CUMHURİYET ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Ana Bilim Dalı
Muhasebe Finansman Bilim Dalı

KÂR PAYI ÖDEMELERİNİN HİSSE BAŞINA KÂRA ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÇİMENTO SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA

Yüksek Lisans Tezi

Mehmet ERASLAN

Sivas
Eylül2016

CUMHURİYET ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Ana Bilim Dalı
Muhasebe Finansman Bilim Dalı

KÂR PAYI ÖDEMELERİNİN HİSSE BAŞINA KÂRA ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÇİMENTO SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA

Yüksek Lisans Tezi

Mehmet ERASLAN

Tez Danışmanı
Yrd. Doç. Dr. Selahattin KOÇ

Sivas
Eylül2016

KABUL VE ONAY

Üniversite:	**: Cumhuriyet Üniversitesi**
Enstitü	**: Sosyal Bilimler Enstitüsü**
Ana Bilim Dalı	**: İşletme Ana Bilim Dalı**
Bilim Dalı	**: Muhasebe Finansman**
Tezin Başlığı	**: Kâr Payı Ödemelerinin Hisse Başına Kâra Etkisi: Borsa İstanbul Çimento Sektöründe Bir Uygulama**
Savunma Tarihi	**: 22-09-2016**
Danışmanı	**: Yrd. Doç. Dr. Selahattin KOÇ**

	Unvanı - Adı Soyadı	**İmza**
Jüri Başkanı	**: Doç. Dr. Süleyman Serdar KARACA**	
Üye	**: Yrd. Doç. Dr. Yüksel AYDIN**	
Üye	**: Yrd. Doç. Dr. Selahattin KOÇ**	

Oy Birliği ☒

Oy Çokluğu ☐

Mehmet ERASLAN tarafından hazırlanan **Kâr Payı Ödemelerinin Hisse Başına Kâra Etkisi: Borsa İstanbul Çimento Sektöründe Bir Uygulama** başlıklı tez, kabul edilmiştir.

..../..../.....

Prof. Dr. Ahmet ŞENGÖNÜL
Enstitü Müdürü

ETİK İLKELERE UYGUNLUK BEYANI

Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü bünyesinde hazırladığım bu Yüksek Lisans tezinin bizzat tarafımdan ve kendi sözcüklerimle yazılmış orijinal bir çalışma olduğunu ve bu tezde;

1- Çeşitli yazarların çalışmalarından faydalandığımda bu çalışmaların ilgili bölümlerini doğru ve net biçimde göstererek yazarlara açık biçimde atıfta bulunduğumu;

2- Yazdığım metinlerin tamamı ya da sadece bir kısmı, daha önce herhangi bir yerde yayımlanmışsa bunu da açıkça ifade ederek gösterdiğimi;

3- Başkalarına ait alıntılanan tüm verileri (tablo, grafik, şekil vb. de dahil olmak üzere) atıflarla belirttiğimi;

4- Başka yazarların kendi kelimeleriyle alıntıladığım metinlerini, tırnak içerisinde veya farklı dizerek verdiğim yine başka yazarlara ait olup fakat kendi sözcüklerimle ifade ettiğim hususları da istisnasız olarak kaynak göstererek belirttiğimi,

beyan ve bu etik ilkeleri ihlal etmiş olmam halinde bütün sonuçlarına katlanacağımı kabul ederim.

İmza

Mehmet ERASLAN

TEŞEKKÜR METNİ

Bu çalışmaya başlamadan önce bilgi ve birikimlerinden azami ölçüde faydalandığım bölüm hocalarıma teşekkürlerimi sunuyorum. Bu tez çalışmasının her aşamasında beni yönlendiren ve emeğini benden esirgemeyen tez danışmanım Yrd. Doç. Dr. Selahattin KOÇ'a bu çalışmaya yaptığı katkılardan dolayı teşekkür ediyor ve akademik çalışmalarında başarılar diliyorum.

Ayrıca yüksek lisansım boyunca manevi desteğini benden esirgemeyen daire başkanım Alptekin YÜCEL'e teşekkür ediyorum.

İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR METNİ ..... **i**

İÇİNDEKİLER ..... **iii**

KISALTMALAR ..... **vii**

TABLO LİSTESİ ..... **ix**

ÖZET ..... **xi**

ABSTRACT ..... **xiii**

GİRİŞ **1**

1. BÖLÜM **5**

PAY SENETLERİ İLE İLGİLİ GENEL BİLGİLER **5**

1.1. Pay Senetleri 5

1.1.1. Pay Senetlerinin Şekil Şartları ve Hukuksal Nitelikleri 6

1.1.2. Pay Senetlerinin Sınıflandırılması 7

1.1.2.1. Hamiline ve Nama Yazılı Pay Senetleri 7

1.1.2.2. Adi ve İmtiyazlı Pay Senetleri 8

1.1.2.3. İntifa Senetleri 9

1.1.2.4. Primli ve Primsiz Pay Senetleri 10

1.1.2.5. Bedelli ve Bedelsiz Pay Senetleri 10

1.1.3. Pay Senetlerinin Sahibine Sağladığı Haklar 11

1.1.4. Pay Senetlerinin Değeri 12

1.1.5. Pay Senetlerinin Getirisi 14

1.2. Pay Senetlerinin Halka Arzı 16

1.2.1. Halka Arzda Uygulanabilecek Satış Yöntemleri 17

1.2.1.1. Talep Toplama Yoluyla Satış Yöntemi 17

1.2.1.2. Talep Toplanmaksızın Satış Yöntemi 18

1.2.1.3. Borsada Satış Yöntemi 18
1.2.2. Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme Süreci 18
2. BÖLÜM 21
KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI 21
2.1. Kâr Payı Dağıtım Politikaları İle İlgili Teorik Yaklaşımlar 24
2.1.1. Lintner Yaklaşımı 27
2.1.2. Gordon Yaklaşımı 30
2.1.3. Modigliani-Miller Yaklaşımı 33
2.1.4. Bhattacharya Yaklaşımı 36
2.1.5. Miller ve Rock Yaklaşımı 38
2.1.6. John ve Williams Yaklaşımı 40
2.2. Kâr Payı Dağıtım Politikalarını Etkileyen Faktörler 41
2.2.1. Yasal Sınırlamalar 41
2.2.2. Firmanın Likidite Durumu 41
2.2.3. Kârların İstikrarı 42
2.2.4. Firmanın Kârlılık Oranı 42
2.2.5. Yatırım Olanakları 43
2.2.6. Vergi Oranları 43
2.2.7. Borçlanma Yeteneği 44
2.2.8. Kontrol Yetkisi 44
2.2.9. Şirketin Ortak Yapısı 44
2.2.10. Ekonomik Faktörler ve Belirsizlik 45
2.3. Kâr Payı Dağıtım Politikaları 45
2.3.1. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtım Politikası 46
2.3.2. Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtım Politikası 47

2.3.3. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtımı ve Eklemeler 47
2.3.4. Her Yıl Artan Kâr Payı Dağıtım Politikası 48
2.3.5. Artıklar Oranında Kâr Payı Dağıtım Politikası 48
2.3.6. Optimal Kâr Payı Dağıtım Politikası 49
2.4. Kâr Payı Ödeme Şekilleri 49
2.4.1. Nakit Olarak Kâr Payı Ödemesi 50
2.4.2. Pay Senedi Şeklinde Kâr Payı Ödemesi 50
2.4.3. Şirketin Kendi Pay Senetlerini Satın Alması 51
2.4.4. Pay Senedi Bölünmesi 51
3. BÖLÜM 53
BORSA İSTANBUL ÇİMENTO SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA 53
3.1. Çalışmanın Amacı 53
3.2. Çalışmanın Önemi 53
3.3. Çalışmanın Örneklemi ve Kısıtları 55
3.4. Hipotezler 59
3.5. Literatür Taraması 60
3.6. Çalışmada Kullanılan Yöntem 64
3.6.1. Panel Veri Analizi 64
3.6.1.1. Ortak Sabit Regresyon Yöntemi (Havuzlanmış Panel Veri) 66
3.6.1.2. Sabit Etkiler Yöntemi 66
3.6.1.3. Rassal Etkiler Yöntemi 67
3.6.1.4. Kullanılacak Yöntemin Seçimi 68
3.6.2. Panel Durağanlık (Birim Kök) Testleri 69
3.6.3. Korelasyon Analizi 71
3.6.4. Otokorelasyon ve Değişen Varyans (Heteroscedasticity) 71

3.6.5. Normal Dağılım 73
3.7. Elde Edilen Bulgular 74
3.7.1. Tanımlayıcı İstatistik Verileri 74
3.7.2. Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi 75
3.7.3. Birim Kök Testi Sonuçları 76
3.7.4. Panel Veri Analiz Modeli Seçimi 78
3.7.5. Otokorelasyon ve Değişen Varyans Analizi Sonuçları 81
3.7.6. Kurulan Modeller 83
3.7.6.1. Rassal Etkiler Regresyon Modeli 83
3.7.6.2. Sabit Etkiler Regresyon Modeli 87
SONUÇ 93
KAYNAKLAR 97
EKLER 105
Ek:1. Firmaların Yıllar İtibariyle Finansal Verileri 105
Ek:2. Firmaların Yıllar İtibariyle Kârlılık Oranları 110
ÖZ GEÇMİŞ 115

KISALTMALAR

ADF	:	Genişletilmiş Dickey ve Fuller
AMEX	:	Amerikan Borsası
bk.	:	bakınız
Çev.	:	Çeviren
EKKY	:	En Küçük Kareler Yöntemi
MM	:	Modigliani ve Miller
NASDAQ	:	Amerikan Teknoloji Borsası
NYSE	:	New York Borsası
ROA	:	Aktif Kârlılığı
ROE	:	Özkaynak Kârlılığı
S&P	:	Standard and Poor's
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
TTK	:	Türk Ticaret Kanunu
Yay.	:	Yayınevi, Yayınları

TABLO LİSTESİ

Tablo 1. Çalışma Kapsamına Alınan Firmalar 56

Tablo 2. Analizlerde Kullanılacak Değişkenlerin Tanımları.....58

Tablo 3. Tanımlayıcı İstatistik Verileri 75

Tablo 4. Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi 76

Tablo 5. ADF Birim Kök Testi Sonuçları 77

Tablo 6. Breusch-Pagan (LM) Testi Sonuçları.....79

Tablo 7. Hausman Testi Sonuçları.....80

Tablo 8. Wooldridge Otokorelasyon Testi Sonuçları 81

Tablo 9. Değiştirilmiş Wald Testi Sonuçları 82

Tablo 10. DP ve ROA1 Arasındaki İlişkinin Rassal Etkiler Modeli ile Analizi 84

Tablo 11. DP ve ROA2 Arasındaki İlişkinin Rassal Etkiler Modeli ile Analizi 85

Tablo 12. DP ve ROE Arasındaki İlişkinin Rassal Etkiler Modeli ile Analizi.....86

Tablo 13. DP ve ROC1 Arasındaki İlişkilerin Sabit Etkiler Modeli ile Analizi 88

Tablo 14. DP ve ROC2 Arasındaki İlişkilerin Sabit Etkiler Modeli ile Analizi 89

Tablo 15. DP ve EPS Arasındaki İlişkilerin Sabit Etkiler Modeli ile Analizi.....91

ÖZET

Kâr payı ödemelerinin şirket kârlılığını etkileyip etkilemediği konusunda farklı görüşler ve teorik yaklaşımlar bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan biri de kâr payı ödemelerinin, firmaların gelecekte elde edecekleri kârlara ilişkin sinyal etkisine sahip olduğu yönündedir. Bu çalışmayla kâr payı ödemelerinin gelecekteki şirket kârlılığını ve dolayısıyla hisse başına kârı etkileyip etkilemediği test edilmiştir. Çalışmada pay senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören ve çimento sektöründe faaliyet gösteren firmaların finansal verileri kullanılmıştır. Şirket kârlılığını ölçmekte kullanılan oranların yer aldığı panel veri seti oluşturulmuştur. Kâr payı ödemeleri bağımsız (açıklayıcı) değişken, kârlılık oranları ise bağımlı değişkenler olarak regresyon modeline dahil edilmiştir. Panel veri analizi yöntemleri kullanılarak yapılan analizler sonucunda, kâr payı ödemelerinin hisse başına kârapozitif yönde etkisinin olduğu görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: KârPayı Ödemeleri, Şirket Kârlılığı, Hisse Başına Kâr**,** Panel Veri Analizi.

ABSTRACT

There are different opinions and theories about whether the payment of dividends affect the company's profitability.One of these approaches is that the dividend payments have a signal effect on their future profits of the company.With this study has been tested whether dividend payments has an effect on future company's profitability and hence on earnings per share.Financial datasof companieswhotraded their stockson the Istanbul Stock Exchange and operating in the cement sector, have been used in the study.Panel data set where located in the rates used to measure the company's profitability, has been created.Dividend payments are as independent (explanatory) variable and profitability ratios are as dependent variableswere included in the regression models. At the results of the analyzes conducted using panel data analysis methods, the dividend payments were found to be in effectto earnings per share positively.

Keywords: Dividend Payments, Company's Profitability, Earnings Per Share**,** Panel Data Analysis.

GİRİŞ

Kâr payı ödemeleri, firmaların pay senetlerini ellerinde bulunduranlara ortak olma vasıfları nedeniyle şirket faaliyetlerinden elde edilen kârdan belli bir oranda yapılan ödemelerdir.Şirket yöneticilerinin öncelikli amacı, şirket kaynaklarının etkin kullanımını sağlamak suretiyle firma değerini maksimize etmek ve dolayısıyla şirket ortaklarının gelirini artırmaktır. Yöneticilerin bu amaca ulaşmak için yatırım fırsatlarını değerlendirmeleri ve bu yatırımları finanse etmekte kullanacakları kaynakları etkin bir şekilde yönetmeleri gerekmektedir.Şirketler ihtiyacı olan fonları borçlanarak ya da özkaynak olarak elde etme olanağına sahiptir. Şirketlerin faaliyetleri sonucu elde etmiş oldukları kârlar özkaynakların bir unsuru olduğundan, kârların şirket ortaklarına dağıtılmayarak firma bünyesinde alıkonulması ve yatırımların dağıtılmayan bu kârlar ile finanse edilmesi mümkündür.

Şirketlerin elde ettikleri kârları pay senedi sahiplerine dağıtmalarının ya da bu kârları dağıtmayarak yapılacak yatırımları finanse etmekte kullanmalarının firma değerini ve dolayısıyla şirketlerin pay senetlerini elinde bulunduran ortaklarının servetini nasıl etkileyeceği önem kazanmaktadır.

İşte tüm bu koşullar altında şirket yöneticilerin hem şirketin ortaklarını memnun edebilecekleri hem de firma değerini maksimize edebilecekleri bir kâr payı dağıtım politikası izlemeleri gerekmektedir. Şirketler kâr payı dağıtmak suretiyle piyasadaki yatırımcılara, şirketin gelecekte elde edeceği kârlarda ve şirketin pay senetlerinin piyasa fiyatında artış olacağı ve dolayısıyla şirketlerin piyasa değerinin artacağına yönelik sinyal verebilirler.

Kâr dağıtım politikaları, finans literatüründe önemli bir çalışma alanına sahiptir. Ancak kâr dağıtım politikalarının şirket değeri üzerindeki etkisini açıklamaya çalışan teorik yaklaşımlar arasında görüş birliği sağlanamamıştır. Yüksek tutarda kâr payı dağıtımının şirket değerini olumlu etkileyeceğini savunan taraflar olduğu gibi, bunun şirket değerini olumsuz etkileyeceğini veya kâr dağıtım politikalarının şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını savunan tarafların da bulunduğu görülmektedir (Korgun 1999: 9).

Lintner'in (1956) firmaların kâr dağıtım politikalarını etkileyen faktörlerin tespiti üzerine yaptığı araştırmayı, firmaların izledikleri kâr dağıtım politikaları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi açıklamaya yönelik birçok teori ve yaklaşım izlemiştir (Yıldız ve diğ. 2014: 186).

Kâr payı ödemelerini sistematik bir şekilde ele alan John Lintner (1956) firmaların kâr dağıtım politikalarıyla ilgili kararlarında hangi faktörlerin etkili olduğunu tespit etmeyi amaçlamıştır.

Modigliani ve Miller (1958, 1961), daha çok MM teorisi olarak bilinen ve modern kurumsal finansman teorisinin temelini oluşturan temettü ilişkisizliği teorisini geliştirmişlerdir. Modigliani ve Miller (MM) tarafından savunulan görüşe göre, kâr payı dağıtım politikalarının ne şirket değeri üzerinde ne de sermaye maliyeti üzerinde herhangi bir etkisi yoktur.

Ancak Modigliani ve Miller, firma yöneticilerinin cari döneme ait kâr payı politikalarını oluştururken, firmanın gelecekteki kârlılığı ve nakit akışlarına ilişkin beklentileri ile ilgili bilgileri kullandıklarını ve dolayısıyla kâr payı dağıtımının bilgi içerdiğini kabul etmektedirler. Firmaların üst düzey yöneticilerinin, firmanın stratejisi hakkında daha fazla bilgiye sahip olduklarından, firmanın gelecekteki kazançlarını öngörebileceğini belirtmişlerdir. Bu nedenle firma yöneticileri diğer yatırımcılara göre daha fazla bilgiye sahiptir. Dolayısıyla bu durumun asimetrik bilgi sorununa yol açacağını ileri sürmüşlerdir. Bunun sonucu olarak firmalar kâr paylarını, piyasadaki yatırımcılara ya da pay sahiplerine bilgi gönderen bir sinyal mekanizması olarak kullanabilecektir. Asimetrik bilgi ortamında kâr payı dağıtımı vasıtasıyla sermaye piyasalarına işaret verilmesi (dividend-signaling) teorisinin gelişmesine zemin hazırlamıştır.

Bhattacharya (1979), Miller ve Rock (1985) ve John ve Williams (1985) sinyalizasyon modelinin öncüleridir. Buradaki ana fikir, firma yöneticilerinin gelecekteki kazançlar hakkında özel bir bilgiye sahip oldukları ve bu bilgileri piyasalara iletmek istemeleridir. İşte bu bilgi, kâr payı dağıtımları vasıtasıyla piyasalara iletilmektedir.

Bu alanda birçok çalışma yapılmış olmasına rağmen firmaların neden kâr payı dağıtıklarına dair net bulgulara ulaşılamamıştır. Black (1976) tarafından kâr

payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerindeki etkisinin belirsizlik taşımasına "temettü bulmacası (dividend puzzle)" adı verilmiştir.

Finans literatüründe tartışmalı bir alan olan kâr payı ödemelerinin şirketlerin gelecekteki kârlılıklarını etkileyip etkilemediğini tespit etmeye yönelik olarak yapılan bu çalışma toplam üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde pay senetlerinin hukuksal niteliği, sınıflandırılması, sahibine sağladığı haklar, değeri, getirisi ve pay senetlerinin halka arzı ile ilgili genel bilgilere yer verilmiştir. İkinci bölüm kâr payı dağıtım politikalarına ayrılmış olup, bu bölümde kâr payı dağıtım politikaları ilgili teorik yaklaşımlar, kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörler, kâr payı dağıtım politikaları ve kâr payı ödeme şekilleri yer almaktadır. Üçüncü bölümde ise pay senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören ve çimento sektöründe faaliyet gösteren firmaların kâr payı ödemelerinin şirket kârlılığını etkileyip etkilemediğini tespit etmeye yönelik uygulamaya yer verilmiştir. Firmaların finansal verileri panel veri analizi yöntemiyle test edilmiş olup, kâr payı ödemelerinin şirket kârlılığını olumlu yönde etkilediğine dair bulgulara ulaşılmıştır.

1. BÖLÜM
PAY SENETLERİ İLE İLGİLİ GENEL BİLGİLER

1.1. Pay Senetleri

Pay (hisse) senetleri, anonim şirketler, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ve özel kanunla kurulmuş olan kuruluşlar tarafından çıkarılan, belli bir sermaye payını temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı ve mali haklar veren kıymetli evrak niteliğindeki menkul kıymetlerdir (Ceylan, Korkmaz 2015: 437).

Pay senetleri anonim şirketler tarafından öz sermaye ihtiyaçlarını karşılamak için çıkarılır. Bu nedenle pay senetleri anonim şirketlerde ortaklığı, sahipliği gösteren belgelerdir (Korkmaz, Ceylan 2012: 180).

Pay senetleri işletmelere öz kaynak niteliğinde uzun vadeli finansman sağlarken pay senedi sahiplerine ise her türlü ortaklık hakkından faydalanma olanağı sunar (Civan 2010: 79).

Pay senedi sahiplerinin sahip olduğu haklar şöyle sıralanabilir (Soydemir, Akyüz 2015: 261-262);

- Kârdan pay alma hakkı,
- Yönetime katılma hakkı,
- Genel kurula katılma ve oy kullanma hakkı,
- Rüçhan hakkı,
- Tasfiyeden pay alma hakkı,
- Şirket faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı,
- İptal davası açma hakkı.

Pay senetlerinin üzerinde yazılı değer pay senedinin fiyatıdır ve bu değere nominal (itibari) değer adı verilir (Korkmaz, Ceylan 2012: 180). Pay senetlerinin tümünün nominal değerlerinin toplamı şirketin çıkarılmış sermayesini diğer deyişle ödenmiş sermayesini gösterir.

Pay senetleri çıkarıldıkları aşamada nominal değerinin üzerinde bir fiyatla satışa sunulabilir. Bu satış fiyatına ihraç fiyatı, pay senedinin ihraç fiyatı ile nominal değeri arasındaki farka ise pay senedi ihraç primi denilmektedir.

Pay senetlerini yalnızca anonim şirketler değil aynı zamanda limited şirketler, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ve özel kanunla kurulmuş olan kuruluşlar da çıkarabilir.

Özel kanunla kurulmuş olan kuruluşlara Merkez Bankası, bankalar, anonim şirket şeklinde kurulmuş iktisadi devlet teşekkülleri, iktisadi devlet teşekkülleri ile kamu iktisadi kuruluşlarının bağlı ortaklıkları ve sigorta şirketleri örnek verilebilir.

1.1.1. Pay Senetlerinin Şekil Şartları ve Hukuksal Nitelikleri

Kıymetli evrak niteliğinde olmasından dolayı pay senetlerinin bazı şekil şartlarına sahip olması gerekmektedir. Bu şekil şartları arasında pay senetlerinin, şirketin unvanını, sermaye tutarını, çıkarılan pay senedinin tertibini, senedin türünü ve itibarî değerini, kaç payı içerdiğini belirtmesi ve şirket adına imza atmaya yetkili olanlardan en az ikisi tarafından imzalanması sayılabilir.Ayrıca nama yazılı pay senetlerinde, senet sahibininisminin veya ticaret unvanının, pay senedi bedelinin ödenmiş olan miktarının yazılması ve bu senetlerin şirketin pay defterine kaydedilmesi gerekmektedir[1].

Bunun yanında pay senetlerinin hukuksal açıdan sahip oldukları nitelikleri şöyle sıralayabiliriz (Taner, Akkaya 2009: 121);

- Şirketin ödenmiş sermayesinin belli bir payını gösterir.
- Çeşitli tertipler halinde çıkarılır.
- Kıymetli evrak niteliğindedir ve temsil ettiği hak, onsuz devredilemez.
- Dolaşım yeteneği olan bir belgedir, alınıp satılabilir.

Pay senetleri şirket sermayesinin belirli bir kısmını temsil eder ve sahiplerine her türlü ortaklık haklarından yararlanma hakkı sağlar. Pay sahipliğinden doğan tüm haklar bir bütün olarak pay senetlerinde toplanır (Aksoy 2009: 4).

[1]Türk Ticaret Kanunu, madde 487. T.C. Resmi Gazete, 27846, 14 Şubat 2011. http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6102.pdf erişim tarihi: 09 Ağustos 2015.

Anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan, ortaklık sermayesine katılma payını temsil eden ve yasal şekil şartlarına uygun olarak düzenlemiş kıymetli evraka pay senedi denir. Pay sahipleri şirket mal varlığının bir anlamda mülkiyetine, sermayeleriyle orantılı olarak sahip olurlar. Burada vurgulanması gereken nokta, bütün pay senedi sahiplerinin ortak oldukları ve ortaklığa koydukları sermayeyi riske ettikleridir (Soydemir, Akyüz 2015: 261).

1.1.2. Pay Senetlerinin Sınıflandırılması

Pay senetleri çeşitli açılardan sınıflandırılabilir. Bunlar arasında pay senetlerinin devir yetenekleri, sahiplerine sağladıkları haklar, bedel karşılığında elde edilip edilmedikleri sayılabilir.

1.1.2.1. Hamiline ve Nama Yazılı Pay Senetleri

Pay senetleri hamiline ya da nama yazılı olmak üzere ikiye ayrılır. Hamiline yazılı pay senedi çıkarılabilmesi için pay bedellerinin tamamının ödenmesi ve şirket esas sözleşmesinde bu konuya ilişkin hüküm yer alması gerekir[2].

Nama yazılı pay senetleri, şirket defterinde yazılı kişiler adına düzenlenir. Mülkiyetin devri, esas sözleşmede aksine hüküm olmadıkça, pay senedinin satın alana teslimi ve şirket pay defterine kaydı ile gerçekleşir. Esas sözleşmede aksine hüküm yoksa pay senetlerinin nama yazılı olması gerekir. Hamiline yazılı pay senetlerinde ise mülkiyetin devri, pay senedinin satın alana teslimi ile gerçekleşir (Ceylan, Korkmaz 2015: 441).

Nama yazılı pay senedi, belli bir kişinin adına yazılı olan ve ortaklık payını temsil eden, belli şekil şartlarına haiz, devir şekli özel olarak düzenlenmiş kıymetli evraktır. Senedin metin veya şeklinden, hamili kim ise o kimsenin hak sahibi sayılacağı anlaşılan her pay senedi, hamiline yazılı pay senedi sayılır. Senedin zilyedi pay sahibi sıfatına haiz olur. (Aksoy 2009: 11-13).

Nama yazılı pay senetlerine sahibinin adı soyadı veya ticaret unvanı, yerleşim yeri ve pay senedi bedelinin ödenmiş olan miktarı yazılır ve bu senetler şirketin pay defterine kaydedilir. Kanunda veya esas sözleşmede aksine hüküm yoksa, nama

[2] Türk Ticaret Kanunu, madde 484.

yazılı pay senetlerinin devri, senedin ciro edilmesi ve teslimi suretiyle gerçekleşir. Devir işlemi usulüne uygun yapılmadığı takdirde pay defterine yazılmaz. Hamiline yazılı pay senetlerinin devredilmesinde ise senedin teslim edilmesi yeterlidir[3].

1.1.2.2. Adi ve İmtiyazlı Pay Senetleri

Genel olarak pay senetleri, adi ve imtiyazlı pay senetleri olarak sınıflandırılır (Ceylan, Korkmaz 2015: 442). İmtiyazlı pay senetleri, tahviller ile adi pay senetleri arasında yer alan menkul kıymetlerdir. Sabit getirileri nedeniyle tahvile, ortaklığı temsil etmeleri nedeniyle de adi pay senetlerine benzerler. İmtiyazlı pay senetleri, oy hakkı olan-olmayan, adi pay senetleriyle değiştirilebilen-değiştirilemeyen, geri ödeme tarihi olan-olmayan, kâra katılmalı-katılmasız olarak türlere ayrılabilir, İmtiyazlı pay senetleri, kârdan ve iflas durumunda varlıkların satılmasıyla elde edilen nakitten, borçlar ödendikten sonra öncelikle pay alma hakkına sahiptir (Ceylan, Korkmaz 2015: 450-451).

Anonim ortaklığın çıkarmış olduğu pay senetleri içinde diğer pay senetlerine nazaran hiçbir imtiyaza sahip bulunmayan, kanun ve esas sözleşmede tanınan imtiyaz haklarına sahip olmayan pay senetleri adi pay senedi olarak adlandırılmaktadır. Pay senetlerine tanınan haklardan paydaşlar payları oranında faydalanır (Aksoy 2009: 15).

Pay senetleri esas sözleşmede aksine hüküm yoksa sahiplerine eşit haklar sağlar. Bu tür pay senetlerine adi pay senetleri denir (Taner, Akkaya 2009: 123).

Adi pay senetleri, sahiplerine genel kurulda eşit oy hakkı, kârdan ve tasfiyeden eşit pay alma hakkı, yöneticileri seçme hakkı sağlarlar (Korkmaz, Ceylan 2012: 185).

Her pay senedi sahibi, paylarının toplam nominal değeri ile orantılı olarak oy hakkına sahip olurlar. Şu kadar ki, birden fazla paya sahip olanlara tanınacak oy hakkı esas sözleşmeyle sınırlandırılabilir. Her pay sahibi, sadece bir paya sahip olsalar dahi en az bir oy hakkına sahip olurlar[4].

[3] Türk Ticaret Kanunu, madde 487-499.
[4] Türk Ticaret Kanunu, madde 434.

Anonim şirketlerde bazı ortaklara ya da pay senedi sahiplerine esas sözleşme ile kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi bazı haklarda imtiyaz sağlanabilir. Bu tür ayrıcalıklara sahip olarak çıkarılan pay senetlerine imtiyazlı pay senetleri denilmektedir (Taner, Akkaya 2009: 123).

Oy kullanmadaki imtiyaz, eşit nominal değerdeki paylara farklı sayıda oy hakkı verilerek tanınabilir. Bir paya en çok onbeş oy hakkı tanınabilir. Bu sınırlama, kurumlaşmanın gerektirdiği veya haklı bir sebebin ispatlandığı durumlarda uygulanmaz.Ayrıca yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınan paylarda imtiyazlı sayılır[5].

