bir kısmını dağıtır ancak dönem kârının azaldığı dönemlerde dağıtılan kârlar da azalır. Halka açık şirketlerdense çoğunlukla aile şirketlerinde tercih edilmektedir.

2.2.3. Artık Kâr Payı Ödemeleri

Bu politikada firma elde ettiği dönem kârını eğer firma için daha kârlı, uygulanabilir alternatif bir yatırım fırsatı bulunuyorsa bu kârı şirket içinde tutarak yani elde edilen kârı hissedarlarına dağıtmayarak şirket için de tutar ve bu yatırımların finansmanında kullanır. Ancak aksi bir durum söz konusu ise ilgili kâr firma hissedarlara dağıtılır.

2.2.4. Sabit Tutarda Bir Kâra İlave Olarak Kâr Payı Ödemeleri

Firmalar bazı durumlarda sabit bir tutar ve bu tutara ilave bir kâr payı dağıtım politikası uygularlar. Bu politikaya göre firmanın dönem net kârına istinaden daha önceden hissedarlarına açıkladığı düzenli ve sabit bir kâr payı dağıtımı söz konusudur. Ek kâr payı ise koşullar izin verdikçe yapılır. [32]

Yapılan bu ek ödemeler piyasadaki yatırımcılar tarafından dikkat çeker ve yatırımcıların bu firmalara olan dikkatini arttırır.

2.2.5. Düzensiz Kâr Payı Ödemeleri

Bu politikayı uygulayan firmalarda dönem sonunda oluşan dönem kârında zaman içinde meydana gelen dalgalanmalar yatırımcıya aynı oranda yansıtılır. Yani

---

[31] J.Lawrance Gitman ve Chad J. Zutter, **Principles of Managerial Finance**, Prentice Hall, 13th Edition,2012, s.577

[32] Chambers**, a.g.e**. s.166-167.

dönem kârının yüksek olduğu zamanlarda yatırımcılara daha yüksek kâr payı ödemeleri yapılırken; dönem kârının daha az olduğu zamanlarda ise düşük kâr payı ödemeleri yapılmaktadır. Yatırımcılar için sabit kâr payı ödemelerine göre daha riskli ve belirsiz bir durum söz konusu iken firmalar için içinde bulundukları finansal koşula göre hareket ediyor olmak daha uygun olabilmektedir.

2.3. Kâr Payı Dağıtım Politikalarını Etkileyen Faktörler

Firmaların elde ettiği dönem kârına istinaden dağıtacağı kârları etkileyen firma içi yada firma dışı pek çok faktör bulunmaktadır. Bu faktörler hissedarlara ödenecek yada firmanın finansmanı, yatırımları için kullanılacak kâr paylarının belirlenmesinde etkin bir rol oynamaktadır. Bu faktörler kısaca şu şekilde sıralanabilir;[33]

- Kârlılık: Firmanın kârlılığının belirli bir noktaya ulaşması kâr payı dağıtımında firma yönetimi açısından önemli bir etkendir.
- Sınırlayıcı şartlar: Bazı durumlarda bazı kurumlarla yapılan tahvil, banka kredileri, kiralama vb. sözleşmeler neticesinde firmalar kâr payı dağıtımını ve kararlarını sınırlandırılabilir.
- Firmanın büyüme oranı: Kâr dağıtım politikası belirlenirken firmanın büyüme isteği göz önünde bulundurulur, hızlı büyüme isteğinde olan firmalar, elde ettikleri kârların dağıtımını minimize ederek ihtiyacı oldukları finansman kaynağını kendi kârlarından sağlamaya çalışırarak yatırımlarının oto finansmanında kullanır. Bu kârlar firmanın büyümesi için bir fırsattır. Özellikle yeni kurulmuş ve hızlı büyüyen firmalar için finansman bulmak büyük ve olgun firmalara göre daha zordur. Bu durumda elde edilen kârlar önem taşır.
- Kârların istikrarı: Elde ettikleri kârları istikrarlı olan firmalar, kârları dalgalı seyreden firmalara göre daha yüksek oranlarda kâr payı dağıtabilirler. Kâr paylarının istikrarlı bir şekilde dağıtılması firmanın yatırımcıları, sermayedarları nezdinde önemli ve güven arttırıcı önemli bir unsurdur.

[33] Berk, **a.g.e**, s.291-293.

- Firma yönetiminde kontrolün sürdürülmesi: Bazen firma yöneticileri ihtiyaç duyduğu fonları yeni hisse senetleri ihraç ederek elde etmeyi tercih eder.İhtiyaç duyulan fonların yeni hisse senetleri ihraç edilerek karşılanıyor olması firmanın yönetim hakkının dağılmasına ve mevcut sermayedarların yönetim üzerindeki kontrollerinin azalmasına neden olacaktır. Bu kontrolün azalmaması için firma yöneticileri kâr payı dağıtım oranlarının az olmasını diğer bir ifadeyle kârları alıkoymayı tercih edebilirler. Bu politika pek çok firmanın finansal riskinin yükselerek; sermaye maliyetinin yükselmesine neden olabilecektir.
- Finansal kaldıraç derecesi: Borç / Öz sermaye oranı yüksek olan firmalar elde ettiği kârları dağıtmayarak firma içinde kullanmayı tercih ederler. Bu kârlarla borçlarını, borçlarına ait faizleri ödeyerek firmanın sermaye yapısını güçlendirmek isterler. Bu durum zamanla firmanın sermaye maliyetinin düşmesini sağlar.
- Dışsal finansman yeteneği: Bir firmanın dışsal finansman sınırlamaları söz konusu ise planladığı yatırımlarını gerçekleştirebilmek için elde ettiği kârları daha çok firma içindeki projelerin finansmanı için kullanırlar ve daha az kâr payı dağıtımı yaparlar. Bazen firma içi sebepler bazen de firmanın dış çevresi sebebiyle dışsal finansaman sınırlamaları söz konusu olabilir.
- Firmanın yaşı ve büyüklüğü: Kâr dağıtım politikası belirlenirken firmanın yaşam eğrisindeki konumu önemlidir. Yeni kurulmuş ve büyüme safhasında olan firmalar kuruluş olarak daha eski olan firmalara göre kâr dağıtımlarını daha çok projelerin, yatırımların finansmanında kullanmak isterler. Genellikle pazarda eski olan firmalar ve köklü firmalar yeni firmalara göre daha kolayca borçlanabilir. Bu yüzden kâr dağıtımları daha kolay olur.
- Belirsizlik: Hisse senedi sahiplerinin firmanın finansal gücü hakkındaki görüşlerine ait belirsizlikler ilgili firmanın kâr payı dağıtmasıyla ortadan kalkabilmektedir. Bu yüzden sermaye piyasalarında yatırımcılar tarafından istenilen seviyede güven oluşturmayan firmaların yöneticileri firmaya ait bu olumsuz durumu yok etmek için daha fazla kâr payı dağıtmayı tercih edebilirler.
- Vergi oranları: Vergiler; firmaların birçok finansal kararında önemli rol oynamaktadır. Hissedarlarının gelir vergisi, kurumlar vergisi gibi vergi

oranlarının düzeyine göre kârların dağıtımları farklılaşabilmektedir. Sermaye kazançlarının vergilendirilmediği yada düşük oranlarla vergilendirildiği durumlarda firma yönetimleri kârların dağıtılmaması karar alır. Ülkedeki vergi oranları bu süreci etkileyen bir durum olabilmektedir.

2.4. Kâr Payı Ödeme Şekilleri

Firmalar elde ettikleri kârı belirledikleri kâr dağıtım politikaları çerçevesinde hissedarlarına farklı kâr payı ödeme şekilleri ile dağıtabilirler. Firmalar yaptıkları genel kurul toplantıları sonucu kâr payı ödeme tarihlerini hissedarlara duyururken bu kâr paylarını nasıl ödeyeceklerini, ne kadar bir kâr dağıtımı yapacaklarına ait detayları da açıklarlar. Kâr paylarının genelde nakit olarak dağıtımı yaygın olsada farklı kâr payı ödeme şekilleri mevcuttur.

2.4.1. Nakit Olarak Yapılan Kâr Payı Ödeme Şekli

Firmalar tarafından en sık kullanılan kâr payı ödeme şeklidir. Kâr payı ödemelerinin hissedarlara nakit olarak gerçekleştiği kâr payı ödeme şeklidir. Bu ödeme şeklinde firmadan nakit çıkışı gerçekleşeceğinden dolayı firmanın likidite durumu bu yöntemin belirlenmesinde önemli bir faktördür. Ayrıca likit olmasından dolayı hisse senedi yatırımcıları tarafından da en çok tercih edilen yöntemdir. Bu yöntemde hisse başına kâr uygulaması yaygındır, bir hisseye düşen kâr payı firma tarafından yatırımcılara duyurulur ve nakit olarak ödenir.

2.4.2. Hisse Senedi Şeklinde Yapılan Kâr Payı Ödeme Şekli

Nakit olarak yapılan kâr payı ödemelerinin yanı sıra hissedarlara bedelsiz olarak ilave hisse senedi verilmesi olarak gerçekleşen kâr payı ödeme şeklidir. Bu yöntemin firmalar tarafından uygulanmasının 2 temel sebebi bulunmaktadır; bunlardan birincisi firmanın likidite sıkıntısı içinde olması sebebiyle yatırımcısına nakit kâr payı vermektense bedelsiz hisse senedi vermeyi tercih etmesidir. Firma nakit durumunu muhafaza ederek, firmadan nakit çıkışı da gerçekleşmeden kâr payı dağıtmış olur.İkincisi ise; firma yönetiminin hisse senedi sayısı arttırarak dolaşımdaki hisse senedi sahiplerininn sayısını arttırmak ve hisse senetlerinin piyasada daha düşük fiyatla yer almasını sağlamaktır. Bu durumun firmaya getirisi ise hisse senedi fiyatının aşırı artmasını önlemektir. Bu yöntemde yatırımcıların ne bir kazancı ne de bir kaybı

olmamaktadır çünkü hissedarların nicel olarak sahip oldukları hisse senedi sayısı artmasına rağmen hisse senedi değeri değişmediği için herhangi bir kazanç yada kayıpları söz konusu değildir. Diğer bir ifadeyle hissedarların elindeki pasta dilimi sayısı artmasına rağmen pastanın boyutunda bir değişiklik olmayacaktır.[34]

2.4.3. Firmaların Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Almaları Yoluyla Yapılan Kâr Payı Ödeme Şekli

Firmanın elde ettiği kârı kendi hisse senetlerini geri alınmasında kullanması olarak gerçekleşen kâr payı ödeme şeklidir. Firma borsada işlem gören hisse senetlerinden bir kısmı geri olarak satın alındığında firmanın piyasada dolaşımda bulunan hisse senedi sayısı azalacak ve böylece kalan hisse senetlerinin değeri artacaktır bunu sonucunda kâr payları sermaye kazancı olarak yansımış olacaktır. Bu yöntemde elde edilen kâr, kâr payı kazancı şeklinde değilde hisse senedi sayısı azaltarak hissedarlara dağıtılır. Bu yöntemle alınan hisse senetlerine kasa stoku yada hazine hisse senedi denir çünkü alınan hisse senetleri firmanın kasasında saklanır ve paraya gereksinim duyulduğunda yeniden satılır. [35]

Hisse senedi sayısı azaldığından dolayı hisse başına kâr artmakta hissedarlar kâr payı almasalar bile hisse senetlerinin pazar değeri artacağından dolayı nakit kâr payı yerine sermaye kazancı sağlayacaklardır. Firmaların hisse senetlerini geri satın almaları hisse senedi yatırımcılarına iki temel avantaj sağlayacaktır. Birincisi bu yöntemde elde edilecek olan gelir nakit kâr payı şeklinde değilde sermaye kazancı niteliğinde olduğu için vergilendirilmesi bu çerçevede yapılacaktır. Hisse senetlerinde meydana gelen değer artışının vergisi, hissedarların kâr paylarını nakit şeklinde aldığı durumda ortaya çıkan gelir vergisinden daha düşük olacaktır. Böylece hissedarlar elde edeceği aynı tutardaki gelir için daha az tutarda vergi ödemesine katlanmış olacaklardır. Diğer bir avantaj ise firmalar elinde bulundurdukları hisse senetlerini satın almak için hissedarlarına başvurmaları durumunda hissedarların elindeki

[34] Chambers, **a.g.e**. s.160-161.

[35] Metin Kamil Ercan ve Ünsal Ban, **Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim,** 8.b., Ankara: Gazi Kitabevi, 2014, s.268-269.

hisseleri satması yoluyla elde edeceği kazancı hemen elde etme yada ellerindeki hisseleri satmayarak meydana gelecek fiyat artışından yaralanma durumlarından bir tercihte bulunabileceklerdir.[36]

Firmalar hisse senetlerini piyasadan 3 farklı yöntemle geri satın alabilir;

Birinci yöntem en basit şekilde firmanın hisselerini piyasadan satın almasıdır ancak bu yöntemle çok sayıda hisse senedi alıncaksa hızlı ve hisse senedi piyasa fiyatlarını etkilemeden yapmak oldukça zordur.İkinci yöntemde ise firma, hissedarları arasında hisse senetlerini satmakta istekli olan yada olanlar arasında hisse senetlerini mevcut piyasa fiyatının üzerinde olan bir fiyattan almak için bir ihale yada anlaşma sağlar. Üçüncü yöntemde ise firma hisse senedini elinde bulunduran büyük bir yatırımcıdan satın alır. Bu büyük yatırımcılar genellikle yatırım şirketleri, yatırım ve sigorta fonu şirketleri veya emeklilik fonu şirketleri gibi kurumlar olmaktadır.[37]

Ülkemizde halka açık anonim şirketlerin borsada kendi hisse senetlerini geri satın almaları bazı belli istisnalar dışında yatırımcıları koruma amacıyla kısıtlı bir şekilde gerçekleşebilmektedir.

2.4.4. Hisse Senetlerinin Bölünmesi Şeklinde Yapılan Kâr Payı Ödeme Şekli

Bu ödeme şeklinde firmanın hisse senetlerinin nominal değerleri bellirli bir oranda azaltılarak hisse senetlerinin sayısı arttırılmaktadır. Hissedarların ellerindeki hisse senetlerinin sayısı artarken; hisse senetlerinin nominal değeri bu artış oranına paralel olarak azaldığından hissedarların şirketteki toplam payında herhangi bir değişiklik olmayacaktır.[38]

Bu yöntem firmada herhangi bir nakit çıkışı yaratmazken hissedarlar açısından ellerindeki hisse senedi sayısını arttırma imkanı sağlar. Firmalar açısından da hisse

---

[36] Aydın, Başar ve Coşkun, **a.g.e**., s.432.

[37] Lasher, **a.g.e**., s.616.

[38] Fettah Kaba, "Kâr Payı Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama", (Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi), Sakarya, 2009, s.50-51.

senedi fiyatlarının bölünmesi sonrası düşmesi firmanın hisse senetlerinin alım satımının kolaylaşmasına neden olması beklenir.

Ayrıca bu yöntem genellikle yüksek kârların olduğu dönemlerde uygulanan bir ödeme şeklidir ve yatırımcılar çoğunlukla işletmenin geleceği hakkında olumlu sinyal olarak algılarlar.[39]

2.4.5. Melez Kâr Payı Ödeme Şekli

Melez diye tabir edilen ve literatürde yer alan melez kâr payı ödeme şekli firmanın kârının hissedarlarına hem nakit olarak hem de hisse senetleri şeklinde iki yönteminde birlikte kullanılarak dağıtılmasıdır. Bu ödeme şeklinin firmalar için avantajı, dağıtılacak kârın hangi tutardaki kısmının nakit, hangi tutardaki kısmının hisse senedi şeklinde olacağına yönelik herhangi bir yasal yaptırım bulunmamasıdır. Bu dağıtımın kesinlikle firma yöneticileri tarafından karar veriliyor olmasıdır. Bu tip kâr payı ödeme şeklini kullanan şirket yöneticileri hem nakit hem de hisse senedi şeklinde olmak üzere iki kâr payı ödeme şeklini bir arada tercih eden yatırımcıları firmalarının hisse senetlerine yönlendirmek isterler.

[39] Osman Okka, **Analitik Finansal Yönetim: Teori ve Problemler,** Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 2009, s.537.

3. KÂR DAĞITIM POLİTİKALARININ FİRMA DEĞERİ AÇISINDAN İNCELENMESİ

Mali yıl sonlarında firmaların elde ettiği dönem kârlarının firma hissedarlarına dağıtılmasına kâr payı dağıtımı denilmektedir. Kâr dağıtım politikası ise elde edilen kârın hissedarlara dağıtılması ya da dağıtılmayarak firma içerisinde yeni yatırımlarda kullanılması konularında karar verilmesidir. Herhangi bir yatırım fırsatı olan firmalar kâr paylarını dağıtmak yerine yatırımlar için fon yaratmak isterler çünkü kâr payları genellikle nakit ödemelerdir ve firmaların fon kaynaklarını azaltır. Kâr paylarının dağıtımını azaltmak ya da kâr payı dağıtmamak kâr payı geliri hedefleyen hisse senedi yatırımcıları yani firmanın hissedarları açısından negatif bir sinyal olarak algılanıcak ve hisse senedi fiyatları düşebilecektir. Bu nedenle hisse senedi fiyatlarının artması aynı zamanda yeni yatırımlar için kullanılacak gerekli fonların elde edilen kârdan karşılanması için firmanın finans yöneticileri tarafından önemli bir karar olmakla birlikte denge sağlanması gereken bir konudur.[40]

Firma yöneticilerinin nihai amacı firmanın piyasa değerini maksimize etmektir. Firma yöneticileri tarafından alınan tüm kararların bu amaca uygun olması beklenir. Firmanın finansal yönetiminin de bu amaç çerçevesinde elde ettiği kârın dağıtılıp dağıtılmaması, dağıtılmayacaksa firmanın yapılacak yatırımlarında fon olarak kullanılmasının karar verilmesi önemli bir süreçtir. Bu süreçte seçilecek her bir seçimin firmanın değeri üzerinde farklı etkisi olabilmektedir. Firma hissedarları açısından bugün dağıtılacak kâr payı yada dağıtılmayarak yeni yatırımlara yönlendirilen, firmanın oto finansmanında kullanılacak kâr paylarının yaratması beklenilen gelecekteki yeni dönem kârları firmanın finansal yönetiminini kurması gereken önemli bir dengedir. Kurulması gereken bu önemli denge ve bu dengenin firma değeri üzerine etkileri ve önemi de finans alanında üzerinde yoğunlaşılan bir araştırma konusu olmuş, yoğun teorik modellemeler ile üzerinde detaylı çalışılmıştır. Firmalar için önemli bir karar olan kâr dağıtımları ve kâr politikaları kararlarının firma değeri üzerine etkisi olduğu yada herhangi bir etkisi olmadığını savunan teorik yaklaşımlar mevcuttur. Bu konu hakkında teorisyenler arasında ortak bir fikir

[40] Chambers, **a.g.e**. s.149-150.

bulunmamaktır. Bazı teorik yaklaşımlar kâr payı dağıtım politikalarının firmanın piyasa değeri üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını savunurken; bazı yaklaşımlar bu ilişkinin varlığını öne sürmektedir.

3.1.Kâr Payı Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkili Olduğunu Açıklayan Teorik Yaklaşımlar

Finans literatüründe kâr payı dağıtımının firma değeri üzerinde etkili olduğunu savunan birçok teorik ve ampirik çalışmalar bulunmaktadır. Bu yaklaşımlar arasında öne çıkanlar Walter modeli, Gordon-Lintner yaklaşımı, Temsilci maliyetleri yaklaşımı, Vergi etkisi yaklaşımı, Sinyal yaklaşımı ve Karşılama teorisidir.

3.1.1. Walter Modeli

James E. Walter tarafından geliştirilen bu model firma yatırımlarının getirisi ve firmanın sermaye maliyeti arasındaki ilişkinin hisse sahiplerinin refahını maksimize edicek olan kâr payı politikasının belirlenmesindeki rolünü gösteren ilk teorik çalışmalarından biridir. Bu modelin temel varsayımları aşağıdaki gibidir :

-İçsel Finansman: Firmanın tüm yatırımları dağıtılmayan kârlar yoluyla fonlamaktadır. Dışardan borç yada yeni özkaynak ihracı yapılmamaktadır.

- Sabit getiri ve sermaye maliyeti: Firmanın getiri oranı ve sermaye maliyeti sabittir.

- %100 ödeme ya da alıkoyma: Firmanın tüm kazançları ya kâr payı olarak dağıtılmakta ya da firmanın yeni yatırımlarında fon olarak kullanılmaktadır.

-Sabit hisse başına kâr ve hisse başına kâr payı: Hisse başına kârlar ve kâr payları sabittir.

- Sonsuz zaman: Firmanın ömrü uzun ya da sonsuzdur.[41]

[41] Gamze Göçmen Yağcılar, "Kar Dağıtım Politikası", **Finansın Temel Teorileri,** Aysel Gündoğdu (ed.), Beta Yayınevi,İstanbul,2018, s.254.

James Walter'e göre kâr payı politikası hisse fiyatlarının pazar değerini ve firma değerini her zaman etkiler. Bu model kâr payı ödemelerinin firma değeri üzerine etkisine dayanır ve hissedarlara dağıtılacak kâr paylarının firmanın yapacağı alternatif yatırımlara bağlı olacağını ispatlamaya çalışır. Kâr payı dağıtım politikalarının firma değeriyle arasındaki ilişliyi açıklamaya çalışır.Walter, dağıtılacak kâr paylarının firmanın daha kârlı yatırımlarında bir fon olarak değerlendirilmesi durumunda firma değerinin yükseliceği görüşünü savunur. Walter formülünde firmanın kâr payı politikası yatırım fırsatlarının getirisi ile belirlenmektedir.