İmtiyazlı pay senetleri, sabit getirileri nedeniyle tahvile benzetilmektedir. İşletme kâr etsin ya da etmesin imtiyazlı pay senedi sahiplerine genellikle ödeme yapılır (Korkmaz, Ceylan 2012: 195).

İmtiyazlı pay senedi sahipleri, gerek kâr dağıtımında gerekse şirketin tasfiyesi halinde yapılacak ödemelerde adi pay senedi sahiplerine göre öncelik hakkına sahip olmaktadır (Civan 2010: 99).

1.1.2.3. İntifa Senetleri

İntifa senetleri, anonim şirketlerin, şirketle ilgili çeşitli gruplar için çıkardıkları senetlerdir. İntifa senetleri genel kurul kararı veya esas sözleşmeye dayanılaral çıkarılabilir. Bu senetler sahiplerine, net kâra ortak olma, tasfiye bakiyesine katılma ve sermaye artırımında yeni pay alma hakkı sağlamaktadır (Ceylan, Korkmaz 2015: 456-457).

İntifa pay senetleri anonim şirketlerin kuruluşundan sonra bazı kimselere çeşitli hizmetleri için alacak karşılığı olarak verilen ve sermaye payını temsil etmeyen pay senetleridir. İntifa senetleri, belli bir sermaye payını temsil etmediği gibi şirketin yönetimine katılma hakkını da vermez (Kaba 2009: 6).

Genel kurul, esas sözleşme uyarınca pay sahipleri, alacaklılar ve bunlara benzer şekilde şirketle ilgili olanlar lehine intifa senedi çıkarılmasına karar verebilir.

[5] Türk Ticaret Kanunu, madde 360, 479.

Kurucular için çıkarılanlar da dahil olmak üzere, intifa senetleri nama ve hamiline yazılı olabilir[6].

Kurucu intifa senedi sahiplerine yapılacak kâr payı ödemesi, dağıtılabilir kârdan yasal yedek akçe ve pay sahipleri için %5 kâr payı ayrıldıktan sonra kalan tutarın en çok onda biri tutarında yapılır.Dağıtılabilecek kâr mevcut ise şirket kârın dağıtılmamasını kararlaştırmış olsa bile kurucu intifa sahipleri esas sözleşmede öngörülen kâr paylarını alırlar[7].

1.1.2.4. Primli ve Primsiz Pay Senetleri

İtibarî değerinden aşağı bedelle pay çıkarılması mümkün değildir. Payların itibarî değerinden yüksek bir bedelle çıkarılabilmeleri için esas sözleşmede hüküm veya genel kurul kararı bulunmalıdır[8].

Üzerinde yazılı nominal değer ile ihraç edilen pay senetlerine primsiz, nominal değerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen pay senetlerine primli pay senedi denir (Taner, Akkaya 2009: 125).

1.1.2.5. Bedelli ve Bedelsiz Pay Senetleri

Bedelli pay senetleri, şirketin kuruluş aşamasında veya sermaye artırımında, eski ortaklar ya da üçüncü kişiler tarafından satın alınması sonucu şirkete nakit girişi sağlayan senetlerdir (Korkmaz, Ceylan 2012: 185).

Bedelsiz pay senetleri ise, kâr yedeklerinin, sermaye yedeklerinin veya geçmiş yıl kârlarının sermayeye eklenmesi suretiyle yapılan sermaye artırımlarında çıkarılan ve mevcut ortaklara bedelsiz olarak verilen senetlerdir.

Bedelli pay senetleri ya kuruluş aşamasında çıkarılır ya da sermaye artırımlarında rüçhan hakkı kullanımıyla eski ortaklar tarafından veya halka arz yoluyla üçüncü kişiler tarafından satın alınır. Bu pay senetlerikarşılığında ortaklık dışından ortaklığa kaynak sağlanmış olur. Kâr yedeklerinin, dağıtılmamış kârların ve sermaye yedeklerinin sermayeye eklenmesi nedeniyle çıkarılacak pay senetleri ortaklığa herhangi bir kaynak girişine neden olmaz. Burada aslında mevcut payların

[6] Türk Ticaret Kanunu, madde 502.
[7] Türk Ticaret Kanunu, madde 348.
[8] Türk Ticaret Kanunu, madde 347.

değerleri yükseltilmekte ve gerçekte iç kaynaklardan bir ödeme yapılmaktadır. Bu durumda yeni pay senetleri eskisinin uzantısı olduğundan bedelsiz pay senetlerini edinme hakkı eski ortaklara, yani pay sahiplerine aittir (Kaba 2009: 5).

1.1.3. Pay Senetlerinin Sahibine Sağladığı Haklar

Pay senedi, sahibine mali, idari ve sosyal haklar sağlarken temerrüt faizi, senet bedelini ödeme gibi mükellefiyetler de yüklemektedir. Pay senedinde yer alan hak, mutlak mülkiyet niteliğinde olmadığından pay senedi sahipleri ekonomik malik olarak kabul edilmektedir (Aksoy 2009: 5).

Pay senetleri, sahiplerine ortaklık hakkı ve mali haklar gibi başlıca iki grupta toplanabilecek haklar sağlamaktadır. Ortaklık haklarından başlıcaları, genel kurulda oy kullanma, şirket yönetimine katılma, bilgi edinme, denetim ve iptal davası açma haklarıdır. Mali haklar arasında ise kârdan pay alma, tasfiyeden pay alma ve rüçhan hakkı sıralanabilir (Taner, Akkaya 2009: 122).

Pay senedi sahiplerinin en önemli haklarında birisi, oy kullanma hakkıdır. Yönetim ve denetim kurullarının seçimi, kayıtlı sermayenin artırılması ve bir başka işletmeyle birleşilmesi ortakların oylarıyla gerçekleşir. Bir anonim şirket ortağının, bilgi alma, ticari defterleri inceleme, denetçilere şikayette bulunma, hazırlık dönemi faizi alma ve tasfiyeden pay alma hakkı vardır (Ceylan, Korkmaz 2015: 439-440).

Oy hakkı, pay sahibinin kazanılmış hakkıdır. Her pay senedi sahibine en az bir oy hakkı verir. Bu esasa aykırı olmamak şartıyla pay senetlerinin sahiplerine vereceği oy hakkının sayısı esas sözleşme ile tayin olunabilir (Kaba 2009: 7).

Şirket ortaklarının oy hakkı, payın, kanunen veya esas sözleşmeyle belirlenmiş bulunan en az miktarının ödenmesiyle doğar. Şirketesas sözleşmesinin değiştirilmesi, şirketin feshi, yönetim ve denetim kurulu üyelerinin seçimi ve görevden alınmaları ortakların kullanacağı oylar tarafından belirlenir[9].

Pay sahipleri genel kurul toplantılarında, yönetim kurulundan, şirketin işleri; denetçilerden denetimin yapılma şekli ve sonuçları hakkında bilgi isteyebilirler. Yine

[9] Türk Ticaret Kanunu, madde 408, 435.

pay sahipleri, kanun veya esas sözleşme hükümlerine ve özellikle dürüstlük kuralına aykırı olan genel kurul kararları aleyhine iptal davası açabilirler[10].

Pay senedi sahiplerinin mali haklarının en önemlisi şirkete ortak olmaları nedeniyle sahip oldukları kârdan pay alma haklarıdır (Civan 2010: 81). Her pay sahibinin, kanun ve esas sözleşme hükümlerine göre pay sahiplerine dağıtılması kararlaştırılmış net dönem kârına, payı oranında katılma hakkı bulunmaktadır. Esas sözleşmede aksine bir hüküm yoksa, kâr payları pay sahiplerinin sermaye payları ile orantılı olarak hesap edilmektedir.Ayrıca esas sözleşmede imtiyazlı pay senedi sahiplerine de dağıtılacak kâr payları düzenlenebilmektedir[11].

Pay senedi sahiplerinin bir diğer mali hakkı ise tasfiyeden pay alma haklarıdır. Şirketin sona ermesi hâlinde her pay sahibi, esas sözleşmede sona eren şirketin mal varlığının kullanılmasına ilişkin, başka bir hüküm bulunmadığı takdirde, tasfiye sonucunda kalan tutardan pay alır. Esas sözleşmede aksine hüküm yoksa tasfiye payı, her pay sahibinin sermaye payı ile orantılı olarak hesaplanmaktadır[12].

Pay senedi sahipleri şirketlerin sermaye artırımına gitmeleri durumunda çıkaracakları yeni pay senetlerini öncelikli alma hakkına sahiptirler. Buna rüçhan hakkı denilmektedir. Her pay sahibi yeni çıkarılan payları, sahip oldukları sermaye payı ile orantılı olarak alma hakkına sahiptir. Pay sahiplerinin rüçhan hakları, ancak haklı sebepler bulunması halinde ve genel kurulda esas sermaye sahiplerinin en az %60'ının oyu ile sınırlandırılabilir veya kaldırılabilir[13].

1.1.4. Pay Senetlerinin Değeri

Pay senetlerinin değeri, nominal değer, defter değeri, piyasa değeri, işleyen teşebbüs değeri, tasfiye değeri ve gerçek değer olarak sıralanabilir (Kaplanoğlu 2005: 17).

Pay senetleri ihraç edildiklerinde şirket defterlerine nominal (itibari) değerle kaydedilir. Nominal değer, pay senedinin ilk çıkarılışı sırasında şirket yönetimi tarafından verilen ve pay senedinin üzerinde yazan değerdir (Korkmaz, Ceylan 2012:

[10] Türk Ticaret Kanunu, madde 437, 445.
[11] Türk Ticaret Kanunu, madde 507-508.
[12] Türk Ticaret Kanunu, madde 507-508.
[13] Türk Ticaret Kanunu, madde 461.

180). Payın itibari değeri en az bir kuruş olabilir ve ancak birer kuruş ve katları olarak artırılabilir[14].

Pay senedinin ihraç fiyatı ise, pay senedinin çıkarılışı sırasında satışa sunulduğu fiyattır (Korkmaz, Ceylan 2012: 180). İtibari değerinden aşağı bedelle pay senedi çıkarılamaz. Payların itibari değerinden yüksek bir bedelle çıkarılabilmeleri için esas sözleşmede hüküm veya genel kurul kararı bulunmalıdır[15]. Pay senedinin itibari değerinden daha yüksek fiyatla satışa sunulması durumunda bu tür pay senetlerine primli pay senetleri adı verilir. Pay senedinin ihraç fiyatı ile itibari değeri arasındaki farka ise pay senedi ihraç primi denilmektedir.

Adi pay senetlerinin defter değeri, işletmenin aktif toplamından borçlarının düşülmesiyle bulunan öz varlığının çıkarılmış adi pay senedi sayısına veya ödenmiş sermayesine bölünmesiyle bulunur (Kaplanoğlu 2005: 17).

Pay senetlerinin defter değeri, geçmişe dönük bir ölçüdür. Pay senetlerinin defter değeri, öz sermaye toplamının pay senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. Defter değeri, şirketin geçmişte ortaklardan ne kadar sermaye sağladığını gösterir (Korkmaz, Ceylan 2012: 180).

Pay senetlerinin piyasa değeri, sermaye piyasasında arz ve talep koşullarına göre oluşan alım satım fiyatıdır (Kaplanoğlu 2005: 17). Piyasa değeri ileriye dönük bir ölçüdür. Ortaklar, pay senetlerinin değerini, gelecekte elde etmeyi planladıkları kâr paylarına göre belirler (Ceylan, Korkmaz 2015: 438).

İşleyen teşebbüs değeri, işletmenin bir bütün olarak çalışır durumda devredilmesi halinde bulacağı değer olarak bilinir ve bu değerin belirlenmesinde işletmenin kazancı ile söz konusu kazanç için gerekli kazanç oranının dikkate alınması gerekir(Ceylan, Korkmaz 2015: 438).

Tasfiye değeri, şirket varlıklarının zorunlu satışı sonucunda elde edilecek değerden tüm borçlar düşüldükten sonra kalan tutarın, pay senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değerdir (Korkmaz, Ceylan 2012: 181).

[14] Türk Ticaret Kanunu, madde 476.
[15] Türk Ticaret Kanunu, madde 347.

Pay senedinin gerçek değeri ise, yatırımcıların gelecekte pay senedinden bekledikleri kazanç oranını dikkate alarak, pay senedine biçtikleri, pay senedi için normal buldukları değerdir (Korkmaz, Ceylan 2012: 181).

Bir pay senedinin gerçek değeri, o pay senedinin ait olduğu işletmenin varlıkları, kârlılık durumu, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanır. Yatırımcıların, işletmenin gelir yaratma potansiyelini ve pay senedinden bekledikleri kazanç oranını dikkate alarak, işletmenin pay senedine biçtikleri, pay senedi için normal buldukları değerdir (Ceylan, Korkmaz 2015: 438). Başka bir deyişle; etkin bir piyasada, bir varlık hakkındaki bilgilerin tamamına dayalı olarak oluşan ilgili varlığa ait değer, gerçek (olması gereken) değer olarak ifade edilir (Kaplanoğlu 2005: 18).

1.1.5. Pay Senetlerinin Getirisi

Pay senedinin getirisi, beklenen kâr payı ve pay senedinin gelecekteki fiyat artışından sağlanacak kazancın toplamıdır. Bu nedenle, pay senetleri sahipleri kâr payı ve sermaye kazancı olmak üzere iki tür kazanç beklentisi içerisindedir (Korkmaz, Ceylan 2012: 181).

Bu nedenle pay senedi, tahvil ve imtiyazlı pay senetlerine göre daha riskli bir menkul kıymettir. İşletmenin kâr elde etmemesi ve kâr dağıtmaması durumunda pay senedi sahipleri için gelir söz konusu olmayacaktır. Diğer taraftan işletmenin iflası durumunda da pay senedi sahiplerinin riski yüksektir. Böyle bir durumda, borçlar ödendikten sonra kalan kısım pay senedi sahipleri arasında pay edilir. Bu nedenle pay senedi sahipleri daha fazla getiri elde etmek isterler. İşletmenin kârlılığı artması durumunda pay senedi sahiplerinin diğer menkul kıymet sahiplerine göre getirileri de artar (Ceylan, Korkmaz 2015: 439).

Pay senedi sahipleri temel olarak iki tür gelir elde ederler. Birincisi, zaman içinde pay senedinin piyasa değerinde meydana gelen artıştan elde edilen gelir olup, bu gelire sermaye kazancı denilmektedir. İkincisi ise, şirketlerin yıl sonunda elde ettikleri kârları ortaklarına dağıtmaları sonucu elde edilenkâr payı (temettü) geliridir. Pay senedi sahipleri, firmaya yaptıkları yatırımın karşılığında genellikle yıllık olarak kâr payı alırlar. Kâr payları bazen taksitler halinde ve genel kuruldan sonraki tarihlerde gecikmeyle ödenebilir. Pay senetlerinin belirli vadesi yoktur. İlke olarak,

bir firma sonsuza kadar iş yapmaya devam eder ve pay sahipleri de sonsuza kadar kâr payı alırlar (Kaplanoğlu 2005: 18).

Bir anonim şirket, elde ettiği kârı pay senedi sahiplerine nakit olarak dağıtabileceği gibi, söz konusu kârın bir kısmını veya tamamını sermaye artırımında kullanabilir. Bu durumda mevcut pay senedi sahiplerine kâr payları karşılığında bedelsiz pay senedi dağıtılır. Buna kâr payı olarak pay senedi dağıtımı veya bedelsiz pay senedi dağıtımı denilmektedir (Korkmaz, Ceylan 2012: 192).

Türk Ticaret Kanunu'na göre kâr payı ancak net dönem kârından ve serbest yedek akçelerden dağıtılabilir. Yıllık kârın yüzde beşi, ödenmiş sermayenin yüzde yirmisine ulaşıncaya kadar genel kanuni yedek akçeye ayrılır. Pay sahiplerine ödenmiş sermayenin %5'i oranında kâr payı dağıtılır. Bu oran yasal kâr payı dağıtım oranı olup, esas sözleşmede daha yüksek kâr payı dağıtım oranı öngörülebilir[16].

Sermaye Piyasası Kanunu'nda ise kâr payı dağıtımı ile ilgili farklı düzenlemeler yer almaktadır. Payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar halka açık ortaklık olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca halka açık ortaklıklar, payları borsada işlem gören ortaklıklar ve pay sahibi sayısı beşyüzü aşan anonim ortaklıklar ayrımına tabi tutulmuş ve her iki anonim ortaklığın paylarının halka arz olunmuş sayılacağı ve bunların halka açık ortaklık hükümlerine tabi olacağı hükmüne yer verilmiştir. Buna paralel olarak halka açık ortaklıkların kâr payı ile ilgili esaslarayer verilmektedir. Kâr payı, genel kurul tarafından belirlenecek kâr payı dağıtım politikaları çerçevesinde ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak dağıtılır. Kâr payı nakit ödenebileceği gibi kârın sermayeye eklenmesi durumunda ise bedelsiz pay senedi dağıtımı yapılabilir[17]. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan Kâr Payı Tebliği'nde ise kâr dağıtım politikasına ve kâr payına ilişkin esaslar yer almaktadır. Buna göre kâr payı dağıtılıp dağıtılmayacağına, dağıtılacak ise ortaklar ve kâra katılan diğer kişilerin kâr payı dağıtım oranına ve kâr

[16] Türk Ticaret Kanunu, madde 509, 519, 511.

[17] Sermaye Piyasası Kanunu, madde 3, 16, 19. T.C. Resmi Gazete, 28513, 30 Aralık 2012. http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6362.pdferişim tarihi: 09 Ağustos 2015.

payının ödenme şekline ilişkin kararlar ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak genel kurullar tarafından verilir[18].

Türk Ticaret Kanunu'na göre ayrılması gereken yedek akçeler ile esas sözleşmede veya genel kurul tarafından belirlenen kâr payı ayrılmadıkça; başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına karar verilemez. Ayrıca payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için kâr payı dağıtım oranı, net dağıtılabilir dönem kârının yüzde yirmisinden az olamaz.Payları borsada işlem görmeyen ortaklıkların kâr payını nakden dağıtmaları zorunludur[19].

1.2. Pay Senetlerinin Halka Arzı

Anonim ortaklıkta halka açılma yöntemlerinden ilki, ortakların elinde bulunan mevcut pay senetlerinin yine ortaklar tarafından halka arz edilmesidir. Pay senetleri daha önce halka arz edilmemiş ortaklıklarda, paydaşların sahip oldukları pay senetlerini halka arz edebilmeleri mümkündür (Aksoy 2009: 51).

Bu yöntemde ortaklık tarafından daha önce çıkarılmış olan pay senetleri, bu senetleri daha önce almış pay sahipleri tarafından halka arz yolu ile satılmakta ve elde edilen gelirin tamamı, satışı yapan pay sahiplerine ait olmaktadır. Bu açıdan pay senetlerinin paydaşlar tarafından halka arz edilmesi ortaklığa halka açılma statüsü dışında her hangi bir finansman getirisi sağlamamaktadır (Aksoy 2009: 51).

Pay senetlerinin halka arzında kullanılan ikinci yöntem, şirketin sermaye artırımına giderek yeni pay senetleri ihraç etmesi ve bu senetleri mevcut ortaklara rüçhan hakkı karşılığı satmak yerine halka arz etmesidir. Bu yöntemle halka arz, ortaklık iradesiyle gerçekleşmektedir. Sermaye artırımı sonucunda çıkarılan pay senetleri halka satılmaktadır. Bu yönteme başvurabilmek için sermaye artırımına gidilmeli ve mevcut ortakların yeni pay alma hakları genel kurul kararıyla kısıtlanmalıdır (Aksoy 2009: 53).

[18] Kâr Payı Tebliği, madde 4. T.C. Resmi Gazete, 28891, 23 Ocak 2014. http://www.mevzuat.gov.tr/Metin.Aspx?MevzuatKod=9.5.19333&MevzuatIliski=0&sourceXmlSearch=kâr%20pay%C4%B1%20tebli%C4%9Fi erişim tarihi: 09 Ağustos 2015.
[19] Kâr Payı Tebliği, madde 5, 7.

Pay senetlerinin halka arzı, pay senetlerinin satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı ifade eder[20].

1.2.1. Halka Arzda Uygulanabilecek Satış Yöntemleri

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği'nde pay senetlerinin halka arz yoluyla satışında kullanılan yöntemler şöyle sıralanmıştır[21];

1- Talep Toplama Yoluyla Satış Yöntemi
2- Talep Toplanmaksızın Satış Yöntemi
3- Borsada Satış Yöntemi

1.2.1.1. Talep Toplama Yoluyla Satış Yöntemi

Talep toplama yoluyla satış yöntemi, halka arz edilen pay senetlerine ilişkin yatırımcıların taleplerinin toplanarak önceden belirlenmiş usul ve esaslar çerçevesinde pay senetlerinin satışını ifade eder. Bu yöntemde yatırımcıların satışa sunulan pay senetlerine ilişkin talepleri, talep formu düzenlenmek suretiyle toplanır ve satış işlemi talep toplandıktan sonra izahnamede belirlenen usul ve esaslara göre gerçekleştirilir. Pay senetlerinin dağıtımı yalnızca talepte bulunanlar arasında yapılır[22].

Talep toplama yoluyla satış yönteminde 3 farklı fiyat belirleme yöntemi uygulanır. Bunlardan ilki, sabit fiyatla talep toplama yöntemidir. Satışa sunulan pay senedi için sabit bir fiyat belirlenerek talep toplanır. İkincisi, fiyat teklifi alarak talep toplama yöntemidir. Bu yöntemde asgari bir satış fiyatı belirlenir ve bunun üzerindeki fiyat teklifleri toplanır. Üçüncüsü ise fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi olup, pay senedi için bir taban ve tavan fiyat belirlenerek bu fiyat

[20] Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, madde 4. T.C. Resmi Gazete, 28691, 28 Haziran 2013. http://www.mevzuat.gov.tr/Metin.Aspx?MevzuatKod=9.5.18527&MevzuatIliski=0&sourceXmlSearch=sermaye%20piyasas%C4%B1 erişim tarihi: 09 Ağustos 2015.
[21] Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, madde 13.
[22] Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, madde 14.

aralığından yatırımcıların talepleri toplanır. Bu yöntemde tavan fiyatın, taban fiyatın %20 fazlasını aşmaması gerekir[23].

1.2.1.2. Talep Toplanmaksızın Satış Yöntemi

Talep toplamaksızın satış yöntemi, pay senetleri borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıkların pay senetlerini kendileri ya da yetkili kuruluşlar vasıtasıyla belirli bir fiyattan izahnamede belirlenecek bir usulle halka arz etmek suretiyle satışıdır. Talep toplanmaksızın satış yönteminde yatırımcılar arasında eşitsizliğe yol açmayacak bir satış usulünün belirlenmesi gerekmektedir[24].

1.2.1.3. Borsada Satış Yöntemi

Borsada satış yöntemi, pay senetlerinin borsa düzenlemeleri çerçevesinde borsada satışını ifade eder. Borsada satış yönteminin esasları borsa tarafından belirlenir. Borsa tarafından birden fazla satış yönteminin belirlenmiş olması durumunda, ihraççı ve/veya halka arz eden tarafından seçilen yönteme göre pay senetlerinin satışı gerçekleştirilebilir[25].

1.2.2. Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme Süreci

Bir şirketi halka arz kararı vermeye yönlendiren birbirinden farklı koşullar bulunmaktadır (www.borsaistanbul.com 11.08.2015):

- Şirket, büyümesini halka arz yoluyla finanse etmeyi tercih edebilir.
- Şirketin rakiplerinin halka açık şirketler olduğu durumlarda, halka kapalı şirketlerin finansal açıdan rekabet edebilme gücünün daha zayıf olduğu algısıdezavantaj yaratabilir.
- Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları belirli bir aşamaya getirdikleri şirketleri halka arz etmek suretiyle kârlarını realize etmek isteyebilirler.
- Şirketler, çalışanlarını motive ve teşvik etmek amacıyla pay bazlı performans kriterleri kullanabilirler.

[23] Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, madde 14.
[24] Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, madde 15.
[25] Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, madde 16.

- Şirket, halka arz sonrası kendine ekonomi sayfaları ve medyada daha çok yer bulur, yatırımcılar ve finansal kurumlar nezdinde kredibilitesi artar.

Farklı koşullara bağlı olarak şirketin paylarını halka arz etme şekli değişebilmektedir. Şirketler mevcut sermayeyi temsil eden paylarının bir kısmını halka arz edebildiği gibi, sermaye artırımı yoluna giderek mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle de halka arzı tercih edebilmekte veya her iki yöntemi birlikte uygulayabilmektedirler (www.borsaistanbul.com 11.08.2015).

Borsa İstanbul pazarlarında işlem görebilmek için izahnamenin Sermaye Piyasası Kurulu'nca onaylanarak şirket paylarının halka arzedilmesi ve borsa kotuna/ pazar kaydına alınması gerekmektedir. Borsa kotuna/pazar kaydına alınma, menkul kıymetler borsalarında sürekli işlem görmesi talep edilen payların ilgili şartları taşımaları durumunda ilgili pazarda işlem görmesinin kabul edilmesidir. (www.borsaistanbul.com 11.08.2015).

Halka açılmaya karar veren şirket esas sözleşmesinde Sermaye Piyasası Mevzuatı açısından gerekli değişiklikleri yapmak için hazırladığı tadil tasarılarını Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'na sunar. Şirket esas sözleşmesinde borsada işlem görecek payların devir ve tedavülünü kısıtlayıcı, ortakların haklarını kullanmalarını engelleyici hükümler söz konusu ise bu hükümlerin esas sözleşmeden çıkarılması, ayrıca esas sözleşmenin diğer hükümlerinin Sermaye Piyasası Mevzuatı'na uygun hale getirilmesi gerekmektedir. Sermaye artırımı yoluyla halka arz yapılması durumunda Türk Ticaret Kanunu (TTK) hükümleri dahilinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır (www.borsaistanbul.com 11.08.2015).

Halka arz fiyatının belirlenmesi halka arz sürecinin en önemli aşamalarından birisidir ve hem şirkete özgü gelişmelere hem de şirketin kontrolü dışındaki şartlara bağlıdır. Halka arz fiyatının gerçekçi bir şekilde yansıtılması hem başarılı bir halka arz için, hem de Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladıktan sonra payların fiyat performansı açısından önem taşımaktadır. Şirketin paylarının halk arz fiyatı aracı kuruluş tarafından hesaplanmakta olup, Borsa İstanbul ve SPK tarafından fiyata müdahale söz konusu olmamaktadır (www.borsaistanbul.com 11.08.2015).

Payların halka arzında 3 seçenek söz konusu olabilir (www.borsaistanbul.com 11.08.2015);

a) Mevcut payların halka arzı,

b) Sermaye artırımı yoluyla ihraç edilecek payların halka arzı,

c) Her iki yöntemin birlikte kullanılması yoluyla yapılacak halka arz.

Pay sahiplerinin ortaklıkta sahip oldukları payları halka arz edebilmeleri için, satılacak paylar üzerinde rehin veya teminat verilmek suretiyle ya da başka bir şekilde devir ve tedavülünü kısıtlayıcı ve pay sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtların bulunmaması gerekmektedir(www.borsaistanbul.com 11.08.2015).

Halka açık olmayan ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımlarında, ortakların yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak paylarını halka arz edebilirler(www.borsaistanbul.com 11.08.2015).

Pay senetlerini halka arz etmek üzere kurulan anonim ortaklıklar ile kurulmuş olup da sermaye artırımına gitmek suretiyle pay senetlerini halka arz edecek olan anonim ortaklıklar, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin almak şartı ile kayıtlı sermaye sistemini kabul edebilirler. Bu halde ortaklığın esas sermayesi çıkarılmış sermaye olur ve sözleşmede tespit edilen kayıtlı sermaye miktarına kadar yeni pay senetleri çıkarmak suretiyle yönetim kurulu tarafından Türk Ticaret Kanunu'nun esas sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı kalınmaksızın sermaye artırılabilir. Başlangıç sermayesi, kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların sahip olmaları zorunlu olan en az çıkarılmış sermayeyi ifade eder. Çıkarılmış sermaye ise, kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların satışı yapılmış pay senetlerini temsil eden sermayedir (Aksoy 2009: 55-56).

Ortak sayısı beş yüzü geçen ortaklıklar payları halka arz olunmuş sayılmaktadır. Payları borsada işlem görmeyen bu durumdaki halka açık ortaklıklar, halka açık ortaklık statüsünü kazandıktan sonra en geç iki yıl içinde paylarının işlem görmesi için borsaya başvurmak zorundadırlar (www.borsaistanbul.com 11.08.2015).

2. BÖLÜM
KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI

Kâr payı dağıtım politikası, dağıtılabilir kârların pay sahiplerine dağıtılması veya bu kârların dağıtılmayarak firmada alıkonması ve yeniden yatırıma yönlendirilmesi ile ilgili kararları içermektedir.

İşletmelerin kuruluş amaçlarından birisi de kâr elde etmek ve elde edilen kârı pay sahiplerine dağıtmaktır. Kâr payı dağıtım politikası, net kârın pay sahipleri arasındaki dağıtımını belirler. Kâr payı dağıtım politikası pay senetleri fiyatının maksimizasyonu açısından önem taşımaktadır. İşletmelerin hem kâr payı dağıtmaları hem de büyümeleri istenmesine karşılık bu iki amaç birbirleriyle çelişmektedir. Çünkü yüksek kâr payı dağıtımı, daha az otofinansman demektir. Bu nedenle finans yöneticileri işletmenin büyüme seyrine ve pay sahiplerinin beklentilerine uygun bir kâr payı dağıtım politikası belirlemelidir (Ceylan, Korkmaz 2015: 255).