Firma tarafından yapılacak yatırımların kârlı olup olmadığını anlayabilmek için firmanın yatırımlarının getirisi ve bu yatırımların finanse edileceği fonların maliyeti ile karşılaştırılır. Burada üç farklı durum söz konusudur:[42]

1- Yatırımın kârlılığı sermaye maliyetinden küçüktür (r<k)
2- Yatırımın kârlılığı sermaye maliyetinden büyüktür (r>k)
3- Yatırımın kârlılığı sermaye maliyetine eşittir (r=k)

Eğer firmanın yatırım fırsatlarının beklenen getirisi yani yatırımın kârlılığı sermaye maliyetinden yüksekse (r>k) firmanın kâr payı dağıtmaması dağıtılacak kâr paylarının daha yüksek getirili yatırımlarda değerlendirilmesi önerilmektedir. Ancak durum tam tersi ise yani sermaye maliyeti firmanın yatırım fırsatlarının beklenen getirisinden yüksekse (r<k) firmanın kârının dağıtılması daha uygun olur.[43]

Bu oranların eşit olması durumunda ise herhangi bir fark olmayacak ve hisse senedi piyasa fiyatı kâr payı ödemelerine karşı duyarsız olacaktır.

Walter firmaların ne kadarlık bir kâr payı dağıtımı yaptıklarında firmalarının hisse senedi değerinin maksimize olacağını hesaplamak için şu formülü önermiştir;

$$P = \frac{D + \frac{r}{k}[E - D]}{k}$$

[42] Pınar Bakır,**İşletmeler Açısından Temettü Politikaları**,1.b.,İstanbul: İstanbul İktisat Ve Ticari Bilimler Akademisi Yayınları,1976, s.30.

[43] Ercan ve Ban**, a.g.e.** s.259.

Bu formüle göre;

P = Hisse senedinin piyasa değeri

D = Hisse başına ödenen kâr payı

E = Hisse başına düşen net kâr

r = Firma yatırımlarının getirisi, kârlılığı (yatırım verimi)

k = Sermaye maliyeti

Özet olarak Walter modelinde firma değerini maksimize edicek kâr payı ödemesi yalnızca firmanın yatırım fırsatlarının kârlılığı, getirisi ile belirlenmesi gerektiği vurgulanmaktadır.

3.1.2. Gordon-Lintner Yaklaşımı

John Lintner'ın 1962 yılında yayımladığı " Kâr payı, kazanç kaldıracı, hisse fiyatları ve işletmelere sermaye sağlama'' başlıklı çalışması ve 1963 yılında M. Gordon tarafından yayınlanan "Optimum Yatırım ve Finansman Politikası" isimli makale çalışmalarında Modigliani – Miller'in teorisinin tam tersi firmaların kâr payı dağıtım politikaları ile firmanın piyasa değeri arasındaki ilişkinin varlığını savunulmuştur. Bu yaklaşıma göre firma kâr payı dağıtmayıp bu kârı yatırımlarının oto finansmanında kullanırsa bu yeni yatırımlardan yeni kazançların elde edilmesi uzun bir zaman alacaktır. Bu süre uzadıkça hissedarların beklentileri de aynı oranda artacaktır. Beklentilerin artması beklenen getiri oranının ve sermaye maliyetinin artmasına ve firmanın hisse senedi fiyatlarının düşmesi şeklinde yorumlanacaktır.[44]

Gordon ve Lintner'e göre yatırımcılar kâr payı gelirini, hisse senetlerinin değer kazanması sonucunda elde edicekleri sermaye kazancından daha az riskli bulmalarından dolayı bugünkü 1 TL'lik kâr payını gelecekteki 1 TL'lik sermaye kazancına tercih ederler. Eğer firma kâr payı dağıtmaz ve kârını yeni yatırımları

[44] Mehmet Pekkaya, "Kâr Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi:IMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz'', **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,** cilt 2, sayı 4, 2006, s.183-209.

finanse etmek için kullanırsa bu durum yatırımcılar açısından daha fazla riskli görüldüğü için yatırımcıların beklentileri artıcak bu durumda firmanın hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının düşmesine neden olacaktır. Oysaki yatırımcıların tercihi olan yüksek kâr payı ödemeleri ise sermaye maliyetinin düşmesine ve firma piyasa değerinin artmasına neden olacaktır.

Bu yaklaşımın temeli hissedarlar açısından yakın gelecekteki kazancın yani firma tarafından dağıtılacak kâr payının uzak gelecekteki belirsiz kazanca tercih edildiği varsayımına dayanır. Riskten kaçınan rasyonel hissedarlar da bugün alacakları kâr pay getirisini gelecekte yaratılacak sermaye kazancına tercih edeceklerdir. Bu da eldeki kuş, daldaki kuştan daha değerli argümanını oluşturacak ve bu modelin 'Eldeki Kuş Teorisi' olarak anılmasına neden olacaktır.[45]

Bu yaklaşımda yatırımcılar için kâr payı geliri elde kuşu temsil ederken; uzun vade de elde etmesi beklenen sermaye kazancı ise daldaki kuşu temsil eder ve rasyonel yatırımcıların eldeki kuşu daldaki kuşa tercih edecekleri belirtilir.

3.1.3. Temsilci Maliyetleri Yaklaşımı

Kâr payı politikalarının firma piyasa değeri üzerinde etkileri üzerine Michael C. Jensen ve William H. Meckling tarafından geliştirilen bir diğer yaklaşım da Temsilci maliyetleri teorisidir. Bu teori temsilci maliyetlerini azaltmak için kâr payı ödemelerinin bir araç olarak kullanıldığını savunur. Temsilci problemi, firmanın hissedarlarıyla firma yöneticileri arasındaki çıkar çatışmalarını belirtmek için kullanılan bir ifadedir. Burada ifade edilmek istenilen şey firma yöneticilerinin en temel amacının her zaman firma hissedarlarının çıkarlarını maksimize etmek değil bazen de kendi çıkarlarını gözeterek kendi çıkarları doğrultusunda gereksiz yatırımlar yaptıklarıdır. Bu yaklaşıma göre firma yöneticileri bazı problemleri indirgemek için

[45] A. A. Bello, A. A., and Muftau O. Olarinde."Relevance of Dıvıdends (The Bird ın Hand Theory) Analysıs of Nıgerıa Banking Sector (2000-2014).", **International Journal of Economics**, **Commerce and Management** VIII (1). 2020. s.143-160.

kâr payı ödemesi yaparak söz konusu temsilci problemini azaltma yolunu tercih ederler.[46]

Firmaların yöneticileri ve hissedarları arasındaki temel amaçlar bazen farklılaşabilir. Yöneticiler çoğu zaman dağıtılacak kâr paylarını alıkoyarak firmanın finansmanında kullanmak isterler, hissedarlar ise çoğu zaman yatırımlarının karşılığı olarak firmadan kâr payı geliri elde etmek isterler. Bunun gibi bazı çıkar çatışmaları ve firma yönetimini elinde bulundurmalarından ötürü bu durum firma yöneticilerinin hissedarların çıkarlarından ziyade kendi çıkarlarına göre hareket etme olanağı sunar. Firma yöneticilerini firma hissedarlarının temsilcisi olarak düşünebiliriz. Hissedarlar temsilcilerin çoğu zaman gerçekleştirdiği tüm faaliyetleri izlemek için bazı denetim, kontrol mercilerine başvurarak bir izleme, kontrol maliyetine katlanırlar. Bu gibi maliyetler de temsilci maliyetinin ortaya çıkmasına sebep olur.[47]

Bazen de firma yöneticileri kendi çıkarları için firmanın kâr paylarını dağıtmak istemez, kâr paylarını kendi çıkarları, prestijleri için kullanmak isterler. Bu çıkarlar bazen bir ek maaş bazen bir prim ödemesi bazen de ödüllendirici yan haklar, destekler olabilmektedir ve bu durumda firma için temsilci maliyetini ortaya çıkarır. Ortaya çıkan bu durumların yarattığı çıkar çatışmaları firmaların optimal sermaye yapılarını etkileyerek firmaların kâr payı politikası kararları üzerinde etkileri olabilecek durumlar meydana getirebilmektedir.

Temsilci maliyetinin düşürülmesinde firmanın uyguladığı kâr payı politikasının önemli bir rolü bulunmaktadır. Firmanın dağıtacağı kâr payını arttırması halinde firma değeri buna paralel olarak artacaktır. Dağıtılan kâr payının yaratacağı nakit çıkışı yöneticilerin firma için gerekli olmayan yatırımlara fon aktarmalarını engelleyerek, firma değerinin artması sağlanabilecektir.[48]

---

[46] Şaban Çelik, Sedat Yenice, Osman Kürşat Onat, "Temettü Ödemelerinin Belirleyicileri ve Firma Değeri: Kavramsal Bir Model ve Tahminlemesi'', **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 31, Sayı: 2, 2016, s.118-119.

[47] James C. Van Horne, **Financial Management and Policy,**12.b., New Jersey: Prentice Hall,2002, s. 4-5.

[48] Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **İşletmelerde Finansal Yönetim,** Bursa: Ekin Basım Yayın, 2012, s.282-283.

Firma kazançlarının hissedarlara kâr payı olarak ödenmesi firma hissedarlarının firmaya duyduğu güveni tazeleyerek temsilcilerin yani firma yöneticilerinin elde edilen parayı kendi çıkarları için harcamadıkları güveni yaratır ve yaratılan bu güven de firmanın hisselerinin piyasa değerinin artmasına neden olur.

Bu yaklaşıma göre yüksek tutarlarda kâr payı dağıtan firmalar düşük tutarlarda kâr payı ödemeleri yapan firmalara göre daha değerlidir çünkü yatırımcılar temsilcileri kontrol ve denetlemek için temsilci maliyetine katlanmak istemezler. Yani bu yaklaşımda firmaların kâr payı politikalarının firmanın piyasa değeri ile ilişki olduğu görüşü desteklenmektedir.[49]

3.1.4. Vergi Farklılığı Yaklaşımı

Diğer teorilerden farklı olarak Litzenberger ve Ramaswamy yaklaşımlarında vergileri dikkate almışlardır. Vergi unsurunun dikkate alınması bu yaklaşımı diğer yaklaşımlardan ayıran önemli bir husus olmuştur. Kâr payı dağıtımı sonrası elde edilen gelir ülkelerin farklı vergi uygulamalarına göre vergilendirilmektedir. Bu durumda hisse senetlerinden elde edilen gelirler bazı ülkelerde bir kaç farklı vergilendirmeye konu olabilmektedir.

Bu teori yatırımcıların firmalardan elde ettikleri kâr payı gelirlerini ve sermaye kazançlarını farklı dönemlerde elde etmeleri ve bu iki kazancın farklı oranlardan vergilendirilmesinden dolayı yaşanılan durumun firma değerine olan etkilerini incelemiştir. Bilindiği üzere kâr payı gelirleri genellikle dönem sonlarında ortaya çıkarken sermaye kazançları hissedarların hisse senetlerini elden çıkardığı zamanda oluşmaktadır. Bu farklı zamanlarda vergilendirilme durumunun firma değeri üzerine etkileri ele alınmıştır.[50]

Vergi ödemeleri nedeniyle yatırımcıların düşük kâr payı ödemelerini yüksek kâr paylarına tercih etmelerinin iki sebebi vardır. Bunlardan ilki kâr paylarının

---

[49] Turki SF Alzomaia ve Ahmed Al-Khadhiri, ‘’ Determination of Dividend Policy: The Evidence from Saudi Arabia’’, **International Journal of Business and Social Science**, cilt 4, sayı 1,2013 s.182.

[50] Ercan ve Ban, **a.g.e**. s.263-265.

sermaye kazançlarına göre daha az vergilenidirilmesi durumudur. Bu durumda aldıkları kâr payı üzerinden sermaye kazancına kıyasla daha çok vergi ödemesi yapması gereken yatırımcılar kâr paylarının dağıtılmayarak firmanın yeni yatırımlarının finansmanında kullanılarak getiri sağlanmasını tercih edebilirler. Bu seçenek sonucu firmanın kazançlarının artabilecek ve firmanın hisse senetlerinin piyasa değerinde artış yaratabilecektir ve daha yüksek oranda vergi ödemeyi gerektiren kâr payı yerine düşük vergi ödemeli sermaye kazançları söz konusu olabilecektir.İkinci bir neden ise vergi oranı açısından herhangi bir fark olmasa dahi kâr payı gelirleri için vergi ödemeleri dağıtıldığı an yapılırken sermaye kazancı üzerinden vergi ödemeleri hissedarların hisse senetlerini satıncaya kadar vergilendirilmeyeşidir. Hisse senedinin ileriki bir tarihte satılması durumunda paranın zaman değerinin etkisi nedeniyle gelecekte ödenecek verginin parasal değeri, bugün ödenmesi gereken verginin parasal değerine göre daha düşük olur. Böyle bir durumda hissedarlar sermaye kazancını kâr payı ödemelerine veya düşük kâr payı ödeyen firmaları yüksek kâr payı ödeyen firmalara tercih edebilirler. [51]

Özetle Litzenberger ve Ramaswamy, Gordon ve Litner'in Eldeki Kuş teorisine karşı çıkarak yatırımcıların firmaların yapmış olduğu düşük kâr payı ödemelerinin yüksek kâr payı ödemelerine tercih edilmesi durumunu savunmuştur. Bu teorinin yaklaşımına göre firmaların düşük yada sıfır kâr payı politikası uygulamaları durumunda firma piyasa değerini maksimize etmiş olurlar.

3.1.5. Sinyal Yaklaşımı

Sinyal yaklaşımın temelinde yatırımcıların piyasada erişemediği bilgilere firma yöneticilerinin erişebilmesini dayalı asimetrik bilgi teorisi vardır. Bu yaklaşım kâr payı politikalarında meydana gelen değişikliklerin, dağıtılan kâr miktarının firma hakkında bir sinyal aracı olarak işlev görüp görmediğini belirlemek için birçok farklı çalışmada incelenmiştir. Kâr paylarının bilgi içeriği finans literatüründe üzerinde tartışılan bir konudur. Firma yöneticilerinin firmanın geleceği hakkında elbette bir

[51] Chambers, **a.g.e**. s.153-154.

beklentileri, fikirleri vardır ve Modigliani ve Miller'e göre yöneticiler bu beklentileri yatırımcılara iletmek için kâr payı dağıtım politikalarını kullanırlar.

Yaklaşım kâr paylarındaki değişikliklerin, yatırımcılar gözünden firmanın gelecekteki kazançlarına ilişkin firma yöneticilerinin beklentisinin sinyali olarak görüldüğü kabul edilir. Piyasa, kâr payı ödeme politikalarındaki değişikliği bir sinyal olarak algılar çünkü kâr payları yöneticilerin firmanın geleceği hakkındaki düşüncelerini işaret eder. Yani kâr paylarının firmanın gelecekteki kazançları hakkında yöneticilerinin tahmin gücüne sahip olduğunu, bu tahmin hakkında sinyal verdiğini öne sürmektedir. [52]

Firma yöneticileri gelecekteki kazançlarından emin olmadıkça kâr paylarında artışa gitmeyecektir. Bundan yola çıkarak yüksek miktarda kâr dağıtımı yapan firmaların yöneticileri firmanın geleceğine ilişkin olumlu beklentilere sahiptir ve bu beklentiler piyasadaki yatırımcılar tarafından olumlu bir sinyal olarak algılanmaktadır. Bu durumun tam tersi kâr paylarında meydana gelen düşüşler ise yatırımcılar açısından kötü bir haber olarak algılanarak yatırımcılar tarafından firmanın gelecekteki kazançlarının azalacağı hakkında olumsuz bir sinyal olarak algılanmasına neden olacaktır.[53]

Firmaların, istikrarlı ve piyasa tahmininden daha fazla miktarda gerçekleşen kâr dağıtım kararları, kâr payı dağıtım politikaları piyasalara ve yatırımcılara firma hakkında olumlu durum sinyalleri gönderirken, istikrarlı, belirsiz ve açık olmayan kâr payı politikaları, kararları ise firma hakkında olumsuz sinyaller oluşturmaktadır. Bu durumların sonucu yatırımcılar açısından alınan sinyallerin yarattığı beklentiler firmanın hisse senetlerinin piyasa değerinde artış veya azalış yönlü değişimler meydana getirebilecektir.[54]

---

[52] Greg Filbeck, "Asymmetric Information and Signaling Theory", **Dividends and Dividend Policy,** Harold K. Baker (ed), New Jersey: JohnWiley & Sons, 2009, s.163-177.

[53] Süleyman Gökhan Günay**, Finansal Yönetim**, 1.Baskı, Çanakkale: Paradigma Akademi Yayınları, 2015, s.584.

[54] Murat Kaya ve Özgün Şanlı, 'Kâr Payı Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerine Etkisi: BIST 30 Endeksi Üzerine Bir Araştıma', **Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** Cilt 6, Sayı 1 (Nisan 2019), s.107-116.

3.1.6. Karşılama Teorisi

Bu teori yatırımcıların düşünce, davranış ve duygularının önemine dayalı diğer politikalara kıyasla güncel kâr payı dağıtım teorilerinden biridir. Bu teoride kâr payı dağıtım politikalarına ilişkin kararlarda yatırımcıların duygularının, davranış ve düşüncelerinin önemi vurgulamaktadır. Yatırımcıların kâr payı tercihleri zamanla farklılaşabilir, değişebilir. Bu değişen tercihler firmalar tarafından önemsenmeli ve dikkate alınmalıdır. Firma yöneticileri, yatırımcılar kâr payı ödeyen firmaları tercih ettikleri dönemde kâr payı ödemesi yaparak; kâr payı ödemeyen firmaları tercih ettiğinde ise kâr payı ödemeyerek veya azaltarak yatırımcıların taleplerini karşılamalıdır. Bu yöntemle firma yöneticileri yatırımcıların dikkatini çekerek hisse senedi piyasa fiyatlarınını arttırmak için yatırımcıların kâr payına yönelik taleplerini karşılamalıdır. Kısacası firmalar yatırımcıların kâr payı ödemeleriyle ilgili değişen tercihlerini karşılalamaları halinde firma değeri artacaktır.[55]

3.2.Kâr Payı Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisinin Olmadığını Açıklayan Teorik Yaklaşımlar

Literatürde kâr payı dağıtımının firma değeri üzerinde etkili olduğunu savunan birçok teorik ve ampirik çalışmalar bulunmasının yanında bu durumun tam tersi olarak kâr payı dağıtımının firma değeri üzerinde herhani bir etkisinin olmadığı; firma değerinin kâr payı dağıtım kararlarından bağımsız olduğunu savunan yaklaşım ve teoriler de mevcuttur. Bu yaklaşımlar arasında öne çıkanlar; Miller Modigliani yaklaşımı, Artık kâr payı yaklaşımı, Müşteri Etkisi yaklaşımıdır.

3.2.1. Miller-Modigliani Yaklaşımı (Kâr Payı İlişkisizliği Teorisi)

Merton Miller ve Franco Modigliani tarafından öne sürülen kâr payı ilişkisizliği teorisi öne sürüldüğü dönemde (1961) çok radikal ve çığır açan bir yaklaşımdı, Miller ve Modigliani yaklaşımı öncesinde kâr payı politikalarının firma değeri üzerinde etkiliği olduğu görüşüydü. Ancak Miller ve Modigliani belli varsayımlar altında

[55] Luc Renneboog & Margot De Rooıj, "The Catering Theory of Dividends", **Dividends and Dividend Policy,** Harold K. Baker (ed), New Jersey: JohnWiley & Sons,,2009, s.215-237.

firmaların kâr payı dağıtım politikalarının firmaların piyasa değerini etkilemediğini savunmuşlardır.

Miller ve Modigliani'ye göre kâr payının dağıtılıp dağıtılmaması yatırımcılar için birşey ifade etmez, yatırımcılar kâr dağıtımı konusunda duyarsızlardır. Bu görüş firma değerinin kâr payı dağıtımlarındansa firmanın kazanç elde etme gücü, yatırım politikaları ve iş riski tarafından belirlendiği görüşünü savunmaktadır. Miller ve Modigliani'ye göre; firmanın değeri firmanın gelecekte elde edeceği nakit akımlarının bugünkü değerine eşittir. Bu nakit akımlarının değeri ise kâr payı politikalarından bağımsızdır. Firmanın elde ettiği kârları dağıtıp dağıtmaması yatırımcılar için belirleyici, yönlendirici bir unsur olarak kabul edilmez. Yatırımcıların kâr payı dağıtım politikalarını duyarsız olduklarına ait görüşünden yola çıkarak firma yöneticilerinin kâr payı politikalarını belirlerken endişe duymamamları gerektiğini düşünürler.[56]

Miller ve Modigliani kâr payı ilgisizliği teorilerini öne sürerken teorilerini bazı varsayımlara dayandırmışlardır. Bu varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanabilir;[57]

1-Yatırımcılar sahip oldukları hisse senetlerini herhangi bir işlem maliyetine katlanmadan alma, satma imkanına sahiptirler, yatırımcılara herhangi bir işlem ve komisyon masrafı oluşmaz.

2-Herhangi bir vergi söz konusu değildir.

3-Tüm yatırımcılar ve firma yöneticileri firma ve piyasalar hakkında her türlü bilgiye sahiptirler ve eşit erişimleri vardır.

4-Firma yöneticileri ve firma hissedarları ilişkisinde herhangi bir çıkar çatışmasının olmadığı varsayılır.

5-Firmanın kâr dağıtım politikası ile yatırım politikası birbirlerinden bağımsızdır.

---

[56] Chambers, **a.g.e**. s.150-152.

[57] H. A. Nizar Al - Malkawi, Michael Rafferty, R. Pillai, 'Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence', **International Bulletin of Business Administration,** 9, 2010, s.174-175.

6-Piyaslarda tam rakabet koşulları geçerlidir, piyasalar kusursuz işlemekte ve yatırımcılar rasyonel hareket etmektedir.

Miller ve Modigliani bu varsayımların gerçekçi olmadığı konusunda teorisyenler tarafından oldukça fazla eleştirilmişlerdir bu eleştirilere karşılık olarak finansal ve ekonomik teorilerin çoğunun varsayımlara dayandığını belirtmişlerdir. Bu yaklaşıma göre bazı yatırımcılar firmaların kâr paylarının dağıtılmasıyla kazanç elde etmeyi tercih ederken; kimi yatırımcılar kâr paylarının dağıtılmayarak firma içerisinde yatırıma yönlendirilmesini ve uzun vadede hisse senetlerinin değer artışından kazanç sağlamayı tercih ederler. Bu durum yatırımcıların davranışları ve istekleriyle orantılıdır. Firmalar kâr paylarının dağıtılmasıyla aldıkları her kararda bazı yatırımcılar için tercih edilebilir bir karar alırken bazı yatırımcılar için tercih edilmeyen kararlar almış olacaklardır. Nakit kâr payı beklentileri olan yatırımcıları olmasına rağmen kâr payı dağıtımı yapmayan firmaların yatırımcıları hisse senetlerini satarak nakit gelir elde edebilirler. Benzer bir durumda kâr paylarını nakit alan yatırımcılar ise kâr paylarının firmanın gelecekte yapacağı yeni yatırımlarda kullanmasını tercih ediyorlarsa elde ettikleri kâr payı geliri ile firmanın hisse senetlerini yeniden satın alabilirler. Yani kısaca yatırımcılar firmanın aldığı kâr payı politikalarından bağımsız olarak kendi nakit akımlarını yönlendirebilmektedir, bu da firmanın değeri üzerinde herhangi bir etkiye sebep olmamaktadır.

3.2.2. Artık Kâr Payı Yaklaşımı

Bu teori firmanın içsel sermaye ihtiyacına odaklanır. Bu teoriye göre; firmaların asıl amaçları yatırımcılarına kâr payı ödemek değil firmanın içsel sermaye ihtiyacını diğer bir ifadeyle yatırımlarında kullanacağı finansmanı gerekli fonu karşılamaktır. Firmanın gelecekteki yatırımları için sahip olması gereken finansmanın iç kaynaklardan yani elde edilen ve dağıtılmayan kârlardan sağlanmasından sonra eğer var ise elde kalan tutarın, yatırımcılara kâr payı olarak dağıtılmasını önerir. Tüm uygulanabilir ve kabul edilebilir kârlı yatırım projeleri değerlendirildikten sonra elde kalan tutar firma hissedarlarına kâr payı olarak ödenmelidir. Artık terimi de kâr payı ödemelerinin bu artık kalan tutardan ödenmesi durumdan gelir.[58]

[58]Lasher, **a.g.e**., s.605.

Eğer firmanın iyi ve tercih edilebilir yatırımları mevcut ise bunları yeni hisse senetleri satışa çıkarma veya dış borçlanma gibi kaynaklardan finanse etmesindense elde ettiği kârlarla finanse etmesi daha tercih edilebilir olacaktır. Bu yaklaşımın savunucuları firmaların aşağıda yer alan maddelere uyarak kâr payı dağıtmalarını önermektedir.[59]

1- Yatırımlar için optimum sermaye bütçesi belirlenmelidir. Yatırımların bugünkü değeri mutlaka pozitif olmalıdır.
2- Hedef sermaye yapısına bağlı olarak, bu bütçeyi finanse etmek için gerekli özkaynak miktarı belirlenmelidir.
3- Dağıtılmayan kârlar kullanarak belirlenen özkaynak miktarı karşılanmalıdır.
4- Optimum sermaye bütçesini karşılayacak tutardan daha fazla bir kazanç var ise bu kazanç firma hissedarlarına kâr payı olarak dağıtılmalıdır.

Bu yaklaşıma göre firma kârlı yatırım fırsatlatları olmadığı zamanlarda hissedarlarına kâr payı ödemesi yapar. Diğer bir ifadeyle firma yöneticileri firmanın kâr dağıtım politikasını yatırım fırsatlarına göre belirlemelidir. Bu da bu yaklaşım için eleştiriler yapılmasına sebep olur. Çünkü firmanın yatırım fırsatlarını ve onlar için gerekli finansman ihtiyacını öncelikli olarak göz önünde bulundurması demek yatırımcılara yapacağı kâr payı ödemelerinin her yıl farklı olabilceği hatta bazı yıllarda belki de hiç kâr payı ödemesi olmayacağı anlamına gelir. Yatırımcıların istediği getiri, firmanın tercih edeceği kâr payı politikasından etkilenmemektedir yani kâr payı politikası ve firma değeri ilişkisizdir.

3.2.3. Müşteri Etkisi Yaklaşımı

Piyasalarda bazı yatırımcılar firmaların elde ettikleri kârın kâr payı olarak dağıtılmasını; bazıları ise işletme de bırakılmasını tercih ederler. Bu tercih kâr payı ve sermaye kazançlarının farklı oranlarda vergilendirilmesinden kaynaklanmaktadır. Miller ve Modigliani de bu farklı yatırımcı kitlelerinin farklı kâr payı politikalarına

[59] Eugene F. Brigham ve Joel F. Houston, **Fundamentals of Financial Management,** 12. b., Ohio South- Western,2009, s. 462-467.

sahip firmaları tercih etmeleri anlamına gelen bir müşteri etkisi yaklaşımı olduğunu savunmuşlardır. [60]

Müşteri etkisi yaklaşımı yukarıda belirtilen farklı yatırımcı kitlelerinin firmaların uyguladıkları kâr payı politikalarından kendilerine uygun olanı tercih edeceklerinden ötürü firmaların kâr payı politikalarına uygun yatırımcılara sahip olduğunu savunur. Firmalar kâr payı dağıtım politikalarını oluşturan kararları, sahip oldukları yatırımcı kitlesinin tercihlerine göre verirler. Yatırımcılarında kendi beklentilerine uygun kâr payı dağıtımı yapan firmalarda olacakları düşüncesinden ötürü hiç bir firmanın değeri uyguladığı kâr payı politikalarından etkilenmeyecektir. Bu yaklaşımda firma kâr payı politikasını değiştirdiğinde firma değerinin değil firmanın yatırımcı kitlesinin değişmesi beklenmektedir. Firma değeri açısından firma yönetimi tarafından tercih edilen kâr payı politikasının etkisiz olduğu kabul edilir.

[60] James S. Ang ve Stephen J. Cıccone "Dividend Irrelevance Theory", **Dividends and Dividend Policy,** Harold Kent Baker (ed.), New Jersey: JohnWiley & Sons,2009, s.108-110.

4. KÂR DAĞITIM POLİTİKALARININ FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİNE İLİŞKİN BIST XKMYA VE BIST XGIDA ENDEKSLERİNDE BİR UYGULAMA

4.1. Literatür İncelemesi

Değer kavramı insanlık tarihinde elde edilen veya elde edilmek istenen her varlığın en merak edilen nicel özelliği olmuştur. İnsanlar her zaman değerli olanı tercih etmek istemişlerdir. Finans literatüründe de değer kavramı oldukça detaylı olarak incelenmiş, üzeriden çalışmalar yapılmıştır. Aynı şekilde değer kavramı üzerinde çalışılırken firma değerine etki eden etkenler üzerinde oldukça durulmuştur. Finans literatüründe kâr payı dağıtım politikalarının firma değerine etkisini çözmek de araştırmacıların büyük önem verdiği konulardan biri olmuştur. Bu konuda çeşitli araştırmalar, teoremler ve yaklaşımlar çerçevesinde incelenmiştir. Bu konuda yapılan çalışmalar aşağıda özetlenmiştir.

Bu çalışmanın da literatürde firmalarda kâr payı dağıtım poiltikalarının firma değeri değeri üzerinde etkisi olduğuna dair düşünceler konusunda bilgi vermeye ve bu konuda neden sonuç oluşturmaya yönelik olanak sağlayacağı pay ve menfaat sahipleri açısından önemli bir referans göstergesi olacağı öngörülmüştür.

Türkiye ve diğer ülkelerdeki kâr payı, kâr payı dağıtımı politikaları ile firma değeri konularıyla ilgili çalışmalar incelenerek, her bir çalışmaya ait detaylar aşağıda tek tek açıklanmaya çalışılmıştır. Çalışmalar incelendiğinde bir ilişkinin varlığı hakkında kesin olarak bir fikir birliği oluşmadığı literatüde firmaların kâr payı politikalarının firma değeri üzerinde etkili olup olmadığı konusunda genel bir yargının olmadığı bunun yerine firmaların kâr payı dağıtım politikaları ile firma değeri arasında bir ilişki vardır, birbirleri üzerinde etkilidir ya da etkisi yoktur şeklinde genel olarak iki temel yargının olduğu farkedilmiştir. Bu fikir birliği olmaması durumu da araştırmacıların bu konu üzerinde daha fazla odaklanmasına ve çalışmalarını bu konu çerçevesinde yapmalarına ve bu konunun çokça dikkat çekmesine neden olmuştur.

Literatürde şirketlerin kâr payı dağıtımları ve kâr payı dağıtım politikalarının firma değerleri üzerinde etkili olduğunu gösteren, aralarındaki ilişkiyi detaylı açıklayan birçok çalışmanın olduğu anlaşılmıştır.

Gordon (1959) tarafından kâr payı, kazançlar ve piyasa fiyatları üzerine yapılan çalışmada 1951 ve 1954 yılları, kimya, gıda, çelik ve makine parçaları sektörlerinin araştırma veri seti olarak seçildiği araştırma sonucunda araştırmanın ilk veri setini oluşturan 1951 yılında gıda, çelik ve makine parçaları sektörlerindeki firmaların kâr payı dağıtımları ve piyasa değerleri arasındaki ilişki anlamlı ve pozitif yönde iken kimya sektöründe yer alan firmaların kâr payı dağıtımları ve firma değeri değişkenleri arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki görülmüştür. Araştırmanın 1954 yılı verilerine uygulanan kısmında ise bu sefer gıda sektöründe negatif ve anlamlı, diğer sektörlerde ise pozitif yönlü ve anlamlı sonuçlara ulaşılmıştır. Korelasyon yöntemi ile yapılan bu çalışma hem bu alanda yapılan öncü çalışmalardan biri olmuş hem de çalışmaya dahil sektörler çerçevesinde kâr payı dağıtımının firma değeri üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır. [61]

Aharony ve Swary (1980) tarafından kâr payı açıklamalarının hisse senetleri fiyatları üzerinde etki yarattığı sonucuna ulaştıkları çalışmalarında New York menkul kıymetler borsasında işlem gören 149 adet sanayi firması örneklem olarak seçilmiş ve bu sanayi firmalarının 1963 ve 1976 yılları arasındaki verileri çalışma amacıyla toplanmış ve kâr payı açıklamalarının firmaların hisse senetleri üzerinde fiyat etkisi yarattığını belirtmişlerdir.[62]

Asquit ve Mullins (1983) Amerika New York menkul kıymetler borsasında işlem gören ve 1954-1963 yıllarında hissedarlarına kâr payı dağıtan 168 adet firmayı veri olarak seçtikleri araştırmalarında firmalara ait kâr payı duyurularının, firmanın hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini incelemişlerdir.

---

[61] M.J. Gordon, "Dividends, Earnings, and Stock Prices", **The Review of Economics and Statistics,**41,2 (1) (1959), s.99-105

[62] Joseph Aharony ve I. Swary, "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis", **The Journal of Finance,** 35 (1) (1980), s. 1-12.

Elde ettikleri sonuca göre; firmaların kâr payı duyurularının piyasa ve yatırımcılar için pozitif bir bilgi içerdiğini savunmuşlardır.[63]

Jensen ve diğerleri (1992) 1982 ve 1987 tarihlerinde 565 ve 632 adet firma üzerinde yaptıkları çalışmalarında 2 farklı tarihte kâr payı ödemeleri ile temsilci maliyeti yaklaşımı arasındaki ilişki üzerinde çalışmışlar ve içerden öğrenenlerin sahiplik seviyesi, bilgi seviyesi ile kâr payı ödemeleri arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki saptamışlardır.[64]

Aharony ve Dotan (1994) firmaların nakit olarak yapılacak olan kâr payı dağıtım duyurularının yatırımcılar için firmanın geleceği üzerinde olumlu bilgi sinyalleri verdiği ve kâr payı dağıtımı gerçekleştiren firmaların hisselerinin piyasa fiyatları üzerinde bu durumun etkisi olacağı yönünde görüş bildirmişlerdir.[65]

Batchelor ve Orakcıoğlu (2003) Türk firmalarının hisse senetleri üzerinde yaptıkları araştırmada 1990-1994 dönemleri arasında İMKB'de işlem gören 20 büyük şirketin hisse senetlerinden kâr payı ödeyen hisse senetlerinin fiyatlarında artış görmüşlerdir ve kâr payı dağıtımlarının hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.[66]

Pekkaya (2006) şirketlerin kâr payı dağıtımının şirket değeri üzerindeki etkisini araştıran makalesinde IMKB 30 endeksinde yer alan 19 şirketin 1986-2006 yılları arasında kâr payı dağıtım durumlarının şirket değerine olan etkisini çalışmış ve çalışma sonucunda sadece 5 adet şirketin sonuçları istatistiki anlamda olumlu çıkmıştır. Bazı şirketlerin kâr payı dağıtımları şirket değerini olumlu yönde etkilediği görülürken bazılarının ise kâr payı dağıtımları şirket değerini negatif yönde etkilediği

---

[63] Paul Asquith ve D.W. Mullins, "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth" **Journal of Business-The University of Chicago Press,** 56 (1) (1983) s. 77-96.

[64] Gerald R. Jensen, Donald P. Solberg, ve Thomas S. Zorn, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies " **Journal of Financial and Quantitave Analysıs**, 27 (2)(1992) s.247-263.

[65] Joseph Aharony ve Amihud Dotan, "Regular Dividend Announcements and Future Unexpected Earnings: An Empirical Analysis", **The Financial Review,** 29 (1) (1994) s. 125-151.

[66] Roy Batchelor ve İsmail Orakçıoğlu, "Event-related GARCH: The impact of stock dividends in Turkey", **Applied Financial Economics**, 13 (4) (2003) s.295-307.

görülmüştür. Bu çalışma sonucunda da literatürdeki kâr payı bilmecesi sürmeye devam etmiştir.[67]

Amidu (2007) Gana borsasında işlem gören firmaların 1997 - 2004 yılları arasındaki verilerini kullanrak hazırladığı çalışmasında firmaların kâr payı dağıtım durumları ile firma değerleri arasındaki ilişkiyi incelemiş; çalışmasında kâr payı dağtım oranı, aktif karlılık oranı ve satışlardaki büyüme oranları değişken olarak kullanmış ve çalışma neticesinde kâr payı politikaları ile firma değeri arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmiştir.[68]

Günalp ve diğerleri (2010) nakit temettü bilgisinin hisse senetlerinin getirileri üzerindeki etkisini tespit etmeye yönelik yaptıkları çalışmada IMKB de işlem gören 83 adet firmanın 2003-2007 yılları arasındaki verileri çalışmaya dahil edilmiş ve çalışma regresyon yöntemiyle test edilmiştir. Çalışma sonucunda hisse başına yüksek nakit temettü veya düşük nakit temettü açıklayan firmaların hisse fiyatlarının temettü oranlarından etkilendiği tespit edilmiştir.[69]

Murekefu ve Ouma (2012) Kenya Nairobi menkul kıymetler borsasında işlem gören firmalar üzerinde 2002 -2010 yıllarını kapsayan araştırmalarında regresyon analizi yöntemini kullanmış ve firmaların uyguladıkları kâr payı dağıtımının firma değeri üzerinde pozitif yönlü ve güçlü bir etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir.[70]

Malhotra ve Tandon (2013) Hindistan ulusal borsasında işlem gören 95 firmanın 2007-2012 yılları arasında hisse başına kazanç, defter değeri, hisse başına kâr payı, kâr payı verimi ve fiyat kazanç oranlarının firma hisse senetlerinin fiyatı ile ilişkisini tespit etmek üzere doğrusal regresyon yöntemi uyguladıkları çalışmada şirketlerin

---

[67] Mehmet Pekkaya, "Kâr Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: IMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz" **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi** 2 (4) (2006), s.183-209.

[68] Mohammed Amidu, "How Does Dıvıdend Policy Affect Performance of the firm on Ghana Stock Exchange" **Investment Management and Financial Innovations** 4 (2) (2007), s.103-112.

[69] Burak Günalp, Eyüp Kadıoğlu ve Saim Kılıç, "Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisinin Olup Olmadığının İMKB'de Test Edilmesi", **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** 28 (2) (2010), s. 47-69.

[70] Timothy Mahalang'ang'a Murekefu ve Ochuodho Peter Ouma, "The Relatıonship Between Dividend Payout and Firm Performance: A Study of Listed Companies in Kenya", **European Scientific Journal** 8 (9) (2012), s.199-215.

defter değeri, hisse başına kazanç ve fiyat kazanç oranlarının hisse senedi fiyatları ile pozitif ve önemli derecede ilişki içinde olduğu kâr payı verimininin ise hisselerin fiyatı ile negatif yönde bir ilişki içinde olduğu sonucuna ulaşmışlardır.[71]

Kaderli ve Başkaya (2014) tarafından yapılan çalışmada firmaların kâr payı ödemelerine ilişkin duyurularının hisse senedi fiyatları üzerine etkisini olay etüdü yöntemiyle ortaya koymayı amaçlamış ve BIST'de işlem gören ve son 5 yılda kâr payı dağıtan şirketler üzerinde yapılan çalışmanın sonucunda firmaların kâr payı açıklamalarının hisse senedi fiyatları üzerinde etki ettiği sonucu elde edilmiştir.[72]

Demirel (2014) firmaların kâr payı dağıtım politikalarının firma değerine etkisi üzerine yaptığı çalışmasında Türkiye' de BIST 30 endeksinde 2004-2013 yılları arasında işlem gören 26 adet firmanın kâr payı dağıtım politikalarının ve kâr payı dağıtım miktarlarının bu firmaların hisse senetlerinin piyasa değeri üzerinde etkisini ölçmek amacıyla regresyon yöntemi ile bir çalışma yapmıştır. Yapılan çalışmanın sonucunda çalışmada yer alan firmaların dağıtmış oldukları kâr payı miktarları ile hisse senetlerinin piyasa değerleri arasında anlamlı bir ilişki olduğu, firmaların kâr payı dağıtım miktarları arttıkça hisse senetlerinin piyasa değerlerinin artacağı sonucuna ulaşılmıştır. Bu iki değişken arasında pozitif anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür.[73]

Hooi ve diğerleri (2015) Malezya Kuala Lumpur borsasında işlem gören 319 şirketin 2003-2013 dönemleri arasındaki verileri üzerinde yaptıkları araştırmada hisse senedi fiyat değişimleri ile kâr payı verimi arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişkiye rastlamışlardır.[74]

---

[71] Nidhi Malhotra ve Kamini Tandon, "Determinants of Stock Prices: Empirical Evidence from NSE 100 Companies" **International Journal of Research in Management & Technology** 3 (3) (2013), s.86-95.

[72] Yusuf Kaderli ve Hatice Başkaya, "Halka Açık Firmalarda Kâr Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama", **Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** Cilt 1 (Sayı 1) (2014), s.49 - 64.

[73] Ebru Demirel, "Temettü Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve BIST 30 Endeksinde Bir Uygulama" (Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi), Konya, 2014.

[74] Sew Eng Hooi, Mohamed Albaity ve Ahmad Ibn Ibrahimy, "Dividend Policy and Share Price Volatility", **Investment Management and Financial Innovations**,12 (1) (2015), s.226-234.