Rekabetin arttığı küreselleşen dünyada ulusal ve uluslararası alanda faaliyet gösteren firmaların izlemiş oldukları kâr dağıtım politikaları büyük önem taşımaktadır. Şirkete yeni ortakların katılımını ve pay senetlerinin sermaye piyasasında daha yoğun bir şekilde alınıp satılmasını sağlamak isteyen şirketlerin etkin bir kâr dağıtım politikası oluşturması gerekmektedir (Yılmaz 2003: 17).

Finansal yönetimin temel amacı, paydaşlar açısından firmaların bugünkü değerini ve dolayısıyla firmaların mevcut pay senetlerinin piyasa değerini maksimum yapmaktır. Bunun için firmalar, pay senetlerinin piyasa değeri, kârlılık, hisse başına kâr, fiyat / kazanç oranı gibi değişkenleri değerlendirmek suretiyle firmanın piyasa değerini maksimum yapmak isterler. Halka açık, özellikle borsada işlem gören bir firmanın değeri, firmanın pay senetlerinin borsadaki kapanış fiyatı ile toplam pay senedi sayısının çarpımı sonucu bulunan değerdir. Dolayısı ile pay senetlerinin kapanış fiyatı, işletmelerin piyasa değerlerinin hesaplanmasında çok önemli bir değişken olup, kâr payı dağıtımında da önemli bir rol oynamaktadır (Korkmaz, Karaca 2013: 169).

Finansal yönetimin yatırım ve finanslama ile birlikte üç temel politikasından biri olan kâr payı dağıtım politikası, firma kârlarının dağıtılıp dağıtılmayacağı, ne

kadarının dağıtılıp ne kadarının firmada alıkonacağı ve dağıtılmayan kârların yatırıma yönlendirilmesi kararlarına yönelik olup, temel hedef bu kararlarla firma değerinin maksimum yapılmasıdır (Ercan, Ban 2014: 257).

Şirketler, pay senetlerinin piyasa değerini artırmak ya da en azından piyasa değerini korumak ve böylece ortaklarının beklentilerini karşılamak için belli bir oranda kâr dağıtımı yapmak zorunda kalmaktadırlar. Bazen şirketler oto finansman amacıyla kârlarının bir kısmını dağıtmayarak daha sonra belli yatırım amaçlarına yönelik kullanmak üzere işletmelerinde bırakmaktadırlar. Böylece şirketler kâr dağıtımı konusunda farklı politikalara sahip olmaktadır (Demir 2001: 56).

Kâr dağıtım politikaları hakkındaki tartışma konusu, şirketlerin yatırım kararları ile bu yatırımları finanse etmek için kullanacakları sermaye yapılarının (yabancı kaynak/öz kaynak oranları) veri olarak alındığı durumlarda, izledikleri kâr dağıtım politikasının şirketin piyasa değeri, dolayısıyla şirketin pay senetlerinin piyasa fiyatı üzerindeki etkisinin ne olacağıdır (Korgun 1999: 9).

Firmalar optimal sermaye yapılarını (yabancı kaynak-öz kaynak oranını) saptadıktan sonra, öz kaynaklarının ne kadarının sermaye artışı yoluyla, ne kadarının kârların dağıtılmayarak firmada alıkonması (oto finansman) yoluyla sağlanacağına karar vermelidir. Firmanın kâr dağıtım politikası, elde edilen net kârın pay senedi sahiplerine dağıtılacak kârlar ve dağıtılmamış kârlar (yedek akçeler) arasında dağılımını belirler. Nakit kâr payı ödemeleri, firma bünyesinde alıkonacak kâr tutarını azaltacağından, kâr dağıtım politikası aynı zamanda bir finansman politikasıdır (Akgüç 1998: 777).

Kâr dağıtım politikası, bazı hallerde bir yatırım kararı, bazı hallerde bir finansman kararı olabilir. Firmanın sermaye piyasalarından kaynak sağlama olanağı yoksa kâr dağıtımı, firmanın yapacağı yatırımların tutarını azaltmasına, bazı yatırımlardan vazgeçmesine neden olur. Bu durumda kâr dağıtımı ile firmanın büyümesi arasında bir çelişki söz konusu olmaktadır. Firmanın sermaye piyasalarından kaynak sağlama olanağı varsa kâr dağıtımı, bir finansman kararıdır. Firma finansman ihtiyacını, dağıtılabilir kârları dağıtmayarak firmada alıkoymak veya sermaye artışı yoluyla karşılamak seçenekleri ile karşı karşıya kalmaktadır (Akgüç 1998: 778).

Kâr payı ödemeleri genellikle nakit olarak yapıldığından firmaların fon kaynaklarının azalmasına neden olur. Firmalar yatırım fırsatlarını değerlendirmek amacıyla kâr payı ödemelerini azaltmak isterler. Firmaların yatırım yapmak için kâr payı ödemelerini azaltması, piyasalarda negatif bir sinyal olarak algılanabilir ve firmaların pay senetleri değer kaybedebilir. Bu nedenle firmaların pay senetlerinin değer kaybetmemesi için pay senedi sahiplerinin nakit ihtiyacı ile firmaların yatırımları için gerekli fonlar arasında denge kurulması gerekmektedir (Chambers 2009: 149).

Kâr payı dağıtım oranının (dağıtılan kâr / net kâr) ekonominin durgun, kârlı yatırım fırsatlarının az ve uygun koşullarla yabancı kaynak bulma olanağının fazla olduğu dönemlerde yüksek, buna karşılık ekonominin canlı, kârlı yatırım fırsatlarının fazla ve yabancı kaynak sağlama olanaklarının sınırlı olduğu dönemlerde düşük olduğu görülmektedir (Akgüç 1998: 779).

Pay senedi sahiplerinin kazancı, pay senetlerinin piyasa fiyatlarında meydana gelen değer artışlarından ve pay senedi sahiplerine yapılan kâr payı ödemelerinden oluşmaktadır.

Firmaların belli bir dönemde elde ettiği net kârın ne kadarının pay senedi sahiplerine kâr payı olarak dağıtıldığını gösteren kâr dağıtım oranı, hisse başına kâr payının, hisse başına kâra oranıdır. Büyüme potansiyeli yüksek olan firmalarda elde edilen kârın büyük bir bölümü yeniden yatırımlara dönüştürüldüğü için kâr dağıtım oranı genellikle düşük kalır. Dolayısıyla bu firmalarda nakit kâr payları oransal olarak düşük, pay senedi fiyatları ise pay senetleri daha fazla talep gördüğü için yüksektir. Kâr payı veriminin, hisse başına kâr payının, pay senedinin dönem başı piyasa fiyatına oranı olduğu dikkate alındığında bu tür firmaların kâr payı verimleri düşük kalmaktadır. Düşük büyüme potansiyeline sahip firmalarda ise elde edilen kârın büyük bir bölümü pay senedi sahiplerine dağıtılabileceği için kâr dağıtım oranı ve dolayısıyla kâr payı verimleri de nispeten daha yüksektir (Dağlı 2009: 87-88).

Pay senetlerinin piyasa fiyatlarında meydana gelen değer artışları pay senedi sahiplerine sermaye kazancı, pay senedi ihraç eden şirketlerin yapacağı kâr payı ödemeleri ise pay senedi sahiplerine kâr payı kazancı sağlamaktadır. Sermaye

kazancı ile kâr payı kazancı arasındaki ilişki ise "Great Fool" olarak adlandırılan bir önermeyle açıklanmaktadır. Bu önermeye göre bu iki kazanç türü arasında çok yakın bir ilişki olduğu, kâr elde edemeyecek ve dolayısıyla kâr payı ödeyemeyecek olan bir şirketin pay senedini satın almanın "daha büyük aptal" beklemek anlamına geldiği ifade edilmektedir. Pay senedi ihraç eden şirketlerin ancak kâr elde ettikleri zaman pay senedi sahiplerine kâr payı dağıtabilecekleri ve dolayısıyla yatırımcıların kâr payı dağıtan şirketlerin pay senetlerine ilgi gösterecekleri söylenebilir (Mazgit 2013: 228).

Kâr payı dağıtım kararı ile pay senedi fiyatı arasındaki ilişki akademik çevreler için önemli olduğu kadar sermaye piyasalarını düzenleyen ve denetleyen kurumlar açısından da önem taşımaktadır. Zira kâr payı dağıtım kararının pay senedi fiyatı üzerindeki etkisi konusunda teoride kesin bir görüş birliği bulunmamakla birlikte, uygulamada genel olarak kâr payı dağıtılmasına ilişkin kararın kamuya açıklandığı tarihe yakın bir zaman diliminde pay senedi fiyatının etkilendiği varsayılmaktadır (Günalp ve diğ. 2010: 48).

2.1. Kâr Payı Dağıtım Politikaları İle İlgili Teorik Yaklaşımlar

Yıllardan beri pek çok araştırmacı, firmaların gelecekteki performansları üzerindeki sinyal etkisi nedeniyle kâr payı dağıtım politikalarının çok önemli olduğunu savundular (Purmessur, Boodhoo 2009: 1).

Kâr dağıtım politikaları, finans literatüründe önemli bir çalışma alanına sahiptir. Ancak kâr dağıtım politikalarının şirket değeri üzerindeki etkisini açıklamaya çalışan teorik yaklaşımlar arasında görüş birliği sağlanamamıştır. Yüksek tutarda kâr payı dağıtımının şirket değerini olumlu etkileyeceğini savunan taraflar olduğu gibi, bunun şirket değerini olumsuz etkileyeceğini veya kâr dağıtım politikalarının şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını savunan tarafların da bulunduğu görülmektedir (Korgun 1999: 9).

Bu çalışmaları genel olarak ikiye ayırmak mümkündür; bir grup firma değeri ile kâr dağıtım politikası arasında ilişki olmadığını savunurken, diğer bir grup kâr dağıtım politikasının firma değerini etkilediğini savunmaktadır (Aygören ve diğ. 2013: 3).

Kâr payı dağıtım politikasıyla ilgili ilk çalışmalardan biri olan ve Walter Formülü olarak adlandırılan aşağıdaki hesaplama ile pay senedinin piyasa fiyatı, hisse başına kâr, dağıtılan kâr payı, firma yatırımlarının getirisi ve piyasa getirisi arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmaktadır (Ercan, Ban 2014: 258);

$$P = \frac{D + \frac{r_i}{r_m}(E - D)}{r_m}$$

P : Pay senedinin piyasa fiyatı

D : Hisse başına ödenen kâr payı

E : Hisse başına kâr

r_i : Firmanın yatırımlarının getiri oranı

r_m : Piyasa getiri oranı

Walter formülünde kâr payı dağıtım politikası firmanın yatırım fırsatlarının getirisi ile ölçülmektedir. Burada $r_i > r_m$ olması durumunda firmanın kâr payı dağıtmayarak alıkonan kârları yatırımların finansmanında kullanması gerekmektedir. Diğer taraftan $r_m > r_i$ olması durumunda ise firmanın kârının tamamına yakınını kâr payı olarak dağıtması ve pay senedi sahiplerinin bu kâr paylarını piyasada değerlendirmesi söz konusu olmaktadır (Ercan, Ban 2014: 259);

Walter formülü ile yapılan analizler (firma yatırımlarından elde edilen getiri oranının her zaman piyasa getiri oranının üzerinde olacağı varsayımıyla) firmaların dağıtacağı kâr payı tutarı azaldıkça, firmaların piyasa değerinin artacağını göstermektedir (Pekkaya 2006: 190).

Walter formülünde kâr payı ödemeleri sadece yatırımların kârlılığı açısından belirlenir. Böylece firmalar çok sayıda kârlı yatırım fırsatlarına sahipse nakit kâr payı dağıtımı yapılmamalıdır. Çünkü bu yatırım fırsatlarının değerlendirilebilmesi için kaynağa ihtiyaç vardır. Aksi takdirde kârın tamamının pay senedi sahiplerine dağıtılması uygun olacaktır. Walter formülü optimal kâr payı dağıtımını gerçekleştirmek için her zaman geçerli olmayabilir. Çünkü pay senetlerinin piyasa fiyatı, sadece kâr payı dağıtım oranına göre değil, aynı zamanda kârlı yatırım fırsatlarının finansmanında kullanılmak üzere uygun yabancı kaynak olup olmaması, firmaların likiditesi gibi çok sayıda faktöre bağlıdır (Usta 2008: 82).

Walter formülü yüksek kâr payı dağıtım politikasının firma değerini olumsuz etkilediğini savunmaktadır. Bu görüşü, düşük kâr payı ödenmesi durumunda sağlanan avantajların üzerinde duran Vergi Farklılığı Teorisi ve Artık Temettü Teorisi de desteklemektedir (Pekkaya 2006: 194).

Vergi farklılığı teorisine göre, kâr payı kazancı ve sermaye kazançlarının farklı dönemlerde ortaya çıkması ve farklı vergi oranları ile vergilendirilmesi firma değerini etkiler. Kâr payı kazançları, firmaların dönem sonu kârlarına göre belirlenirken sermaye kazançları ise yatırımcıların pay senetlerinin satmaları sonucunda elde edilir. Birçok ülkede, sermaye kazancı ve kâr payı kazancı farklı oranlarda vergilendirilir. Birçok ülke sermaye birikimini teşvik etmek için, kâr payı kazancına daha yüksek vergi uygulayarak oto finansmanı özendirmektedir. Böylece, Gordon ve Lintner'in aksine vergi farklılığı teorisi, sermaye maliyetini düşürmek için düşük kâr payı dağıtımı politikasını benimsemektedir. Sermaye kazancının vergilendirilmesi sadece pay senetleri satıldığında söz konusu olduğundan, sermaye kazançlarının az olduğu dönemlerde pay senedi satışı yapılmaktadır. Vergi oranlarının eşit olduğu ortamlarda dahi bu strateji daha kazançlı olmaktadır. Bu durumda, yatırımcı düşük oranda kâr payı dağıtımını tercih edecektir (Pekkaya 2006: 193).

Artık temettü teorisi, yatırım finansmanının iç kaynaklardan sağlandıktan sonra kalan tutarın kâr payı olarak dağıtılmasını savunur.Yüksek oranda kâr payı dağıtımı neticesinde şirket yatırımlarını finanse etmek için ya borçlanacak ya da pay senedi ihraç edecektir. Borçlanma ve yapılan pay senedi ihraçlarının şirkete maliyetinin oto finansman maliyetine göre yüksek olduğu bilinen bir gerçektir. Daha düşük maliyetli olan oto finansmanın şirket değerini daha artıracağı genel kabul görmüş bir yaklaşımdır (Pekkaya 2006: 193).

Lintner'in (1956) firmaların kâr dağıtım politikalarını etkileyen faktörlerin tespiti üzerine yaptığı araştırmayı, firmaların izledikleri kâr dağıtım politikaları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi açıklamaya yönelik birçok teori ve yaklaşım izlemiştir (Yıldız ve diğ. 2014: 186).

Kâr paylarının bilgi içeriği, kurumsal finans alanında tartışmalı bir konudur. Modigliani ve Miller (1961), yöneticilerin firmaların gelecekteki durumları ile ilgili

beklentilerini nakletmek için kâr payı dağıtım politikalarını kullandıklarını öne sürmüşlerdi. Onlar bu hipotez ile kâr payı değişikliklerinin pay senetlerinin fiyatı üzerindeki etkisini açıklamaya çalışmışlardı. O zamandan beri teorik ve ampirik araştırmalar artmıştır. Sinyalizasyon modeli orjinal sezgileri biçimlendiren başlıca araç olarak kullanılmıştır. Bhattacharya (1979), Miller ve Rock (1985) ve John ve Williams (1985) sinyalizasyon modelinin öncüleridir. Buradaki ana fikir, firma yöneticilerinin gelecekteki kazançlar hakkında özel bir bilgiye sahip oldukları ve bu bilgileri piyasalara iletmek istemeleridir. Bununla birlikte diğer firmalar onları taklit edebileceklerinden, yöneticiler gelecekteki kazançlarla ilgili beklentilerini alenen duyurmak istemezler. İşte bu bilgi, değerli (pahalı) bir sinyal olan kâr payı dağıtımları vasıtasıyla piyasalara iletilmektedir (Araujo ve diğ. 2011: 3).

Ancak, halka açık firmaların neden kâr payı dağıtıklarına dair net bulgulara ulaşılamamıştır. Black (1976) tarafından kâr payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerindeki etkisinin belirsizlik taşımasına "temettü bulmacası (dividend puzzle)" adı verilmiştir (Arslan 2008: 86).

Burada kâr payı ödemelerini sistematik bir şekilde ele alan Lintner Yaklaşımı, kâr payı ödemelerinin belli koşullar altında şirketin piyasa değerini etkilemeyeceğini savunan Modigliani-Miller Yaklaşımı ve şirketin kâr payı ödemelerinin şirketin gelecekteki kârlılığını etkileyeceğini ifade eden öncül yaklaşımlara yer verilmektedir.

2.1.1. Lintner Yaklaşımı

Lintner (1956) kâr payı dağıtım politikalarını formüle etmek için üst düzey yöneticilerin nasıl davrandıklarını belirlemeye yönelik bir araştırma yürütmüştür. Lintner, kazançların istikrarı, tesis ve ekipman harcamaları, dış finansman kullanma isteği, firma büyüklüğü, kontrol gruplarının sahipliği ve kâr payı alışkanlıkları gibi değişkenleri içeren bir model geliştirmiştir (Purmessur, Boodhoo 2009: 2).

John Lintner'in araştırması, firmaların kâr dağıtım politikalarıyla ilgili kararlarında hangi faktörlerin etkili olduğunu tespit etmeyi amaçlamıştır. Araştırma iki bölümden ibaret olup, ilk bölüm firmaların kâr dağıtım politikalarını belirleyen üst düzey yöneticilerle yapılan mülakatların yorumunu, ikinci bölüm ise ilk bölümde alınan cevapların matematiksel ifadesini içermektedir (Akyol 2007: 61).

Lintner çalışmasında, borsaya kote edilmiş 600 şirketten 28'sinin üst düzey yöneticileri ile yaptığı görüşme sonrasında ortalama kâr dağıtım oranının %5 olduğunu rapor etmiştir (Kaymaz 2010: 58).

Lintner'in (1956) yapmış olduğu çalışmanın ilk bölümünde elde ettiği bulguları şöyle özetlemek mümkündür (Akyol 2007: 61-62);

- Firmaların kâr dağıtım politikalarının belirlenmesi üst düzey yöneticilerin temel görevleri arasındadır ve firmaların çok büyük bir bölümünün belirli kâr dağıtım oranları bulunmaktadır.
- Sermaye piyasaları firmaların düzenli kâr payı ödemesi yapmalarına büyük önem vermektedir.
- Firma yöneticileri, düzenli kâr payı ödemesi yapan firmaların pay senetlerinin, düzenli kâr dağıtımı yapmayan firmaların pay senetlerine göre daha fazla prim yapacağına inanmaktadır.
- Firma yöneticileri, başlangıçta düşük kâr dağıtım oranları belirlemekte ve bu hedefe bağlı kalmaya çalışmaktadır.
- Firma yöneticileri, kâr dağıtım oranlarındaki değişimlerin, dağıtılan kâr payının mutlak değerinden daha önemli olduğuna inanmaktadır.
- Firma yöneticileri, gelecek dönemlerde sürdürülebileceğine inanmadıkları cari dönem kâr artışlarını kâr dağıtım oranlarına yansıtmaya meyilli değildir.
- Firma yöneticilerine göre, mevcut kâr dağıtım oranlarında değişikliğe gitmek için kârlılıkta değişim olması gerekmektedir.
- Firma yöneticileri, mevcut kâr dağıtım oranlarında artış yapılması gerektiğinde, bu artışı uzun vadeye yayarak başlangıçta sadece küçük oranlarda artışlar yapmayı yeğlemektedir.
- Firma yöneticileri, kâr dağıtım oranlarında mümkün olduğunca azalışa gitmemek yönünde tercih kullanmaktadır.
- Firma yöneticileri, nakit akışlarının kâr payı ödemelerini ve yatırım fırsatlarını birlikte karşılamaya yeterli olmadığı durumlarda, kâr payı ödemelerini azaltmak yerine dış finansman kaynaklarına yönelmeyi tercih etmektedir.

Lintner çalışmasının ikinci bölümünde firma yöneticilerinin kâr dağıtım kararlarını matematiksel bir model kurarak ve bu modelin istatiksel testini yaparak açıklamıştır (Akyol 2007: 62).

Lintner'in firmaların kâr payı dağıtım politikasını belirlerken kullandığı matematiksel model şu şekildedir (Kaymaz 2010: 59-60);

$\Delta D_{it} = a_i + c_i.(D^*_{it} - D_{i(t-1)}) + u_{it}$

$D^*_{it} = r_i . P_{it}$

ΔD_{it} :Kâr payı ödemelerindeki değişim

a_i :a sabiti (bazı firmalarda sıfır olmakla birlikte şirketlerin kâr payını azaltmadan ziyade artırma isteklerinden dolayı pozitif bir değerdir.)

c_i : Cari yıl kâr payı olan D^*_{it} ve önceki yılda yapılmış olan kâr payı ödemesi $D_{i(t-1)}$ arasındaki farkın oranı

D_t , D_{t-1} : Birbirini takip eden yıllardaki kâr payı ödemeleri

i : Tekil bir şirket

D^*_{it} : Hedef kâr payı oranıolan r_i' nin cari dönem kârlarına uygulanması durumunda, şirketin cari yıl için ödemiş olduğu kâr payı tutarı

u : ΔD_{it}' deki gözlemlenen değişim ile eşitlikteki diğer şartların beklenen değerleri arasındaki fark (hata payı)

r : Hedef ödeme oranı

P_t :Vergi sonrası cari kâr

Lintner'in çalışmasına göre, kâr payı ödemeleri geçmiş dönemdeki kâr payları ile cari dönemin kârlarından etkilenmektedir. Buna göre model, firmaların kâr payı ödemelerini, cari dönem kârlarına dayanan hedef bir orana göre, kâr paylarının cari ve geçmiş dönemdeki kârların geometrik ağırlıklı ortalamasını oluşturacak şekilde ayarladığını ifade etmektedir. Bu durumda yöneticiler, kâr payı değişikliklerini uzun vadede kârlarla uyumlu olacak hedef bir kâr payı oranına göre ayarlamaktadır (Omağ 2007: 59-60).

Lintner'in matematiksel model çalışmasının sonuçları, modelin firmaların kâr dağıtım kararlarını açıklamakta başarılı olduğunu göstermektedir. Örnek büyüklüğünün çok küçük olmasına rağmen, firmaların yıllık kâr payı ödemelerindeki değişimlerin %85'i yukarıdaki model yardımı ile açıklanabilmektedir (Akyol 2007: 63).

Bununla beraber matematiksel modelde kullanılan a'nın pozitif bir katsayı olması, kârlılığın düştüğü dönemlerde firma yöneticilerinin kâr payı dağıtımını azaltmak konusunda isteksiz olduğunu, c'nin bir oran olması da kâr payı ayarlamasının anında yapılmadığını ifade etmektedir. Diğer yandan, a katsayısının pozitif çıkması şirketlerin kâr dağıtımındaki istikrar eğilimlerini ortaya koymaktadır (Kaymaz 2010: 60).

Lintner'in modelinde dağıtılan kâr payları nakittir ve yatırımlardan sağlanacak kazanç yatırımcı tarafından bilinemediği için kâr payı, sermaye kazancına göre daha az risklidir. Bu nedenle kâr payı dağıtımı yatırımcının riskini azalttığı için yatırımcılar kâr payı dağıtımının yüksek olmasını istemektedirler (Kaymaz 2010: 61).

2.1.2. Gordon Yaklaşımı

Bu yaklaşım basitçe bir firmanın paydaşlara neden kâr payı ödemesi gerektiğini açıklamaktadır. Gordon(1963) kâr payı ödemeleri yapan firmaların, firma değerinde bir artış eğilimi olduğunu savunmaktadır.Gordon ayrıca paydaşların nakit kâr payı tercih ettiklerini belirtmektedir. (Purmessur, Boodhoo 2009: 7).

Myron Gordon kâr payı ve firma değeri arasındaki ilişkiyi daha detaylı olarak ele almıştır. Gordon'a göre elde edilen kârların dağıtılmayarak firma bünyesinde bırakılması, kâr payı dağıtımlarına göre daha risklidir (Kaymaz 2010: 61).

Myron Gordon'un kâr payı ilişkisi yaklaşımı, kâr payı dağıtımının işletmenin pazar değerini etkilediğini savunmaktadır. Bu yaklaşıma göre, şimdiki kâr payları, kârın dağıtılmayarak yatırıma yönlendirilmesi durumunda gelecek dönemlerde elde edilecek sermaye kazançlarına tercih edilmektedir. Bunun nedeni, dağıtılacak kâr paylarının yatırıma yönlendirilmek üzere işletmede alıkonan kârlar sonucu sağlanacak sermaye kazançlarına göre daha az riskli olmasıdır. Bu nedenle yüksek

tutarda kâr payı ödeyen firmaların pay senetlerinin fiyatının diğer pay senetlerine göre daha fazla yükseldiği ifade edilmektedir (Omağ 2007: 119).

Kâr payı ilişkisi yaklaşımı,kâr payı ödenmemesi durumunda, ödenmeyen kâr payları ile finanse edilen yatırımlardan gelecekte elde edilecek getirilerin belirsizlik taşıdığını kabul etmektedir. Gordon ve Lintner'e göre yatırımcıların kâr payı geliri elde etmeleri daha belirli, buna karşılık pay senedi değer artışından doğan sermaye kazançları uzun vadede bazı koşullara bağlı olduğundan daha belirsizdir. Bu nedenle yatırımcılar her zaman kâr payı gelirini sermaye kazancına tercih etmektedirler(Kaplanoğlu 2005: 34).Lintner ve Gordon tarafından geliştirilen ve firmalar tarafından dağıtılan kâr payını öne çıkartan bu yaklaşıma finans literatüründe, "eldeki kuş teorisi" adı verilmiştir (Kaymaz 2010: 63).Yatırımcılar açısından, kâr payı geliri eldeki kuştur. Buna karşılık uzun vadede elde edeceği sermaye geliri daldaki kuştur. Her zaman eldeki bir kuş, daldaki iki kuşa tercih edilmelidir. Bu teoriye göre daha fazla nakit kâr payı dağıtan firmaların değeri artacaktır (Kaplanoğlu 2005: 34).

Kâr payı ilişkisi yaklaşımına göre, firmanın piyasa değeri veya pay senedinin piyasa fiyatı, gelecek dönemlerde dağıtılacak kâr paylarının piyasa iskonto oranı ile bugüne indirgenmesi sonucu elde edilen değerlerin toplamı olarak varsayılmaktadır (Omağ 2007: 119).

Gelecek dönemlerin yatırımcılar açısından belirsiz kabul edilmesi, yakın gelecekte elde edilecek kâr paylarının daha düşük oranda, daha sonraki dönemlerde elde edilecek kâr paylarının ise daha yüksek bir oranda iskonto edileceğini göstermektedir (Omağ 2007: 120).

M. Gordon modelinde optimum kâr dağıtım politikası, şirketin kâr payı dağıtmayarak yapacağı yeni yatırımlarının kârlılığı (r) ile, ortakların aldıkları kâr paylarını piyasadaki diğer yatırımlarında değerlendirmeleri sonucunda elde etmeyi bekledikleri kârlılık oranı (k) arasındaki ilişkiyle belirlenir. $r > k$ durumunda pay senedi sahiplerinin, kâr payı almak yerine, kârın daha büyük bir kısmının şirkette alıkonmasını ve şirketin yeni yatırımlarında kullanılmasını yeğlemeleri doğaldır. $r > k$ durumu genellikle büyümekte olan şirketler için geçerlidir ve bu tür şirketlerde kârın dağıtılmayan kısmı artıkça, pay senedinin piyasa değeri yükselir. $r < k$

durumunda, şirketler gerilemektedir ve bu şirketlerde akılcı olan kâr payı politikası, kâr payı ödeme oranını yüksek tutmaktır. r = k halinde ise, büyüme söz konusu değildir, bu durumdaki şirketlerde kâr payı dağıtım politikasının pay senedi fiyatı üzerine etkisi yoktur. Ancak, M. Gordon, bu görüşünü daha sonra r = k halinde dahi, kâr payı dağıtım politikasının pay senetlerinin değerini etkilediği şeklinde değiştirmiştir. Geleceğin belirsizliği dikkate alındığında, iskonto oranı veya yatırımlardan beklenen kârlılık oranı (k) sabit kalmaz değişir. Belirsizlik arttıkça k oranı da yükselir. Pay senetleri sahipleri uzun süre sonra elde edeceği kâr paylarını, yakın bir gelecekte elde edeceği kâr paylarına göre daha yüksek oranda iskonto etmektedirler. Süre uzadıkça, gelecek yıllarda elde edilecek kâr payları konusunda belirsizlik artmakta ve kâr paylarının iskonto edilmesinde pay senedi sahipleri daha yüksek iskonto oranları (k) kullanmaktadırlar (Boztosun 2006: 61-62).

Bunun dışında, dağıtılan kârlar ve işletmede alıkonan kârların farklı oranlarda vergilendirilmesi de yatırımcıların tercihini belirlemektedir. Buna göre, kâr payı dağıtımı gerçekleştiğinde ortakların yüksek oranlı gelir vergisi dilimine girmeleri halinde, ödenecek gelir vergisiartmaktadır. Fakat kârın dağıtılmayıp işletmede alıkonması, kâr yedeklerinin artmasına ve pay senetlerinin fiyatında artışa neden olacaktır. Dolayısıyla, piyasa değeri yükselen pay senedinin satılması durumunda, vergi ödenmemesi veya sermaye kazancı nedeniyle düşük oranda vergi ödenmesi kâr paylarının işletmede alıkonmasına neden olmaktadır (Omağ 2007: 119).