Shah ve Noreen (2016) Pakistan Karachi borsasında işlem gören finans sektöründe yer almayan 50 şirketin 2005-2012 yılları arasındaki verilerini içeren çalışmalarında firmaların kâr payı politikasının yani firmanın kâr payı ödemeleri ve kâr payı verimi ile firmanın hisse senetleri fiyatları üzerindeki dalgalanma etkisinin anlamlı ve negatif yönde olduğu sonucuna varmışlardır.[75]

Çelik ve diğerleri (2016) yaptıkları araştırmada BIST'de işlem gören üretim firmalarının 2007 - 2011 yılları arasındaki verilerinden yola çıkarak kâr payı politikalarının belirleyicileri ile firma değeri arasındaki ilişkiyi bir model çerçevesinde açıklamışlardır. Firmaların kâr payı politikalarının risk ile negatif ilişkisi içerisinde olmasına rağmen; kurumsal yönetim ile pozitif bir ilişki içerisinde olduğu buna karşın kâr payı politikası ve firma değeri (bir yıllık ve beş yıllık perspektiv) arasındaki ilişkinin bir yıllık veri için ilişkisiz beş yıllık veri için pozitif ve anlamlı çıktığı görülmüştür. [76]

Eraslan ve Koç (2017) çalışmalarında çimento sektöründe faaliyet gösteren ve hisse senetleri BIST'de işlem gören ve 15 adet firmanın 2005-2015 yılları arasındaki yıllık finansal verileri kullanmışlar ve şirket kârlılığını ölçmek için kullanılan oranların yer aldığı bir panel veri seti oluşturulmuş. Çalışmalarında bağımsız değişken olarak kâr payı ödemeleri kullanılırken; bağımlı değişken olarak kârlılık oranları panel veri regresyon modeline dahil edilmiştir. Her bir bağımlı değişken ile bağımsız değişken arasındaki ilişkiye bakılmış ve kâr payı ödemelerinin hisse başına kâra pozitif yönde etkisinin olduğu görülmüştür.[77]

Tyastari ve diğerleri (2017) 2007 ve 2015 yılları arasında Endonezya' daki 70 şirket üzerinde yaptıkları çalışmada çalışma metodu olaraka meta-analiz yaklaşımını

---

[75] Syed Akif Shah ve Umara Noreen, "Stock Price Volatility and Role of Dividend Policy: Empirical Evidence from Pakistan", **International Journal of Economics and Financial Issues,** 6 (2)(2016) s.461-472.

[76] Şaban Çelik, Sedat Yenice ve Osman Kürşat Onat, "Temettü Ödemelerinin Belirleyicileri ve Firma Değeri:Kavramsal Bir Model ve Tahminlemesi", **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** Cilt 31, sayı 2,(2016), s.115-146.

[77] Mehmet Eraslan ve Selahattin Koç, "Kâr Payı Ödemelerinin Hisse Başına Kâra Etkisinin Analizi: Bist Çimento Sektöründe Bir Uygulama", **Al-Farabi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi** 1/2 (2017), s.158-180.

kullanmışlar ve çalışmanın sonucunda kâr payı politikalarının şirket değerini üzerinde olumlu ve anlamlı etkileri olduğunu belirtmişlerdir.[78]

Süsay ve Tanrıöven (2018) tarafından yapılan çalışmada kâr payı dağıtımlarının firma hisse senedi fiyatları üzerine etkisi üzerine; BIST 100 endeksinde işlem gören 56 adet şirketin 2010 – 2017 dönem verileri kullanılmış firmaların kâr payı dağıtımlarının firma hisse senedi fiyatına olan etkileri grafik çizimler üzerinde gösterilmiş, hisse senedi fiyatlarının istatistiksel olarak farklılık gösterip göstermediği ise çalışmada Wilcoxon Signed Rank Test ile analiz edilmiş ve çalışmanın sonuçlarına göre kâr payı dağıtımlarının hisse senedi fiyatları üzerinde etkisi olduğu özellikle firmaların nakit kâr payı dağıtımlarının hisse senedi fiyatları üzerinde diğer kâr payı dağıtım türlerinden daha etkili olduğunu görmüşlerdir.[79]

Kuzu ve Çelik (2020) BIST 30 endeksinde yer alan 25 firmanın 2005- 2019 yılları arasındaki verilerini panel veri analizi yöntemini kullanarak yaptıkları çalışmada bağımlı değişken olarak hisse senedinin yıllık ortalama fiyanını bağımsız değişken olarak da hisse başına kazanç, özsermaye karlılığı, temettü verimi, kâr payı dağıtım oranı, faiz amortisman ve vergi öncesi kâr kullanılmıştır. Çalışma sonucunda hisse senetlerinin getirisi ile hisse başına kazanç, kâr payı dağıtım oranı ve öz sermaye karlılığı değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki ortaya çıkmıştır.[80]

Bu çalışmaların yanı sıra kâr payı dağıtımları, politikalarını ile firma değeri arasında anlamlı herhangi bir bağlılık, herhangi bir etkisini bulamayan ya da herhangi bir ilişkiyle sonuçlananmayan araştırma sonuçları da literatürde görülmüştür.

Miller ve Modigliani (1961) tarafından yapılan ve finans literatüründe önemli bir etki yaratan aynı zamanda firmaların kâr payı politikaları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi ilk defa ele alan çalışmalarında firma değerinin firmanın gelecekte elde

---

[78] Tifani Titah Dwi Tyastari, Erwin Saraswati, ve Rosidi, "Dividend Policy and Corporate Value (A Meta-Analysis)", **Jurnal Keuangan dan Perbankan**, 21 (3) (2017), s.344 - 355.

[79] Aynur Süsay ve Cihan Tanrıöven, "BIST'te Fiyat Oynaklığı Üzerine Kar Payı Dağıtımının Etkisi", **İşletme Araştırmaları Dergisi**, 10 (1) (2018), s.103-118.

[80] Serdar Kuzu ve İsmail Erkan Çelik, "İşletmelerde Kar Dağıtım Politikalarının Hisse Senedi Değeri Üzerine Etkisi: BIST 30 Endeks Hisseleri Üzerine Bir Uygulama", **International Journal of Social Science Research**, 9 (1) (2020), s.21-35.

edeceği nakit akımlarının bugünkü değerine eşit olduğu ve bu nakit akımlarının da firmaların kâr payı dağıtımlarından, kâr payı politikalarından bağımsız olduğu ve etkilenmediğini savunmuşlardır. Kâr payı ilişkisizliği yaklaşımı olarak da literatüre giren bu çalışmanın sonucu ispat Miller ve Modigliani'nin bazı varsayımları altında firma değeri ve kâr payı politikalarının illişkisizliğini açıklamaktadır.[81]

Cengiz ve diğerleri (2016) BIST imalat sektöründe yer alan firmalar üzerinde yaptıkları çalışmada 70 firmanın 2011-2014 yılları arasındaki kâr payı dağıtım politikalarının kazanç yönetimi uygulamaları üzerindeki etkisini panel veri yöntemi kullanarak analiz etmeye çalışmışlardır. Elde edilen bulgular neticesinde firmaların kâr payı dağıtım politikaları ile kazanç yönetimi arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.[82]

Zeren (2017) BIST Temettü 25 endeksindeki firmalar üzerinde yaptığı çalışmada 2001 ile 2017 yılları arasında nakdi kâr payı dağıtım oranları ve firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemiş ve incelemesinin sonunda kâr payı dağıtımı ve firma değeri arasında herhangi bir ilişkiye rastlamamıştır.[83]

Kaya ve Şanlı (2019) yaptıkları çalışmada BIST 30 Endeksi'nde kayıtlı işletmelerin 2007 ve 2016 yılları arasındaki kâr payları dağıtım politikaları ile firma değerleri arasındaki ilişkiyi belirlemeye yönelik Dumitrescu & Hurlin panel nedensellik testi yöntemini kullanmışlardır. Çalışmalarının sonucunda firmaların kâr payı dağıtım politikaları ile firma değeri arasında herhangi bir ilişkiye rastlamamışlardır.[84]

Koç ve diğerleri (2020) tarafından firmaların nakit kâr payı ödemelerinin firma değerine etkisinin panel veri yönteminin klasik modeli kullanılarak BIST 30 üzerinde yapılan çalışmada birinci model PD/DD için firmaların kâr payı ödemeleri ile öz

---

[81] M.H. Miller ve F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth, And The Valuation of Shares", **Journal of Business**, 34 (4) (1961), s.411-433.

[82] Selim Cengiz, M. Şükrü Dilsiz ve Suphi Aslanoğlu, "Kar Dağıtım Politikasının Kazanç Yönetimi Uygulamaları Üzerindeki Etkisi", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, (2016), s.39-54.

[83] Zeren, Feyyaz, "Kar Payı Bilmecesinin Araştırılması: BIST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama", **Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** 6 (5)(2017), s.172-183.

[84] Murat Kaya ve Özgün Şanlı, "Kâr Payı Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerine Etkisi : BIST 30 Endeksi Üzerine Bir Araştıma", **Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** 6 (1)(2019), s.107-116.

kaynak karlılık ve F/K oranı değişkenleri pozitif anlamlı etki gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmanın ikinci modeli olan Tobin's Q'nun değişken alındığı kısımda ise firmaların temettü ödeme durumları, aktif karlılık oranı, öz kaynak oranı ve fiyat/kazanç oranı değişkenlerinin pozitif anlamlı etkileri tespit edilmiştir. Bu çalışmada temettü ödemelerinin firma değeri üzerine etkisi net olarak tespit edilememiştir.[85]

4.2. Araştırmanın Amacı ve Hipotezler

Bu çalışmanın amacı; firmaların kâr payı dağıtımlarının, firma değeri üzerinde etkisinin bulunup bulunmadığını belirlemek, tespit etmektir. Firmaların kâr dağıtım kararının firmaların piyasa değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olduğu ya da olmadığını savunan görüşlerden araştırmaya konu olan BIST endekslerinde doğrulandığını ortaya koymaktır.

Bu amaçla; Borsa İstanbul (BIST) Kimya, Petrol, Plastik ve Borsa İstanbul (BIST) Yiyecek ve İçeçek endekslerine kayıtlı olan ve 2010-2020 yılları arasında borsada kesintisiz olarak işelm gören firmaların kâr payı dağıtımlarının firma değeri üzerindeki etkisi incelenecektir. Elde edilen sonuçların firma sahiplerine, yatırımcılara, araştırmacılara ve konunun ilgililerine bilgi vermesi amaçlanmaktadır. Türkiye'de halka açık ve BIST'de işlem gören firmalar üzerinde yapılan diğer çalışmalara kıyasla daha geniş ve güncel bir veri setine sahip olması, belirlenen iki endeksin karşılaştırılmalı sonuçlarına yer vermesi nedeniyle bu çalışmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bunun yanı sıra kâr payı politikalarının firma değeri üzerinde etkili olduğunu savunan yaklaşımlardan Gordon-Lintner yaklaşımının ana çalışmalarından biri olan ve Gordon tarafından 1959 yılında yapılan "Dividends, Earnings, and Stock Prices" adlı çalışmanın da araştırmanın veri seti için belirlenen BIST endeks sektörleri üzerinde yapılmış olması da önem taşımaktadır.

[85] Selahattin Koç, Bayram Yaldız ve Zekai Şenol, "Nakit Temettü Ödemelerinin Firma Değeri Üzerine Etkilerinin Panel Veri Yöntemi İle Analizi: BIST 30 Üzerine Bir Uygulama (2007-2017)", **Sivas Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 21 (2)(2020), s.69-89.

Çalışmanın veri setinde Borsa İstanbul (BIST) Kimya, Petrol, Plastik ve Borsa İstanbul (BIST) Yiyecek, İçecek endekslerinin kullanılması sonucunda bu endekslerde yer alan şirketlerden elde edilen verilerden şirketlerin kâr paylarının şirket hissedarlarına dağıtılması yada dağıtılmayarak firmada kalmasının ilgili şirketlerin firma değerine olan etkisi incelenecektir. Şirketlerin elde ettiği kârları hissedarlarına dağıtmadığı dönemlerde bu kârların şirketin uzun vadede firma değerine pozitif etki yaratacağı düşünülen alternatif projelerde değerlendirdiği, bu projelerin finansmanında fon olarak kullandığı varsayımında bulunulmuş ve çalışmaya dahil endekslerin özellikle yüksek harcama ve finansal destek gerektiren Ar-Ge'ye yönelik faaliyetler ve projelerin görülme olasılığı ve sıklığının daha yüksek olduğu araştırmalar sonucunda gözlemlenmiştir.

Türkiye'de yiyecek, içecek, kimya, petrol gibi çalışmada örneklem seçilmiş sektörlerde rekabetin ülke içi ve ülke dışında yönetilebilir olması için yüksek finansman ihtiyacı gerektiren Ar-ge faaliyetlerinde bulunmak ilgili şirketler için kaçınılmaz olmuştur.

Aynı şekilde Türkiye'de faaliyet gösteren 1254 Ar-Ge merkezinin %10'a yakını kimya, petrol, ilaç gibi XKMYA endeksine konu olan sektörlerde iken %6.5'a yakını yiyecek, içecek gibi XGIDA endeksine konu olan sektörlerde yer almaktadır.[86]

Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığınca belirlenen on birinci kalkınma planında da kimya ve ilaç sektörleri ar-ge kabiliyetinin arttırılması gereken öncelikli sektörler arasında gösterilmiştir.[87]

Benzer şekilde gıda sektöründe Ar-ge faaliyetlerinin geliştirilmesi ve Ar-ge harcamalarının artmasına yönelik teşvikler ve destekler mevcuttur.[88]

---

[86] Türkiye Cumhuriyeti Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Ar-Ge Teşvikleri Genel Müdürlüğü, "Ar-Ge Merkezi İstatistikleri Aralık 2021 Raporu'' (https://www.sanayi.gov.tr/assets/pdf/istatistik/ArGeMerkeziIstatistik2021.pdf),(Erişim Tarihi 10.01.2022), s.3.

[87] Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, **On Birinci Kalkınma Planı (2019-2023)**, Ankara,2019, s.82-89.

[88] Türkiye Cumhuriyeti Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Sanayi Genel Müdürlüğü, **Sektörel Raporlar ve Analizler Serisi Gıda ve İçecek Sektör Raporu:2021**, s.18-19.

İleri teknoloji gerektiren bu sektörlerde yüksek finansal harcamalara ihtiyaç duyulan Ar-Ge faaliyetlerinin ve bu faaliyetlerin firmalara yaratacağı finansman ihtiyacının firmaların kâr payı dağıtım karar süreçlerinde etkili olacağı düşünülmektedir. Bu kâr payı dağıtım politikalarının da firma değeri üzerindeki etkisini incelemek için BIST XKMYA ve XGIDA endekslerinde yer alan, verilerine ulaşabilinen ve 2010-2020 yılları arasında BIST'de kesintisiz işlem görmüş şirketlerden oluşan araştırma örneklemindeki şirketler incelendiğinde BIST XGIDA endeksindeki firmaların dağıtıkları kâr payının ilgili dönemde elde ettikleri toplam dağılabilir dönem kârına oranı incelendiğinde ortalamasının %23 olduğu yani toplam dağıtılabilir dönem kârının ortalama %23'ünün dağıtıldığı sonucu görülmüştür. Öte yandan BIST XKMYA incelendiğinde XKMYA endeksindeki firmaların dağıtıkları payının ilgili dönemde elde ettikleri toplam dağılabilir dönem kârına oranı incelendiğinde ortalamasının %32 olduğu yani toplam dağıtılabilir dönem kârının ortalama %32'sinin dağıtıldığı sonucu görülmüştür. Aynı şekilde XGIDA endeksinde yer alan firmalarda dağıtılan kâr paylarına ilişkin olarak 1 Türk Lirası nominal değerli hisseye isabet eden net temettü tutarının ortalama 0.21 TL olduğu görülürken XKMYA endeksinde yer alan firmalarda dağıtılan kâr paylarına ilişkin olarak 1 Türk Lirası nominal değerli hisseye isabet eden net temettü tutarının ortalama 0.69 TL gerçekleştiği belirlenmiştir.

Çalışma da kâr payı dağıtım kararları farklılaşan iki sektörün kâr payı dağıtımlarına ilişkin kararların firma değeri üzerindeki etkisinin kıyaslanması amaçlanmıştır.

Çalışmanın araştırma hipotezi literatürde yer alan benzer araştırmalarda olduğu gibi aşağıda belirtilen şekilde oluşturulmuştur.

H0: Kâr payı dağıtımının firma piyasa değeri üzerinde bir etkisi yoktur.

H1: Kâr payı dağıtımının firma piyasa değeri üzerinde bir etkisi vardır.

Hipotez 1 ile firmaların kâr payı dağıtımının firma piyasa değeri üzerinde etkili olduğu ileri sürülmüştür. Bu hipotez dinamik panel veri modellerinden Arellano ve Bover (1995) ile Blundell ve Bond (1998) tarafından geliştirilen İki Aşamalı Sistem Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) kullanılarak ile test edilecektir.

4.3. Araştırmanın Veri Seti

Çalışmanının veri setini 2010-2020 yılları arasında BIST Kimya, Petrol, Plastik ve Bist Yiyecek ve İçecek sektör endekslerinde yer alan şirketler oluşturmaktadır.

Borsa İstanbul XKMYA endeksinde işlem gören 31 adet şirketten verilerine ulaşılamayan şirketlerin araştırma veri setine dahil edilememesi sebebiyle kalan 17'si ve XGIDA endeksinde işlem gören 24 adet şirketten aynı şekilde verilerine ulaşılamayan şirketlerin araştırma veri setine dahil edilememesi sebebiyle kalan 12'si ile araştırma analiz süreci yürütülmüştür.

Çalışmada kullanılan şirketlere ait kâr payı dağıtım duyuruları KAP sayfasında (www.kap.com.tr) şirketlerin duyurularında yer alan genel kurul onaylı kâr dağıtım tablolarından; diğer değişkenlere ait değerler ise Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sayfası (https://halkyatirim.com.tr) ve Reuters Eikon (https://eikon.thomsonreuters.com/index.html) internet sayfasından temin edilmiştir. Verilerine ulaşılmayan ya da bu yıllar arasında kesintisiz olarak BIST'de işlem görmeyen firmalar çalışmanın veri setinden çıkarılmıştır. Çalışmada verilerinden yararlanılan firmaların listesi ve BIST'de bağlı bulundukları endekse ait detaylar Tablo 2 de verilmiştir.

Tablo 2: Çalışmada Verilerinden Yararlanılan Firmaların Listesi

	FİRMA HİSSE KODU	FİRMA ADI	BAĞLI BULUNDUĞU SEKTÖR	BIST ENDEKSİ
1	AEFES.E	ANADOLU EFES BİRACILIK	İÇECEK	XGIDA
2	CCOLA.E	COCA COLA İÇECEK	İÇECEK	XGIDA
3	FRIGO.E	FRİGO PAK GIDA	GIDA	XGIDA
4	KNFRT.E	KONFRUT GIDA	GIDA	XGIDA
5	KRSTL.E	KRİSTAL KOLA	GIDA	XGIDA
6	PETUN.E	PINAR ET VE UN	GIDA	XGIDA
7	PINSU.E	PINAR SU VE ICECEK	GIDA	XGIDA
8	PNSUT.E	PINAR SÜT	GIDA	XGIDA
9	SELGD.E	SELÇUK GIDA	GIDA	XGIDA
10	TATGD.E	TAT GIDA	GIDA	XGIDA
11	TUKAS.E	TUKAŞ	GIDA	XGIDA
12	ULKER.E	ÜLKER BİSKÜVİ	GIDA	XGIDA
13	AKSA.E	AKSA AKRİLİK	KİMYA	XKMYA
14	ALKIM.E	ALKİM KİMYA	KİMYA	XKMYA
15	AYGAZ.E	AYGAZ	PETROL	XKMYA
16	BAGFS.E	BAGFAŞ	KİMYA	XKMYA
17	BRISA.E	BRİSA	LASTİK	XKMYA
18	BRKSN.E	BERKOSAN YALITIM	YALITIM	XKMYA
19	DEVA.E	DEVA HOLDİNG	KİMYA	XKMYA
20	DYOBY.E	DYO BOYA	KİMYA	XKMYA
21	EGGUB.E	EGE GÜBRE	KİMYA	XKMYA
22	EGPRO.E	EGE PROFİL	KİMYA	XKMYA
23	GOODY.E	GOOD-YEAR	LASTİK	XKMYA
24	GUBRF.E	GÜBRE FABRİKALARI	KİMYA	XKMYA
25	HEKTS.E	HEKTAŞ	KİMYA	XKMYA
26	MRSHL.E	MARSHALL	KİMYA	XKMYA
27	PETKM.E	PETKİM	PETROL	XKMYA
28	SASA.E	SASA POLYESTER	POLYESTER	XKMYA
29	TUPRS.E	TÜPRAŞ	PETROL	XKMYA

İlgili firmaların 2010-2020 yılları arası yıllık verilerinin kullanıldığı araştırmada bağımlı değişken olarak firma değerini temsilen piyasa değeri/defter değeri oranı (PD/DD) kullanılmış, bağımsız değişken olarak da firmaların kâr payı dağıtımını temsilen ise hisse başına kâr payı dağıtım durumları (HBKD) kullanılmıştır. Aktif karlılık (ROA), özkaynak karlılık (ROE), toplam borç/toplam öz kaynak (D/E) ise firma değerini etkileyebilen araç değişkenler olarak çalışmaya dahil edilmiştir. Çalışmanın analizleri EViews programında yapılmıştır. Çalışmada kullanılan bağımlı, bağımsız ve araç değişkenler ve açıklamaları Tablo 3'de kısaltmalarıyla birlikte gösterilmiştir.

Tablo 3: Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Değişkenler	**Kısa Adı**	**Açıklaması**
Piyasa Değeri/ Defter Değeri	FD	Piyasa Değeri / Toplam Özkaynak
Hisse Başına Kâr Payı Dağıtım Durumu	HBKD	Kâr Payı Dağıtması "1", Dağıtmaması "0"
Aktif Kârlılık	ROA	Net Kâr / Toplam Varlıklar
Özkaynak Kârlılık	ROE	Net Kâr / Öz Sermaye
Borç / Özkaynak	DE	Toplam Borç / Toplam Özkaynak

4.4. Araştırmanın Yöntemi

Araştırmada değişkenler arasındaki ilişki dinamik panel veri analizi yöntemi uygulanarak analiz edilmiştir. Literatürde Dinamik modeller ekonomik, finansal ilişkilerin çoğunlukla dinamik olmasından dolayı sıkça kullanılmata ve araştırmacılar tarafından tercih edilmektedir.