Gordon, pay senedi sahiplerinin nakit kâr payını tercih edeceklerini, firmaların da kâr payı ödedikçe kâr payı ödemeyen firmalara göre daha yüksek puan alacaklarını belirtmiştir. Puanı yüksek olan firmaların da sermaye piyasalarından daha kolay borçlanabileceğini ileri sürmüştür. Firmaların kâr payı ödemeleri, onların borçlarını ödeyebilecek yetenekte olduklarını göstermektedir (Kaymaz 2010: 62).

Kâr payı politikasının asıl konusu, şirketin hedef kâr payı ödeme oranını değiştirmek suretiyle pay senetleri sahiplerinin kazancını artırmanın mümkün olup olmadığıdır (Kaba 2009: 32-33).

Yüksek tutarda yapılan kâr payı ödemelerinin şirket değeri üzerinde olumlu etkide bulunduğu ve yatırımcılar tarafından şirketlerin dağıttıkları kâr paylarının, şirketlerin cari dönemdeki ve gelecekteki kazançlarına ilişkin en güvenilir bilgi

kaynağı olarak kabul edilmektedir.Şirket tarafından yüksek tutardaki kâr payı ödemelerinin şirket pay senetlerinin fiyatında bir artışa neden olacağı öne sürülmektedir (Kaba 2009: 35).

2.1.3. Modigliani-Miller Yaklaşımı

Kâr payı dağıtım politikasına ışık tutan çalışma Merton Miller ve Franco Modigliani (MM)'nin 1961 yılında yapmış olduğu çalışmadır. Bu çalışmadan önceki genel görüş, bir firma ne kadar çok kâr payı öderse o kadar değerli olacağı yönündeydi. Bu görüşün altında yatan ise firma değerinin, ödeyeceği kâr paylarının bugüne indirgenmiş değerlerinin toplamı olarak algılanmasıydı (Kaymaz 2010: 63-64).

Modigliani ve Miller (1958, 1961), daha çok MM teorisi olarak bilinen ve modern kurumsal finansman teorisinin temelini oluşturan temettü ilişkisizliği teorisini geliştirmişlerdir. MM teorisinin altını çizdiği iki ana sonuçtan biri, firma değerinin bugünkü ve gelecekteki serbest nakit akışlarına bağlı olmasıdır. İkincisi, kâr paylarının düzeyi, yatırımlar sayesinde maksimize edilen firma değerini etkilememektedir (Purmessur, Boodhoo 2009: 3).

Profesör Merton Miller ve Profesör Franco Modigliani'nin geliştirmiş olduğu temettü ilişkisizliği teorisi,kâr payı dağıtım politikasının pay senedi fiyatlarına ve sermaye maliyetine etkisi olmadığını öne sürmektedir. MM'in teorileri, kâr payları üzerinden vergi ödenmediği, pay senetlerinin hiçbir işlem maliyeti olmaksızın alınıp satılabildiği, yatırımcıların ve yöneticilerin firmaların gelecekteki kazançlarına ilişkin aynı bilgiye sahip oldukları varsayımlarına dayanmaktadır. Bu varsayımlar altında firma değerinin yalnızca temel kazanma gücü ve işletme riski tarafından belirlendiğini ispatlamışlardır. Başka bir ifadeyle firma değeri, firma gelirlerinin kâr payları ile dağıtılmamış kârlar arasında nasıl paylaştırıldığına değil firmanın sahip olduğu aktifler tarafından üretilen gelire bağlıdır (Brigham, Houston 2014: 483).

Modigliani ve Miller'in çalışması, kâr payı ödemelerinin pay senetlerinin değerini etkilemediğine yönelik ilk teorik çalışmadır. Bu teoriye göre, pay senedinin değeri, toplam varlıkların getirisine göre belirlenmektedir. Bu nedenle yatırımcılar için önemli olan pay senetlerinden sağlanan gelirin kâr payı veya sermaye kazancı

şeklinde olması değil, işletmeye yaptıkları yatırımın toplam getirisidir (Güngör 2012: 82).

Modigliani ve Miller(MM) tarafından savunulan görüşe göre, kâr payı dağıtım politikalarının ne şirket değeri üzerinde ne de sermaye maliyeti üzerinde herhangi bir etkisi yoktur. Bu görüşe göre bir şirketin değeri gelir elde etme gücüne ve yatırımlarının riskine bağlıdır. Bu çerçevede, şirket tarafından elde edilen gelirin, kâr payı olarak dağıtılmasının veya dağıtılmayarak şirkette alıkonulmasının, şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır (Korgun 1999: 10).

Kâr payı dağıtım politikalarının şirket değeri üzerindeki etkisizliğini savunan bu görüşün temel varsayımlarından birincisi, şirketin yatırım kararlarının ve yatırımları finanse etmek için kullanacağı yabancı kaynak-öz kaynak yapısının daha önceden ve izlenen kâr payı politikasından bağımsız olarak belirlenmiş olmasıdır. Diğer varsayımı ise, gelir ve kurumlar vergisinin, ihraç ve işlem maliyetlerinin, asimetrik bilgi dağılımının ve kâr payı dağıtım politikalarının şirket öz kaynak maliyeti üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı, mükemmel bir piyasanın varlığının kabul edilmesidir. Öngörülen bu varsayımların nedeni ise kâr payı dağıtım politikasının etkisinin diğer unsurlardan bağımsız olarak anlaşılmasını sağlamaktır (Korgun 1999: 10).

MM'e göre, pay senetlerinin değeri firmanın kâr payı dağıtım kararından etkilenmez. Pay senedinin değerini belirleyen en önemli faktör firmanın kazanma gücüne bağlı olarak yatırım ve finans kararlarının isabetlilik derecesidir. Bu ikiliye göre, dağıtılacak kâr payı oranında ortaya çıkacak ek finansman ihtiyacının karşılanması için yeni kaynak bulunması gerekecek ve firmanın dağıtılan kâr payının etkisi ile yükselen piyasa değeri önceki değerine dönüşecektir (Boztosun 2006: 51).

Kâr payı ödemesinden dolayı ortaya çıkan ek finansman ihtiyacının yeni pay senedi çıkarılması yoluyla karşılandığı ve dağıtılan kâr payı ile pay senedinin değerinde meydana gelen artışın çıkarılan yeni pay senetlerinin etkisi ile eski seviyesine döndüğü savunulmaktadır. Yatırımların ve yabancı kaynak-öz kaynak oranının değişmediği bir ortamda, ödenecek bir birim kâr payı için, bir birimlik pay senedi ihraç etmek gerekmektedir. Bunun sonucunda şirket pay senedi sayısı çoğalmakta ve eski yatırımcıların ellerinde bulunan pay senetlerinin değeri de aynı

tutarda azalmaktadır. Ancak, eski yatırımcıların ellerindeki pay senedi değerine, elde ettikleri kâr payı tutarı eklendiğinde, pay senetlerinin değerinde herhangi bir kayıp olmamaktadır. Bunun sonucunda da, yatırımcıların refah düzeyi değişmemektedir. Aynı görüşe göre yatırımcılar yapmış oldukları yatırım karşılığında elde ettikleri gelirin toplamı ile ilgilenmekte, elde edilen getirinin kâr payı veya sermaye kazancı olması önem taşımamaktadır (Boztosun 2006: 52-53).

Kâr payı ödenmesi nedeniyle ortaya çıkan ek finansman ihtiyacının borçlanma suretiyle karşılanması halinde ek finansman ihtiyacının yabancı kaynak ile ya da öz kaynaktan karşılanmış olması sonucu etkilememektedir. Çünkü bir firmanın piyasa değeri ve sermaye maliyeti o firmanın sermaye yapısından tamamen bağımsızdır (Boztosun 2006: 53).

MM'e göre pay senetlerinin değeri, firmanın kâr dağıtım politikasından bağımsızdır ve pay senedinin değerini belirleyen en önemli değişken, firmanın net kâr tutarı veya hisse başına elde edilen gelir tutarıdır. Kârın dağıtılması veya şirketin bünyesinde alıkonulması, pay senedinin değerini etkilememektedir. Yatırımcılar da kâr payı veya pay senedi değer artışı seçimi arasında kayıtsızdırlar (Kaymaz 2010: 75).

MM, kâr payı dağıtım politikalarının firma değerine ve sermaye yapısına etkisi olmadığını ileri sürseler de, aynı zamanda, firma yöneticilerinin cari döneme ait kâr payı politikalarını oluştururken, firmanın gelecekteki kârlılığı ve nakit akışlarına ilişkin beklentileri ile ilgili bilgileri kullandıklarını ve dolayısıyla kâr payı dağıtımının bilgi içerdiğini kabul etmektedirler. MM'in çalışmalarının son bölümünde "sermaye piyasalarına yeni bilgi aktarma" olarak vurguladıkları bu kriter, kâr payı dağıtım politikası alanında asimetrik bilgi ortamında kâr payı dağıtımı vasıtasıyla sermaye piyasalarına işaret verilmesi (dividend-signaling) teorisinin gelişmesine zemin hazırlamıştır (Yıldız 2012: 33).

Modigliani ve Miller kâr paylarının bir sinyal etkisi olabileceğini kabul etmişlerdir. Firmaların üst düzey yöneticilerinin, firmanın stratejisi hakkında daha fazla bilgiye sahip olduklarından, firmanın gelecekteki kazançlarını öngörebileceğini belirtmişlerdir. Bu nedenle firma yöneticileri diğer yatırımcılara göre daha fazla bilgiye sahiptir. Dolayısıyla bu durumun asimetrik bilgi sorununa yol açacağını ileri

sürmüşlerdir. Bunun sonucu olarak firmalar kâr paylarını, piyasadaki yatırımcılara ya da pay sahiplerine bilgi gönderen bir sinyal mekanizması olarak kullanabilecektir. Firma yöneticilerinin, kâr payları aracılığıyla firmanın gelecekteki kazançları ile ilgili insanların beklentilerini değiştirebileceğini ifade etmişlerdir (Purmessur, Boodhoo 2009: 5).

2.1.4. Bhattacharya Yaklaşımı

Sinyal etkisi teorisi; kâr payı dağıtımlarındaki değişikliklerin, firmaların gelecekteki kazançları hakkında piyasalar ve yatırımcılar için bilgi içerdiği temeline dayanmaktadır. Bu yaklaşıma göre, firma yöneticileri, kâr payı dağıtımına ilişkin aldıkları kararlar ile firmanın gelecekteki kârlılığı ve nakit akımları hakkında yatırımcılara bilgi vermektedirler. Başka bir ifadeyle, asimetrik bilgi ortamında firmalar sermaye yapısı kararlarının yanı sıra, kâr payı dağıtım politikalarını da kullanarak sermaye piyasalarına bilgi aktarabilmekte ve piyasaların firmanın değeri ile ilgili sezgilerini etkileyebilmektedir. Çünkü asimetrik bilginin hakim olduğu piyasa koşullarında, firmaların gelecekte elde edecekleri kârlara ilişkin beklentileri ile yine firmaların karşı karşıya oldukları risklere ilişkin belirsizlikler yatırımcılar için farklılıklar içermektedir (Yıldız 2012: 33-34).

Bhattacharya tarafından 1979'da geliştirilen ve temelini Ross'dan (1979) alan kâr payı sinyalizasyon modelinde, sermaye şirketlerinin daha yüksek kâr payı ödemesinin firmanın piyasa değerini arttıracağı sonucu çıkmaktadır. Kâr payı ödemelerindeki beklenmeyen artışlar, yöneticilerin gelecek nakit akışları hakkındaki eşsiz bilgilerini taşıyan olumlu işaretlerdir. Kâr payı ödemelerinden kaynaklanan maliyetlerden dolayı, olumlu bilgisi olmayan firmalar bu durumu taklit edemeyecektir. Sinyale eşlik eden pay senedi değerindeki artış, pay senedi sahiplerinin kâr payı geliri için ödedikleri vergiyi dengelemektedir. Bu çerçevede pay senetleri çok az sayıdaki kişinin elinde bulunan şirketler, diğer yatırımcılara firma değerlerini ifade etmek için daha yüksek kâr payı ödemesi yapma konusunda isteklidirler (Kaymaz 2010: 78-79).

Bhattacharya, firmaların vergi dezavantajı olmasına rağmen neden kâr payı ödediğini açıklamaya çalışan bir model geliştirmiştir. Dışardaki yatırımcıların firmanınkârlılığı hakkında eksik bilgiye sahip olduklarını varsaymaktadır. Kâr

payları üzerindeki vergi oranının sermaye kazançları üzerindeki vergi oranından daha yüksek olmasına rağmen, yatırımcıların firmanın gelecekteki değerinin artacağına dair olumlu bir sinyal almaları durumunda, daha fazla vergi ödemeye razı olduklarını ifade etmektedir. Bu nedenle kâr payları, dışardaki yatırımcıların firmaların gelecekteki kârlılığını değerlendirmeleri için faydalı bir sinyal aracıdır (Li 2014: 13).

Bhattacharya modeli,kâr payı sinyalizasyon literatürünün hem güçlü hem de zayıf yönlerini ortaya koymaktadır. Güçlü yönü, kâr payı artışlarına ve pay senedi geri satın almalarına piyasaların tepkisinin açıklanabilir olmasıdır.Bu, kâr paylarının firmaların gelecekteki beklentileri hakkında bize verdiği sezgisel fikir temeline dayanmaktadır.Bhattacharya modeli, hem yatırımcıların hem de yöneticilerin rasyonel davrandıklarını varsayması bakımından tutarlıdır. Ancak çoğu model gibi bu modelin varsayımları eleştirilmektedir. Model, firmaların piyasalara sinyal vermek için neden düzenli kâr payı ödemelerini kullandıklarını açıklayamamaktadır (Allen, Michaely 2002: 53-54).

Bhattacharya, kâr payı gelirleri üzerinden ödenen gelir vergisinin sermaye kazançları üzerindeki vergiden daha yüksek olmasına rağmen firmaların kâr payı dağıtımı yaptıklarını, zira asimetrik bilgi ortamında kâr payı ödemelerinin yatırımcıların firmaların finansal yapılarını sağlıklı olarak algılamasına neden olduğunu öne sürmektedir. Yatırımcıların beklentilerinin de üzerinde gerçekleşen kâr payı ödemeleri, firmanın gelecekteki gelirleri ilgili olumlu bir işaret olarak algılandığından, genellikle pay senetlerinin piyasa değerlerinde artışa sebep olmaktadır. Diğer yandan, yöneticilerin sadece firmayla ilgili yatırımcı beklentilerini yükseltmek adına yapacakları kâr payı artışlarının finansmanı içsel kaynaklardan sağlanamaz ise, firma ek kaynak kullanmak zorunda kalacaktır. Zira yöneticiler, ileriki dönemlerde firmanın dağıtacağı kâr payı miktarını düşürerek yatırımcılara olumsuz işaret vermek istemeyeceklerdir. Bu durumda ek kaynak ihtiyacını dışarıdan sağlayacakları yabancı ya da öz kaynak ile finanse ederek yüksek maliyetlere katlanmak durumunda kalacaklardır (Akyol 2007: 78).

Bhattacharya'nın modeli önemli bir adım olmasına rağmen, firmaların kendi bekleyişlerini açıklamak için neden kâr payı dağıtımı üzerinden işaret verdiklerini açıklayamamaktadır. Şöyle ki, firmaların kâr payı yerine kendi pay senetlerini geri

satın almalar aracılığı ile işaret vermesi de mümkündür. Bhattacharya'nın modeli kâr payı ve geri satın almaları birbirinin mükemmel ikamesi olarak kabul etmiştir. Şirketlerin kendi pay senetlerini geri satın almaları ya da kâr payı ödemeleri ile pay senetlerinin piyasa değeri hakkında mesaj vermesi arasında bir fark yoktur, çünkü yapılan ödemeler şirketler için dış finansman ihtimalini arttıracaktır (Kaymaz 2010: 80).

2.1.5. Miller ve Rock Yaklaşımı

Önceki modellerden duyulan rahatsızlık alternatif sinyalizasyon modellerinin gelişmesine yol açmıştır. Miller ve Rock (1985) iki zamanlı bir model kurmuştur. Bu modelde firmaların sıfırıncı zamandaki yatırım projelerinin kârlılığı yatırımcılar tarafından gözlenememektedir. Birinci zamanda projelerden kazanç elde edilmekte ve firmalar bu kazançları kâr payı ödemelerini ve yeni yatırımları finanse etmek için kullanmaktadırlar.Hem kazançlar hem de yatırımlar gözlemlenemediği için, kötü firmalar yatırımlarını ve kâr payı ödemelerini kesmek suretiyle yüksek kazanç elde etmiş gibi görünmektedir. İyi firmaların yeterli düzeyde kâr payı ödemesi gerekmektedir. Firmalar yüksek kazanç sinyali vermek ve daha fazla kâr payı ödemek için yatırımlarını kısmaktadır (Allen, Michaely 2002: 54-55).

Miller ve Rock, yöneticilerin firmaların bugünkü kazançları hakkında dışardaki yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olduklarını varsaymaktadır. Kâr payı ve finansmanın aynı şeyin ters yüzü olduğunu, finansmanın gerçekte negatif kâr payı olduğunu ifade etmişlerdir. Beklenmeyen kazanç değişikliklerinin, firmaya getirisinin beklenmeyen kâr payı değişiklikleri ile aynı etkiye sahip olduğu sonucuna varmışlardır.Buna ek olarak, kâr payının kendisinden ziyade bugünkü kâr payı ödemelerinin yönünün, firmanın gelecekteki kazançlarını öngörmeye çalışan piyasalar üzerinde etkili olduğunu belirtmişlerdir (Li 2014: 13).

Miller ve Rock, firmaların yatırım, finansman ve kâr payı dağıtım kararlarını incelemiş, firmaların kârlarında artış olması ile kâr payı dağıtımlarında artış olmasının, sermaye piyasasına firma ile ilgili aynı bilgiyi taşıdığını ve bu bilginin genellikle pay senedi fiyatlarında artışa neden olduğunu öne sürmüşlerdir. Buna karşılık beklenmeyen yeni pay senedi ihraçları, sermaye piyasaları tarafından olumsuz algılanmakta ve pay senedi fiyatlarının gerilemesine neden olmaktadır.

Yatırımcıların beklentilerinin üzerinde kâr payı dağıtılacağının açıklanması, firmaların gelecekte yapacağı yatırımların azalması anlamına gelmektedir. Yatırımcıların beklentilerinin üzerinde kâr dağıtımı yapılacağı duyurusu başlangıçta pay senedi fiyatlarında artış meydana getirebilir ancak yapılacak yatırımların azalacağı gerçeğinin ortaya çıkmasının ardından pay senedi fiyatları gerileyecektir (Akyol 2007: 49).

Miller ve Rock'ın sinyalizasyon modeli diğerleri gibi firmaların benzer yatırım fırsatlarına sahip olduklarını varsaymaktadır. Bu modellerde daha yüksek dönem kârları olan firmalar daha yüksek kâr payları ödeyerek, daha yüksek kalitede olduklarının işaretlerini vermektedirler. Firmaların farklı yatırım fırsatlarının olması durumunda ve bu yatırım fırsatlarının herkes tarafından bilinememesi durumunda, farklı kalitedeki firmaları ayırt etmek için kâr payı dağıtım politikalarını kullanmak zor olacaktır. Daha düşük değerli yatırım fırsatları olan ve dolayısı ile gelecek dönemlerdeki kârları da az olacak olan bir firma daha yüksek kâr payı ödemeyi, iyi yatırım fırsatları olan başka bir firmaya göre daha çok tercih edecektir. Bu sinyalin maliyeti düşük getirili projeleri olan firma için daha düşük olacaktır. Böylece kâr payı dağıtımları firma kalitesi için mükemmel bir gösterge olmayacaktır (Kaymaz 2010: 81-82).

Firmalar yüksek kârlar elde ettikleri ve daha fazla kâr payı ödedikleri hakkında işaret verebilmek için yatırımlarını kısmak durumundadır. Bhattacharya modelinin aksine Miller ve Rock modelinde, firmaların belli bir kâr payı seviyesini taahhüt etmek gibi açıklanması zor varsayımları bulunmamaktadır. Ancak vergilerin işin içine girmesi durumunda, kâr payı dağıtımlarının en iyi işaret verme şekli olmaya devam edip edemeyeceği konusu açık değildir (Kaymaz 2010: 82-83).

Bhattacharya'nın modelinde sinyalizasyonun meydana gelmesine olanak sağlayan istenmeyen maliyet, dış finansmana başvurulmasından kaynaklanan işlem maliyetidir. Miller ve Rock modelinde ise istenmeyen maliyet yatırım kararının bozulmasından kaynaklanmaktadır. Başka bir deyişle kâr payı dağıtımlarının gerçekten de sinyal verme rolünün olduğunu, bunların da firmanın yatırım kararları üzerinde bozucu maliyetlerinin bulunduğunu belirtmektedir (Kaymaz 2010: 83).

2.1.6. John ve Williams Yaklaşımı

Bhattacharya ile Miller ve Rock modelleri,kârpayları ilepay senedi geri alımlarının birbirinin tam ikamesi olduğunu ima ederken, John ve Williams modeli kârpayları ilepay senedi geri alımlarınınhiçbir ilgisi olmadığını ima etmektedir.Diğer modellerde olduğu gibi, John ve Williams'ın başlangıç noktası, bir firmanın pay senedi sahiplerinin nakit ihtiyaçlarını, pay senetlerinden bazılarını satarak karşılamaları gerektiği varsayımıdır. Firma yöneticileri mevcut pay senedi sahiplerinin çıkarlarına göre davranmakta ve firmanın gerçek değerini bilmektedirler. Bir firma eksik değerlenmiş ise, pay senedi sahipleri nakit ihtiyaçlarını karşılamak zorunda kaldıklarında pay senetlerini gerçek değerlerinin altındaki bir fiyattan satacaklardır. Eğer dışardaki yatırımcılar bunu iyi bir sinyal olarak algılarlarsa, pay senedi fiyatları artacaktır. Pay senedi sahipleri nakit ihtiyaçlarını karşılamak için daha az özkaynak satmaları gerekeceğinden, firma içindeki yüksek pay oranlarını korumuş olacaklardır(Allen, Michaely 2002: 55-56).

John ve Williams'ın modeli kâr payı dağıtımlarındaki artışın pay senedi fiyatlarında artışa yol açtığını, kâr payı dağıtımlarındaki düşüşün ise pay senedi fiyatlarında düşüşe yol açtığını öne sürmektedir. Ancak bu modelde kâr payı dağıtım politikaları ile yatırım politikalarının birbirine muhtemel etkileri ve firmalar arasındaki kâr payı dağıtım farklılıkları izah edilememektedir (Boztosun 2006: 60).

John ve Williams'ın geliştirdiği çok dengeli sinyalizasyon modeli, eşsiz bilgiye sahip firmaların kâr payı dağıtım politikalarını değiştirdikten sonra çeşitli marjinal faydalar elde edeceklerini varsayar. Model sadece kâr paylarının vergilendirilebileceği ayrık bir çerçeve içinde geliştirilmiştir. Kâr paylarındaki bir artış pay senedi fiyatlarını artırmaktadır (Kaymaz 2010: 83).

Başka bir deyişle firmanın pay senetleri, ancak yatırımcılar kendi likidite ihtiyaçlarını karşılamak durumunda kaldıkları zaman geçici olarak değer kaybetmektedir. Yatırımcılar firma az değerli iken kendi pay senetlerini satarsa, eski paydaşlardan yeni paydaşlara doğru bir refah transferi söz konusu olacaktır. Aksi halde firma kâr payı ödeyerek mevcut paydaşlarına zarar verecektir (Kaymaz 2010: 84).

2.2. Kâr Payı Dağıtım Politikalarını Etkileyen Faktörler

Kâr payı dağıtımına yönelik karar verme aşamasında şirket yönetimi, bazı faktörleri dikkate almak zorundadır. Teorik açıdan kâr payı dağıtım politikalarının amacı firma değerini maksimize etmek olsa da, işletmelerde kâr payı dağıtım politikasını etkileyen pek çok faktör vardır. Günün ekonomik,politik ve sosyal şartlarına bağlı olarak değişen koşullar ön plana çıkabilir. Genel olarak işletmelerin kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Özvar 2015: 31).

2.2.1. Yasal Sınırlamalar

Şirketlerin kâr payı ödemelerini etkileyen en önemli unsurlardan bir tanesi yasalar ve şirketlerin ana esas sözleşmelerinde yer alan hükümlerdir. Her ülkede değişiklik gösteren bu yasal düzenlemeler, kâr payı dağıtımları üzerinde belirleyici nitelikte olabilmektedirler. Kâr dağıtımlarına ilişkin her ülkenin kendi yasalarında yer alan kurallar, genel olarak azınlık paylarının kâr üzerindeki haklarının korunması ve firmaya fon temin eden üçüncü kişilerin haklarının korunması amacındadır. Kâr payı dağıtımları konusunda, ülkemizde Türk Ticaret Kanunu'nda anonim ortaklıklara ilişkin genel hükümler, SermayePiyasası Kanunu'nda ise halka açık anonim ortaklıklara ilişkin bir takım düzenlemeler yer almaktadır (Özvar 2015: 31-32).

2.2.2. Firmanın Likidite Durumu

Kâr payı ödemeleri işletmenin likidite durumuyla yakından ilgilidir. Kâr payı ödemeleri nakit çıkışı gerektirdiğinden nakit durumu ve likiditesi iyi olan işletmeler kolaylıkla kâr payı dağıtabilir. İşletmelerin kâr elde etmiş olmaları veya bilançolarında dağıtılmamış kâr görülmesi, likidite durumlarının kâr dağıtmaya elverişli olduğu anlamına gelmez (Ceylan, Korkmaz 2015: 256-257).

Enflasyonist dönemlerde kârların artmasına karşın, firmaların çalışma sermayesi ihtiyaçlarının da artış göstermesi, elde edilen kârların tamamının fon olarak kullanılmasını engelleyecektir. Bu nedenle firmalar yüksek oranda kâr payı dağıtmak suretiyle nakit varlıklarını azaltmak istemeyecekler ve mevcut likidite durumları göz önüne alarak kâr payı dağıtım kararını vereceklerdir (Boztosun 2006: 14).

Firmanın likidite durumu, yapılacak yatırımlar ve sermaye yapısından etkilenmektedir. Yatırım kararları, varlıklarda artışa neden olacağından bu yatırımların finansmanı fon ihtiyacını artırmakta, artan fon ihtiyacının nereden temin edileceği kararı ise firmanın sermaye yapısını etkilemektedir. Bu kararlara göre belirlenen likidite yapısı, kâr dağıtım politikasının da belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır (Kaba 2009: 55).

2.2.3. Kârların İstikrarı

Kârları istikrarlı olan işletmelerin kârlarını tahmin etmek kolay olduğundan daha yüksek bir oranda kâr dağıtımı söz konusu olabilmektedir (Ceylan, Korkmaz 2015: 258).

İşletmelerin geçmiş dönemlerdeki kârlarının istikrarı, sonraki dönemlerde elde edeceği kârlar için bir göstergedir. Kârlarda istikrar yakalayan firmalar geleceğe yönelik daha emin adımlarla hareket edebileceği için, istikrar yakalayamayan işletmelere göre ortaklarına daha rahat kâr dağıtımına gidebilmektedir. İstikrar yakalamayan firmalar yüksek kâr elde edilen yıllarda geleceğin belirsizliğinden ötürü kârlarının büyük bir kısmını işletmede alıkoyacaklar ve gelecek yıllarda elde edecekleri kârların düşük olması durumunda geçmişte firmada alıkoydukları kârlarıdağıtabileceklerdir (Önem 2014: 11-12).

2.2.4. Firmanın Kârlılık Oranı

Bir firmanın yatırımlarını dağıtılmamış kârlarla finanse ettiği durumlarda yatırımlardan elde etmesi gereken asgari kârlılık oranı, o firma için dağıtılmamış kârların maliyetini belirler. Dağıtılmamış kârların maliyeti fırsat maliyetidir. Diğer bir deyişle, pay senedi sahiplerinin kâr payı gelirlerini alternatif yatırım alanlarında değerlendirmeleri sonucu elde edeceklerikâr oranı ile firmanın yeni yatırımlarından elde edeceği kâr oranının karşılaştırılmasıdır. Buna göre yeni yatırımlardan elde edilecek kârların oranı, dağıtılmayan kârların fırsat maliyetinden büyük ise mevcut kârlar yatırıma yönlendirilmekte, aksi takdirde ise kâr payı olarak pay senedi sahiplerine ödenmektedir (Boztosun 2006: 21).

2.2.5. Yatırım Olanakları

İşletmelerin yeni yatırımlar yapmayı planlamaları halinde yatırımların finansmanını sağlamak için kârlarını dağıtmayabilir. Özellikle borçlanma yeteneği sınırlı olan işletmeler için yatırımların dağıtılmayan kârlar ile finansmanı zorunlu olabilir (Ceylan, Korkmaz 2015: 258).

Şirketlerin iyi yatırım olanaklarına sahip olmaları halinde, elde ettikleri kârları, yatırımlar için kullanmaları söz konusu olmaktadır. Zira şirketlerin yatırımın finansmanı için yeni pay senetleri ihracı bir maliyet oluşturmakta ve bu maliyetin karşılanması için ihtiyaç duyulan fon miktarından daha fazla pay senedi ihracı gerekmektedir. Bu durumda ise, piyasada şirkete ait pay senedi sayısı artmakta ve şirket ortaklarının aleyhine bir durum ortaya çıkmaktadır (Kaplanoğlu 2005: 64).