Panel veri günümüzde özellikle dinamik ekonometrik modellerin tahmininde literatürde ve uygulamada oldukça sık kullanılmaktadır. Bağımlı değişkeni açıklamada bağımlı ve bağımsız değişkenin gecikmeli değerleri statik panel veri modellerinde yer almaz. Öte yandan Dinamik panel veri modellerine bakıldığında, bağımlı değişkeni etkileyen faktörler arasında, bağımsız değişken ya da değişkenlerin gecikmeli değerleri olabileceği gibi, bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri de yer alabilmektedir. Bu sebeple buradaki söz konusu gecikmeli değerler analize dinamik nitelik kazandırmaktadır. Böyle bir bakış açısıyla bakıldığında dinamik panel veri analizi, yatay kesit veya zaman serisi yöntemlerinin ortaya koyamadığı, mikro ve makro dinamikleri ortaya çıkarabilme yeteneğine sahiptir. Bunun yanı sıra Dinamik panel veri modelleri tahminleri zaman içinde tek bir noktada bulunan gözlemleri tahmin etmediği ve birimler arasındaki farklılıkları da dikkate aldığı için yatay kesit ve zaman serisi ile tahmin edilen statik panel veri modellerine göre daha avantajlı olduğu görülmüştür.[89]

Dinamik panel veri analizi, ekonometri literatüründe, ilk olarak Hansen (1982) tarafından geliştirilmiş olan Genelleştirilmiş Momentler Metodunu (GMM) temel almaktadır. Daha sonradan Anderson ve Hsiao (1981 ve 1982) GMM'yi panel veriye uyarlamışlardır. İlerleyen dönemlerde ise Arellano ve Bond (1991), Arellano ve Bover (1995) ve Blundell ve Bond (1998) tarafından bu yöntem dahada geliştirilmiş ve panel veri literatüründe ilgili yazarların isimleriyle birlikte anılan Genelleştirilmiş Momentler Metodu ve Sistem Genelleştirilmiş Momentler Metodu olarak yer bulmuştur.

[89] Bond, Stephen R., "Dynamic Panel Data Models: A Guide to Micro Data Methods and Practice", **CEMMAP Working Paper,** Cwp0209**,** (2002), s.1-36.

Arellano ve Bond tahmincisi otoregresif parametre sayısının çok fazla olduğu ya da birim etki varyansının artık hatanın varyansına oranı çok yüksek ise zayıf kalmaktadır. Aynı zamanda dengesiz panel verilerle çalışılırken ya da T küçükken, birinci fark dönüşümü yine zayıf kalmaktadır. Bu durumda birinci fark denkleminde kullanılan düzeydeki araç değişkenler zayıf araç değişken problemini meydana getirmektedir. Bu durumlarda birinci fark dönüşümü yerine önerilen bir başka dönüşüm ileri ortogonal sapmalar yöntemidir. Arellano ve Bover (1995) dinamik panel veri modelleri için ortogonal sapmalar yöntemini kullanarak, etkin araç değişken tahmincisi önermişlerdir. Buradaki öneride, birinci farklar yönteminde olduğu gibi cari dönemden bir önceki dönemin farkı alınmamakta olup bunun yerine ilgili değişkenin tüm mümkün gelecek değerlerinin ortalamasının farkı alınmaktadır. Bu durumun sonucu olarak dengesiz panel veri setlerinde birinci farklar yönteminin doğurduğu veri kaybı minimize edilmektedir. Aşağıdaki statik panel veri modellerinden hareket edildiğinde şu şekilde bir denklik oluşur.

$$Y_{it} = X'_{it}\beta + Z'_{i}\gamma_{+v_{it}}$$

Bu denklemde Z_i zaman değişmezi değişkenlerinden X_{it}ise hem zaman hem de birimlere göre değişen değişkenlerden oluşmaktadır.

Bu eşitlik vektör formunda aşağıdaki hali ile de ifade edilebilir;

$$Y_i = W_i\eta + v_i$$

Arellano ve Bover bu eşitliği sistem dönüşümünü kullanarak aşağıdaki şekilde göstermişlerdir.

$$H = \begin{bmatrix} C \\ \iota'_T / T \end{bmatrix}$$

Bu denklemde C, $C\iota_T$= 0 eşitliğini sağlayan satır (T-1)'in herhangi bir (T-1) x T boyutlu matrisidir.

Tüm açıklayıcı değişkenler buradaki ilk (T-1) eşitlik için geçerli araçlardır.m_i'nin μ_i ile korelasyonsuz olan Wi'nin bir alt kümesi olduğu ve m_i'nin boyutunun η'in

boyutuna eşit veyahut ondan büyük oldupu varsayılsın. Hausman ve Taylor'ın 1981 yılındaki çalışmasında X=[X_1,X_2] ve Z=[Z_1,Z_2]'dir. X_1ve Z_1,NTx$k_1$ve Nxg_1 boyutlu dışsal değişkenlerdir ve X_2 ve Z_2, NTxk_2 Nxg_2 boyutlu birim etki ile korelasyonlu değişkenlerdir. m_i, X_1ve Z_1 değişkenlerini içermektedir. Tam dönüştürülmüş sistem için geçerli araç değişken matrisi aşağıdaki şekilde formülüze edilebilir.

$$M_i = \begin{bmatrix} w_i' & \cdots & \cdots & 0 \\ \cdots & \ddots & \cdots & \cdots \\ \cdots & \cdots & w_i' & \cdots \\ 0 & \cdots & \cdots & m_i' \end{bmatrix}$$

Bu durumun moment koşulu ise E($M_i' H v_i$) = 0'dir.

Burada $\bar{H}$=$I_N \otimes$ H ve $\widehat{\Omega}$= $I_N \otimes \Omega$'dir.

$Y_i = W_i\eta + v_i$ eşitliğinin $M'\bar{H}$ ile önden çarpılması ile aşağıda yer alan eşitlik elde edilmektedir.

$$M'\bar{H}Y = M'\bar{H}W_\eta + M'\bar{H}v$$

Buradaki modelin genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemiyle tahmini Arellano ve Bover tahmincisini vermektedir. Dolayısıyla η şu şekilde tahmin edilmektedir.

$$\hat{\eta} = [M'\bar{H}'M(M'\bar{H}\,\widehat{\Omega}^{+}\,\bar{H}'M)^{-1}\,M'\bar{H}W]^{-1}\,W'\bar{H}'M\,(M'\bar{H}\,\widehat{\Omega}^{+}\,\bar{H}'M)^{-1}\,M'\bar{H}Y$$

Uygulamada dönüştürülmüş sistemin varyans kovaryans matrisi $\widehat{\Omega}^{+} = H\,\Omega\,H'$ yerine tutarlı olan aşağıdaki tahminci kullanılmaktadır.

$$\widehat{\Omega}^{+} = \frac{\sum_{i=1}^{N} \hat{u}_i^{+}\,\hat{u}_i^{+'}}{N}$$

Buradaki $\hat{u}_i{}^+$, tutarlı başlangıç tahmininden elde edilmiş olan kalıntıdır. Kısaca iki sistemli bir eşitlik kurulmakta ve birlikte sistem olarak tahmin edilmektedir. Bu sebeple tahmninci "Sistem GMM'' olarak anılmaktadır.[90]

Blundell ve Bond (1998), T'nin küçük olduğu durumlarda (N>T) dinamik panel veri modelinin etkin tahmincisini elde etmek için yararlanılan ekstra moment koşulunun önemini belirtmişlerdir. Dışsal değişkeni olmayan E(μ_i)=0, E(u_{it})=0 ve E($\mu_i u_{it}$)=0 varsayımlarını sağlayan aşağıdaki otoregresif bir model ele alındığı zaman aşağıdaki şekilde yazılabilir.[91]

$$Y_{it}=\delta Y_{it-1}+\mu_i + u_{it}$$

Dinamik panel veri tahmin modeli sonuçlarında otokorelasyon sorunun olup olmadığı da AR1 ve AR2 otokorelasyon testleri ile test edilmektedir. AR1 test sonucunun istatistiksel olarak anlamlı ve negatif, AR2 test sonucunun ise istatistiksel olarak anlamsız olması beklenir. Kısaca modelde birinci mertebeden otokorelasyon olsa bile ikinci mertebeden otokorelasyon sorunun olmadığı anlamına gelmektedir.[92]

Genelleştirilmiş momentler metodu çalışmalarında tahmin modelinin bir bütün olarak doğru olup olmadığı ise klasik F testinden farklı olarak Wald testi ile incelenmektedir.[93]

Araştırmalarda kullanılan araç değişkenlerin bağımlı değişkeni tam olarak yansıtması beklenir. Bu durumu ölçmek üzere Sargan testi gerçekleştirmek gerekmektedir. Sargan testi sonuçları tahmin için kullanılan araç değişkenlerin yeterli olup olmadığını ortaya koymaktadır. Çalışmada Sargan testi de uygulanmıştır.

---

[90] Ferda Y. Tatoğlu, **İleri Panel Veri Analizi: Stata Uygulamalı,** 4.b**.,** İstanbul: Beta Yayıncılık,2020, s.138-141

[91] Ferda Y. Tatoğlu,a.g.e., s. 140

[92] Manuel Arellano, **Panel Data Econometrics**, England: Oxford University Press, 2003, s. 121.

[93] David Roodman, "How to Do xtabond2: An Introduction to "Difference" and "System" GMM in Stata", **Center for Global Development,** 103,(2006), s.1-44.

Bu çalışmada detayları belirtilen dinamik panel veri modellerinden faydalanılmıştır. Firma değerini temsilen ele alınan PD/DD'nin geçmiş dönem değerlerinin cari döneminde etkili olduğu düşünüldüğü için dinamik panel veri modellerinden Arellano ve Bover/Blundell ve Bond GMM Tahmincisi, Arellano ve Bover/Blundell ve Bond İki aşamalı GMM Tahmincisi ve Arellano ve Bover/Blundell ve Bond İki aşamalı GMM Tahmincisi Dirençli Standart Hata modelleri kullanılarak veri seti üzerinde analiz yapılmıştır.

Çalışmada kullanılan 3. ve nihai modelde ilk önce, birinci fark modeli araç değişken matrisi kullanılarak dönüştürülmekte bu dönüştürülmüş model Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi ile tahmin edilmektedir. Bu nedenle Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi, İki Aşamalı Araç Değişkenler Tahmincisi olarak da bilinmektedir.[94]

4.5. Verilerin Analizi

Aşağıda sonuçları verilen test modellerinde Wald testi modelin bir bütün olarak anlamlı olduğunu; bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkenleri açıklamakta anlamlı olup olmadığını test etmektedir. Sargan testi modelde kullanılan araç değişkenlerin geçerli olup olmadığını, Arellano ve Bover/Blundell ve Bond Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi metodları ise modellerin otokorelasyonun varlığını test etmek için uygulanmıştır.

4.5.1. BIST XKMYA Endeksi Analizi

Çalışmanın bu aşamasında öncelikle dinamik panel veri modellerinden Arellano ve Bover/Blundell ve Bond GMM Tahmincisi (Model 1), Arellano ve Bover/Blundell ve Bond İki aşamalı GMM Tahmincisi (Model 2), ve Arellano ve Bover/Blundell ve Bond İki aşamalı GMM Tahmincisi Dirençli Standart Hata (Model 3), modelleri kullanılarak elde edilen sonuçların analiz detaylarına yer verilmiştir.

---

[94] Ferda Y. Tatoğlu, **Panel Veri Ekonometrisi: Stata Uygulamalı,** 2.b**.,** İstanbul: Beta Yayıncılık,2013, s.80.

Tablo 4: XKMYA Endeksi Model 1 Sonuçları -Arellano ve Bover/Blundell ve Bond GMM Tahmincisi

	Katsayı	Standart Hata	Z istatistiği	p
FD_{t-1}	1.048	0.157	6.68	0.0000
$HBKD_t$	-2.165	0.559	-3.87	0.0000
DE_{t-1}	1.467	0.303	4.84	0.0000
ROA_t	0.108	0.040	2.71	0.0070
Wald Testi	290.090	0.000		
Sargan Testi	212.401	0.000		

Tablo 4 de yer alan sonuçlar Wald Testi sonucuna göre ($p<0.05$), açıklayıcı değişkenlerin birlikte bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı olduğu görülmektedir. Ancak araç değişkenlerin içsellik sorunu taşıyıp taşımadığını gösteren Sargan Testine göre($p<0.05$), araç değişkenlerin içsellik problemi olduğu yani geçerli olmadığı tespit edilmiştir bu nedenle iki aşamalı tahmin gerçekleştiren GMM tahmincisi kullanılarak model 2 olarak sonuçlar yeniden elde edilmiştir.

Tablo 5: XKMYA Endeksi Model 2 Sonuçları - Arellano ve Bover/Blundell ve Bond İki Aşamalı GMM Tahmincisi

	Katsayı	Standart Hata	Z istatistiği	p
FD_{t-1}	1.028	0.091	11.26	0.0000
$HBKD_t$	-1.979	0.299	-6.63	0.0000
DE_{t-1}	1.451	0.070	20.80	0.0000
ROA_t	0.106	0.014	7.38	0.0000
Wald Testi	758.010	0.000		
Sargan Testi	14.605	0.950		
AR1	-1.570	0.117		
AR2	-0.833	0.405		

Elde edilen 2. modelde amaçlandığı gibi araç değişkenlerin içsellik sorunu taşımadığını (dışsal oldukları) dolayısıyla araç değişkenlerin geçerli olduğunu tespit edilmiştir (Sargan Testi $p>0.05$). Ayrıca Arellano ve Bond otokorelasyon testi sonucuna göre modelde, AR(1) test istatistiğinin negatif; AR(2) test istatistiğinin ise istatistiksel olarak anlamsız(($p>0.05$) olduğu belirlenmiştir. Ancak öte yandan iki

aşamalı tahmin modellerinde standart hatalar aşağı doğru sapmaya sahip olduğu için Windmeijer dirençli hatalar metodu kullanılarak tahminler yinelenmiştir ve 3. modelde elde edilen sonuçlar otokorelasyon ve içsellik sorunu içermediği için değerlendirmeye alınmıştır.

Tablo 6: XKMYA Endeksi Model 3 Sonuçları- Arellana ve Bover/Blundell ve Bond İki Aşamalı GMM –Windmeijer Standart Hata

	Katsayı	WC- Robust Standart Hata	Z istatistiği	p
FD_{t-1}	1.028	0.248	4.14	0.0000
$HBKD_t$	-1.979	0.825	-2.40	0.0160
DE_{t-1}	1.451	0.625	2.32	0.0200
ROA_t	0.106	0.056	1.90	0.0570
Wald Testi	25.620	0.000		
AR1	-1.315	0.188		
AR2	-0.775	0.438		

Tablo 7: XKMYA Endeksi Özet Model Tablosu

	Model1	Model2	Model3
FD_{t-1}	1.05***	1.03***	1.03***
$HBKD_t$	-2.17***	-1.98***	-1.98**
DE_{t-1}	1.47***	1.45***	1.45**
ROA_t	0.108***	.106***	0.106*
N	170	170	170
Wald Testi	290.09	758.01	25.62
Sargan Testi	212.40***	14.61	

Not:*,**,*** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olduklarını ifade etmektedir.

Elde edilen sonuçlara göre, model 3 de yer alan tüm değişkenler istatistiksel olarak anlamlıdır. Söz konusu değişkenlerden Borç/Özkaynak oranı ve ROA firma değerini pozitif yönde etkilerken, Hisse basına dağıtılan kâr değişkenini gösteren HBKD değişkeni firma değerini negatif yönde etkilidir. Bu endeks için H1 hipotezi kabul edilmiştir.

Tablo 8: XKMYA Endeksi Sonuç Tablosu

Değişkenler	Kısaltmalar	İlişki Yönü	Firma Değeri İlişkisi
Piyasa Değeri / Defter Değeri	FD	-	-
Hisse Başına Kâr Payı Dağıtım Durumu	HBKD	Negatif	Anlamlı
Borç / Özkaynak	DE	Pozitif	Anlamlı
Aktif Kârlılık	ROA	Pozitif	Anlamlı

4.5.2. BIST XGIDA Endeksi Analizi

Çalışmanın bu aşamasında da BIST XKMYA endeksi verilerinde olduğu gibi öncelikle dinamik panel veri modellerinden Arellano ve Bover/Blundell ve Bond GMM Tahmincisi (Model 4), Arellano ve Bover/Blundell ve Bond İki aşamalı GMM Tahmincisi (Model 5), ve Arellano ve Bover/Blundell ve Bond İki aşamalı GMM Tahmincisi Dirençli Standart Hata (Model 6), modelleri kullanılarak elde edilen sonuçların analiz detaylarına yer verilmiştir.

Tablo 9: XGIDA Endeksi Model 4 Sonuçları - Arellano ve Bover/Blundell ve Bond GMM Tahmincisi

	Katsayı	Standart Hata	Z istatistiği	p
FD_{t-1}	0.188	0.086	2.18	0.029
$HBKD_t$	0.204	0.388	0.53	0.598
DE_{t-1}	1.872	0.237	7.91	0.000
ROE_t	0.028	0.008	3.59	0.000
Wald Testi	233.370	0.000		
Sargan Testi	55.182	0.000		

XGIDA için bu modelde elde edilen Wald Testi sonucuna göre($p<0.05$), açıklayıcı değişkenlerin birlikte bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı olduğu görülmektedir. Ancak araç değişkenlerin içsellik sorunu taşıyıp taşımadığını gösteren Sargan Testine göre($p<0.05$), araç değişkenlerin geçerli olmadığı tespit edilmiştir bu nedenle iki

aşamalı tahmin gerçekleştiren GMM tahmincisi kullanılarak sonuçlar model 5 olarak yeniden elde edilmiştir.

Tablo 10: XGIDA Endeksi Model 5 Sonuçları - Arellano ve Bover/ Blundell ve Bond GMM Tahmincisi

	Katsayı	Standart Hata	Z istatistiği	p
FD_{t-1}	0.167	0.024	6.89	0.000
$HBKD_t$	0.593	0.206	2.88	0.004
DE_{t-1}	1.842	0.061	30.21	0.000
ROE_t	0.027	0.002	11.72	0.000
Wald Testi	2147.260	0.000		
Sargan Testi	11.763	0.988		
AR1	-1.195	0.232		
AR2	1.036	0.300		

Elde edilen modellerde istenildiği gibi araç değişkenlerin içsellik sorunu taşımadığını (dışsal olduklarını) dolayısıyla araç değişkenlerin geçerli olduğunu tespit edilmiştir(Sargan Testi p>0.05). Ayrıca Arellano ve Bond otokorelasyon testi sonucuna göre modelde, AR(1) test istatistiğinin negatif; AR(2) test istatistiğinin ise istatistiksel olarak anlamsız((p>0.05) olduğu belirlenmiştir. Ancak iki aşamalı tahmin modellerinde standart hatalar aşağı doğru sapmaya sahip olduğu için Windmeijer dirençli hatalar kullanılarak tahminler yinelenmiştir. 6. model de elde edilen sonuçlar otokorelasyon ve içsellik sorunu içermediği için değerlendirmeye alınmıştır.

Tablo 11: XGIDA Endeksi Model 6 Sonuçları- Arellano ve Bover/Blundell ve Bond GMM Tahmincisi Windmeijer Standart Hata

	Katsayı	WC- Robust Standart Hata	Z istatistiği	p
FD_{t-1}	0.167	0.084	2.00	0.046
$HBKD_t$	0.593	0.500	1.19	0.235
DE_{t-1}	1.842	0.287	6.42	0.000
ROE_t	0.027	0.014	1.88	0.060
Wald Testi	426.970			
AR1	-1.189	0.235		
AR2	1.031	0.303		

Elde edilen sonuçlara göre, model 6 de yer alan tüm değişkenler HBKD değişkeni hariç istatistiksel olarak anlamlıdır. Söz konusu değişkenlerden Borç/Özkaynak oranı ve ROE firma değerini pozitif yönde etkilerken, Hisse basına dağıtılan kâr değişkenini gösteren HBKD değişkeni firma değeri ile aralarında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Tablo 12 : XGIDA Endeksi Özet Model Tablosu

	Model4	Model5	Model6
FD_{t-1}	.188**	.167***	.167**
$HBKD_t$	0.204	.593***	0.593
DE_{t-1}	1.87***	1.84***	1.84***
ROE_t	.0276***	.0271***	0.027*
N	120	120	120
Wald Testi	233.37	2147.26	426.970

Not:*,**,*** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olduklarını ifade etmektedir.