Yüksek enflasyonist ortamda yer alan ve düşük maliyetli kredi bulamayan şirketler için dağıtılmayan kârlar yeni yatırımlarının finansman kaynağı olmaktadır. Borçlanma olanakları sınırlı olan ve sermaye piyasasına başvurma imkânı olmayan firmalar için, böyle bir finansman stratejisi zorunlu olabilmektedir (Kaplanoğlu 2005: 64). Sermaye piyasası az gelişmiş ülkelerde dağıtılmayan kârlar yatırımların finansmanı için son derece önemli olmaktadır.

2.2.6. Vergi Oranları

Şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen diğer önemli bir unsur da vergi düzenlemeleridir. Mevcut yasal düzenlemeler gereği kâr payları menkul sermaye iradı olarak vergilendirilmektedir. Şirket ortaklarının içinde bulundukları vergi dilimi, şirketler tarafından oluşturulacak kâr payı dağıtım politikaları üzerinde etkili olmaktadır (Kaplanoğlu 2005: 63).

Şirket pay senedi sahiplerinden yüksek vergi dilimlerinde yer alanlar, kârların dağıtılmayarak şirket bünyesinde bırakılmasını isteyebilirler. Aksi takdirde dağıtılan kâr payları yüksek vergi oranlarıyla vergilendirilmiş olacağından kendilerine kalan kâr payı tutarında azalma olacaktır. Dolayısıyla vergi oranları kâr payı dağıtım kararlarında etkili bir faktör olabilmektedir (Güngör 2012: 77).

2.2.7. Borçlanma Yeteneği

İşletmeler vadesi gelen borçlarını yeniden borçlanmayla, öz sermaye artışı veya dağıtılmayan kârlar ile ödeyebilir. İşletmeler borçlanabilme olanaklarına sahipse kâr payı dağıtımında daha esnek davranabilir. Büyük işletmelerin borçlanma olanakları küçük işletmelere göre daha fazla olduğundan kâr payı dağıtımında daha fazla esnekliğe sahiptirler (Ceylan, Korkmaz 2015: 257).

Firmalar mevcut borçlarını yeni borçlar almak suretiyle ödemek istediklerinde, yabancı kaynak/öz kaynak oranı artacağından firmaların finansal riski de artmış olacaktır. Finansal risk, firmaların borçlarını ödeme güçlüğüne düşmesine ve gelecekte pay senedi sahiplerinin elde edeceği kâr payı gelirlerinin azalmasına neden olabilir. Firmaların borçları arttıkça ödemek zorunda olduğu faiz giderleri artacak ve bu durum firmaların finansal yapısının zayıflamasına yol açacaktır. Bu tür sorunlar yaşamak istemeyen firmaların kâr payı dağıtımını kısıtlayarak, bu kârları borç ödemede kullanmaları daha uygun olacaktır (Boztosun 2006: 15-16).

2.2.8. Kontrol Yetkisi

Alternatif finansman kaynakları şirketin kontrol durumunda değişiklik meydana getirmektedir. Bazı firmalar finansman politikalarının bir gereği olarak sadece iç finansman kaynaklarını kullanabilirler. Bu durumdaki firmalar yüksek oranda kâr payı dağıtırlarsa, kârlı yatırım fırsatlarını değerlendirmek için pay senedi ihraç etmek durumunda kalabilirler. Bu nedenle kontrol mekanizmasını ellerinde tutmak isteyen mevcut ortaklar dağıtılacak kâr payının düşük tutulmasını ve öncelikle kârlı yatırım fırsatlarının değerlendirilmesini tercih edebilmektedir (Kaba 2009: 56).

2.2.9. Şirketin Ortak Yapısı

Genel olarak yönetici ve firma sahiplerinin aynı olduğu küçük firmaların, kâr payı dağıtımını düşük oranda tuttukları, farklı sahiplik yapısı bulunan büyük ve halka açık firmalarda kâr payı dağıtım oranının yüksek olduğu belirtilmektedir (Omağ 2007: 184).

Özellikle şirketlerin büyük ortakları ve bunların nakit ihtiyacı kâr payı oranını belirlemede önemli bir role sahiptir. Oy gücüne sahip olan küçük tasarruf

sahiplerinin ortak olduğu halka açık şirketlerde genellikle kâr dağıtım oranı daha yüksektir. Küçük tasarruf sahipleri, almış oldukları kâr paylarını geçim kaynağı olarak görmeleri durumunda kâr dağıtımı konusunda ısrarlı olacaktır. Halka açık şirketlerde küçük tasarruf sahipleri, oy çokluğuna sahip olmasalar dahi genel kurulda dolaylı etkileri nedeniyle kâr dağıtım oranının nispeten yüksek olmasını yine de sağlayabilirler (Kaba 2009: 58-59).

2.2.10. Ekonomik Faktörler ve Belirsizlik

Ekonominin büyüme gösterdiği dönemlerde şirketlerin satış hacimleri, kârları, kâr payları ve dolayısıyla pay senedi fiyatları yükselme eğilimi içinde olur. Ekonomik daralma ve durgunluk, yüksek enflasyon, döviz kuru artışları ve faiz oranlarındaki artışlar pay senedi yatırımcıları için olumsuz bir ortam yaratan makro ekonomik değişkenlerdir (Kaplanoğlu 2005: 65).

Şirketlerin elde ettikleri kârlar istikrarlı olması, kâr payı ödemelerinin de istikrarlı olmasına neden olmaktadır. Şirketlerin gelecekte beklenen kârlarındaki dalgalanma riski arttıkça buna bağlı olarak şirketin nispeten düşük oranda kâr payı dağıtımı yapması olasılığı artacaktır. Böyle bir politikanın temelinde yatan sebep, kârlardaki dalgalanma olasılığının artması şirketin borçlarını ödeyememe riskini artıracağından firmanın dış finansman kaynaklarına yeterince başvuramaması olabilir. Kârları istikrarlı olan firmalar, gelecek dönemlerde elde edecekleri kârları daha sağlıklı bir şekilde tahmin edebilir. Bu nedenle, bu tür firmalar, kârları büyük dalgalanma gösteren firmalara göre daha yüksek bir kâr payı ödeme oranına sahiptir. Buna karşılık, kârlarında istikrar olmayan firmalar, gelecek dönemlerde elde edecekleri kârları önceden tahmin edemediklerinden elde ettikleri kârın büyük bir bölümünü firmada alıkoymak zorunda kalırlar. Kâr payı dağıtımında istikrarın sağlanabilmesi için gelecekte yüksek kâr sağlayamama olasılığı dikkate alınarak, yüksek kâr sağlanan yıllarda daha fazla yedek akçe ayrılması yoluna gidilebilir (Kaplanoğlu 2005: 66).

2.3. Kâr Payı Dağıtım Politikaları

Şirketlerin elde ettikleri kârları dağıtmasının pay senetleri üzerinde olumlu bir etkisi söz konusudur. Finans yöneticileri, şirketin kâr dağıtım politikasını belirlerken,

uygun bir finansman stratejisi ve pay senedi sahiplerinin servetini maksimum kılacak bir denge arayışındadır. Finans yöneticisi şirket kârındaki artışa paralel olarak kâr payı dağıtım oranını artırabilir (Armağan 2007: 3).

İşletmelerin amaçlarından birisi, işletmenin piyasa değerinin maksimum yapılmasıdır. İşletme ortaklarının amacı ise pay senetlerinin piyasa fiyatının maksimum olmasıdır. Düzenli kâr dağıtımı yapan işletmeler, kâr dağıtımı değişkenlik gösteren işletmelere göre daha yüksek piyasa değerine sahip olur (Ceylan, Korkmaz 2015: 260).

2.3.1. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtım Politikası

Sabit miktarda kâr payı dağıtım politikası düzenli kâr payı dağıtım politikası olarak da ifade edilmektedir. Bu politikada her pay senedi sahibine her yıl aynı tutarda kâr payı dağıtımı yapılmaktadır. Düzenli kâr payı dağıtım politikası ortaklar tarafından benimsenen bir politika olduğundan bu politikayı uygulayan işletmelerin pay senetleri sermaye piyasasında kararlı bir fiyata sahip olmaktadır (Ceylan, Korkmaz 2015: 260-261).

Bu politika kâr payının pay senedi başına yıllar itibariyle aynı miktarı korumasını amaçlayan politikadır. Sabit miktarda yapılan kâr payı dağıtım politikasının uygulandığı firmalarda, elde edilen net kâr değişmesi, ödenen kâr payı miktarında nadiren değişiklik yaratır. Bu tür kâr payı dağıtımı, yöneticilerce tespit edilen en uygun miktarın her yıl kâr payı olarak dağıtılmasını, kârdan kalan kısmın ise firmada alıkoyulmasını ifade eder. Bu politika, ekonomide yıllar içinde ortaya çıkan konjonktürel dalgalanmaların firmaların kârlarında istikrarsızlığa yol açması nedeniyle kârların bir kısmının dağıtılmayarak şirkette tutulması, böylece şirket kârlarının düştüğü dönemlerde kâr payı ödenmeme riskini azaltmak amacıyla her yıl pay senedi başına aynı miktarda kâr payı dağıtımını sağlamak amacı güder. Kurumsal yatırımcılar, kâr payı önceden belli olduğu için bu tür firmaların pay senetlerini tercih etmektedirler. Bu politika geleceğin belirsizliğini azalttığından, pay senetleri sahipleri açısından çekici görülmekte ancak, pay senetlerini sabit gelir getiren bir menkul değere benzetmesi nedeniyle pay senetlerinin piyasa fiyatlarının artması hususunda kısıtlayıcı etkide bulunmaktadır (Boztosun 2006: 44).

2.3.2. Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtım Politikası

Her yıl kârdan önceden belirlenmiş belli bir oranda pay senedi sahiplerine kâr payı olarak dağıtma politikasıdır. Bu politika kârın belirli bir yüzdesinin dağıtımını ifade ettiğinden dağıtılacak kâr payı tutarları değişkenlik gösterir ve kârdaki dalgalanmalara paralel bir görünüm arz eder. Bu nedenle bu politika kârları yıllar itibariyle dalgalan şirketlerde tercih edilmemektedir. Bu politikada dağıtılacak kâr payı miktarları düşük düzeyde olup, şirketlerin yüksek kârlara ulaştığı dönemlerde ilave kâr payı dağıtımına gidilmesi söz konusu olmaktadır (Kaba 2009: 28).

Çok az sayıda şirketin uyguladığı bu politikanın firma değerine olumlu etkide bulunması ihtimali çok azdır. Bu nedenle halka açık anonim şirketlerde tercih edilen bir politika değildir. Genellikle kapalı anonim şirketlerde veya yönetimin büyük ortaklara bırakıldığı şirketlerde, küçük ortakların da kârdan pay alabilmelerini garantilemek için uygulanan bir politikadır (Kaba 2009: 28).

2.3.3. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtımı ve Eklemeler

Düzenli ve sabit oranda kâr payı dağıtım politikalarına alternatif olan bu politikada, sabit miktarda kâr payına ilave olarak kâr payı dağıtımı yapılır. Sabit miktarda kâr payı dağıtım politikasında, kârlılıkla kâr payı dağıtımı bağımsız hale geldiğinden yatırımcıların işletmelerin pay senetlerine talebi azalmaktadır. Bunun için işletmeler sabit miktarda kâr payı dağıtımı yanında ilave kâr payı dağıtımı yoluna gitmektedir (Ceylan, Korkmaz 2015: 261).

Bu kâr payı dağıtım politikası, dönemler itibariyle elde edilen kârların dalgalandığı firmalar tarafından tercih edilmektedir. Kâr payı ödemelerinin düşük miktarda tutulup, şirket kârlarının yüksek olduğu durumlarda ilave kâr payı dağıtımına gidilmesini öngören bu politika diğer iki politikanın aksayan yönlerini gidermek amacıyla geliştirilmiştir. Kâr payı miktarının düşük tutulması şirketi, kârların yeterli olmadığı durumlarda kâr payı ödeyememe riski ile karşı karşıya kalmaktan kurtarmakla beraber, pay senedi sahiplerinin düzenli kâr payı alabilmelerine imkan sağlamaktadır (Boztosun 2006: 45-46).

2.3.4. Her Yıl Artan KârPayı Dağıtım Politikası

Şirketler, dağıttıkları kâr paylarında meydana gelecek azalışların kâr paylarının sinyalizasyon etkisi ile pay senetlerinin değerini etkileyebileceği düşüncesiyle, dağıttıkları kâr paylarını azaltma yoluna pek başvurmazlar. Yatırımcıları kendi pay senetlerini almaya yöneltmek için firmalar her yıl dağıttıkları kâr paylarını bir miktar artırırlar. Enflasyonun da etkisiyle pek çok şirket istikrarlı kâr payı politikası yerine "istikrarlı büyüme oranlı" şeklindeki bir kâr dağıtımını izlemeye başlamışlardır. Bu politika yatırımcılara istikrarlı bir reel getiri sağlama amacı gütmektedir (Armağan 2007: 6).

İstikrarlı ve tahmin edilebilir kâr dağıtım politikası izlemek, kâr paylarının sinyalizasyon etkisinden dolayı yıldan yıla dalgalanan bir ödeme politikasının yol açacağı belirsizliği (riski) azaltmaktadır. Dolayısıyla istikrarlı bir kâr payı dağıtım politikası öz sermaye maliyetinin artmasını ve pay senetlerinin değerinin düşmesini engellemektedir (Armağan 2007: 7).

2.3.5. Artıklar Oranında Kâr Payı Dağıtım Politikası

Artıklar oranında kâr payı dağıtım politikası firma tarafından elde edilen kârın en uygun kullanımını hedeflemektedir. Bu politika ile firmanın yatırım olanaklarının değerlendirilmesi sonucu kârın ne kadarının dağıtılacağına karar verilmektedir. Firmanın borçlanma kapasitesi ile sermaye yapısı dikkate alınmak suretiyle, elde edilen kârların,yatırımların finansmanından geriye kalan kısmının dağıtılmasını öngörmektedir (Başkaya 2012: 26).

Bu kâr payı dağıtım politikası, şirketin elde ettiği kârların yatırımlar için kullanıldıktan sonra kalan kısmının kâr payı olarak dağıtılmasının uygun olacağını belirtmektedir. Bu politika, şirketlerin yatırım ve finansman politikası ile sermaye yapısından etkilenmektedir. Ayrıca, yatırımcıların elde edeceği kâr payları dönemler itibarı ile farklı olabilmektedir. Burada kârların dağıtılmayarak yatırıma yönlendirilmesi söz konusudur. Dolayısıyla, kârların alıkonarak yeniden yatırıma yönlendirilmesi ile elde edilecek kârlılık oranının, pay senedi sahiplerinin kârlılık oranları ile karşılaştırılması gerekmektedir. Şirket yatırımları sonucu yüksek bir getiri elde ediliyorsa, bu durumda kârların dağıtılmaması gerekmektedir (Omağ 2007: 63).

Bu politikaya göre, şirketler faaliyetlerinden elde ettikleri kârları, daha kârlı yatırım fırsatları mevcut değilse, paydaşlara kâr payı olarak dağıtmalıdır. Başka bir ifadeyle, eğer şirketin dağıtılmayan kârlar ile finanse edeceği yatırımların kârlılık oranı, pay senedi sahiplerinin kendi yatırımlarından elde edebilecekleri kârlılık oranından büyükse, şirket pay senedi sahiplerine kâr payı ödemek yerine, kârların yeni yatırımların finansmanında kullanılmasını tercih edecektir (Armağan 2007: 4).

2.3.6. Optimal Kâr Payı Dağıtım Politikası

Optimal kâr payı politikası, şirketin pay senetlerinin piyasa değerini maksimize edecek mevcut kâr payı ödemeleri ve gelecekteki büyüme arasındaki dengeyi sağlayan kâr payı dağıtımını ifade eder. Deneysel bulguların çoğunluğu kâr dağıtımının firma değerini etkilediğini ortaya koymaktadır. Gerçekten kâr payı dağıtım politikası pay senedinin değerini etkiliyorsa o zaman bu politika sadece yatırım fırsatları tarafından belirlenen pasif bir kâr artığı olmaktan daha ileri bir anlam ifade edecektir. Bu demektir ki; firma pay senedinin piyasa değerini,kâr payı dağıtım oranını değiştirmek suretiyle artırabilir ve bunun sonucu olarak da optimal kâr dağıtım politikasına erişebilir (Kaba 2009: 31).

Diğer yandan kârların dağıtılmayan kısmı ile finanse edilecek yatırım fırsatları değerlendirilerek pay senedi sahiplerinin serveti maksimize edilebilir. Böylece kâr payı dağıtım politikası veya kârpayı dağıtım oranı optimal olacaktır (Kaba 2009: 31).

2.4. Kâr Payı Ödeme Şekilleri

Şirketler esas sözleşmelerinde pay başına ne kadar kâr payı dağıtılacağını, bu kâr paylarının nasıl ve ne zaman ödeneceğini belirtmektedir. Esas sözleşmede kâr payı ödeme şekli ve zamanı konusunda bir hüküm belirtilmemişse, genel kurul bu konuda karar alabilmektedir (Kaba 2009: 47).

Kâr payı dağıtım politikasının belirlenmesi ile kârın ne kadarının ortaklara dağıtılacağı, ne kadarının şirket bünyesinde bırakılacağına karar verildikten sonra, pay senedi sahiplerine dağıtılacak kârın hangi kaynaktan karşılanacağı sorunu ortaya çıkmaktadır. Kâr payı dağıtımında kullanılacak kaynaklar işletmenin finansal yapısı

özellikle likiditesi ile yakından ilgilidir. Şirket faaliyetlerinden elde edilen kâr rakamsal olarak yüksek olmasına rağmen kâr payını ödeyecek yeterli nakit bulunmayabilir (Kaba 2009: 47).

2.4.1. Nakit Olarak KârPayı Ödemesi

Kâr payı dağıtımının en yaygın ve pay senedi sahipleri için en anlamlı şekli, nakit kâr payı dağıtımıdır. Kâr payı dağıtılacağı ilan edildiğinde bu, şirket yönetimi için yükümlülük haline gelir. Dağıtılacak olan kâr payları, genel olarak, nominal değerin bir yüzdesi (hisse başına kâr payı) şeklinde ifade edilir. Bunun yanında piyasa fiyatının bir yüzdesi veya net kârın bir yüzdesi (kâr dağıtım oranı) şeklinde de ifade edilebilir. Ancak bir paya düşen kâr payı kolayca görüldüğü için, hisse başına kâr payı uygulaması daha yaygındır. Kâr payı dağıtımı şirket tarafından ilan edildikten sonra kâr payları belirli bir tarihte bütün pay senedi sahiplerine dağıtılır (Armağan 2007: 15).

2.4.2. Pay Senedi Şeklinde Kâr Payı Ödemesi

Bazı durumlarda firmalar dağıtılacak kâr payları karşılığında mevcut ortaklara bedelsiz pay senedi vermek suretiyle sermaye artışına gidebilirler. Başka bir ifadeyle işletmeler, gizli veya kanuni yedeklerle, dağıtılmayan kârların bir kısmını sermayeye eklemek suretiyle ortaklarına karşılıksız olarak pay senedi vermektedir. Sermayenin bu şekilde artırılması durumunda özsermaye tutarında ve öz sermayenin oy dağılımında bir değişiklik olmamaktadır. Kâr payı olarak pay senedi verilmesi durumunda ortaklar ek pay senedi elde ederken, sermayeye katılım oranları değişmez (Ceylan, Korkmaz 2015: 261-262).

Firmalar, böylece hem kâr dağıtımı yapmakta hem de kârlı yatırımlarını finanse etme olanağı bulmaktadır. Şirketler, genellikle sermaye artışlarına gittikleri dönemlerde, artan sermayenin bir bölümünü bedelsiz pay senedi vermek yoluyla ortakların sermaye artışına katılmasını sağlamaktadır. Ortaklar kâr paylarını pay senedi şeklinde aldıklarından, gereksinme duyduklarında pay senetlerini paraya dönüştürerek, aşamalı da olsa kâr payını nakden almak olanağına sahip olmaktadır (Kaplanoğlu 2005: 73).

Pay senedi şeklinde kâr payı dağıtımının pay senetlerinin piyasa fiyatını ve pay başına geliri düşüreceği ileri sürülmektedir. Pay senedi başına gelir, pay senedi sayısının artması nedeniyle düşse dahi, ortakların elinde daha fazla pay senedi bulunacağından, ortakların geliri azalmayacaktır. Şirket, bu şekilde alıkoyduğu fonları, yüksek kârlı yatırımların finansmanında kullandığı takdirde, şirketin gelecek yıllarda elde edeceği kârlar artacaktır. Dolayısıyla şirketin nakit olarak dağıtılabileceği kâr payı oranları da yükselecek ve ortakların gelecek dönemlerdeki gelirlerinde artış meydana gelecektir (Kaplanoğlu 2005: 74).

Firma nakit sıkıntısından dolayı bedelsiz pay senedi şeklinde kâr payı dağıtıyorsa; fonları kârlı yatırım fırsatlarında değerlendirmeyi düşünmüyorsa ve gelecek yıllardaki beklentileri de olumlu değilse, bu tür kâr payı dağıtımının pay senetlerinin değeri üzerindeki etkisi olumsuz olmaktadır. Pay senedi şeklinde kâr payı dağıtımı, tek başına ortakların pay senetlerinin toplam piyasa değerini ne azaltmakta, ne de artırmaktadır (Kaba 2009: 50).

2.4.3. Şirketin Kendi Pay Senetlerini Satın Alması

Şirketler kendi pay senetlerini satın alarak, dolanımda bulunan pay senedi adedini azaltmakta; şirketin net kârının değişmemesi koşuluyla pay senedi başına gelir artmaktadır. Pay başına düşen gelirin yükselmesi, pay senetlerinin piyasa fiyatını artırmakta; ortaklar nakit kâr payı geliri yerine, değer artışı geliri (sermaye kazancı) elde etmektedirler (Armağan 2007: 15).

2.4.4. Pay Senedi Bölünmesi

Pay senetlerinin piyasa fiyatlarının yüksek olması nedeniyle sermaye piyasasında alım satımı zorlaşmaktadır. Pay senetlerinin fiyatlarını düşürerek el değiştirmesini kolaylaştırmak amacıyla, pay senetlerinin nominal değerinin belirli bir oranda azaltılması yoluyla pay senetlerinin adedi artırılmaktadır. Bu uygulamada şirket ortaklarının ellerindeki pay senetlerinin sayısı artmasına karşın, bu senetlerin nominal değeri aynı oranda azaldığından, şirket ortaklarının şirketteki toplam payı değişmemektedir. Böylece fiyatı yüksek bulunan pay senedinin fiyatının düşmesi sağlanarak likit hale getirilmesi amaçlanmaktadır (Kaplanoğlu 2005: 75-76).

Bu ödeme yönteminde ise, kâr payı olarak pay senedi verilmektedir. Böylece şirketler fonların şirket bünyesinde kalması için nakit kâr payı yerine pay senedi vermektedir. Diğer yandan sermaye tutarı düşürülmeden şirketteki mevcut pay senetleri daha düşük nominal değerli pay senetlerine bölünerek, pay senedi sayısı artırılmaktadır. Buradaki amaç, pay senetlerine olan talep artışına bağlı olarak düşük değerli pay senetlerinin değerinin yükselmesini sağlamaktır (Güngör 2012: 82).

3. BÖLÜM

BORSA İSTANBUL ÇİMENTO SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA

3.1. Çalışmanın Amacı

Çalışmanın amacı, şirketlerin dağıttıkları kâr paylarının, şirketlerin kârlılığı ve dolayısıyla hisse başına kâr üzerine herhangi bir etkisinin olup olmadığının tespit edilmesidir.

Borsa İstanbul verilerine dayanarak yapılan analizlerdeki amacımız, halka açık anonim şirketlerin t zamanda dağıtmış oldukları kâr paylarının, t_+ zamanda elde edilen hisse başına kâra etkisinin olup olmadığını tespit etmektir. Ayrıca t zamanda dağıtılan kâr payları ile şirketlerin t_+ zamandaki aktif kârlılığı, sermaye kârlılığı ve özkaynak kârlılığı arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını tespit etmeyi amaçlamaktayız.

3.2. Çalışmanın Önemi

Şirket yöneticilerinin öncelikli amacı, şirket kaynaklarının etkin kullanımını sağlamak suretiyle firma değerini maksimize etmek ve dolayısıyla şirket ortaklarının gelirini artırmaktır. Yöneticilerin bu amaca ulaşmak için yatırım fırsatlarını değerlendirmeleri ve bu yatırımları finanse etmekte kullanacakları kaynakları etkin bir şekilde yönetmeleri gerekmektedir. Bilindiği üzere şirketler ihtiyacı olan fonları borçlanarak ya da özkaynak olarak elde etme olanağına sahiptir. Şirketlerin faaliyetleri sonucu elde etmiş oldukları kârlar özkaynakların bir unsuru olduğundan, kârların şirket ortaklarına dağıtılmayarak firma bünyesinde alıkonulması ve yatırımların dağıtılmayan bu kârlar ile finanse edilmesi mümkündür.

Çalışmamızın amacı pay senetleri borsada işlem gören halka açık anonim şirketlerin kâr payı ödemelerinin şirketlerin kârlılıkları üzerine etkisi olup olmadığının tespit edilmesi olduğundan, şirketlerin izlemiş oldukları kâr payı dağıtım politikaları önem kazanmaktadır. Şirketlerin elde ettikleri kârları pay senedi

sahiplerine dağıtmalarının ya da bu kârları dağıtmayarak yapılacak yatırımları finanse etmekte kullanmalarının firma değerini ve dolayısıyla şirketlerin pay senetlerini elinde bulunduran ortaklarının servetini nasıl etkileyeceği sorusu çalışmanın önemini artırmaktadır. Eğer şirketler elde etmiş oldukları kârları pay senedi sahiplerine nakit kâr payı olarak dağıtırlarsa, ileride doğacak nakit ihtiyaçlarını ya borçlanarak ya da şirkete yeni ortak almak suretiyle karşılayabilecektir. Borçlanmanın şirkete bir maliyeti söz konusu olacağından şirket yöneticileri bunu istemeyeceklerdir. Şirkete yeni ortak almak ise şirketin yeni pay senedi ihraç etmek suretiyle sermaye artırımına gitmesini gerektirecektir. Bu durum ise şirketin pay senetlerini elinde bulunduran mevcut ortaklarının istemeyecekleri bir sorun olarak karşımıza çıkacaktır. Çünkü yeni ortak alınması demek şirketin pay senetlerinin sayısının artması ve dolayısıyla mevcut ortakların şirketin toplam sermayesi içindeki pay oranlarının düşmesine neden olacaktır. Böylece şirket herhangi bir dönemde kâr payı dağıtmaya karar verdiğinde dağıtılacak toplam kâr, toplam pay senedi sayısına bölüneceğinden pay senedi başına düşen kâr payında azalma olacaktır. Sonuç olarak şirkete yeni ortak alınması mevcut ortakların şirket kârından alacakları kâr paylarının düşmesine ve dolayısı ile ortakların servetlerinin azalmasına neden olacaktır. Ayrıca şirketin sermaye artırımına giderek yeni pay senedi ihraç etmesi, piyasada işlem gören pay senedi adedini artıracağından, pay senetlerinin piyasa fiyatının düşmesine neden olacaktır.

Şirket yöneticilerinin nakit kâr payı dağıtımı yerine şirket ortaklarına bedelsiz pay senedi vermeleri suretiyle sermaye artırımına gitmeleri söz konusu olabilmektedir. Böylece mevcut ortakların şirket sermayesine katılma oranlarında bir değişiklik olmayacağından, mevcut ortaklar tarafından bu durum kabul edilebilir. Ancak bu durumda da şirketin piyasada işlem gören pay senetlerinin sayısı artacağından pay senetlerinin piyasa fiyatında düşme söz konusu olabilecektir.

Pay senedi sahipleri ise, hem şirketin yüksek miktarlarda kâr elde ederek bu kârları kendilerine dağıtmaları yoluyla kâr payı kazancı, hem de şirketin pay senetlerinin piyasa fiyatlarında meydana gelen artışlardan dolayı sermaye kazancı elde etmek isteyeceklerdir.

İşte tüm bu koşullar altında şirket yöneticilerin hem şirketin ortaklarını memnun edebilecekleri hem de firma değerini maksimize edebilecekleri bir kâr payı dağıtım politikası izlemeleri gerekmektedir. Şirketler kâr payı dağıtmak suretiyle piyasadaki yatırımcılara, şirketin gelecekte elde edeceği kârlarda ve şirketin pay senetlerinin piyasa fiyatında artış olacağı ve dolayısıyla şirketlerin piyasa değerinin artacağına yönelik sinyal verebilirler.

Bu çalışma nakit kâr payı ödemelerinin, şirketlerin gelecek dönemlerde elde edecekleri kârları ve dolayısıyla şirketlerin piyasa değerlerini etkileyip etkilemeyeceğini test etmek bakımından önem taşımaktadır.

3.3. Çalışmanın Örneklemi ve Kısıtları

Çalışmadaki tüm veriler, pay senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören ve tesadüfen seçilen çimento sektöründe faaliyet gösteren 15 firmanın bağımsız denetimden geçmiş 2005-2015 yıllarına ilişkin finansal tablolarından ve denetim raporlarından alınmıştır. 2005-2008 yıllarına ilişkin bilgiler Borsa İstanbul'un internet sitesi (www.borsaistanbul.com)'da, 2009-2015 yıllarına ilişkin bilgiler ise Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun internet sitesi (www.kap.gov.tr)'de yayımlanan finansal tablolardan alınmıştır.