Tablo 13 : XGIDA Endeksi Sonuç Tablosu

Değişkenler	Kısaltmalar	İlişki Yönü	Firma Değeri İlişkisi
Piyasa Değeri/ Defter Değeri	FD	-	-
Hisse Başına Kâr Payı Dağıtım Durumu	HBKD	-	Anlamsız
Borç / Özkaynak	DE	Pozitif	Anlamlı
Özkaynak Kârlılık	ROE	Pozitif	Anlamlı

SONUÇ VE ÖNERİLER

Elde edilen dönem kârının ortaklara dağıtılması yada şirkette bırakılması kararı şirketlerin ortaya çıktığı ilk zamanlardan bu zamana kadar üzerinde sıkça tartışılan bir ikilem olmuştur. Bu ikilem araştırmacıların dikkatini çekmiş ve literatürde üzerinde çalışılan, dikkat çeken bir konu olmasına sebep olmuştur. Literatüre bakıldığında firmalar için kâr payı dağıtım kararlarının firma değerine etkisine ilişkin farklı teorik yaklaşımlar bulunmasına karşın teorisyenler arasında bu konuda bir fikir birliği oluşamadığı görülmektedir. Teorisyenlerin bir kısmı kâr payı dağıtımlarının firma değeri üzerinde etkili olduğu düşüncesindeyken; bir kısmı ise kâr payı dağıtımlarının firma değeri üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını destekleyen araştırmalar ve teoriler sunmuşlardır.

Bu çalışmada da kâr payı dağıtım kararlarının firma değeri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmada Türkiye'de BIST'de işlem gören BIST KMYA ve BIST GIDA endekslerinde yer alan firmalar üzerinde kâr payı dağıtım kararlarının firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bağımlı değişken olarak firma değerini temsilen PD/DD, bağımsız değişken olarak da firmaların kâr payı dağıtım durumları, araç değişken olarak da borç/özkaynak oranı (D/E), özkaynak kârlılığı (ROE) ve aktif kârlılığı (ROA) değişkenleri kullanılmıştır. Araştırma yöntemi olarak dinamik panel veri modellerinden Arellano ve Bover/Blundell ve Bond İki aşamalı GMM Tahmincisi Dirençli Standart Hata yöntemi kullanılmıştır.

Çalışmanın sonucunda elde ediler bulgular neticesinde BIST XKMYA endeksinde yer alan firmalar için kâr payı dağıtımlarının firma değeri üzerinde etkili olduğu ve aralarında negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucu gözlemlenirken BIST XGIDA endeksinde yer alan firmalar için ise kâr payı dağıtımlarının firma değeri üzerinde etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı ortaya çıkmıştır.

Bunun yanı sıra araç değişkenlerden borç/özkaynak oranının bir dönem gecikmelisinin her iki endeks şirketlerinde de firma değerini etkilediği, ROA'nın XKMYA endeksinde yer alan firmalar açısından firma değeri üzerinde etkili olması ve aralarında pozitif yönde ve anlamlı bir ilişkinin varlığına karşın; ROE'nin XGIDA

endeksinde yer alan firmalar üzerinde firma değeri açısından anlamlı ve pozitif yönde bir ilişki içinde olduğu görülmüştür. Çalışma sonucunun XKMYA endeksi için H1 hipotezinin kabul edildiği sonucuna varılmıştır.

Araştırmada kullanılan verilerden Borsa İstanbul Kimya, Plastik, Petrol endeksinde yer alan firmalar için kâr payı dağıtım kararlarının firma değeri üzerinde etkili olduğu sonucu görülürken Borsa İstanbul Yiyecek, İçecek endeksinde yer alan firmalar içinse kâr payı dağıtım kararlarının firma değeri üzerinde istatistiksel olarak bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Hisse başına kâr payı dağıtımlarının (1 Türk Lirası nominal değerli hisseye isabet eden net kâr payı) tutarsal olarak daha yüksek olduğu ve dönem kârına oranla elde ettiği dönem kârının BIST XGIDA endeksine göre daha çok dağıtılmış olduğu BIST XMKYA endeksinde kâr payı dağıtımlarının firma değeri üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılırken XGIDA endeksinde kâr payı dağıtımlarının firma değeri üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı görülmüştür. Bu çalışmanın amacı da kâr payı dağıtım kararları farklılaşan bu iki sektörün kâr payı dağıtımlarına ilişkin kararların firma değeri üzerindeki etkisinin kıyaslanmasıdır.

Kâr dağıtım politikaları farklılaşan bu iki endeksin kâr payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerindeki etkisi incelendiğinde farklı sonuçlar gözlemlenmiştir. Çalışmanın sonucunda kâr payı dağıtım politikaları belirlenirken sektörel farklılıkları ve sektörel dinamikleri de göz önünde bulundurmak gerektiği sonucu görülmüştür. Yiyecek ve içecek sektörlerinde daha çok emek yoğun üretim politikaları varken kimya, petrol ve plastik sektörlerinde teknoloji yoğun üretim politikaları benimsenmiştir. Aynı şekilde BIST XGIDA endeksinde yer alan firmaların daha çok borsa da yeni, yatırımcı açısından kendini ispatlamaya çalışan firmalar olduğu ve bu firmaların borçlanma yeteneklerinin sektörde köklü, güçlü ve kendini bulunduğu sektörde ispatlamış şirketlere kıyasla daha düşük olduğu ve veri setinde yer alan yıllar arasında ortalama D/E oranının %64 olduğu gözlemlenmiştir. Yatırım fırsatları bulunan bu firmaların kâr dağıtımındansa elde edilen kârların yatırım fırsatlarında değerlendirilmesi faydalı olacaktır.

Özellikle hızlı büyüme potansiyeli olan ve ortalama D/E oranı XGIDA endeksine göre daha yüksek ve veri setinde yer alan yıllar arasında ortalama %84 D/E oranına sahip olan BIST XKMYA endeksi şirketlerinin finansman ihtiyacı içerisinde olması gibi

durumlar bu firmaların kâr payı dağıtmaktansa elde edilen kâr payının yeni yatırım ve projelerinde değerlendirmesi durumunu doğurmuş ve kâr payı dağıtımlarının firma değeri üzerinde negatif yönde etkili olduğu sonucu gözlemlenmiştir. Diğer yandan çalışmanın veri setine bakıldığında BIST XKMYA endeksinde 17 adet şirketin verilerine eksiksiz ulaşılabilmişken; BIST XGDA endeksinde BIST XKMYA endeksine kıyasla daha az olarak 12 şirketin verilerine ulaşılmış olması BIST XKMYA endeksinde verilerin istatistiki olarak anlamlı çıkmasına ancak BIST XGIDA endeksi için istatistiki olarak anlamlı sonuçlar gözlenememesine sebep olmuştur. Bu gibi durumların bu iki endekste kâr payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerindeki etkisine ait sonuçların farklılaşmasına neden olduğu düşünülmektedir.

Firmaların bulunduğu sektörlerdeki bir takım değişkenler yapılan çalışamalarda endeksler arası farklı sonuçlar elde edilmesine neden olmaktadır. Anlamlı sonuçların elde edildiği XKMYA endeksinde kâr payı dağıtımlarının firma değeri üzerinde anlamlı ve negatif bir etkisinin olduğu görülmüştür, bu endekste yer alan firmaların elde ettikleri kâr payının dağıtılmayarak firma üzerinde bırakılması uzun vadede firma değerine pozitif etki yaratacak doğru yatırımlarda değerlendirilmesi belki de bu sayede yüksek olan D/E ortalamasının düşürülmesi bu endeks için faydalı olacaktır.

Yapılan bu çalışmanın sonucunda elde edilen sonuçların, literature bakıldığında hem yabancı literatürde yapılan çalışmalar hem de Türkiye'de yapılan ilgili diğer çalışmalarda bulunan sonuçlara benzer olduğunu, bulguların örtüştüğü; kâr payı dağıtım kararının firma değeri üzerinde etkisi hakkındaki teorisyenler tarafından sağlanamayan fikir birliğinin bu çalışmada yer alan sektörlerde de görüldüğü; literatürdeki kâr payı bilmecesinin ve belirsizliğinin teoriler ve daha önceden yapılmış çalışmalar arasında olduğu gibi bu çalışmada da devam ettiği gözlemlenmiştir.

KAYNAKÇA

AGHABAKİ, Mehdi. "Kurumsal Yönetim İlkeleri İle Firma Değeri ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama". Doktora Tezi.Erzurum: Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı. Erzurum.2014.

AHARONY, Joseph ve Amihud DOTAN."Regular Dividend Announcements and Future Unexpected Earnings:An Empirical Analysis". **The Financial Review**.29 (1). 1994. s.s. 125-151.

AKYÜZ, Müfit ve Nesrin ERTEL. **Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü**. 3. Baskı. İstanbul: Dünya Yayınları. 1990.

ALKAN, Gönül İpek ve Erhan DEMİRELİ. "Türkiye'de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama". **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** Cilt 9 Sayı:2.2007. s.s. 27-39.

ALZOMAI, Turki SF ve Ahmed AL-KHADHIRI. "Determination of Dividend Policy: The Evidence from Saudi Arabia". **International Journal of Business and Social Science**.4 (1).2013. s.s.181-192.

AMIDU, Mohammed. "How Does Dıvıdend Policy Affect Performance of the firm on Ghana Stock Exchange". **Investment Management and Financial Innovations**. 4 (2). 2007.s.s.103-112.

ANBAR, Adem. "Hisse Senetleri İmkb'de işlem Gören İşletmelerde Kâr Payı Dağıtım Politikası". **İ.S.M.M.O Mali Çözüm Dergisi**. S.75.2006. s.s.217-228.

ANG, James S. ve Stephen J. CICCONE. "Dividend Irrelevance Theory". **Dividends and Dividend Policy**. Ed. H. Kent Baker. New Jersey: JohnWiley & Sons. 2009.

ANTON, Sorin Gabriel. "The Impact of Dividend Policy on Firm Value. A Panel Data Analysıs of Romanian Listed Firms". **Journal of Public Administration**, Finance and Law (Alexandru Ioan Cuza University) 10.2016. s.s.107-112.

ARELLANO, Manuel. **Panel Data Econometrics**. England: Oxford University Press. 2003.

ARELLANO, Manuel ve Olympia BOVER."Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-components Models". **Journal of Econometrics**.68 (1). 1995. s.s.29-51.

ASQUITH, Paul ve David W. MULLINS."The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth". **Journal of Business-The University of Chicago Press.**56 (1).1983. s.s.77-96.

AYDIN, Nurhan, Mehmet BAŞAR ve Metin COŞKUN. **Finansal Yönetim**. 1. Baskı. Eskişehir: Detay Yayıncılık. 2010.

Türkiye Cumhuriyeti Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı. **2021 Gıda ve İçecek Sektör Raporu.** Sektörel Raporlar ve Analizler Serisi, Türkiye Cumhuriyeti Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Sanayi Genel Müdürlüğü, s.s.18-19.2021.

BAKIR, Pınar. **İşletmeler Açısından Temettü Politikaları**.1. Baskı. İstanbul: İstanbul İktisat Ve Ticari Bilimler Akademisi Yayınları.1976.

Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı. **Türkiye Cumhuriyeti On birinci Kalkınma Planı (2019-2023)**. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, s.s.82-89. 2019.

BATCHELOR, Roy ve İsmail ORAKÇIOĞLU. 2003. "Event-related GARCH: The impact of stock dividends in Turkey". **Applied Financial Economics** 13 (4). 2003. s.s.295-307.

BELLO, A. A. ve Muftau O. OLARINDE."Relevance of Dıvıdends (The Bird ın Hand Theory) Analysıs of Nıgerıa Banking Sector (2000-2014)". **International Journal of Economics, Commerce and Management** VIII (1).2020. s.s.143-160.

BERK, Niyazi. **Finansal Yönetim**. Genişletilmiş ve Güncellenmiş 10. Baskı.İstanbul: Türkmen Kitabevi. 2010.

BLUNDELL, Richard ve Stephen BOND."Initial Conditions and Moment Restrictions In Dynamic Panel Data Models". **Journal of Econometrics**. 87 (1).1998. s.s.115-143.

BOLAK, Mehmet. **İşletme Finansı**. İstanbul: Birsen Yayınevi. 2010.

BOND, Stephen R. "Dynamic Panel Data Models: A Guide to Micro Data Methods and Practice". **CEMMAP** Working Paper. 2002. s.s.1-36.

CENGİZ, Selim, M. Şükrü DİLSİZ ve Suphi ASLANOĞLU."Kar Dağıtım Politikasının Kazanç Yönetimi Uygulamaları Üzerindeki Etkisi". **Muhasebe ve Finansman Dergisi**. 2016.s.s.39-54.

CEYLAN, Ali ve Turhan KORKMAZ. **İşletmelerde Finansal Yönetim**. 12. Baskı. Bursa: Ekin Basım Yayın.2012.

CHAMBERS, Nurgül. **Firma Değerlemesi**. 2. Baskı. İstanbul: Beta Yayıncılık.2009.

ÇELİK, Şaban. İşletme Değerinin Tespiti. Güncellenmiş 2. Baskı, böl. 19, **Finansal Yönetim Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler**, Editör Aysel Gündoğdu, s.s.359-360. Ankara: Seçkin Yayıncılık. 2018.

ÇELİK, Şaban, Sedat YENİCE ve Osman Kürşat ONAT. "Temettü Ödemelerinin Belirleyicileri ve Firma Değeri:Kavramsal Bir Model ve Tahminlemesi". **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi** Cilt 31 (Sayı 2).2016. s.s.115-146.

ÇIRAK, Reha. **Şirket Değerleme Yöntemleri**. Birinci Baskı. Ankara: Seçkin Yayıncılık.2018.

DAMODARAN, Aswath. **The Dark Side Of Valuation**. 2. Baskı. New Jersey: Pearson. 2010.

DEMİREL, Ebru."Temettü Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve BIST 30 Endeksinde Bir Uygulama". Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Selçuk Üniversitesi, Konya.2014

ERASLAN, Mehmet ve Selahattin KOÇ."Kâr Payı Ödemelerinin Hisse Başına Kâra Etkisinin Analizi: Bist Çimento Sektöründe Bir Uygulama". **Al-Farabi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi** 1/2.2017. s.s.158-180.

ERCAN. Metin Kamil ve Ünsal BAN. **Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim**. 8. Baskı. Ankara: Gazi Kitapevi. 2014.

EUGENE F. Brigham, Joel F. HOUSTON. **Fundamentals of Financial Management.** 12. Baskı Ohio: South Western. 2009.

FERNANDEZ, Pablo. **Valuation Methods and Shareholder Value Creation**. San Diego: Academic Press. 2002.

FILBECK, Greg. "Asymmetric Information and Signaling Theory". **Dividends and Dividend Policy**. Editör Harold Kent Baker, New Jersey: JohnWiley&Sons. 2009.s.s. 163-177.

GITMAN, Lawrance J., Chad J. ZUTTER. **Principles of Managerial Finance.** Prentice Hall, 13th Edition.2012

GORDON, M.J. "Dividends, Earnings, and Stock Prices". **The Review of Economics and Statistics.** 41. 2 (1) (1959).s.s.99-105.

GÜNALP, Burak, Eyüp KADIOĞLU ve Saim KILIÇ."Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisinin Olup Olmadığının İMKB'de Test Edilmesi". **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi.** 28 (2).2010. s.s.47-69.

GÜNAY, Süleyman Gökhan. **Finansal Yönetim**.1. Baskı. Çanakkale: Paradigma Akademi Yayınları. 2015.

GÜNDOĞDU, Aysel. **Finansal Yönetim Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler**. Güncellenmiş 2. Baskı. Ankara: Seçkin Yayıncılık. 2018.

GÜRBÜZ, A. Osman ve Yakup ERGİNCAN. **Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar**. 1. Basım. İstanbul: Literatür Yayıncılık. 2004.

HALK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. web sitesi (Çevrimiçi) (https://halkyatirim.com.tr) (Erişim Tarihi:11.10.2021).

HOOI, Sew Eng, Mohamed ALBAITY ve Ahmad Ibn IBTAHIMY. "Dividend Policy and Share Price Volatility". **Investment Management and Financial Innovations**. 12 (1).2015. s.s.226-234

HORNE, James C. Van. **Financial Management and Policy**.12. Baskı. New Jersey: Prentice Hall. 2002.

JENSEN, Gerald R., Donald P. SOLBERG ve Thomas S. ZORN. "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies". **Journal of Financial and Quantitave Analysis**. 27 (2).1992. s.s.247-263.

JOSEPH, Aharony, Itzhak SWARY. "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis". **The Journal of Finance** 35 (1).1980. s.s.1-12.

KABA, Fettah. "Kâr Payı Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama. Sakarya". Yüksek Lisans Tezi. Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.Sakarya.2009.

KADERLİ, Yusuf ve Hatice BAŞKAYA. "Halka Açık Firmalarda Kâr Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama". **Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**. Cilt 1 (Sayı 1).2014.s.s. 49-64.

KAYA, Murat ve Özgün ŞANLI. "Kâr Payı Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerine Etkisi : BIST 30 Endeksi Üzerine Bir Araştıma". **Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**.6 (1).2019. s.s.107-116.

KOÇ, Selahattin, Bayram YALDIZ ve Zekai ŞENOL. "Nakit Temettü Ödemelerinin Firma Değeri Üzerine Etkilerinin Panel Veri Yöntemi İle Analizi: BIST 30 Üzerine Bir Uygulama (2007-2017)". **Sivas Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**. 21 (2).2020. s.s. 69-89.

KUZU, Serdar, ve İsmail Erkan ÇELİK. "İşletmelerde Kar Dağıtım Politikalarının Hisse Senedi Değeri Üzerine Etkisi: BIST 30 Endeks Hisseleri Üzerine Bir Uygulama". **International Journal of Social Science Research**. 9 (1).2020. s.s. 21-35.

LASHER, William R. **Practical Financial Management**. 5. Baskı. Mason: Thomson South-Western College Pub. 2008.

MALHOTRA, Nidhi ve Kamini TANDON. "Determinants of Stock Prices: Empirical Evidence from NSE 100 Companies". **International Journal of Research in Management & Technology**. 3 (3). 2013. s.s. 86-95.

MILLER, M.H., ve F. MODIGLIANI. "Dividend Policy, Growth, And The Valuation of Shares". **Journal of Business**. 34 (4).1961.s.s. 411-433.

MUREKEFU, Timothy Mahalang'ang'a ve Ochuodho Peter OUMA. "The Relatıonship Between Dividend Payout and Firm Performance: A Study of Listed Companies in Kenya". **European Scientific Journal**. 8 (9). 2012. s.s.199-215.

Türkiye Cumhuriyeti Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Ar-Ge Teşvikleri Genel Müdürlüğü. "Ar-Ge Merkezi İstatistikleri Aralık 2021". Türkiye Cumhuriyeti Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Web Sitesi.(Çevrimiçi) https://www.sanayi.gov.tr/assets/pdf/istatistik/ArGeMerkeziIstatistik2021.pdf. (Erişim Tarihi:10.01.2022).

NIZAR, Al-Malkawi, Husam-ALDIN, Michael RAFFERTY ve Rekha PILLAI. "Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence". **International Bulletin of Business Administration**. (9). 2010. s.s.171-200.

OĞUZ, Sevil. "Makroekonomik Faktörlerin Firma Değeri Tespitine Etkisi: BIST'te Bir Uygulama". Yüksek Lisans Tezi. Kastamonu: Kastamonu Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi İşletme Anabilim Dalı. 2017.

OKKA, Osman. **Analitik Finansal Yönetim:Teori ve Problemler.** Ankara: Nobel Yayın Dağıtım. 2009.

ÖZSOY, Ahmet. "Kurumsal Yönetişim ve Firma Değeri Etkileşimi: BIST İmalat Sektöründe Bir Uygulama". Yüksek Lisans Tezi. Kayseri: Nuh Naci Yazgan Üniverisitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı. Haziran.2019. s.s.27-28.

ÖZTÜRK, Hakkı. **Şirket Değerlemesinin Esasları Teorik ve Pratik Yaklaşımlar**. İstanbul: Türkmen Kitapevi. 2009.

PEKKAYA, Mehmet. "Kâr Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi:IMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz". **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi.** 2 (4). 2006. s.s.183-209.

REUTERS Eikon Web Sitesi. (Çevrimiçi) (https://eikon.thomsonreuters.com/index.html) (Erişim Tarihi:20.10.2021).

ROODMAN, David. "How To Do xtabond2:An Introduction to "Difference" and "System" GMM in Stata". **Center for Global Development.** Paper No: 103. 2006. s.s.1-44.

ROOIJ, Margot De ve Luc RENNEBOOG. "The Catering Theory of Dividends". **Dividends and Dividend Policy** içinde, Editör: Harold Kent Baker. New Jersey: JohnWiley & Sons, Inc. 2009.

SAYILGAN, Güven. **Soru ve Yanıtlarla İşletme Finansmanı**. 2. Baskı. Ankara: Turhan Kitabevi. 2006

SHAH, Syed Akif ve Umara NOREEN. "Stock Price Volatility and Role of Dividend Policy: Empirical Evidence from Pakistan". **International Journal of Economics and Financial Issues**. 6 (2). 2016. s.s.461-472.

SİPAHİ, Barış, Serhat YANIK ve Yusuf AYTÜRK. **Şirket Değerleme Yaklaşımları**. 1. Baskı Ankara: Nobel Yayın Dağıtım. 2011.

SÜSAY, Aynur, ve Cihan TANRIÖVEN."BIST'te Fiyat Oynaklığı Üzerine Kar Payı Dağıtımının Etkisi". **İşletme Araştırmaları Dergisi**. 10 (1). 2018.s.s.103-118.

TATOĞLU, Ferda Yerdelen. **İleri Panel Veri Analizi: Stata Uygulamalı.** 4. Baskı. İstanbul: Beta Yayıncılık.2020.

TATOĞLU, Ferda Yerdelen. **Panel Veri Ekonometrisi : Stata Uygulamalı**. 2. Baskı. İstanbul: Beta Yayıncılık.2013.