Çalışma kapsamında verileri kullanılan firmalar Tablo 1'de verilmiştir:

Tablo 1.Çalışma Kapsamına Alınan Firmalar

1	ADANA ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.
2	AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş.
3	AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
4	ASLAN ÇİMENTO A.Ş.
5	BATIÇİM BATI ANADOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
6	BATISÖKE SÖKE ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.
7	BOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
8	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.
9	ÇİMENTAŞ İZMİR ÇİMENTO FABRİKASI T.A.Ş.
10	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
11	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
12	KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
13	MARDİN ÇİMENTO SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
14	NUH ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.
15	ÜNYE ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Kâr payları (temettü) geçmiş yıl kârından, başka bir deyişle kârın elde edildiği faaliyet dönemini izleyen yılda ödenmektedir. Analizlerimizde adı geçen kâr payı kavramı ile pay senedi sahiplerine ödenen brüt nakit kâr payları kastedilmektedir. Hisse başına kâr ise şirketlerin faaliyet dönemleri sonunda elde ettikleri dönem net kârının, raporlama dönemi boyunca piyasada bulunan pay senetlerinin ağırlıklı ortalama adedine bölünmesiyle bulunmaktadır.

Literatürde şirketlerin kârlılığını tespit etmeye yönelik çeşitli oranların kullanıldığı görülmektedir. Örneğin Kaymaz'ın (2010) kâr payı ödemelerinin şirketkârlılığı üzerindeki etkisine yönelik çalışmasında, kârlılık oranlarının paydasında, özkaynak toplamına yer verildiği gibi ödenmiş sermaye de yer almaktadır. Ayrıca kârlılık oranlarının payında dönem net kârı yer aldığı gibi esas faaliyet kârının da yer aldığı görülmektedir. Bu nedenle, bu kalemlere göre ayrı ayrı hesaplanan kârlılık oranlarının,çalışmada yapılacak analizlerde ortaya çıkacak sonuçların genelleştirilmesinde faydalı olacağını düşünmekteyiz.

Çalışmada kullanılacak değişkenlere ilişkin bilgiler şu şekildedir;

Net Kârın Aktif Toplamına Oranı (Aktif Kârlılığı – Yatırımın Verimliliği): Bu oran, dönem net kârının aktif toplamına bölünmesi sonucu elde edilmekte olup, varlıkların kazanma gücünü göstermektedir. Çalışmada bu oran "ROA1" olarak yer almaktadır.

ROA1= Dönem Net Kârı / Aktif Toplamı

Faaliyet Kârının Aktif Toplamına Oranı: Firmaların esas faaliyetlerinden elde etmiş olduğu brüt satış kârından faaliyet giderleri düşüldükten sonra kalan esas faaliyet kârının aktif toplamına bölünmesiyle bulunan bu oran çalışmada "ROA2" olarak gösterilmektedir.

ROA2 = Faaliyet Kârı / Aktif Toplamı

Net Kârın Ödenmiş Sermayeye Oranı: Dönem net kârının ödenmiş sermayeye oranı ROC1 olarak gösterilmiştir.

ROC1 = Dönem Net Kârı / Ödenmiş Sermaye

Faaliyet Kârının Ödenmiş Sermayeye Oranı: Faaliyet kârının ödenmiş sermayeye oranı ROC2 olarak gösterilmiştir.

ROC2 = Faaliyet Kârı / Ödenmiş Sermaye

Net Kârın Özkaynak Toplamına Oranı (Özkaynakların Kârlılığı): Özsermayenin kazanma gücünü gösteren bu oran dönem net kârının özkaynak toplamına bölünmesi sonucu bulunmakta ve çalışmada ROE olarak gösterilmektedir.

ROE = Dönem Net Kârı / Öz Kaynak Toplamı

Hisse Başına Kâr: Dönem net kârının, raporlama dönemi boyunca piyasada bulunan pay senetlerinin ağırlıklı ortalama adedine bölünmesiyle bulunmakta ve çalışmada EPS olarak gösterilmektedir.

EPS= Dönem Net Kârı / Toplam Pay Senedi Sayısı

Hisse Başına Kâr Payı: Pay senedi sahiplerine yapılan nakit kâr payı ödemelerinin toplam tutarının raporlama dönemi boyunca piyasada bulunan pay senetlerinin ağırlıklı ortalama adedine bölünmesiyle bulunmakta ve çalışmada DP olarak gösterilmektedir.

DP= Toplam KârPayıTutarı/ Toplam Pay Senedi Sayısı

Analizlerde kullanılacak değişkenler Tablo 2' deki gibi ifade edilebilir:

Tablo 2. Analizlerde Kullanılacak Değişkenlerin Tanımları

Değişkenler	**Tanımlar**
Bağımlı Değişkenler	
ROA1	**Dönem Net Kârı / Aktif Toplamı**
ROA2	**Esas Faaliyet Kârı / Aktif Toplamı**
ROC1	**Dönem Net Kârı / Ödenmiş Sermaye**
ROC2	**Esas Faaliyet Kârı / Ödenmiş Sermaye**
ROE	**Dönem Net Kârı / Öz Kaynak Toplamı**
EPS	**Dönem Net Kârı / Toplam Pay Senedi Sayısı***
Bağımsız (Açıklayıcı) Değişken	
DP	**Toplam Kâr Payı Tutarı / Toplam Pay Senedi Sayısı***

*Toplam lot sayısı (1 lot = 1 TL nominal değere karşılık gelen pay senedi sayısı).

3.4. Hipotezler

H_{1a} = Şirketlerin dağıttıkları kâr payları (DP) ile aktif kârlılığı(ROA1) arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{1b}= Şirketlerin dağıttıkları kâr payları (DP) ile aktif kârlılığı (ROA1) arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_{2a} = Şirketlerin dağıttıkları kâr payları (DP) ile ROA2 arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{2b} = Şirketlerin dağıttıkları kâr payları (DP) ile ROA2 arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_{3a}= Şirketlerin dağıttıkları kâr payları (DP) ile sermaye kârlılığı (ROC1) arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{3b} = Şirketlerin dağıttıkları kâr payları (DP) ile sermaye kârlılığı (ROC1) arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_{4a}= Şirketlerin dağıttıkları kâr payları (DP) ile ROC2 arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{4b} = Şirketlerin dağıttıkları kâr payları (DP) ile ROC2 arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_{5a}= Şirketlerin dağıttıkları kâr payları (DP) ile özkaynak kârlılığı (ROE) arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{5b} = Şirketlerin dağıttıkları kâr payları (DP) ile özkaynak kârlılığı (ROE) arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_{6a}= Şirketlerin dağıttıkları kâr payları (DP) ile EPS arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{6b}= Şirketlerin dağıttıkları kâr payları (DP) ile EPS arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

3.5. Literatür Taraması

Watts (1973), 1946-1967 yılları arasında kazanç ve kâr payı kayıtları tam olan 310 firmadan oluşan bir model kullanarak, verilen herhangi bir t yılı için, (t+1) yılındaki kazançların, t ve (t-1) yıllarındaki kâr payı seviyeleri tarafından açıklanıp açıklanamayacağını incelemiştir. Watts, firmaların yıllar boyunca ortalama kâr payı katsayıları pozitif olmasına rağmen, istatistiksel öneminin çok düşük olduğu sonucuna varmıştır (Chang ve diğ. 2006: 8).

Aharony ve Swary (1980), New York Borsası'nda (NYSE) yer alan firmalardan seçilen 149 sanayi kuruluşundan oluşan model oluşturmuşlardır. Çalışmalarında, üçer aylık kazanç rakamları vekâr payı duyurularının faydalı bilgi iletip iletmediği konusundaki ampirik sorunu çözmeyi denemişlerdir. Metot olarak herhangi bir çeyrekte farklı tarihlerde kamuya açıklanan üçer aylık kâr payı ve kazanç duyurularını kullanmışlar ve pay senedi fiyatlarının kâr payı duyurularına hızlı bir şekilde tepki verdiğini tespit etmişlerdir.

Brickley (1983), 35 firmadan oluşan bir model üzerinde çalışarak, %20'den daha büyük kâr payı artışları ile sonraki kazançlar arasında pozitif bir ilişki bulmuştur (Chang ve diğ. 2006: 9).

Healey ve Palepu (1988), kâr payı ödemesi başlatan 131 firmanın kazançlarının geçmişte hızla arttığını ve izleyen iki yıl boyunca artmaya devam ettiğini tespit etmişlerdir. Bununla birlikte kâr payı ödemesini bırakan 172 firmanın kazançlarının, kâr payı ödenmeyeceğine ilişkin duyurunun yapıldığı yılda düştüğü, fakat izleyen birkaç yılda önemli derecede arttığı sonucuna varmışlardır (Allen, Michaely 2002: 70).

Sant ve Cowan (1994), NYSE ve Amerikan Borsası'nda (AMEX) yer alan ve 1962-1987 yılları arasında kâr payı dağıtımını bırakan 381 firmayı incelemişlerdir. Kâr payı dağıtımının bırakılmasından sonra da cari kazançların arttığını tespit etmişlerdir. Kazançlardaki artışın, kâr payı dağıtımının bırakılmasının bir sonucu olamayacağı, kâr paylarının kazançlar üzerinde etkisi olmadığı sonucuna varmışlardır.

Kao ve Wu (1994), 1965-1986 yılları arasında 454 firmanın yer aldığı bir zaman serisi regresyon analizi kullanarak, beklenmedik kâr payları ile kazançlar arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermişlerdir. Ayrıca kâr payı sinyalizasyon etkisinin firmanın kendine özgü niteliklerine bağlı olduğu sonucuna varmışlardır (Farsio ve diğ. 2004: 2).

Carroll (1995), 854 firmanın 1975-1984 yılları arasındaki üçer aylık verilerini kullanarak, üçer aylık kâr payı değişikliklerinin gelecekteki kazançları öngörüp öngöremeyeceğini incelemiştir. Kâr payı değişiklikleri ile kazançların beklenen değişiklikleri arasında önemli bir pozitif ilişki bulmuştur. Daha spesifik olarak, Carroll' un bulguları, kâr payı artışlarını gelecekteki kazançlarda bir artışın, kâr payı azalışlarını ise gelecekteki kazançlarda bir düşüşün izlediğini öne sürmektedir (Farsio ve diğ. 2004: 2).

DeAngelo H. L. ve Skinner (1996), üst üste dokuz yıl kazançlarında artış olduktan sonra yıllık kazançları düşen ve NYSE'de yer alan 145 firmanın kârpayı kararlarının sinyalizasyon içeriğini incelemişlerdir. Bu firmaların büyük bir çoğunluğunun kazançlarda düşüş yaşandığı yılda kâr paylarını artırmalarına rağmen, kâr payı artışlarının sonraki dönem kazançlarında herhangi bir artış meydana getirmediği sonucuna ulaşmışlardır.

Benartzi, Michaely ve Thaler (1997), NYSE ve AMEX'de 1979-1991 yılları arasında en az iki yıl boyunca yer alan 1025 firmanın verilerini kullanarak yapmış oldukları çalışmada, kâr payı duyurularının gelecekteki kazançlarhakkında bilgi içerip içermediğini tespit etmeye çalışmışlar ancak buna dair kanıt bulamamışlardır.

Ofer ve Siegel (1997), kâr payı politikalarındaki beklenmedik değişikliklere dayanarak analistlerin kazanç beklentilerini değiştirdiklerini kanıtlamışlardır. Beklenmedik kâr payı artışlarının büyüklüğü ile kazançlardaki değişikliğin büyüklüğü arasında anlamlı bir ilişki bulmuşlardır (Li 2014: 14-15).

Mozes ve Rapaccioli (1998), 681 firmanın 1980-1990 yılları arasındaki verilerini kullanarak, kâr payları ve şirket kazançları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Kâr paylarındaki büyük artışların gelecekteki kazançlarda bir düşüşe, kâr paylarındaki küçük bir artışın ise gelecekteki kazançlarda bir artışa yol açtığını kanıtlamışlardır. Mozes ve Rapaccioli, kâr paylarındaki azalış ve gelecekteki

kazançlar arasındaki ilişkinin pozitif ve doğrusal olamayacağını öne sürmüşlerdir (Farsio ve diğ. 2004: 2).

Nissim ve Ziv (2001), NYSE ve/veya AMEX'de yer alan firmaların 1963-1998 yılları arasındaki yıllık verilerini kullanarak bir çalışma yapmışlardır. Gelecek kazançlardaki beklenen değişiklikler kontrol edildikten sonra,kâr payı değişiklikleri ilekâr payı değişikliğini izleyeniki yıl boyuncakazançlarda meydana gelen değişiklikler arasında pozitif yönlü ilişkiolduğunu kanıtlamışlardır. Ayrıca kâr payı değişiklikleri ile gelecekteki kârlılık düzeyleri arasında pozitif yönlü ilişki olduğunu belirtmişlerdir.

Grullon, Michaely ve Swaminathan (2002), kâr payı artış duyurusunu izleyen yılda firmaların kârlılık seviyelerinin düştüğünü tespit etmişlerdir. Kâr payı artışından önce aktif kârlılıklarının (ROA) arttığı dönemden, kâr payı artışından sonra aktif kârlılıklarının düştüğü döneme kadar olan firma hareketleri bu sonucaulaştırmıştır (Allen, Michaely 2002: 71).

Farsio, Geary ve Moser (2004), S&P 500'ün 1988-2002 yılları arasındaki üçer aylık kazançlarına ve kâr paylarına regresyon analizi ve Granger nedensellik testi uygulamışlardır. Kâr paylarının, gelecekteki kazançların tahmin edilmesinde açıklayıcı gücü olmadığına karar vermişlerdir.

Grullon, Michaely, Benartzi ve Thaler (2005), NYSE ve AMEX'de yer alan 2.778 firmanın 1963-1997 yılları arasındaki kâr payı duyurularını incelemişlerdir. Çalışmalarında kâr payları, aktif kârlılığı (ROA) ve özkaynak kârlılığı (ROE)' deki yüzdesel değişimlerin ortalamalarını kullanarak, kâr payı değişiklikleri ile gelecekteki kazanç değişiklikleri arasındaki ilişkiyi tespit edebilmek için biri doğrusal diğeri doğrusal olmayan iki model oluşturmuşlardır. Yapmış oldukları doğrusal regresyon analizinde, t yılındaki kâr payı değişiklikleri ile t+1 ve t+2 yıllarındaki kazanç değişiklikleri arasında pozitif yönlü ilişki bulmuşlardır. Doğrusal olmayan regresyon analizinde ise kâr payı değişikliklerinin gelecekteki kazançlar hakkında bilgi içerdiğine dair hiçbir kanıt bulamamışlardır. Ayrıca kâr payı değişikliklerinin aktif ve özkaynak kârlılığını etkileyip etkilemediğini test etmişlerdir. Doğrusal regresyon modelinde, pozitif ve negatif kâr payı değişiklikleri ile ROA' daki değişiklik arasındaki ilişkinin sıfırdan farksız olduğunu tespit

etmişlerdir. Doğrusal olmayan regresyon modelinde ise, pozitif kâr payı değişiklikleri ile gelecekteki kârlılık değişiklikleri arasındaki ilişkinin negatif olduğu, negatif kâr payı değişiklikleri ile gelecekteki kârlılık değişiklikleri arasındaki ilişkinin ise hatalı göstergelere sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Doğrusal regresyon modelinde, ROE'nin 1. ve 2. yıldaki seviyelerinin kâr paylarındaki pozitif değişiklikler ile pozitif yönlü ilişkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Ancak doğrusal olmayan regresyon modelinde, kâr payı değişikliklerinin ROE'nin seviyesi hakkında bilgi içermediği sonucuna ulaşmışlardır. Birkaç farklı tahmin yöntemi ve çeşitli kârlılık ölçümleri kullanarak yapmış oldukları bu çalışmayla, kâr payı değişiklikleri ile gelecekteki kârlılık ilişkisinin sinyalizasyon hipotezinin öngörüleri ile tutarlı olmadığı sonucuna varmışlardır.

Kaymaz (2010), İMKB'ye kote edilmiş ve 2005-2008 yılları arasında kâr payı dağıtımlarına ara vermeden devam eden 48 firmanın yer aldığı bir model oluşturmuştur. Modelde 7 farklı kârlılık oranı bağımlı değişken ve kâr payı ödemeleri ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Firmaların t zamanda dağıtmış oldukları nakit kâr payları ile t_+ zamandaki firma kârlılığı arasında bir ilişki olup olmadığını analiz etmiştir. Elde etmiş olduğu ampirik bulgular, firmaların önceki dönemlerde yapmış oldukları kâr payı ödemeleri ile sonraki dönemlerdeki kârlılıkları arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya çıkarmıştır. Kâr payı ödemelerindeki değişimin daha çok dönem net kârına dayalı aktif ve özkaynak kârlılıklarındaki değişim ile açıklanabileceğini vurgulamıştır. Böylece kâr payı ödemelerinde bir artış meydana geldiğinde firmaların gelecekteki kârlılıklarının artacağı sonucuna varmıştır.

Li (2014), NYSE, AMEX ve NASDAQ' ta yer alan sanayi firmalarının 1993-2011 yılları arasındaki kâr payı değişikliklerinin, gelecekteki kazanç değişiklikleri hakkında yatırımcılara ve sermaye piyasalarına bilgi taşıyıp taşımadığını incelemiştir. Sonuçlar kâr payı değişikliklerinin, gelecekteki kazanç değişiklikleri hakkında çok az bilgi sağladığını göstermiştir.

3.6. Çalışmada Kullanılan Yöntem

Analizlerde kullanılacak ROA1, ROA2, ROC1, ROC2, ROE, EPS bağımlı değişkenleri, kâr payı ödemeleri (DP) ise bağımsız değişkeni temsil etmektedir.

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \varepsilon_i$$

Yukarıda yer alan regresyon modelinde Y bağımlı değişkenleri, X bağımsız değişkeni, εhata terimini, i şirketleri ve t zamanı göstermektedir. Böylelikle bağımsız değişken kâr payı ödemelerinin, bağımlı değişkenler üzerinde etkili olup olmadığı tespit edilmeye çalışılacaktır.

Çalışmadaki değişkenler arasındaki ilişkiler panel veri analizi yöntemiyle test edilecek olup, bunun için Eviews 9 ve Stata 14 paket programları kullanılacaktır. Aşağıda yapılacak analizler ve testler ile ilgili genel bilgiler yer almaktadır.

3.6.1. Panel Veri Analizi

Ekonomik araştırmalarda zaman serisi verileri ve yatay kesit verileri ile ayrı ayrı analizler yapılabildiği gibi her iki veri seti bir araya getirilerek, hem zaman hem de kesit boyutuna sahip veri seti oluşturulabilmektedir (Künye 2014: 156).

Kesit verilerini zaman serisi verileriyle birleştiren panel verisi, daha çok bilgi içerdiğinden değişkenliği daha fazla, değişkenler arasındaki ortak doğrusallık daha az, serbestlik derecesi daha yüksek ve daha etkindir. Yalnız kesit verileri ya da zaman serisi verileri ile hiç gözlenemeyen etkileri, panel verisi daha iyi ortaya çıkarabilir ve daha iyi ölçebilir. Kişileri ya da firmaları geniş aralıklarla birleştirmek suretiyle elde edilen binlerce birimlik veri oluşması nedeniyle ortaya çıkabilecek sapmayı, panel verisi en aza indirmektedir (İnci 2014: 187).

Panel veri yöntemi, ülkeler, firmalar, hanehalkları gibi bireysel unsurlardan elde edilen kesit (cross-section) gözlemlerinin belli bir zaman dönemi içinde bir araya getirilmesi olarak tanımlanabilir. Yani panel veri analizi, kesit analizi ile zaman serisi analizini birleştirir (www.deu.edu.tr 09.02.2016).

Zaman boyutuna sahip yatay kesit veriler yani panel veriler kullanılarak oluşturulan modeller yardımıyla ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemine panel veri analizi ismi verilmektedir (Erdemi 2015: 79-80).

Panel veri, t farklı zamanda gözlemlenen n farklı değişkenin verilerinden oluşmaktadır. Panel veriyi modelde gösterirken, hem birimleri hem de zamanı belirtmek için ek bir gösterime ihtiyaç duyulur. Bunlardan ilk olarak "i" gözlem yapılan birimleri, ikinci olarak "t" gözlemin yapıldığı zaman dönemini göstermektedir (Altay 2015: 95).

Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkileri incelemek için oluşturulan temel panel veri regresyon modelini şu şekilde gösterebiliriz (Dam 2014: 94):

$$\mathbf{Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it} X_{it} + \varepsilon_{it}}$$

Denklemde ialt simgesi yatay kesit boyutunu, talt simgesi zaman serisi boyutunu, Y_{it} modele ait bağımlı değişkenleri, X_{it}bağımsız değişkenleri, α_i sabit kesişim katsayısını, β eğim katsayısını ve ε_{it}hata terimini göstermektedir (Dam 2014: 94).

Panel veri setinde yer alan tüm birimler için zaman serisinde yer alan gözlem sayıları tamsa bu veri setine dengeli panel, eğer gözlem sayısında eksiklik varsa bu veri setine ise dengesiz panel denilmektedir (Dam 2014: 94).

Bağımsız değişkenlere ait katsayıların (β) alabileceği değerler farklı birimler ve farklı zaman dönemleri için değişebilmektedir. Birimlere ve/veya zamana göre verilerde meydana gelebilecek farklılıklar, tahmin edilecek modelin katsayılarında değişmeye yol açabileceği gibi; modelin katsayılarını etkilemeyecek kadar önemsiz de olabilmektedir. Söz konusu farklılıkların, uygulanacak testler sonucunda önemsiz bulunması durumunda sabit katsayılı modeller, önemli olması durumunda ise değişken katsayılı modeller incelenecektir. Panel veri analizinde, modelin hem zaman hem de kesit veriler için panel regresyon ile tahmini aşamasında kullanılabilecek üç yöntem bulunmaktadır. Bu yöntemler şunlardır (İnci 2014: 190);

1. Ortak Sabit Regresyon Yöntemi (Havuzlanmış Panel Veri)
2. Sabit Etkiler Yöntemi
3. Rassal Etkiler Yöntemi

3.6.1.1. Ortak Sabit Regresyon Yöntemi (Havuzlanmış Panel Veri)

Zaman ve kesitler arası tüm katsayıların sabit olması durumunda model havuzlanmış (pooled) panel veri analizi ile kurulabilir. Bu durumda havuzlanmış verilerin kesit ve zaman boyutunu ihmal edilerek, geleneksel en küçük kareler yöntemi (EKKY) ile tahmin yapılabilir (İnci 2014: 190).

Bu modelde sabit katsayı (α) ve bağımsız değişkenlere ait eğim katsayıları (β) birimlere ve/veya zamana göre farklılık göstermemekte aynı kalmaktadır. Tüm i ve t'ler için tek değişkenli havuzlanmış panel veri modelini şu şekilde gösterebiliriz(İnci 2014: 190-191):

$$\mathbf{Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}}$$

Bu durumda modelde hata teriminin (ε_{it}),birimlere ve/veya zamana göre farklılık gösterdiği varsayılmaktadır. Bu modeller klasik modeller (pooled model) olarak da isimlendirilmektedir (İnci 2014: 191).

3.6.1.2. Sabit Etkiler Yöntemi

Modeldeki katsayıların birim ve/veya zamana göre değer almasına göre iki tür varsayım söz konusu olmaktadır. Bu varsayımlardan birincisi sabit etkiler modeli ikincisi ise tesadüfi (rassal) etkiler modelidir (Künye 2014: 158).

Sabit etkiler modeli, eğim katsayılarının(β) sabit olduğu, birimlerin davranışlarındaki farklılıkların sabit terimdeki (α)farklılıklarla açıklanmaya çalışıldığı bir modeldir. Bu modelde sabit terim, gruba özel sabit terim olarak adlandırılmaktadır. Sabit katsayının(α), birimlere göre değişebileceğini ancak zamana göre sabit olduğunu ifade etmektedir (Künye 2014: 158).

Sabit etkiler modeli, ülkeler, firmalar, hane halkları arasındaki bireysel farklılıkların sabit terimdeki farklılıklarla açıklanabileceğini varsaymaktadır. Bu varsayımdan dolayı model, her bir birimi temsil etmek amacıyla n tane sabit terim içermektedir(İnci 2014: 191).

Tek değişkenli sabit etkiler modeli şu şekilde gösterilebilir (Gülaç 2014: 101):

$$\mathbf{Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{it} + \varepsilon_{it}}$$

Bu denklemde sadece sabit terim (α_i) birimlere göre değişmekte, zamana göre sabit kalmaktadır (İnci 2014: 192).

Genel olarak çok değişkenli bir panel veri modeli şu şekildedir (Künye 2014: 157):

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \cdots + \beta_{kit} X_{kit} + \varepsilon_{it}$$

Burada β_{0it} sabit terimi; β_{kit} kx1 boyutlu parametreler vektörünü; X_{kit} k. açıklayıcı değişkenin t zamanında i. birim için değerini; Y_{it} bağımlı değişkenin t zamanında i. birim için değerini göstermektedir (Künye 2014: 157).

Çok değişkenli sabit etkiler modeli ise şu şekilde gösterilebilir (İnci 2014: 192);

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \cdots + \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it}$$

3.6.1.3. Rassal Etkiler Yöntemi

Örneklemdeki bireyler tesadüfen ana kütleden temsilci olarak alındığında, daha kullanışlı bir tahmin yöntemi olan rassal etkiler modeli kullanılabilir. Bu yöntemde bireyler tesadüfi olarak seçildiklerinden, gözlenen bireysel farklılıklara tesadüfi etkiler denilmektedir (İnci 2014: 192).

Tesadüfi etkiler modelinde, birimlere ve/veya zamana göre meydana gelen değişiklikler, modele hata teriminin bir bileşeni olarak dahil edilmektedir (Erdemi 2015: 82).

Sabit katsayı ve eğim katsayılarının yatay kesitler ve zaman boyunca bağımsız değişkenlerle ilişkisiz olarak değiştiği durumlarda rassal etkiler modeli kullanılmaktadır. Buna göre modele dahil edilmemiş ancak bağımlı değişkeni etkileyen tüm faktörlerin rassal hata terimi ile açıklanabildiği kabul edilmektedir. Rassal hata terimi, yatay kesite özgü hata bileşeni (ε_i) ve zaman serisi ile yatay kesitin birleşimi sonucu oluşan hata teriminden (u_{it}) oluşmaktadır (İnci 2014: 193).

$$w_{it} = \varepsilon_i + u_{it}$$

Böylece tek değişkenli rassal etkiler modeli şu şekilde gösterilebilir (Gülaç 2014: 102):

$$Y_{it} = \mu + \beta_1 X_{it} + \varepsilon_{it} + u_i$$

Birleşik hata terimi iki bileşenden oluşmaktadır ve bu özelliğinden dolayı model hata bileşen modeli olarak da anılmaktadır. Bu durumda rassal etkiler modeli şu şekilde oluşmaktadır (İnci 2014: 193);

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \cdots + \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it} + u_{it}$$

3.6.1.4. Kullanılacak Yöntemin Seçimi

Panel veri setini analiz etmekte kullanılan yukarıdaki üç modelden hangisinin seçileceğini belirlemek için öncelikli olarak çalışmada kullanılacak olan mevcut veri setinin hangi analiz yöntemine uygun olduğunun tespit edilmesi gerekmektedir (Gülaç 2014: 111).

Bireysel etkiler ve bağımsız değişkenler arasında korelasyon olması durumunda sabit etkiler modeli, aksi takdirde rassal etkiler modeli uygulanmalıdır. Zaman periyodunun kısa ve yatay kesit biriminin fazla olduğu durumlarda iki model de farklı sonuçlar verebilmektedir. Veri setindeki örneklem büyüklüğü fazla ve yatay kesit verilerinin hesaba katılmamış sabit etkilerden bağımsız olduğu düşünülüyorsa havuz modeli daha doğru sonuçlar üretecektir (İnci 2014: 194).

Bu modellerden hangisinin kullanılacağı Hausman testi, Breusch-Pagan (LM) testi ya da Chow (F) testlerinin uygulanmasıyla netlik kazanacaktır. Breusch-Pagan (LM) testi, havuzlanmış (pooled) regresyon modeli ve rassal etkiler modelinden hangisinin uygulanacağını belirleyen ve aynı zamanda havuzlanmış panel veri regresyonunun ön koşullarının sağlanıp sağlanmadığının da göstergesi olan bir testtir (İnci 2014: 194).

Öncelikli olarak kullanılacak olan modele Breusch-Pagan testi uygulanır. Bu test, H_0 hipotezinde verilerin havuzlanabileceğini öngörmektedir. Alternatif hipotez ise verilerin havuzlanmasını reddetmekte ve dolayısıyla rassal etkileri üstün kılmaktadır (Gülaç 2014: 112).

Breusch-Pagan testi ile birim etkilerin varyansının sıfır olması durumunda rassal etkiler modelin havuzlanmış panel veri modeline dönüşeceği H_0 hipotezi test edilmektedir. Hipotezler şu şekilde kurulabilir (İnci 2014: 196);

H_0 = Havuz Modeli; $\sigma_\alpha^2 = 0$

H_1 = Rassal etkiler modeli; $\sigma_\alpha^2 > 0$

Gruplar arası varyansın sıfır olduğunu kabul eden H_0 hipotezinde, olasılık (p) değerinin %5 anlamlılık düzeyinde 0,05'in altında kalması durumunda H_0 hipotezi reddedilir ve gruplar arası varyans sıfır olamayacağından rassal etkiler modeli seçilir (İnci 2014: 196).

Sabit etkiler panel veri analizine F testi uygulandığında, H_0 hipotezine göre bütün bağımsız değişkenlerin kesim noktalarının aynı anda sıfır olması durumu test edilmektedir. H_0 hipotezinin reddedilmesi durumunda bu kesim noktalarının en azından bir tanesinin sıfırdan farklı olduğu ve dolayısıyla sabit etkilerin var olduğu kabul edilmektedir (Gülaç 2014: 112).

Rassal ve sabit etkiler arasında tercih yapmak için ise Hausman testine başvurulur. Hausman testinde H_0 hipotezi rassal etkilerin var olduğunu kabul eder. H_0 hipotezinin reddedilmesi durumunda sabit etkiler modeli geçerli olur, aksi halde veri setine rassal etkiler modeli uygulanır (Gülaç 2014: 112).

Hausman test istatistiği, yatay kesite özgü bireysel etkiler (ε_i) ile açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyonu test etmektedir. Hipotezler şu şekilde oluşturulabilir (İnci 2014: 196-197);

H_0 = Rassal etkiler mevcuttur.

H_1 = Rassal etkiler yoktur.

H_0 hipotezi, modeldeki açıklayıcı değişkenler ile hata terimleri arasında ilişkinin olmadığını göstermektedir. H_0 hipotezi, %5 anlamlılık düzeyinde olasılık (p) değerinin 0,05'in üzerinde çıkması durumunda kabul edilecek ve rassal etkiler modelinin seçilmesi uygun olacaktır (İnci 2014: 197).

3.6.2. Panel Durağanlık (Birim Kök) Testleri

Durağanlık, zaman serisi verilerinin belirli bir zaman sürecinde sürekli artış veya azalış göstermemesi, verilerin zaman boyunca yatay bir eksen boyunca dağılım göstermesidir.Eğer bir zaman serisinin ortalaması, varyansı ve kovaryansı zaman boyunca sabit kalıyorsa, serinin durağan olduğu söylenebilir.(Erdemi 2015: 104).

Bir zaman serisinin istatistiksel analizi yapılmadan önce, o serinin zaman içinde sabit kalıp kalmadığının yani serinin durağanlığının araştırılması gerekir. Durağanlık, istatistiksel çıkarımların yapılabilmesi ve değişkenin daha başarılı tanımlanabilmesi için önemlidir (Erdemi 2015: 104).

Değişkenler arasında sahte ilişkilerin olması yani incelenen değişkenlerin durağan olmaması durumunda, incelenen değişkenler arasında regresyon sonuçları güvenilir olmayacaktır. Bu nedenle regresyon analizinde, değişkenlerin durağan olup olmadığının kontrol edilmesi gerekmektedir. Birim kök testleri, serilerin durağan olup olmadıklarının tespit edilmesine yardımcı olurlar. Eğer bir zaman serisinde yer alan değişkenler durağan değilse, durağan oluncaya kadar farkları alınır. Değişkenlerin durağanlığı sağlandığı zaman, zaman serisinin Δ. dereceden bütünleşik olduğu ifade edilir (İnci 2014: 197).

Birim kök testleri, gözlenen serinin durağanlığının araştırılmasında yaygın olarak kullanılmaktadırlar. Bir serinin birim kök içermesi durağan olmadığını ifade etmektedir (Erdemi 2015: 104).

Panel verilerinin birim kök içerip içermediğini test etmede kullanılan yöntemler arasında Dickey ve Fuller (1979), Genişletilmiş Dickey ve Fuller (ADF) (1981), Phillips-Perron (PP) (1988) testleri yer almaktadır (Erdemi 2015: 105).

Seride birim kök olup olmadığının test edilmesi için kurulan hipotezler şu şekildedir (İnci 2014: 197);

H_0: Seride birim kök vardır.

H_1: Seride birim kök yoktur.

Bu testlerin H_0 hipotezi birim kök bulunduğu anlamına gelir. İstenen durum ise H_1 hipotezi yanibirim kökün olmamasıdır. Birim kök yoksa seri durağandır. Yani H_0 hipotezi reddedilebilir ve klasik regresyon yöntemi kullanılabilir (Erdemi 2015: 105).

Değişkenler için hesaplanan olasılık (p) değerinin 0,05'den daha küçük olması halinde %5 anlamlılık düzeyinde serilerin birim kök içerdiğini belirten H_0 hipotezi reddedilir (İnci 2014: 198);

3.6.3. Korelasyon Analizi

Korelasyon analizi, değişkenler arasında ilişki olup olmadığını, değişkenler arsında ilişki varsa bu ilişkinin derecesini ve yönünü belirlemek için kullanılan istatistiksel bir yöntemdir. Korelasyon katsayısı -1 ile 1 arasında değişmektedir. Korelasyon katsayısı -1'e yaklaştıkça değişkenler arasında ters yönlü kuvvetli ilişkiden, 1'e yaklaştıkça değişkenler arasında aynı yönlü kuvvetli ilişkiden ve 0'a yaklaştıkça değişkenler arasında aynı veya ters yönlü zayıf ilişkiden söz edilmektedir (Göktolga 2013: 244).

3.6.4. Otokorelasyon ve Değişen Varyans (Heteroscedasticity)

Otokorelasyon zaman serilerinin geçmiş ve gelecek değerlerinin birbiriyle korelasyon içinde olmasıdır. Otokorelasyona "gecikmeli korelasyon" veya "serisel korelasyon" da denilmektedir. Bütün zaman serilerinde olduğu gibi panel veri analizlerinde de otokorelasyon önemli bir sorundur. Regresyon analizlerinin temel varsayımlarından birisi de farklı gözlemler için aynı hata terimleri arasında ilişki (korelasyon) olmamasıdır. Eğer hata terimleri birbirleri ile ilişkili ise bu durum otokorelasyon olarak adlandırılır. Panel veri analizleri yapılmadan önce veri setinde otokorelasyonun olup olmadığı Wooldridge otokorelasyon testi ile araştırılabilmektedir (Akman 2012: 118).

Wooldridge otokorelasyon test istatistiğinde hipotezler şu şekilde kurulmaktadır (Akman 2012: 118):

H_0: Hata terimleri arasında otokorelasyon yoktur.

H_1: Hata terimleri arasında otokorelasyon vardır.

Wooldridge otokorelasyon test istatistiği ile hesaplanan olasılık (p)değeri, %5 anlamlılık düzeyinde 0,05'den düşük olduğunda H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bu durumda hata terimleri arasında otokorelasyon olduğu kabul edilmektedir (Akman 2012: 118).

Otokorelasyon sorunu White'ın yatay kesit kovaryans katsayısı yöntemi ile standart hataların düzeltilmesi yoluyla giderilebilir. Bu yöntem her bir yatay kesitteki farklı hata varyanslarına olduğu kadar aynı zamanda yatay kesitler arası korelasyon sorununa da bir çözüm getirecektir (Akman 2012: 118).

Klasik doğrusal model analizinde kullanılan En Küçük Kareler Yöntemi (EKKY)'ninen önemli varsayımlarından birisi sabit varyans varsayımıdır. EKKY, bağımsız değişkenlerin birim değerleri değişmesine rağmen bağımlı değişkenin birim değerlerine ait varyansın değişmeyeceğini varsaymakta ve istatistik yazınında bu varsayıma sabit varyanslılık (homoscedasticity) adı verilmektedir. Diğer bir deyişle hata teriminin varyansı, bağımsız değişkenlerdeki değişmelerden etkilenmeyip sabit kalmaktadır. (Babaşova 2012: 55).

Değişen varyans (heteroskedasite), hata terimlerinin varyansının bütün örneklem için sabit kalmaması durumunda ortaya çıkmaktadır. Değişen varyansın nedenleri arasında, veri setinde yaşanan ölçek farkı, modelin yanlış kurulması nedeniyle açıklayıcı gücü yüksek bir değişkenin modele dahil edilmemesi, veri setinden uçta kalan gözlemlerin olması ve bağımsız değişkenlerin dağılımı sayılabilir (İnci 2014: 198).

Ekonomik analizlerde değişen varyans sorunu zaman serisi verilerinden daha çok yatay kesit verilerinde karşılaşılan bir durumdur. Bu durum birimlere göre heteroskedasite olarak bilinmektedir. Sabit etkiler yönteminde birimlere göre heteroskedasitenin varlığı Değiştirilmiş Wald testi ile araştırılmaktadır. Bu test hataların normal dağılım göstermediği durumlarda da kullanılabilmektedir (Tatoğlu 2012: 208-209). Tesadüfi etkiler modelinde heteroskedasitenin varlığını test etmek için ise Breusch-Pagan (LM) ve Değiştirilmiş Wald testleri kullanılmaktadır (Tatoğlu 2012: 221).

Bu testlerde eş varyanslılık üzerine kurulu H_0 hipotezi, olasılık (p) değerinin %5 anlamlılık düzeyinde 0,05'den düşük olması durumunda reddedilir. Modelde H_1 hipotezi yani değişen varyans olduğu kabul edilir (İnci 2014: 198).

Değişen varyanslılıktan kaynaklanan sorunları gidermek için EKKY kullanılarak hata terimleri tahmin edilir ve tahmin edilen hata terimleri (residual) kullanılarak ağırlıklandırma yapılır (Akman 2012: 119).

3.6.5. Normal Dağılım

Normal olasılık dağılımı, 18. yüzyılda yapılan bilimsel araştırmalarda, çok sayıdaki deneyden elde edilen ölçümlerin, gerçek değerlerden farklarının benzerlik göstermesi sonucu ortaya çıkmıştır. Ölçme hatalarındaki değişimlerin çan şeklindeki sürekli bir eğriye uymasından dolayı, bu eğriye hataların normal eğrisi adı verilmiştir. Daha sonraları bu eğrilerin matematiksel özellikleri Laplace ve Gauss tarafından incelenmiş ve teorik esasları oluşturulmuştur (Kılıç 2002: 85).

Normal dağılım, istatistikte kullanılan en önemli dağılımlardan biridir. Uygulama alanı en fazla olan ve üzerinde en fazla araştırma yapılan ve teorik olarak en fazla kullanılan dağılımdır. Normal dağılımın diğer olasılık dağılımlarıyla önemli ilişkileri vardır. Normal dağılımlar yardımıyla elde edilen olasılık dağılımları, deney veya gözlemlerden yararlanarak istatistiksel çıkarımlar elde etmek isteyen araştırmacılara yol gösterici olmaktadır (Çelik 2006:1).

Ortalaması (μ) standart sapması (σ)normal dağılımın olasılık fonksiyonu şu şekildedir (Kılıç 2002: 86);

$$f(x)=\frac{1}{\sqrt{2\pi}\sigma}e^{-\frac{1}{2}\left(\frac{x-\mu}{\sigma}\right)^2} \quad , \quad -\infty<x<+\infty$$

Burada;

$f(x)$ =Birikimliolasılık oranı

x= Raslantı değişkeni $-\infty<x<+\infty$

μ = Dağılımın aritmetik ortalaması $-\infty<\mu<+\infty$

σ^2 = Dağılımın varyansı $-\infty<\sigma^2<+\infty$

e = Doğal logaritma sayısı = 2,71828…

π = Pi sayısı değerini = 3,14159 göstermektedir.

Normal dağılım çan eğrisi şeklinde olup simetriktir. Dağılımın simetrik olması, ortalama, mod ve medyan değerlerinin eşit olması ve eğriyi tam ortadan ikiye bölmesi anlamına gelmektedir (Kılıç 2002: 87-88). Normal dağılım μ ve σ^2 olmak üzere iki parametreye sahiptir (Çelik 2006: 11).

İstatistiksel yöntemlerin birçoğunda, anakütlenin normal dağılıma sahip olması varsayımı bulunmaktadır. Ancak uygulamada verilerin dağılımında normalden sapmaların ortaya çıktığı görülmektedir. İstatistiksel testlerin uygulanmasına geçilmeden önce verilere normallik analizi yapmak gerekmektedir. Dağılımın normal olup olmadığı farklı yaklaşımlardan hareketle ortaya konulabilir. Bu yaklaşımlar; asimetri ve basıklık ölçüleri hesaplamak, verilerin grafiğini çizmek ve hipotez testleri yapmaktır (Kan 2005: 10-11).

Normallik testleri, verilerin normal dağılım gösterip göstermediğini ortaya koymak amacıyla yapılır. Bu testler arasında en çok bilinenleri Ki-Kare, Kolmogorow-Smirnov, Lilliefors, Shapiro-Wilk ve Jarque-Bera normallik testleridir. Söz konusu testlerde H_0 hipotezi ile verilerin normal dağılım gösterdiği, H_1 hipotezi ile verilerin normal dağılım göstermediği ileri sürülmektedir (Kan 2005: 11).

Bu testlerde verilerin normal dağılım gösterdiği üzerine kurulu H_0 hipotezi, olasılık (p)değerinin %5 anlamlılık düzeyinde 0,05'den düşük olması durumunda reddedilir. H_1 hipotezi yani verilerin normal dağılmadığı kabul edilir.

3.7. Elde Edilen Bulgular

3.7.1. Tanımlayıcı İstatistik Verileri

Çalışmada yer alan değişkenlerin düzey değerlerine ilişkin tanımlayıcı istatistik verileri Tablo 3'te verilmiştir.

Tablo 3. Tanımlayıcı İstatistik Verileri

	ROA1	ROA2	ROC1	ROC2	ROE	EPS	DP
Ortalama	0.111749	0.122027	3.190330	3.429133	0.141862	3.198576	1.214724
Medyan	0.100100	0.122600	0.627000	0.716400	0.139200	0.627000	0.353300
En Büyük D.	0.367500	0.332600	105.9829	112.8949	0.410000	105.9829	22.00000
En Küçük D.	-0.151900	-0.194600	-5.915800	-20.06390	-0.267300	-5.915800	0.000000
Std. Sapma	0.085663	0.087180	13.13994	14.57892	0.104352	13.14126	3.315784
Çarpıklık	0.275185	-0.238023	6.659600	6.690136	-0.204855	6.655956	4.814816
Basıklık	3.686497	3.834403	47.99709	48.38068	4.146669	47.96115	26.80477
Jarque-Bera	5.322520	6.344577	15139.71	15389.26	10.19364	15116.15	4533.353
(P) OlasılıkD.	0.069860	0.041908	0.000000	0.000000	0.006116	0.000000	0.000000
Toplam	18.438600	20.13450	526.4045	565.8069	23.40730	527.7650	200.4295
Std. Sapmalar.Kareleri Top.	1.203455	1.246456	28315.90	34857.37	1.785854	28321.62	1803.086
Gözlem Sayısı	165	165	165	165	165	165	165
Yatay Kesit S.	15	15	15	15	15	15	15

Tablo 3'te yer alanJarque-Beratest istatistiği, verilerin normal dağılım gösterip göstermediğini tespit etmek için kullanılır. Bu testte verilerin normal dağılım gösterdiği üzerine kurulu H_0 hipotezi, olasılık (p)değerinin %5 anlamlılık düzeyinde 0,05'den düşük olması durumunda reddedilir. H_1 hipotezi yani verilerin normal dağılmadığı kabul edilir. Değişkenlere ilişkin Jarque-Bera test istatistiği olasılık (p) değerleri incelendiğinde, sadece ROA1'in olasılık (p) değerinin 0,05'den büyük olduğu, diğer değişkenlerin olasılık (p) değerlerinin ise 0,05'den küçük olduğu görülmektedir. Böylece ROA1'in normal dağılım gösterdiği, diğer değişkenlerin ise normal dağılım göstermediği sonucu çıkmaktadır.

3.7.2. Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi

Çalışmada yer alan değişkenlerin düzey değerlerine ilişkin korelasyon matrisi Tablo 4'te verilmiştir.

Tablo 4. DeğişkenlerArası Korelasyon Matrisi

	ROA1	**ROA2**	**ROC1**	**ROC2**	**ROE**	**EPS**	**DP**
ROA1	1.0000						
ROA2	0.9089	1.0000					
ROC1	0.1851	0.1969	1.0000				
ROC2	0.1855	0.2281	0.9808	1.0000			
ROE	0.9776	0.9230	0.1874	0.1918	1.0000		
EPS	0.1857	0.1972	1.0000	0.9807	0.1879	1.0000	
DP	0.0466	0.0329	0.6783	0.5938	0.0354	0.6783	1.0000

Tablo 4 incelendiğinde, bağımsız değişken DP ile bağımlı değişkenlerden ROA1, ROA2 ve ROE arasında düşük pozitif korelasyon bulunmakta iken ROC1, ROC2 ve EPS arasında yüksek pozitif korelasyon bulunmaktadır.

3.7.3. Birim Kök Testi Sonuçları

Panel veri setinde yer alan değişkenlerin durağan olup olmadıklarını tespit etmek amacıyla birim kök testleri yaygın olarak kullanılmaktadır. Çalışmanın bu aşamasında panel verilerin birim kök içerip içermedikleri bir başka deyişle değişkenlerin durağan olup olmadıkları Genişletilmiş Dickey ve Fuller (ADF) yöntemiyle test edilmiştir.

Panel veri setinde yer alan değişkenlerin durağan olup olmadıklarının test edilmesi için kurulan hipotezler şu şekildedir;

H_0: Seride birim kök vardır, seri durağan değildir.

H_1: Seride birim kök yoktur, seri durağandır.

Panel veri setinde yer alan değişkenlerin düzey değerleri ile yapılan Genişletilmiş Dickey ve Fuller (ADF) testi sonucuna göre, tüm değişkenleriçin hesaplanan olasılık (p) değerleri 0,05'den daha büyükolduğundan %5 anlamlılık düzeyinde serilerin birim kök içerdiğini belirten H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Böylece alternatif H_1 hipotezireddedilmek suretiyle tüm değişkenlerin durağan

olmadığı sonucuna varılmıştır. Bu nedenle panel veri setinde yer alan tüm değişkenlerin birinci farkları alınmak suretiyle durağan olup olmadıkları Genişletilmiş Dickey ve Fuller (ADF) yöntemiyle tekrar test edilmiştir.

Panel veri setinde yer alan değişkenlerin birinci farkları alınarak yapılan Genişletilmiş Dickey ve Fuller (ADF) test sonuçları Tablo 5'te verilmiştir.

Tablo 5.ADF Birim Kök Testi Sonuçları

DEĞİŞKENLER		ADF (Sabitsiz ve Trendsiz)	ADF (Sabitli)	ADF (Sabitli ve Trendli)
ROA1	ADF - Fisher Chi-square	165.534 (0.0000)	93.2429 (0.0000)	73.6444 (0.0000)
	ADF - Choi Z-stat	-10.0696 (0.0000)	-6.22579 (0.0000)	-4.96104 (0.0000)
ROA2	ADF - Fisher Chi-square	156.639 (0.0000)	81.9320 (0.0000)	68.3696 (0.0001)
	ADF - Choi Z-stat	-9.71543 (0.0000)	-5.55921 (0.0000)	-4.60468 (0.0000)
ROC1	ADF - Fisher Chi-square	164.341 (0.0000)	89.6791 (0.0000)	94.4856 (0.0000)
	ADF - Choi Z-stat	-10.0283 (0.0000)	-6.07780 (0.0000)	-6.22439 (0.0000)
ROC2	ADF - Fisher Chi-square	142.251 (0.0000)	73.6957 (0.0000)	72.5828 (0.0000)
	ADF - Choi Z-stat	-9.00312 (0.0000)	-4.91792 (0.0000)	-4.86117 (0.0000)
ROE	ADF - Fisher Chi-square	162.392 (0.0000)	87.4000 (0.0000)	72.7906 (0.0000)
	ADF - Choi Z-stat	-9.90670 (0.0000)	-5.86170 (0.0000)	-4.83980 (0.0000)
EPS	ADF - Fisher Chi-square	166.469 (0.0000)	89.3570 (0.0000)	95.2214 (0.0000)
	ADF - Choi Z-stat	-10.1071 (0.0000)	-6.05556 (0.0000)	-6.26611 (0.0000)
DP	ADF - Fisher Chi-square	158.140 (0.0000)	103.955 (0.0000)	96.7272 (0.0000)
	ADF - Choi Z-stat	-9.50667 (0.0000)	-6.26769 (0.0000)	-5.02627 (0.0000)

Tablo 5 incelendiğinde, tüm değişkenlerin birinci farkları alınarak hesaplanan ve tabloda parantez içerisinde gösterilen olasılık (p) değerlerinin 0,05'den küçük olduğu ve panel veri setinin durağan hale geldiği görülmektedir.

3.7.4. Panel Veri Analiz Modeli Seçimi

Verilerin aşırı uç değerler içermesi,veri setinin normal dağılımdan sapmasına ve istatiksel analizlerin etkilenmesine neden olmaktadır. Bu nedenle veri setlerine, veri dönüşüm yöntemlerinden biri uygulanarak verilerin anlamlı sonuçlar üretmesi ve istatistiksel analiz yöntemlerinin kullanılabilir hale gelmesi sağlanmaktadır. Veri dönüştürme işlemi, veri setine uygun matematiksel bir yöntem seçilerek gerçekleştirilmekte ve istatistiksel analizler dönüştürülmüş verilerle yapılmaktadır. Veri dönüştürme yöntemlerine logaritmik dönüşüm ve karekök dönüşümü örnek olarak verilebilir. En yaygın olarak 10 tabanlı veya doğal logaritma olarak bilinen e tabanlı logaritmik dönüşüm kullanılmaktadır (Ovla, Taşdelen 2012: 2-5).

Panel veri analiz modeli seçimine geçmeden önce düzey veriler ile yapılacak analizlerde çıkması muhtemel sorunları gidermek amacıyla panel veri setinde yer alan tüm değişkenlere dönüşüm uygulamakta fayda görülmektedir. Veri dönüşümü yöntemleri arasında en yaygın olarak kullanılan yöntem logaritmik dönüşüm yöntemidir. Ancak bu çalışmada kullanılan veriler büyük çoğunlukla 1'den küçük oran şeklinde olduğundan bu verilere uygulanan logaritmik dönüşüm sonucunda elde edilen veriler negatif değer almaktadır. Karekök dönüşümü sonucu elde edilen verilerise pozitif değerlerini korumaktadır. Bu nedenle çalışmamızın devamında yapılacak olan analizlerde karekökü alınmış veriler kullanılacaktır.

Panel veri setinde yer alan değişkenlerekarekök dönüşümü yapılmasının ardından,panel veri analiz modeli olarak havuzlanmış (pooled) regresyon modeli, rassal etkiler modeli ve sabit etkiler modelinden hangisinin seçileceğine karar verilmesi gerekmektedir.

Bunun için öncelikle Breusch-Pagan (LM) testiile havuzlanmış (pooled) regresyon modeli ve rassal etkiler modeli arasında seçim yapılacaktır.

Breusch-Pagan testi ile birim etkilerin varyansının sıfır olması durumunda havuzlanmış panel veri modelinin kullanılacağı H_0 hipotezi test edilecektir. Hipotezler şu şekilde kurulabilir;

H_0 = Havuz Modeli; $\sigma_\alpha^2 = 0$

H_1 = Rassal etkiler modeli; $\sigma_\alpha^2 > 0$

Panel veri setinde yer alan bağımlı değişkenlerin Breusch-Pagan (LM) testi sonuçları Tablo 6'da verilmiştir.

Tablo 6. Breusch-Pagan (LM) Testi Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN	Kİ-KARE İSTATİSTİK DEĞERİ	(P) OLASILIK DEĞERİ
ROA1	265.7988	0.0000
ROA2	248.8836	0.0000
ROC1	228.8632	0.0000
ROC2	203.9094	0.0000
ROE	250.0795	0.0000
EPS	224.0026	0.0000

Gruplar arası varyansın sıfır olduğunu kabul eden H_0 hipotezi, tüm olasılık (p) değerlerinin %5 anlamlılık düzeyinde 0,05'in altında kalmasından dolayı reddedilmiş ve gruplar arası varyans sıfır olamayacağından rassal etkiler modelinin seçilmesi gerektiği sonucuna varılmıştır.

Breusch-Pagan (LM) testi ile havuzlanmış (pooled) regresyon modeli ve rassal etkiler modeli arasında seçim yapılabilmekte ikenHausman testi ile rassal etkiler modeli ve sabit etkiler modeli arasında seçim yapılmaktadır.

Hausman testi ile yatay kesite özgü bireysel etkiler (ε_i) ile açıklayıcı değişken arasındaki korelasyon test edilecektir. Hausman testinde H_0 hipotezi rassal etkilerin

var olduğunu kabul eder. H_0 hipotezinin reddedilmesi durumunda sabit etkiler modeli geçerli olur. Hipotezler şu şekilde oluşturulabilir;

H_0 = Rassal etkiler mevcuttur.

H_1 = Rassal etkiler yoktur.

Panel veri setinde yer alan bağımlı değişkenlerin Hausman testi sonuçları Tablo 7'de verilmiştir.

Tablo 7. Hausman Testi Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN	Kİ-KARE İSTATİSTİK DEĞERİ	(P) OLASILIK DEĞERİ
ROA1	0.002454	0.9605
ROA2	0.011925	0.9130
ROC1	5.920982	0.0150
ROC2	7.240854	0.0071
ROE	0.011394	0.9150
EPS	5.942435	0.0148

H_0 hipotezi, %5 anlamlılık düzeyinde olasılık (p) değerlerinin ROA1, ROA2 ve ROE için0,05'in üzerinde çıkmasından dolayı kabul edilmiş ve rassal etkiler modelinin seçilmesi uygun görülmüştür. Diğer taraftan ROC1, ROC2 ve EPS için olasılık (p) değerleri 0,05'den küçük olduğundan H_0 hipotezi reddedilmiş ve sabit etkiler modelinin seçilmesi gerektiği sonucuna varılmıştır.

Böylece bağımsız değişken kâr payı ödemeleri (DP) ile bağımlı değişkenler ROA1, ROA2 ve ROEarasındaki ilişkilerin rassal etkiler regresyon modeli, ROC1, ROC2 ve EPS arasındaki ilişkilerin ise sabit etkiler regresyon modeli yardımıyla incelenmesi gerekmektedir.

3.7.5. Otokorelasyon ve Değişen Varyans Analizi Sonuçları

Panel veri setinde otokorelasyon olup olmadığı Wooldridge testi ile araştırılmıştır.

Wooldridge otokorelasyon testinde kurulan hipotezler şu şekildedir:

H_0: Hata terimleri arasında otokorelasyon yoktur.

H_1: Hata terimleri arasında otokorelasyon vardır.

Panel veri setinde yer alan bağımlı değişkenlere ilişkinWooldridge otokorelasyon testi sonuçları Tablo 8'de verilmiştir.

Tablo 8. Wooldridge Otokorelasyon Testi Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN	F DEĞERİ	(P) OLASILIK DEĞERİ
ROA1	10.865	0.0053
ROA2	8.045	0.0132
ROC1	6.998	0.0192
ROC2	5.899	0.0292
ROE	7.699	0.0149
EPS	6.986	0.0193

Tablo 8 incelendiğinde, olasılık (p) değerlerinin 0,05'ten küçük olduğu görülmektedir. Bu nedenle %5 anlamlılık düzeyinde hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığını ileri süren H_0 hipotezi reddedilerek hata terimleri arasında otokorelasyon olduğu kabul edilmektedir.

Panel veri setinde değişen varyans olup olmadığı Değiştirilmiş Wald testi ile araştırılmıştır.

Değiştirilmiş Wald testinde kurulan hipotezler şu şekildedir:

H_0: Hata terimleri arasında değişen varyans yoktur.

H_1: Hata terimleri arasında değişen varyans vardır.

Panel veri setinde yer alan bağımlı değişkenlere ilişkinDeğiştirilmiş Wald testi sonuçları Tablo 9'da verilmiştir.

Tablo 9. Değiştirilmiş Wald Testi Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN	Kİ-KARE İSTATİSTİK DEĞERİ	(P) OLASILIK DEĞERİ
ROA1	125.19	0.0000
ROA2	368.78	0.0000
ROC1	1.2e+05	0.0000
ROC2	1.2e+05	0.0000
ROE	86.93	0.0000
EPS	1.2e+05	0.0000

Tablo 9 incelendiğinde, olasılık (p) değerlerinin 0,05'ten küçük olduğu görülmektedir. Bu nedenle %5 anlamlılık düzeyinde hata terimleri arasında değişen varyans olmadığını ileri süren H_0 hipotezi reddedilerek hata terimleri arasında değişen varyans olduğu kabul edilmektedir.

Panel veri setinde otokorelasyon ve değişen varyans olması, standart hataların, t ve F istatistiklerinin, R^2 değerinin ve güven aralıklarının geçerliliğini etkilemektedir. Bu nedenle otokorelasyon ve değişen varyans olması durumunda, ya standart hatalar düzeltilmeli (dirençli standart hatalar elde edilmeli) ya da uygun yöntemlerle tahmin yapılmalıdır (Tatoğlu 2012: 241-242).

Arellano (1987), Froot (1989) ve Rogers (1993) tarafından geliştirilen modelde kümelenmiş dirençli standart hatalar üretilmiştir. Arellano, Froot ve Rogers tahmincisi, panel veri setinde otokorelasyon ve değişen varyans olduğu durumlarda, kümelenmiş dirençli standart hatalar elde etmek suretiyle standart hataların düzeltilmesini sağlamaktadır. Stata 14 programında standart hataların düzeltilmesi için, kurulan regresyon modellerinde "cluster" komutu kullanılmaktadır (Tatoğlu 2012: 246-247).