TEKBAŞ, Mehmet Şükrü, Ahmet KÖSE, Vedat SARIKOVANLIK, Serra Eren SARIOĞLU, Ahmet Kerem ÖZDEMİR ve Nazlı Kalfa BAŞ.Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları. İstanbul: Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu.2020.

TYASTARI, Tifani Titah Dwi, Erwin SARASWATI ve Rosidi. "Dividend Policy and Corporate Value (A Meta-Analysis)". **Jurnal Keuangan dan Perbankan**.21 (3). 2017. s.s. 344–355.

YAĞCILAR, Gamze Göçmen. Kar Dağıtım Teorisi. **Finansın Temel Teorileri**. Editör Aysel Gündoğdu, 243-244. İstanbul: Beta Basım. 2018.

ZEREN, Feyyaz. "Kar Payı Bilmecesinin Araştırılması :BIST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama". **Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**. 6 (5). 2017. s.s.172-183.

EKLER

EK 1: XKMYA Endeksindeki Firmaların Temettü Dağıtım Bilgileri

Şirket	Yıl	Hisse Başına Kâr (1 TL Nominal Değerli Hisseye İsabet Eden Temettü) (Net)	Kâr Payı Dağıtım Durumu (Kâr Payı Dağıtımı Var:1- Kâr Payı Dağıtımı Yok:0)	Toplam Dağıtılan Kâr Payı / Net Dağıtılabilir Dönem Kârı (%)
AKSA	2010	0.0712	1.00	32%
AKSA	2011	0.0754	1.00	30%
AKSA	2012	0.2280	1.00	47%
AKSA	2013	0.4115	1.00	59%
AKSA	2014	0.4984	1.00	67%
AKSA	2015	0.5610	1.00	64%
AKSA	2016	0.7225	1.00	67%
AKSA	2017	0.8500	1.00	125%
AKSA	2018	0.9520	1.00	60%
AKSA	2019	0.9405	1.00	78%
AKSA	2020	0.6290	1.00	77%
ALKİM KİMYA	2010	0.4147	1.00	59%
ALKİM KİMYA	2011	0.2177	1.00	49%
ALKİM KİMYA	2012	0.2825	1.00	59%
ALKİM KİMYA	2013	0.1964	1.00	35%
ALKİM KİMYA	2014	0.3659	1.00	55%
ALKİM KİMYA	2015	0.5215	1.00	63%
ALKİM KİMYA	2016	0.6104	1.00	49%
ALKİM KİMYA	2017	0.7028	1.00	71%
ALKİM KİMYA	2018	0.9801	1.00	50%
ALKİM KİMYA	2019	1.9453	1.00	55%
ALKİM KİMYA	2020	2.8891	1.00	54%
AYGAZ	2010	0.2833	1.00	31%
AYGAZ	2011	0.3540	1.00	51%
AYGAZ	2012	0.4260	1.00	39%
AYGAZ	2013	0.8500	1.00	97%
AYGAZ	2014	0.4958	1.00	82%
AYGAZ	2015	0.2833	1.00	44%
AYGAZ	2016	0.8925	1.00	72%
AYGAZ	2017	1.2750	1.00	104%
AYGAZ	2018	1.3033	1.00	77%
AYGAZ	2019	1.0937	1.00	163%
AYGAZ	2020	0.4250	1.00	53%

Şirket	Yıl	Hisse Başına Kâr (1 TL Nominal Değerli Hisseye İsabet Eden Temettü) (Net)	Kar Payı Dağıtım Durumu (Kâr Payı Dağıtımı Var:1- Kâr Payı Dağıtımı Yok:0)	Toplam Dağıtılan Kâr Payı / Net Dağıtılabilir Dönem Kârı (%)
BAGFAŞ	2010	-	0.00	0%
BAGFAŞ	2011	5.5908	1.00	42%
BAGFAŞ	2012	8.3673	1.00	40%
BAGFAŞ	2013	0.7620	1.00	35%
BAGFAŞ	2014	-	0.00	0%
BAGFAŞ	2015	0.0595	1.00	13%
BAGFAŞ	2016	-	0.00	0%
BAGFAŞ	2017	-	0.00	0%
BAGFAŞ	2018	-	0.00	0%
BAGFAŞ	2019	-	0.00	0%
BAGFAŞ	2020	-	0.00	0%
BRİSA	2010	3.7400	1.00	84%
BRİSA	2011	5.4570	1.00	84%
BRİSA	2012	7.7075	1.00	92%
BRİSA	2013	0.2006	1.00	81%
BRİSA	2014	0.3320	1.00	73%
BRİSA	2015	0.4208	1.00	72%
BRİSA	2016	0.4374	1.00	72%
BRİSA	2017	-	0.00	0%
BRİSA	2018	-	0.00	0%
BRİSA	2019	-	0.00	0%
BRİSA	2020	0.0791	1.00	21%
BERKOSAN YALITIM	2010	-	0.00	0%
BERKOSAN YALITIM	2011	-	0.00	0%
BERKOSAN YALITIM	2012	-	0.00	0%
BERKOSAN YALITIM	2013	-	0.00	0%
BERKOSAN YALITIM	2014	-	0.00	0%
BERKOSAN YALITIM	2015	-	0.00	0%
BERKOSAN YALITIM	2016	-	0.00	0%
BERKOSAN YALITIM	2017	-	0.00	0%
BERKOSAN YALITIM	2018	-	0.00	0%
BERKOSAN YALITIM	2019	-	0.00	0%
BERKOSAN YALITIM	2020	-	0.00	0%

Şirket	Yıl	Hisse Başına Kâr (1 TL Nominal Değerli Hisseye İsabet Eden Temettü) (Net)	Kar Payı Dağıtım Durumu (Kâr Payı Dağıtımı Var: 1- Kâr Payı Dağıtımı Yok:0)	Toplam Dağıtılan Kâr Payı / Net Dağıtılabilir Dönem Kârı (%)
DEVA HOLDİNG	2010	-	0.00	0%
DEVA HOLDİNG	2011	-	0.00	0%
DEVA HOLDİNG	2012	-	0.00	0%
DEVA HOLDİNG	2013	-	0.00	0%
DEVA HOLDİNG	2014	-	0.00	0%
DEVA HOLDİNG	2015	-	0.00	0%
DEVA HOLDİNG	2016	-	0.00	0%
DEVA HOLDİNG	2017	-	0.00	0%
DEVA HOLDİNG	2018	-	0.00	0%
DEVA HOLDİNG	2019	-	0.00	0%
DEVA HOLDİNG	2020	0.0850	1.00	15%
DYO BOYA	2010	-	0.00	0%
DYO BOYA	2011	-	0.00	0%
DYO BOYA	2012	-	0.00	0%
DYO BOYA	2013	-	0.00	0%
DYO BOYA	2014	-	0.00	0%
DYO BOYA	2015	-	0.00	0%
DYO BOYA	2016	-	0.00	0%
DYO BOYA	2017	-	0.00	0%
DYO BOYA	2018	-	0.00	0%
DYO BOYA	2019	-	0.00	0%
DYO BOYA	2020	0.0969	1.00	16%
EGE GÜBRE	2010	-	0.00	0%
EGE GÜBRE	2011	0.4250	1.00	0%
EGE GÜBRE	2012	0.4250	1.00	0%
EGE GÜBRE	2013	0.1700	1.00	28%
EGE GÜBRE	2014	-	0.00	0%
EGE GÜBRE	2015	0.1105	1.00	88%
EGE GÜBRE	2016	0.1360	1.00	93%
EGE GÜBRE	2017	0.4250	1.00	24%
EGE GÜBRE	2018	0.8500	1.00	32%
EGE GÜBRE	2019	1.0200	1.00	42%
EGE GÜBRE	2020	1.7000	1.00	44%

Şirket	Yıl	Hisse Başına Kâr (1 TL Nominal Değerli Hisseye İsabet Eden Temettü) (Net)	Kar Payı Dağıtım Durumu (Kâr Payı Dağıtımı Var 1- Kâr Payı Dağıtımı Yok:0)	Toplam Dağıtılan Kâr Payı / Net Dağıtılabilir Dönem Kârı (%)
EGE PROFİL	2010	-	0.00	0%
EGE PROFİL	2011	-	0.00	0%
EGE PROFİL	2012	-	0.00	0%
EGE PROFİL	2013	0.0845	1.00	30%
EGE PROFİL	2014	-	0.00	0%
EGE PROFİL	2015	-	0.00	0%
EGE PROFİL	2016	-	0.00	0%
EGE PROFİL	2017	0.2553	1.00	36%
EGE PROFİL	2018	0.2754	1.00	34%
EGE PROFİL	2019	0.4223	1.00	44%
EGE PROFİL	2020	-	0.00	0%
GOOD-YEAR	2010	-	0.00	0%
GOOD-YEAR	2011	0.2070	1.00	20%
GOOD-YEAR	2012	0.8799	1.00	20%
GOOD-YEAR	2013	0.7081	1.00	17%
GOOD-YEAR	2014	4.6527	1.00	77%
GOOD-YEAR	2015	0.7045	1.00	18%
GOOD-YEAR	2016	4.6989	1.00	77%
GOOD-YEAR	2017	0.0272	1.00	17%
GOOD-YEAR	2018	0.0617	1.00	17%
GOOD-YEAR	2019	0.0767	1.00	17%
GOOD-YEAR	2020	-	0.00	0%
GÜBRE FABRİK.	2010	-	0.00	0%
GÜBRE FABRİK.	2011	-	0.00	0%
GÜBRE FABRİK.	2012	-	0.00	0%
GÜBRE FABRİK.	2013	-	0.00	0%
GÜBRE FABRİK.	2014	0.1700	1.00	62%
GÜBRE FABRİK.	2015	0.1275	1.00	21%
GÜBRE FABRİK.	2016	0.0850	1.00	85%
GÜBRE FABRİK.	2017	-	0.00	0%
GÜBRE FABRİK.	2018	-	0.00	0%
GÜBRE FABRİK.	2019	-	0.00	0%
GÜBRE FABRİK.	2020	-	0.00	0%

Şirket	Yıl	Hisse Başına Kâr (1 TL Nominal Değerli Hisseye İsabet Eden Temettü) (Net)	Kar Payı Dağıtım Durumu (Kâr Payı Dağıtımı Var 1- Kâr Payı Dağıtımı Yok:0)	Toplam Dağıtılan Kâr Payı / Net Dağıtılabilir Dönem Kârı (%)
HEKTAŞ	2010	0.0559	1.00	93%
HEKTAŞ	2011	0.1336	1.00	88%
HEKTAŞ	2012	0.1224	1.00	89%
HEKTAŞ	2013	0.1795	1.00	87%
HEKTAŞ	2014	0.1576	1.00	68%
HEKTAŞ	2015	0.2040	1.00	73%
HEKTAŞ	2016	0.2313	1.00	76%
HEKTAŞ	2017	0.3234	1.00	88%
HEKTAŞ	2018	-	0.00	0%
HEKTAŞ	2019	0.4250	1.00	32%
HEKTAŞ	2020	-	0.00	0%
MARSHALL	2010	0.3060	1.00	45%
MARSHALL	2011	-	0.00	0%
MARSHALL	2012	-	0.00	0%
MARSHALL	2013	-	0.00	0%
MARSHALL	2014	-	0.00	0%
MARSHALL	2015	-	0.00	0%
MARSHALL	2016	-	0.00	0%
MARSHALL	2017	-	0.00	0%
MARSHALL	2018	-	0.00	0%
MARSHALL	2019	-	0.00	0%
MARSHALL	2020	-	0.00	0%
PETKİM	2010			
PETKİM	2011	-	0.00	0%
PETKİM	2012	0.0474	1.00	52%
PETKİM	2013	-	0.00	0%
PETKİM	2014	0.0400	1.00	92%
PETKİM	2015	-	0.00	0%
PETKİM	2016	0.2678	1.00	87%
PETKİM	2017	0.3400	1.00	89%
PETKİM	2018	0.4060	1.00	52%
PETKİM	2019	0.2800	1.00	54%
PETKİM	2020	0.2000	1.00	54%

Şirket	Yıl	Hisse Başına Kâr (1 TL Nominal Değerli Hisseye İsabet Eden Temettü) (Net)	Kar Payı Dağıtım Durumu (Kâr Payı Dağıtımı Var 1- Kâr Payı Dağıtımı Yok:0)	Toplam Dağıtılan Kâr Payı / Net Dağıtılabilir Dönem Kârı (%)
SASA POLYESTER	2010	-	0.00	0%
SASA POLYESTER	2011	-	0.00	0%
SASA POLYESTER	2012	-	0.00	0%
SASA POLYESTER	2013	-	0.00	0%
SASA POLYESTER	2014	-	0.00	0%
SASA POLYESTER	2015	-	0.00	0%
SASA POLYESTER	2016	-	0.00	0%
SASA POLYESTER	2017	0.2178	1.00	79%
SASA POLYESTER	2018	0.4667	1.00	100%
SASA POLYESTER	2019	0.6658	1.00	89%
SASA POLYESTER	2020	-	0.00	0%
TÜPRAŞ	2010	2.1440	1.00	77%
TÜPRAŞ	2011	2.5316	1.00	100%
TÜPRAŞ	2012	3.3427	1.00	79%
TÜPRAŞ	2013	3.2725	1.00	65%
TÜPRAŞ	2014	1.3447	1.00	31%
TÜPRAŞ	2015	-	0.00	0%
TÜPRAŞ	2016	5.5250	1.00	59%
TÜPRAŞ	2017	5.2853	1.00	80%
TÜPRAŞ	2018	11.5626	1.00	83%
TÜPRAŞ	2019	12.8775	1.00	95%
TÜPRAŞ	2020	-	0.00	0%

EK 2: XKMYA Endeksindeki Firmaların Değişkenlerine Ait Bilgiler

Şirket	Yıl	Borç/Özkaynak Oranı (%)	ROA (%)	PD/DD
AKSA	2010	39%	4.35	0.91
AKSA	2011	58%	6.45	0.97
AKSA	2012	31%	10.50	0.99
AKSA	2013	33%	8.35	1.42
AKSA	2014	35%	8.55	1.23
AKSA	2015	50%	9.38	1.55
AKSA	2016	67%	5.15	1.36
AKSA	2017	84%	9.85	1.73
AKSA	2018	131%	5.95	0.95
AKSA	2019	104%	6.63	1.65
AKSA	2020	102%	9.65	2.53
ALKİM KİMYA	2010	14%	6.44	1.34
ALKİM KİMYA	2011	38%	8.47	1.28
ALKİM KİMYA	2012	32%	5.70	1.90
ALKİM KİMYA	2013	26%	6.14	2.11
ALKİM KİMYA	2014	13%	7.88	2.18
ALKİM KİMYA	2015	18%	11.57	1.71
ALKİM KİMYA	2016	25%	14.89	2.02
ALKİM KİMYA	2017	19%	17.20	2.36
ALKİM KİMYA	2018	14%	20.07	1.84
ALKİM KİMYA	2019	12%	25.51	2.43
ALKİM KİMYA	2020	9%	30.47	4.48
AYGAZ	2010	6%	8.86	1.26
AYGAZ	2011	0%	13.77	1.23
AYGAZ	2012	0%	10.76	1.19
AYGAZ	2013	11%	6.68	1.10
AYGAZ	2014	15%	6.60	1.25
AYGAZ	2015	21%	11.42	1.16
AYGAZ	2016	23%	10.20	1.32
AYGAZ	2017	33%	12.55	1.65
AYGAZ	2018	56%	4.58	1.36
AYGAZ	2019	50%	5.49	1.55
AYGAZ	2020	60%	- 0.48	1.90

Şirket	Yıl	Borç/Özkaynak Oranı (%)	ROA (%)	PD/DD
BAGFAŞ	2010	0%	20.02	2.67
BAGFAŞ	2011	1%	24.63	1.93
BAGFAŞ	2012	13%	7.06	2.10
BAGFAŞ	2013	91%	0.50	1.39
BAGFAŞ	2014	107%	5.44	2.09
BAGFAŞ	2015	79%	24.46	1.11
BAGFAŞ	2016	91%	- 3.23	0.92
BAGFAŞ	2017	105%	- 0.86	1.00
BAGFAŞ	2018	167%	- 8.57	0.60
BAGFAŞ	2019	164%	5.60	1.70
BAGFAŞ	2020	230%	- 2.32	2.26
BRİSA	2010	42%	7.80	2.28
BRİSA	2011	80%	7.75	2.20
BRİSA	2012	114%	8.26	3.31
BRİSA	2013	102%	10.90	2.62
BRİSA	2014	111%	12.50	4.95
BRİSA	2015	167%	10.62	3.70
BRİSA	2016	313%	3.22	3.31
BRİSA	2017	297%	3.03	3.25
BRİSA	2018	289%	2.39	2.10
BRİSA	2019	354%	2.32	3.23
BRİSA	2020	220%	9.52	4.23
BERKOSAN YALITIM	2010	99%	- 1.37	-
BERKOSAN YALITIM	2011	24%	3.05	3.25
BERKOSAN YALITIM	2012	36%	1.35	4.25
BERKOSAN YALITIM	2013	77%	-7.85	1.74
BERKOSAN YALITIM	2014	60%	2.66	1.86
BERKOSAN YALITIM	2015	99%	0.93	1.24
BERKOSAN YALITIM	2016	43%	1.04	1.85
BERKOSAN YALITIM	2017	68%	3.65	1.35
BERKOSAN YALITIM	2018	74%	1.36	1.03
BERKOSAN YALITIM	2019	104%	-1.25	1.62
BERKOSAN YALITIM	2020	85%	11.52	4.49

Şirket	Yıl	Borç/Özkaynak Oranı (%)	ROA (%)	PD/DD
DEVA HOLDİNG	2010	45%	- 0.28	1.71
DEVA HOLDİNG	2011	66%	- 2.43	1.14
DEVA HOLDİNG	2012	71%	4.93	1.10
DEVA HOLDİNG	2013	87%	3.17	0.92
DEVA HOLDİNG	2014	92%	1.01	1.02
DEVA HOLDİNG	2015	91%	5.05	1.71
DEVA HOLDİNG	2016	72%	6.00	1.37
DEVA HOLDİNG	2017	78%	8.14	1.45
DEVA HOLDİNG	2018	94%	9.32	0.88
DEVA HOLDİNG	2019	75%	15.10	1.74
DEVA HOLDİNG	2020	65%	25.02	2.95
DYO BOYA	2010	135%	0.30	2.51
DYO BOYA	2011	406%	- 11.94	1.79
DYO BOYA	2012	364%	3.18	1.98
DYO BOYA	2013	289%	1.92	1.41
DYO BOYA	2014	253%	2.72	1.87
DYO BOYA	2015	257%	0.44	1.41
DYO BOYA	2016	315%	1.57	2.84
DYO BOYA	2017	269%	-0.43	5.11
DYO BOYA	2018	440%	- 3.93	2.23
DYO BOYA	2019	306%	1.92	2.62
DYO BOYA	2020	138%	11.57	3.76
EGE GÜBRE	2010	66%	6.78	2.44
EGE GÜBRE	2011	68%	- 0.08	1.44
EGE GÜBRE	2012	43%	5.35	1.75
EGE GÜBRE	2013	72%	- 3.43	1.12
EGE GÜBRE	2014	78%	3.80	1.76
EGE GÜBRE	2015	80%	0.64	1.31
EGE GÜBRE	2016	25%	7.84	1.43
EGE GÜBRE	2017	27%	11.68	1.55
EGE GÜBRE	2018	20%	8.99	1.15
EGE GÜBRE	2019	66%	9.83	2.25
EGE GÜBRE	2020	71%	16.80	4.76

Şirket	Yıl	Borç/Özkaynak Oranı (%)	ROA (%)	PD/DD
EGE PROFİL	2010	66%	6.04	4.09
EGE PROFİL	2011	71%	4.05	2.29
EGE PROFİL	2012	49%	6.55	1.90
EGE PROFİL	2013	52%	4.54	1.48
EGE PROFİL	2014	54%	5.79	1.53
EGE PROFİL	2015	64%	5.12	0.84
EGE PROFİL	2016	63%	7.22	1.42
EGE PROFİL	2017	79%	6.45	2.29
EGE PROFİL	2018	81%	9.13	1.67
EGE PROFİL	2019	87%	2.95	2.28
EGE PROFİL	2020	48%	10.30	4.49
GOOD-YEAR	2010	29%	3.02	0.97
GOOD-YEAR	2011	36%	10.58	1.49
GOOD-YEAR	2012	8%	8.46	2.12
GOOD-YEAR	2013	0%	11.28	1.39
GOOD-YEAR	2014	0%	7.60	2.62
GOOD-YEAR	2015	1%	10.20	1.91
GOOD-YEAR	2016	1%	5.68	2.08
GOOD-YEAR	2017	18%	10.78	2.09
GOOD-YEAR	2018	48%	9.49	1.42
GOOD-YEAR	2019	7%	17.09	1.21
GOOD-YEAR	2020	5%	8.63	2.15
GÜBRE FABRİK.	2010	43%	6.04	3.16
GÜBRE FABRİK.	2011	47%	5.05	1.43
GÜBRE FABRİK.	2012	76%	7.41	2.19
GÜBRE FABRİK.	2013	78%	3.64	1.18
GÜBRE FABRİK.	2014	63%	6.67	1.81
GÜBRE FABRİK.	2015	67%	2.47	1.81
GÜBRE FABRİK.	2016	78%	- 1.96	1.54
GÜBRE FABRİK.	2017	86%	0.94	1.46
GÜBRE FABRİK.	2018	130%	- 2.10	1.16
GÜBRE FABRİK.	2019	195%	- 3.47	5.44
GÜBRE FABRİK.	2020	93%	5.54	26.61

Şirket	Yıl	Borç/Özkaynak Oranı (%)	ROA (%)	PD/DD
HEKTAŞ	2010	14%	12.11	1.27
HEKTAŞ	2011	37%	9.36	0.99
HEKTAŞ	2012	5%	14.37	1.38
HEKTAŞ	2013	11%	13.78	1.22
HEKTAŞ	2014	23%	15.18	1.72
HEKTAŞ	2015	15%	14.04	1.69
HEKTAŞ	2016	22%	15.01	1.97
HEKTAŞ	2017	50%	18.67	3.72
HEKTAŞ	2018	140%	20.99	2.82
HEKTAŞ	2019	117%	15.21	3.60
HEKTAŞ	2020	151%	11.26	5.62
MARSHALL	2010	0%	8.33	2.60
MARSHALL	2011	0%	- 1.01	3.60
MARSHALL	2012	21%	- 1.66	4.99
MARSHALL	2013	0%	- 1.65	3.16
MARSHALL	2014	0%	- 0.19	3.79
MARSHALL	2015	0%	- 0.29	3.30
MARSHALL	2016	0%	2.12	3.18
MARSHALL	2017	22%	- 1.22	4.89
MARSHALL	2018	132%	- 14.74	3.86
MARSHALL	2019	115%	6.67	5.67
MARSHALL	2020	103%	5.49	29.28
PETKİM	2010	6%	5.80	1.49
PETKİM	2011	18%	4.06	1.16
PETKİM	2012	17%	0.90	1.66
PETKİM	2013	21%	1.62	1.60
PETKİM	2014	33%	0.18	1.85
PETKİM	2015	45%	13.54	1.67
PETKİM	2016	55%	12.38	1.85
PETKİM	2017	77%	19.95	3.07
PETKİM	2018	129%	7.90	1.48
PETKİM	2019	130%	6.36	1.22
PETKİM	2020	134%	5.93	1.66

Şirket	Yıl	Borç/Özkaynak Oranı (%)	ROA (%)	PD/DD
SASA POLYESTER	2010	56%	6.95	1.04
SASA POLYESTER	2011	47%	7.61	1.01
SASA POLYESTER	2012	116%	- 4.55	1.06
SASA POLYESTER	2013	57%	0.93	0.76
SASA POLYESTER	2014	64%	10.83	1.32
SASA POLYESTER	2015	39%	10.36	1.15
SASA POLYESTER	2016	65%	15.83	1.93
SASA POLYESTER	2017	81%	11.94	4.17
SASA POLYESTER	2018	118%	18.30	2.86
SASA POLYESTER	2019	167%	17.88	2.48
SASA POLYESTER	2020	205%	3.37	5.81
TÜPRAŞ	2010	75%	6.11	2.50
TÜPRAŞ	2011	53%	8.66	2.29
TÜPRAŞ	2012	87%	9.32	2.66
TÜPRAŞ	2013	127%	6.34	2.11
TÜPRAŞ	2014	124%	6.77	2.25
TÜPRAŞ	2015	117%	10.76	2.10
TÜPRAŞ	2016	147%	6.33	2.19
TÜPRAŞ	2017	142%	10.99	2.93
TÜPRAŞ	2018	178%	9.50	2.97
TÜPRAŞ	2019	143%	1.10	2.45
TÜPRAŞ	2020	248%	- 4.27	2.36

EK3: XGIDA Endeksindeki Firmaların Temettü Dağıtım Bilgileri

Şirket	Yıl	Hisse Başına Kâr (1 TL Nominal Değerli Hisseye İsabet Eden Temettü) (Net)	Kar Payı Dağıtım Durumu (Kâr Payı Dağıtımı Var :1- Kâr Payı Dağıtımı Yok:0)	Toplam Dağıtılan Kâr Payı / Net Dağıtılabilir Dönem Kârı (%)
ANADOLU EFES	2010	0.272	1.00	33.5%
ANADOLU EFES	2011	0.41	1.00	42.3%
ANADOLU EFES	2012	0.38	1.00	58.3%
ANADOLU EFES	2013	0.38	1.00	43.3%
ANADOLU EFES	2014	0.00	0.00	0.0%
ANADOLU EFES	2015	0.39	1.00	0.0%
ANADOLU EFES	2016	0.21	1.00	0.0%
ANADOLU EFES	2017	0.21	1.00	0.0%
ANADOLU EFES	2018	0.36	1.00	0.0%
ANADOLU EFES	2019	0.43	1.00	0.0%
ANADOLU EFES	2020	0.00	0.00	0.0%
COCA COLA İÇECEK	2010	0.17	1.00	30.3%
COCA COLA İÇECEK	2011	0.23	1.00	35.5%
COCA COLA İÇECEK	2012	0.20	1.00	43.0%
COCA COLA İÇECEK	2013	0.27	1.00	20.8%
COCA COLA İÇECEK	2014	0.28	1.00	14.1%
COCA COLA İÇECEK	2015	0.33	1.00	31.4%
COCA COLA İÇECEK	2016	0.10	1.00	25.6%
COCA COLA İÇECEK	2017	0.17	1.00	0.0%
COCA COLA İÇECEK	2018	0.67	1.00	95.5%
COCA COLA İÇECEK	2019	1.00	1.00	91.8%
COCA COLA İÇECEK	2020	0.80	1.00	24.7%
FRİGO PAK GIDA	2010	0.00	0.00	0.0%
FRİGO PAK GIDA	2011	0.00	0.00	0.0%
FRİGO PAK GIDA	2012	0.00	0.00	0.0%
FRİGO PAK GIDA	2013	0.00	0.00	0.0%
FRİGO PAK GIDA	2014	0.00	0.00	0.0%
FRİGO PAK GIDA	2015	0.00	0.00	0.0%
FRİGO PAK GIDA	2016	0.00	0.00	0.0%
FRİGO PAK GIDA	2017	0.00	0.00	0.0%
FRİGO PAK GIDA	2018	0.00	0.00	0.0%
FRİGO PAK GIDA	2019	0.00	0.00	0.0%
FRİGO PAK GIDA	2020	0.85	1.00	97.1%

Şirket	Yıl	Hisse Başına Kâr (1 TL Nominal Değerli Hisseye İsabet Eden Temettü) (Net)	Kar Payı Dağıtım Durumu (Kâr Payı Dağıtımı Var:1- Kâr Payı Dağıtımı Yok:0)	Toplam Dağıtılan Kâr Payı / Net Dağıtılabilir Dönem Kârı (%)
KONFRUT GIDA	2010	0.00	0.00	0.0%
KONFRUT GIDA	2011	0.00	0.00	0.0%
KONFRUT GIDA	2012	0.00	0.00	0.0%
KONFRUT GIDA	2013	0.00	0.00	0.0%
KONFRUT GIDA	2014	0.00	0.00	0.0%
KONFRUT GIDA	2015	0.00	0.00	0.0%
KONFRUT GIDA	2016	0.00	0.00	0.0%
KONFRUT GIDA	2017	0.00	0.00	0.0%
KONFRUT GIDA	2018	0.00	0.00	0.0%
KONFRUT GIDA	2019	0.00	0.00	0.0%
KONFRUT GIDA	2020	0.00	0.00	0.0%
KRİSTAL KOLA	2010	0.00	0.00	0.0%
KRİSTAL KOLA	2011	0.00	0.00	0.0%
KRİSTAL KOLA	2012	0.00	0.00	0.0%
KRİSTAL KOLA	2013	0.00	0.00	0.0%
KRİSTAL KOLA	2014	0.00	0.00	0.0%
KRİSTAL KOLA	2015	0.00	0.00	0.0%
KRİSTAL KOLA	2016	0.00	0.00	0.0%
KRİSTAL KOLA	2017	0.00	0.00	0.0%
KRİSTAL KOLA	2018	0.00	0.00	0.0%
KRİSTAL KOLA	2019	0.00	0.00	0.0%
KRİSTAL KOLA	2020	0.00	0.00	0.0%
PINAR ET VE UN	2010	0.62	1.00	80.0%
PINAR ET VE UN	2011	0.65	1.00	85.0%
PINAR ET VE UN	2012	0.53	1.00	86.0%
PINAR ET VE UN	2013	0.54	1.00	89.0%
PINAR ET VE UN	2014	0.64	1.00	72.2%
PINAR ET VE UN	2015	0.49	1.00	48.3%
PINAR ET VE UN	2016	0.82	1.00	53.7%
PINAR ET VE UN	2017	0.86	1.00	62.3%
PINAR ET VE UN	2018	0.42	1.00	30.4%
PINAR ET VE UN	2019	0.79	1.00	55.2%
PINAR ET VE UN	2020	0.77	1.00	71.8%

Şirket	Yıl	Hisse Başına Kâr (1 TL Nominal Değerli Hisseye İsabet Eden Temettü) (Net)	Kar Payı Dağıtım Durumu (Kâr Payı Dağıtımı Var :1- Kâr Payı Dağıtımı Yok:0)	Toplam Dağıtılan Kâr Payı / Net Dağıtılabilir Dönem Kârı (%)
SELÇUK GIDA	2010	0.00	0.00	0.0%
SELÇUK GIDA	2011	0.00	0.00	0.0%
SELÇUK GIDA	2012	0.00	0.00	0.0%
SELÇUK GIDA	2013	0.00	0.00	0.0%
SELÇUK GIDA	2014	0.00	0.00	0.0%
SELÇUK GIDA	2015	0.00	0.00	0.0%
SELÇUK GIDA	2016	0.00	0.00	0.0%
SELÇUK GIDA	2017	0.00	0.00	0.0%
SELÇUK GIDA	2018	0.00	0.00	0.0%
SELÇUK GIDA	2019	0.00	0.00	0.0%
SELÇUK GIDA	2020	0.00	0.00	0.0%
TAT GIDA	2010	0.00	0.00	0.0%
TAT GIDA	2011	0.00	0.00	0.0%
TAT GIDA	2012	0.00	0.00	0.0%
TAT GIDA	2013	0.00	0.00	0.0%
TAT GIDA	2014	0.00	0.00	0.0%
TAT GIDA	2015	0.00	0.00	0.0%
TAT GIDA	2016	0.11	1.00	22.4%
TAT GIDA	2017	0.17	1.00	37.5%
TAT GIDA	2018	0.17	1.00	39.7%
TAT GIDA	2019	0.00	0.00	0.0%
TAT GIDA	2020	0.17	1.00	35.8%
TUKAŞ	2010	0.00	0.00	0.0%
TUKAŞ	2011	0.00	0.00	0.0%
TUKAŞ	2012	0.00	0.00	0.0%
TUKAŞ	2013	0.00	0.00	0.0%
TUKAŞ	2014	0.00	0.00	0.0%
TUKAŞ	2015	0.00	0.00	0.0%
TUKAŞ	2016	0.00	0.00	0.0%
TUKAŞ	2017	0.00	0.00	0.0%
TUKAŞ	2018	0.00	0.00	0.0%
TUKAŞ	2019	0.00	0.00	0.0%
TUKAŞ	2020	0.00	0.00	0.0%

Şirket	Yıl	Hisse Başına Kâr (1 TL Nominal Değerli Hisseye İsabet Eden Temettü) (Net)	Kar Payı Dağıtım Durumu (Kâr Payı Dağıtımı Var:1- Kâr Payı Dağıtımı Yok:0)	Toplam Dağıtılan Kâr Payı / Net Dağıtılabilir Dönem Kârı (%)
ÜLKER BİSKÜVİ	2010	0.03	1.00	14.5%
ÜLKER BİSKÜVİ	2011	0.04	1.00	10.0%
ÜLKER BİSKÜVİ	2012	0.70	1.00	219.6%
ÜLKER BİSKÜVİ	2013	0.37	1.00	88.1%
ÜLKER BİSKÜVİ	2014	0.33	1.00	71.4%
ÜLKER BİSKÜVİ	2015	0.23	1.00	45.9%
ÜLKER BİSKÜVİ	2016	0.23	1.00	71.8%
ÜLKER BİSKÜVİ	2017	0.16	1.00	70.6%
ÜLKER BİSKÜVİ	2018	0.22	1.00	59.6%
ÜLKER BİSKÜVİ	2019	0.00	0.00	0.0%
ÜLKER BİSKÜVİ	2020	0.00	0.00	0.0%

EK 4: XGIDA Endeksindeki Firmaların Değişkenlerine Ait Bilgiler

Şirket	Yıl	Borç/Özkaynak Oranı (%)	ROE (%)	PD/DD
ANADOLU EFES	2010	62.7%	19,39	3.81
ANADOLU EFES	2011	65.5%	11,54	3.26
ANADOLU EFES	2012	30.3%	12,39	2.27
ANADOLU EFES	2013	39.2%	32,06	2.61
ANADOLU EFES	2014	38.1%	-5,96	2.54
ANADOLU EFES	2015	42.8%	-2,58	2.26
ANADOLU EFES	2016	41.7%	-0,83	1.93
ANADOLU EFES	2017	54.3%	1,57	1.46
ANADOLU EFES	2018	43.7%	-0,11	1.07
ANADOLU EFES	2019	43.3%	8,43	1.04
ANADOLU EFES	2020	48.6%	6,27	1.07
COCA COLA İÇECEK	2010	86.8%	14,8	3.66
COCA COLA İÇECEK	2011	97.8%	9,15	3.48
COCA COLA İÇECEK	2012	80.4%	21,5	4.99
COCA COLA İÇECEK	2013	107.5%	21,92	5.11
COCA COLA İÇECEK	2014	78.4%	11,27	4.25
COCA COLA İÇECEK	2015	81.5%	3,53	2.62
COCA COLA İÇECEK	2016	75.5%	-0,72	1.96
COCA COLA İÇECEK	2017	113.4%	5,27	1.84
COCA COLA İÇECEK	2018	79.5%	6,22	1.4
COCA COLA İÇECEK	2019	74.5%	15,95	1.51
COCA COLA İÇECEK	2020	70.5%	17,39	2.18
FRİGO PAK GIDA	2010	171.5%	-62,17	4.26
FRİGO PAK GIDA	2011	113.4%	-39,88	2.03
FRİGO PAK GIDA	2012	85.4%	-10,92	1.37
FRİGO PAK GIDA	2013	150.9%	-29,77	0.67
FRİGO PAK GIDA	2014	132.8%	-14,37	0.73
FRİGO PAK GIDA	2015	147.5%	-45,92	0.5
FRİGO PAK GIDA	2016	147.8%	-18,44	0.44
FRİGO PAK GIDA	2017	92.7%	8,77	0.47
FRİGO PAK GIDA	2018	61.4%	22,67	0.5
FRİGO PAK GIDA	2019	46.1%	43,95	2.47
FRİGO PAK GIDA	2020	26.4%	41,57	4.26

Şirket	Yıl	Borç/Özkaynak Oranı (%)	ROE (%)	PD/DD
KONFRUT GIDA	2010	0.001%	14,07	1.95
KONFRUT GIDA	2011	19.1%	31,01	1.86
KONFRUT GIDA	2012	39.9%	16,07	1.99
KONFRUT GIDA	2013	41.7%	10,12	1.14
KONFRUT GIDA	2014	1.2%	23,96	1.75
KONFRUT GIDA	2015	2.1%	11,63	1.48
KONFRUT GIDA	2016	6.4%	15,37	1.17
KONFRUT GIDA	2017	5.9%	20,18	1.11
KONFRUT GIDA	2018	8.8%	33,14	1.33
KONFRUT GIDA	2019	6.5%	14,67	1.89
KONFRUT GIDA	2020	33.1%	16,46	3.46
KRİSTAL KOLA	2010	0.001%	-3,89	1.2
KRİSTAL KOLA	2011	0.001%	0,25	0.52
KRİSTAL KOLA	2012	1.6%	-2,26	0.53
KRİSTAL KOLA	2013	0.8%	4,02	0.61
KRİSTAL KOLA	2014	0.9%	0,55	1.28
KRİSTAL KOLA	2015	0.9%	3,06	1.17
KRİSTAL KOLA	2016	13.5%	4,45	1.01
KRİSTAL KOLA	2017	29.3%	4,14	1.05
KRİSTAL KOLA	2018	37.3%	-11,97	1.38
KRİSTAL KOLA	2019	10.7%	0,67	1.19
KRİSTAL KOLA	2020	5.9%	3,93	2.7
PINAR ET VE UN	2010	3.9%	14,33	1.05
PINAR ET VE UN	2011	11.1%	10,05	0.78
PINAR ET VE UN	2012	3.8%	10,43	0.92
PINAR ET VE UN	2013	0.2%	11,79	0.98
PINAR ET VE UN	2014	0.2%	13,07	1.15
PINAR ET VE UN	2015	1.3%	17,72	1.2
PINAR ET VE UN	2016	0.01%	14,47	1.08
PINAR ET VE UN	2017	1.0%	12,89	0.84
PINAR ET VE UN	2018	1.0%	11,77	0.4
PINAR ET VE UN	2019	1.1%	7,65	0.61
PINAR ET VE UN	2020	10.5%	13,28	1.29

Şirket	Yıl	Borç/Özkaynak Oranı (%)	ROE (%)	PD/DD
PINAR SU	2010	4.5%	5,30	0.85
PINAR SU	2011	3.7%	-1,19	0.58
PINAR SU	2012	10.4%	0,51	0.6
PINAR SU	2013	23.7%	-11,44	0.56
PINAR SU	2014	41.3%	3,27	0.89
PINAR SU	2015	74.8%	-15,97	0.82
PINAR SU	2016	129.8%	-33,21	1.25
PINAR SU	2017	177.1%	-30,91	1.26
PINAR SU	2018	217.5%	-34,37	0.87
PINAR SU	2019	362.2%	-56,38	2.01
PINAR SU	2020	277.0%	-58,82	3.97
PINAR SÜT	2010	3.9%	16,35	1.72
PINAR SÜT	2011	8.1%	17,7	1.6
PINAR SÜT	2012	3.6%	13,12	1.66
PINAR SÜT	2013	0.3%	14,73	1.65
PINAR SÜT	2014	2.1%	17,26	1.81
PINAR SÜT	2015	3.6%	11,15	1.26
PINAR SÜT	2016	11.3%	10,17	1.2
PINAR SÜT	2017	21.3%	7,34	0.81
PINAR SÜT	2018	16.9%	6,69	0.38
PINAR SÜT	2019	17.0%	4,13	0.63
PINAR SÜT	2020	29.1%	4,1	0.98
SELÇUK GIDA	2010	0.5%	1,50	0.93
SELÇUK GIDA	2011	17.0%	3,60	1.06
SELÇUK GIDA	2012	13.3%	10,42	1
SELÇUK GIDA	2013	14.5%	12,73	0.64
SELÇUK GIDA	2014	20.5%	-0,83	0.79
SELÇUK GIDA	2015	23.8%	7,92	0.66
SELÇUK GIDA	2016	35.6%	-8,13	0.52
SELÇUK GIDA	2017	23.9%	3,39	0.47
SELÇUK GIDA	2018	3.4%	3,20	0.85
SELÇUK GIDA	2019	0.8%	15,53	0.76
SELÇUK GIDA	2020	0.01%	2,63	2.87

Şirket	Yıl	Borç/Özkaynak Oranı (%)	ROE (%)	PD/DD
TAT GIDA	2010	109.0%	9,19	3.17
TAT GIDA	2011	119.4%	4,76	1.3
TAT GIDA	2012	119.1%	1,37	1.58
TAT GIDA	2013	108.2%	1,24	1.67
TAT GIDA	2014	53.9%	54,47	1.55
TAT GIDA	2015	21.2%	17,53	1.8
TAT GIDA	2016	16.0%	14,72	1.69
TAT GIDA	2017	22.2%	12,83	1.46
TAT GIDA	2018	31.2%	7,76	1.04
TAT GIDA	2019	40.6%	12,46	1.53
TAT GIDA	2020	43.0%	26,44	2.29
TUKAŞ	2010	84.9%	1,14	1.52
TUKAŞ	2011	18.3%	-62,17	1.98
TUKAŞ	2012	117.1%	-27,62	1.18
TUKAŞ	2013	397.1%	-67,07	2.3
TUKAŞ	2014	161.7%	-79,58	4.64
TUKAŞ	2015	94.1%	39,51	4.69
TUKAŞ	2016	87.3%	11,80	2.7
TUKAŞ	2017	122.1%	4,53	4.31
TUKAŞ	2018	193.4%	22,57	2.59
TUKAŞ	2019	144.3%	47,12	12.01
TUKAŞ	2020	94.0%	30,86	4.82
ÜLKER BİSKÜVİ	2010	92.1%	14,30	1.01
ÜLKER BİSKÜVİ	2011	162.4%	53,46	1.45
ÜLKER BİSKÜVİ	2012	139.0%	17,04	3.45
ÜLKER BİSKÜVİ	2013	99.3%	18,08	4.6
ÜLKER BİSKÜVİ	2014	228.9%	20,12	6.51
ÜLKER BİSKÜVİ	2015	194.7%	25,11	4.45
ÜLKER BİSKÜVİ	2016	204.2%	20,98	4.43
ÜLKER BİSKÜVİ	2017	168.1%	22,43	2.93
ÜLKER BİSKÜVİ	2018	142.6%	25,07	1.52
ÜLKER BİSKÜVİ	2019	120.4%	25,0	1.64
ÜLKER BİSKÜVİ	2020	145.0%	18,98	1.31