3.7.6. Kurulan Modeller

3.7.6.1. Rassal Etkiler Regresyon Modeli

Çalışmanın bu kısmında bağımsız değişken kâr payı ödemeleri (DP) ile bağımlı değişkenler ROA1, ROA2 ve ROEarasında anlamlı ilişkiler olup olmadığı rassal etkiler modeline göre değerlendirilecektir.

Tek değişkenli rassal etkiler regresyon modeli şu şekilde gösterilebilir:

$$\mathbf{Y_{it} = \mu + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} + u_i}$$

Modelde;

Y = Bağımlı değişkeni,
X = Bağımsız değişkeni,
μ = Sabit katsayıyı,
β= Eğim katsayısını,
ε= Yatay kesite özgü hata bileşenini,
u = Zaman serisi ile yatay kesitin birleşimi sonucu oluşan hata terimini,
i = Yatay kesit boyutunu,
t = Zaman serisi boyutunu göstermektedir.

Rassal etkiler regresyon modelinde sabit katsayı ve eğim katsayısı, yatay kesitler ve zaman boyuncabağımsız değişkende meydana gelen değişikliklere göre sabit kalmaktadır. Birimlere ve/veya zamana göre meydana gelen değişiklikler, modele hata teriminin bir bileşeni olarak dahil edilmektedir. Buna göre modele dahil edilmemiş ancak bağımlı değişkeni etkileyen tüm faktörlerin rassal hata terimi ile açıklanabildiği kabul edilmektedir.Rassal hata terimi, yatay kesite özgü hata bileşeni (ε_i) ve zaman serisi ile yatay kesitin birleşimi sonucu oluşan hata teriminden (u_{it}) oluşmaktadır.

Model 1: Kâr payı ödemeleri (DP) ile ROA1 (aktif kârlılığı)arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığı analiz edilecektir. Buna göre oluşturulan rassal etkiler regresyon modeli şu şekildedir:

$$\mathbf{ROA1_{it} = \mu + \beta DP_{it} + \varepsilon_{it} + u_i}$$

Yukarıda yer alan regresyon modelinde bağımsız değişken kâr payı (DP) ödemelerindeki değişimin bağımlı değişken ROA1'deki değişimi etkileyip etkilemediğini test etmek için kurulan hipotezler şu şekildedir:

H_0 = DP ile ROA1 arasında anlamlı ilişki yoktur.

H_1 = DP ile ROA1 arasında anlamlı ilişki vardır.

Arellano, Froot ve Rogers tahmincisi ile yapılan rassal etkiler modeli analiz sonuçları Tablo 10'da verilmiştir.

Tablo 10.DP ve ROA1 Arasındaki İlişkinin Rassal Etkiler Modeli ile Analizi

Bağımlı Değişken: ROA1 Metot: Random-effects GLS regression Dönem Aralığı: 2005-2015 Yatay Kesit Sayısı: 15 Toplam Panel (Dengeli) Gözlem Sayısı: 165				
Değişkenler	Katsayı	Düzeltilmiş Std. Hata	z İstatistik Değeri	(P) Olasılık Değeri
DP	.0179374	.0077024	2.33	0.020
C	.3063897	.0240984	12.71	0.000
R^2Değeri	0.0179	Wald Ki-Kare İstatistik Değ.		5.42
		Ki-Kare (P) Olasılık Değeri		0.0199

Tablo 10 incelendiğinde, %5 anlamlılık düzeyinde bağımsız değişken DP'nin olasılık (p) değerinin 0,05'den küçük olmasından dolayı H_0hipotezi ret, alternatif H_1hipotezi kabul edilir. Bu durumda bağımsız değişken DP ile bağımlı değişken ROA1 arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu sonucu çıkmaktadır. Ki-kare istatistiği olasılık (p) değerinin 0,05'den düşük olması modelimizin anlamlı olduğunu göstermektedir.

Rassal etkiler regresyon modeli yardımıyla DP ile ROA1 arasındaki ilişkiyi şöyle gösterebiliriz;

$$ROA1_{it} = \mu + 0{,}02 \times DP_{it} + \varepsilon_{it} + u_i$$

Regresyon modelimizi, kâr payı ödemeleri (DP)'deki 1 TL'lik bir artışın ROA1'de sadece 0,02 TL'lik bir artışa neden olduğu şeklinde yorumlayabiliriz.

Böylelikle kâr payı ödemeleri (DP) ile ROA1 arasında çok zayıf pozitif bir ilişkinin bulunduğu sonucuna varabiliriz. Ayrıca R^2 değerinin çok düşük (0,0179) çıkması, bağımsız değişken DP'nin bağımlı değişken ROA1'deki değişiminin sadece %2'sini açıklayabildiğini göstermektedir.

Model 2: Kâr payı ödemeleri (DP) ile ROA2 arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığı analiz edilecektir. Buna göre oluşturulan rassal etkiler regresyon modeli şu şekildedir:

$$\mathbf{ROA2_{it} = \mu + \beta DP_{it} + \varepsilon_{it} + u_i}$$

Yukarıda yer alan regresyon modelinde bağımsız değişken kâr payı (DP) ödemelerindeki değişimin bağımlı değişken ROA2'deki değişimi etkileyip etkilemediğini test etmek için kurulan hipotezler şu şekildedir:

H_0 = DP ile ROA2 arasında anlamlı ilişki yoktur.

H_1 = DP ile ROA2 arasında anlamlı ilişki vardır.

Arellano, Froot ve Rogers tahmincisi ile yapılan rassal etkiler modeli analiz sonuçları Tablo 11'de verilmiştir.

Tablo 11.DP ve ROA2 Arasındaki İlişkinin Rassal Etkiler Modeli ile Analizi

Bağımlı Değişken: ROA2 Metot: Random-effects GLS regression Dönem Aralığı: 2005-2015 Yatay Kesit Sayısı: 15 Toplam Panel (Dengeli) Gözlem Sayısı: 165				
Değişkenler	Katsayı	Düzeltilmiş Std. Hata	z İstatistik Değeri	(P) Olasılık Değeri
DP	.0159999	.0126564	1.26	0.206
C	.3254601	.0232278	14.01	0.000
R^2 Değeri	0.0109	Wald Ki-Kare İstatistik Değ.		1.60
		Ki-Kare (P) Olasılık Değeri		0.2062

Tablo 11 incelendiğinde, %5 anlamlılık düzeyinde bağımsız değişken DP'nin olasılık (p) değerinin 0,05'den büyük olmasından dolayı H_0hipotezi kabul edilir. Böylece bağımsız değişken DP ve bağımlı değişken ROA2 arasında anlamlı bir ilişki

olmadığı sonucu çıkmaktadır. Model anlamlılığına bakıldığında yine Ki-kare istatistiği olasılık (p) değerinin 0,05'den büyük olmasından dolayı modelimizin anlamlı olmadığı görülmektedir. Bu nedenle kâr payı ödemeleri (DP)'nin ROA2 üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını söyleyebiliriz.

Model 3: Kâr payı ödemeleri (DP) ile ROE (özkaynak kârlılığı) arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığı analiz edilecektir. Buna göre oluşturulan rassal etkiler regresyon modeli şu şekildedir:

$$\mathbf{ROE_{it} = \mu + \beta DP_{it} + \varepsilon_{it} + u_i}$$

Yukarıda yer alan regresyon modelinde bağımsız değişken kâr payı (DP) ödemelerindeki değişimin bağımlı değişken ROE'deki değişimi etkileyip etkilemediğini test etmek için kurulan hipotezler şu şekildedir:

H_0 = DP ile ROE arasında anlamlı ilişki yoktur.

H_1 = DP ile ROE arasında anlamlı ilişki vardır.

Arellano, Froot ve Rogers tahmincisi ile yapılan rassal etkiler modeli analiz sonuçları Tablo 12'de verilmiştir.

Tablo 12.DP ve ROE Arasındaki İlişkinin Rassal Etkiler Modeli ile Analizi

Bağımlı Değişken: ROE Metot: Random-effects GLS regression Dönem Aralığı: 2005-2015 Yatay Kesit Sayısı: 15 Toplam Panel (Dengeli) Gözlem Sayısı: 165				
Değişkenler	Katsayı	Düzeltilmiş Std. Hata	z İstatistik Değeri	(P) Olasılık Değeri
DP	.0177486	.0101879	1.74	0.081
C	.3512719	.0247654	14.18	0.000
R^2 Değeri	0.0137	Wald Ki-Kare İstatistik Değ.		3.04
		Ki-Kare (P) Olasılık Değeri		0.0815

Tablo 12 incelendiğinde, %5 anlamlılık düzeyinde bağımsız değişken DP'nin olasılık (p) değerinin 0,05'den büyük olmasından dolayı H_0hipotezi kabul edilir. Böylece bağımsız değişken DP ve bağımlı değişken ROE arasında anlamlı bir ilişki

olmadığı sonucu çıkmaktadır. Model anlamlılığına bakıldığında, yine Ki-kareistatistiği olasılık (p) değerinin 0,05'den büyük olmasından dolayı modelimizin anlamlı olmadığı görülmektedir. Bu nedenle kâr payı ödemeleri (DP)'nin özkaynak kârlılığı (ROE) üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını söyleyebiliriz.

3.7.6.2. Sabit Etkiler Regresyon Modeli

Çalışmanın bu kısmında bağımsız değişken kâr payı ödemeleri (DP) ile bağımlı değişkenler ROC1, ROC2 ve EPSarasında anlamlı ilişkiler olup olmadığı sabit etkiler modeline göre değerlendirilecektir.

Tek değişkenli sabit etkiler regresyon modeli şu şekilde gösterilebilir:

$$\mathbf{Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}}$$

Modelde;

Y = Bağımlı değişkeni,
X = Bağımsız değişkeni,
α = Sabit katsayıyı,
β = Eğim katsayısını,
ε = Yatay kesite özgü hata bileşenini,
i = Yatay kesit boyutunu,
t = Zaman serisi boyutunu göstermektedir.

Sabit etkiler modeli, eğim katsayılarının (β) sabit olduğu, birimlerin davranışlarındaki farklılıkların sabit terimdeki (α) farklılıklarla açıklanmaya çalışıldığı bir modeldir. Bu modelde sabit terim, gruba özel sabit terim olarak adlandırılmaktadır. Sabit katsayının (α), birimlere göre değişebileceğini ancak zamana göre sabit olduğunu ifade etmektedir.

Model 1: Kâr payı ödemeleri (DP) ile ROC1 arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığı analiz edilecektir. Buna göre oluşturulan sabit etkiler regresyon modeli şu şekildedir:

$$\mathbf{ROC1_{it} = \alpha_i + \beta DP_{it} + \varepsilon_{it}}$$

Yukarıda yer alan regresyon modelinde bağımsız değişken kâr payı (DP) ödemelerindeki değişimin bağımlı değişken ROC1'deki değişimi etkileyip etkilemediğini test etmek için kurulan hipotezler şu şekildedir:

H_0 = DP ile ROC1 arasında anlamlı ilişki yoktur.

H_1 = DP ile ROC1 arasında anlamlı ilişki vardır.

Arellano, Froot ve Rogers tahmincisi ile yapılan sabit etkiler modeli analiz sonuçları Tablo 13'te verilmiştir.

Tablo 13.DP ve ROC1 Arasındaki İlişkilerin Sabit Etkiler Modeli ile Analizi

Bağımlı Değişken: ROC1 Metot: Fixed-effects (within) regression Dönem Aralığı: 2005-2015 Yatay Kesit Sayısı: 15 Toplam Panel (Dengeli) Gözlem Sayısı: 165				
Değişkenler	Katsayı	Düzeltilmiş Std. Hata	t İstatistik Değeri	(P) Olasılık Değeri
DP	.9498286	.308352	3.08	0.008
C	.4664881	.235165	1.98	0.067
R^2 Değeri	0.3295	F İstatistik Değeri		9.49
		F İstatistiği (P) Olasılık Değ.		0.0081

Tablo 13 incelendiğinde, %5 anlamlılık düzeyinde bağımsız değişken DP'nin olasılık (p) değerinin 0,05'den küçük olmasından dolayı H_0hipotezi ret, alternatif H_1hipotezi kabul edilir. Bu durumda bağımsız değişken DP ile bağımlı değişken ROC1 arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu sonucu çıkmaktadır.F istatistiği olasılık (p) değerinin 0,05'den düşük olması modelimizin anlamlı olduğunu göstermektedir.

Sabit etkiler regresyon modeli yardımıyla DP ile ROC1 arasındaki ilişkiyi şöyle gösterebiliriz;

$$ROC1_{it} = \alpha_i + 0{,}95 \times DP_{it} + \varepsilon_{it}$$

Regresyon modelimizi, kâr payı ödemeleri (DP)'deki 1 TL'lik bir artışın ROC1'de 0,95 TL'lik bir artışa neden olduğu şeklinde yorumlayabiliriz. Böylelikle kâr payı ödemeleri (DP) ile ROC1 arasında kuvvetli pozitif bir ilişkinin bulunduğu

sonucuna varabiliriz. Ayrıca R^2 değerinin (0,3295) çıkması, bağımsız değişken DP'nin bağımlı değişken ROC1'deki değişiminin %33'ünü açıklayabildiğini göstermektedir.

Model 2: Kâr payı ödemeleri (DP) ile ROC2 arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığı analiz edilecektir. Buna göre oluşturulan sabit etkiler regresyon modeli şu şekildedir:

$$\mathbf{ROC2_{it} = \alpha_i + \beta DP_{it} + \varepsilon_{it}}$$

Yukarıda yer alan regresyon modelinde bağımsız değişken kâr payı (DP) ödemelerindeki değişimin bağımlı değişken ROC2'deki değişimi etkileyip etkilemediğini test etmek için kurulan hipotezler şu şekildedir:

H_0 = DP ile ROC2 arasında anlamlı ilişki yoktur.

H_1 = DP ile ROC2 arasında anlamlı ilişki vardır.

Arellano, Froot ve Rogers tahmincisi ile yapılan sabit etkiler modeli analiz sonuçları Tablo 14'te verilmiştir.

Tablo 14.DP ve ROC2 Arasındaki İlişkilerin Sabit Etkiler Modeli ile Analizi

Bağımlı Değişken: ROC2 Metot: Fixed-effects (within) regression Dönem Aralığı: 2005-2015 Yatay Kesit Sayısı: 15 Toplam Panel (Dengeli) Gözlem Sayısı: 165				
Değişkenler	Katsayı	Düzeltilmiş Std. Hata	t İstatistik Değeri	(P) Olasılık Değeri
DP	.8918833	.2530211	3.52	0.003
C	.5999802	.1929668	3.11	0.008
R^2 Değeri	0.2603	F İstatistik Değeri		12.43
		F İstatistiği (P) Olasılık Değ.		0.0034

Tablo 14 incelendiğinde, %5 anlamlılık düzeyinde bağımsız değişken DP'nin olasılık (p) değerinin 0,05'den küçük olmasından dolayı H_0hipotezi ret, alternatif H_1hipotezi kabul edilir. Bu durumda bağımsız değişken DP ile bağımlı değişken

ROC2 arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu sonucu çıkmaktadır. F istatistiği olasılık (p) değerinin 0,05'den düşük olması modelimizin anlamlı olduğunu göstermektedir.

Sabit etkiler regresyon modeli yardımıyla DP ile ROC2 arasındaki ilişkiyi şöyle gösterebiliriz;

$ROC2_{it} = \alpha_i + 0{,}89 \times DP_{it} + \varepsilon_{it}$

Regresyon modelimizi, kâr payı ödemeleri (DP)'deki 1 TL'lik bir artışın ROC2'de 0,89 TL'lik bir artışa neden olduğu şeklinde yorumlayabiliriz. Böylelikle kâr payı ödemeleri (DP) ile ROC2 arasında kuvvetli pozitif bir ilişkinin bulunduğu sonucuna varabiliriz.Ayrıca R^2 değerinin (0,2603) çıkması, bağımsız değişken DP'nin bağımlı değişken ROC2'deki değişiminin %26'sını açıklayabildiğini göstermektedir.

Model 3: Kâr payı ödemeleri (DP) ile EPS arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığı analiz edilecektir. Buna göre oluşturulan sabit etkiler regresyon modeli şu şekildedir:

$$\mathbf{EPS_{it} = \alpha_i + \beta DP_{it} + \varepsilon_{it}}$$

Yukarıda yer alan regresyon modelinde bağımsız değişken kâr payı (DP) ödemelerindeki değişimin bağımlı değişken EPS'deki değişimi etkileyip etkilemediğini test etmek için kurulan hipotezler şu şekildedir:

H_0 = DP ile EPS arasında anlamlı ilişki yoktur.

H_1 = DP ile EPS arasında anlamlı ilişki vardır.

Arellano, Froot ve Rogers tahmincisi ile yapılan sabit etkiler modeli analiz sonuçları Tablo 15'te verilmiştir.

Tablo 15.DP ve EPS Arasındaki İlişkilerin Sabit Etkiler Modeli ile Analizi

Bağımlı Değişken:EPS Metot: Fixed-effects (within) regression Dönem Aralığı: 2005-2015 Yatay Kesit Sayısı: 15 Toplam Panel (Dengeli) Gözlem Sayısı: 165				
Değişkenler	Katsayı	Düzeltilmiş Std. Hata	t İstatistik Değeri	(P) Olasılık Değeri
DP	.9477537	.3099135	3.06	0.009
C	.4722348	.2363558	2.00	0.066
R^2 Değeri	0.3281	F İstatistik Değeri		9.35
		F İstatistiği (P) Olasılık Değ.		0.0085

Tablo 15 incelendiğinde, %5 anlamlılık düzeyinde bağımsız değişken DP'nin olasılık (p) değerinin 0,05'den küçük olmasından dolayı H_0hipotezi ret, alternatif H_1hipotezi kabul edilir. Bu durumda bağımsız değişken DP ile bağımlı değişken EPS arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu sonucu çıkmaktadır. F istatistiği olasılık (p) değerinin 0,05'den düşük olması modelimizin anlamlı olduğunu göstermektedir.

Sabit etkiler regresyon modeli yardımıyla DP ile EPS arasındaki ilişkiyi şöyle gösterebiliriz;

$EPS_{it} = \alpha_i + 0,95 \times DP_{it} + \varepsilon_{it}$

Regresyon modelimizi, kâr payı ödemeleri (DP)'deki 1 TL'lik bir artışın EPS'da 0,95 TL'lik bir artışa neden olduğu şeklinde yorumlayabiliriz. Böylelikle kâr payı ödemeleri (DP) ile EPS arasında kuvvetli pozitif bir ilişkinin bulunduğu sonucuna varabiliriz.Ayrıca R^2 değerinin (0,3281) çıkması, bağımsız değişken DP'nin bağımlı değişken EPS'deki değişiminin %33'ünü açıklayabildiğini göstermektedir.

SONUÇ

Pay senedi sahiplerinin kazancı, pay senetlerinin piyasa fiyatlarında meydana gelen değer artışlarından ve pay senedi sahiplerine yapılan kâr payı ödemelerinden oluşmaktadır.

Kâr payı ödemeleri genellikle nakit olarak yapıldığından firmaların fon kaynaklarının azalmasına neden olur. Firmalar yatırım fırsatlarını değerlendirmek amacıyla kâr payı ödemelerini azaltmak isterler. Firmaların yatırım yapmak için kâr payı ödemelerini azaltması, piyasalarda negatif bir sinyal olarak algılanabilir ve firmaların pay senetleri değer kaybedebilir.

İşletmelerin hem kâr payı dağıtmaları hem de büyümeleri istenmesine karşılık bu iki amaç birbirleriyle çelişmektedir. Çünkü yüksek kâr payı dağıtımı, daha az otofinansman demektir. Bu nedenle finans yöneticileri işletmenin büyüme seyrine ve pay sahiplerinin beklentilerine uygun bir kâr payı dağıtım politikası belirlemelidir.

Çalışmamızda halka açık anonim şirketlerin yapmış oldukları kâr payı ödemeleri ile şirketlerin gelecek dönemlerdeki kârlılıkları arasındaki ilişki araştırılmıştır.

Halka açık anonim şirketlerde kâr payı dağıtılıp dağıtılmayacağına, kâr payı dağıtım oranına ve kâr payının ödenme şekline genel kurul karar vermektedir. Çalışmamızda yer alan analizlerde adı geçen kâr payı kavramı ile pay senedi sahiplerine ödenen brüt nakit kâr payları kastedilmektedir.

Literatürde şirketlerin kârlılığını tespit etmeye yönelik çeşitli oranların kullanıldığı görülmektedir. Çalışmamızda literatürde yaygın olarak kullanılan oranların yanında çalışmamızın asıl araştırma konusu olan hisse başına kâr oranı da dahil olmak üzere toplam 6 (altı) farklıkârlılık oranına yer verilmiştir.

Çalışmada pay senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören ve çimento üretim sektöründe faaliyet gösteren 15 firmanın 2005-2015 yıllarına ilişkin finansal verileri kullanılmıştır.

Panel veri analizi yöntemi kullanılarak kâr payı ödemeleri ile şirket kârlılığı arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmış ve yapılan analizlerde 6 adet kârlılık oranından ROA1, ROC1, ROC2 ve EPS anlamlı sonuçlar verirken, ROA2 ve ROE

anlamsız sonuçlar vermiştir.ROA1 ile DP arasındaki ilişki istatistiksel açıdan önemsiz bulunmuştur. Ayrıca panel veri analiz yöntemlerinden sabit etkiler regresyon modelinin istatistiksel yöntem açısından rassal etkiler regresyon modeline göre daha anlamlı sonuçlar verdiği görülmüştür.

Kâr payı ödemeleri (DP) ile ROC1, ROC2 ve EPS arasındaki ilişkiyi analiz etmek suretiyle elde edilen sonuçları şu şekilde özetleyebiliriz. DP'deki 1 TL'lik artış, ROC1' de 0,95 TL, ROC2'de 0,89 TL ve EPS'de 0,95 TL'lik artışa neden olmaktadır. Ayrıca DP'nin, ROC1'deki değişiminin %33'ünü, ROC2'deki değişiminin %26'sını ve EPS'deki değişiminin %33'ünü açıklayabildiğini göstermektedir. Buradan kâr payı ödemelerini artırmak suretiyle gelecek dönemlerdeki ROC1, ROC2 ve EPS'yi dolayısıyla şirketlerin gelecek dönemlerdeki kârlılıklarını artırmanın mümkün olacağı sonucuna varabiliriz.

Kâr payı ödemeleri ile ROC1, ROC2 ve EPS arasındasadece anlamlıdeğil aynı zamanda güçlü pozitif bir ilişkinin varlığı istatistiksel yöntemler kullanılarak ortaya konulmuştur.Ayrıca ROC1, ROC2 ve EPS ödenmiş sermayenin kârlılığını göstermesi açısından da önemlidir. Kâr payı ödemelerinin şirket ortaklarına yapılması ve ROC1, ROC2 ve EPS'nin şirket ortakları tarafından şirkete yapılan sermaye yatırımının kârlılığını göstermesi, kâr payı ödemelerininsermaye kârlılığını pozitif ve güçlü bir yönde etkilediği hipotezimizi desteklediğini düşünmekteyiz.

Kâr payı ödemeleri ile ROA1 arasındaki ilişkinin önemsiz, kâr payı ödemeleri ile ROA2 ve ROE arasındaki ilişkinin ise anlamsız çıkması, Grullon ve diğerlerinin (2005)kâr payı değişiklikleri ile aktif kârlılığı (ROA) ve özkaynak kârlılığı (ROE) arasında tutarlı bir ilişki olmadığı yönündeki görüşlerini desteklemektedir. Diğer taraftan kâr payı ödemeleri ile ROC1 arasındaki ilişkinin anlamlı çıkması ise, Kaymaz'ın (2010)kâr payı ödemelerindeki değişimin özkaynak kârlılığındaki değişim ile açıklanabileceği görüşünüdestekler niteliktedir.

Çalışmamızda yapmış olduğumuz analizler sonucunda elde ettiğimiz bulguların, kâr payı ödemeleri ile şirketlerin gelecek dönemlerdeki kârlılıkları arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu yönündeki hipotezimizi doğrular nitelikte sonuçlar verdiğini söyleyebiliriz.Kâr payı ödemeleri ile ROC1, ROC2 ve EPS arasında güçlü ve pozitif yönlü bir ilişki olduğu, kâr payı ödemeleri ile ROA1

arasındaki ilişkinin önemsiz, kâr payı ödemeleri ile ROA2 ve ROE arasındaki ilişkinin ise anlamsız olduğu sonucuna varılmıştır. Belirlemiş olduğumuz genel hipotezler içinde H_{2a}ve H_{5a}hipotezleri reddedilerek alternatif H_{2b} ve H_{5b}hipotezleri kabul edilmiştir. H_{1a}, H_{3a}, H_{4a} ve H_{6a} hipotezleri kabul edilerek H_{1b}, H_{3b}, H_{4b} ve H_{6b} alternatif hipotezleri reddedilmiştir.

Çalışmamızda kâr payı ödemelerinin (DP), şirketlerin gelecekteki kârlılıklarını etkileyip etkilemediğini tespit etmek için ROA1, ROA2, ROC1, ROC2, ROE ve EPS oranları kullanılmıştır. Bu oranların yanısıra şirket kârlılığını ölçmekte kullanılan başka oranların da yapılacak analizlere dahil edilmesi mümkündür. Ayrıca farklı sektörlerde faaliyet gösteren firmaların finansal verileri kullanılarak gözlem sayısı artırılabilir. Bu görüşlerimizinkâr payı ödemeleri ile şirket kârlılığı arasındaki ilişkileri tespit etmeye yönelik analizlere katkıda bulunacağını düşünmekteyiz.

KAYNAKLAR

KİTAPLAR

Akgüç, Öztin (1998). *Finansal Yönetim.* İstanbul: Avcıol Yay.

Brigham Eugene F. ve Houston Joel F. (2014). *Finansal Yönetimin Temelleri.* (Çev: Nevzat Aypek). Ankara: Nobel Yay.

Ceylan Ali ve Korkmaz Turhan (2015). *İşletmelerde Finansal Yönetim.* Bursa: Ekin Yay.

Chambers, Nurgül (2009). *Firma Değerlemesi*. İstanbul: Beta Yay.

Civan, Mehmet (2010). *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi.* Bursa: Ekin Yay.

Dağlı, Hüseyin (2009). *Finansal Yönetim.* Trabzon: Derya Kitabevi.

Ercan M. Kamil ve Ban Ünsal (2014). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Göktolga, Z. Gökalp (2013). *İktisadi ve İdari Bilimler İçin İstatistik.* Ankara: Seçkin Yay.

Korkmaz Turhan ve Ceylan Ali (2012). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi.* Bursa: Ekin Yay.

Soydemir Selim ve Akyüz Abdullah (2015). *Sermaye Piyasası ve Borsa.* İstanbul: Scala Yay.

Taner Berna ve Akkaya G. Cenk (2009). *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler.* Ankara: Detay Yay.

Tatoğlu, F. Yerdelen (2012). *Panel Veri Ekonometrisi: Stata Uygulamalı.* İstanbul: Beta Yay.

Usta, Öcal (2008). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim.* Ankara: Detay Yay.

MAKALELER

Aharony Joseph ve Swary Itzhak (1980). "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis". *The Journal of Finance*. 35/1: 1-12. http://www.jstor.org/stable/pdf/2327176.pdf?acceptTC=trueerişim tarihi: 03 Kasım 2015.

Allen Franklin ve Michaely Roni (2002). "Payout Policy". http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=309589 erişim tarihi: 02 Kasım 2015.

Araujo Aloisio, Moriera Humberto ve Tsuchida Marcos H. (2011). "Do Dividends Signal More Earnings? A Theoretical Analysis". *Journal of Financial Intermediation.* http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2330466##erişim tarihi: 18 Ekim 2015.

Arslan, Özgür (2008). "Firma Yöneticilerinin Temettü Dağıtımlarına Dair Algıları". *Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi.* 26/1: 85-98.

Aygören Hakan, Çakır H. Meder ve Uyar Umut (2013). "Ekonomik Krizlerin İmkb'de Temettü Politikaları Üzerine Etkisi". http://dergipark.ulakbim.gov.tr/nwsasocial/article/view/5000061903/5000058349erişim tarihi: 12 Ağustos 2015.

BenartziShlomo, Michaely Roni ve ThalerRichard (1997). "Do Changes in Dividends Signal the Future orthe Past?". *The Journal of Fınance.* 52/3: 1007-1034. http://www.jstor.org/stable/2329514?origin=JSTOR-pdf&seq=1#page_scan_tab_contents erişim tarihi: 01 Kasım 2015.

Chang Chun-Chia(Amy), Kumar Praveen ve Sivaramakrishnan K. (2006). "Dividend Changes, Cash Flow Predictability, and Signaling of Future Cash Flows". http://www.researchgate.net/publication/228292204erişim tarihi: 23 Ekim 2015.

DeAngelo Harry, DeAngelo Linda ve Skinner Douglas J. (1996). "Reversal Of Fortune: Dividend Signaling And The Disappearance Of Sustained Earnings Growth". *Journal of Financial Economics*. 40: 341-371. marshallinside.usc.edu/deangelo/Publications/reversal.pdf erişim tarihi: 09 Kasım 2015.

Demir, Yusuf (2001). "İşletmelerin Kâr Payı Dağıtım Politikaları ve Firma Değerliliğinin Vergi Uygulamaları İle İlişkisine Teorik Bir Yaklaşım". *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi.* 6/1: 55-71.

Farsio Farzad, Geary Amanda ve Moser Justin (2004). "The Relationship Between Dividends And Earnings". *Journal For Economıc Educators.*http://capone.mtsu.edu/jee/pdf/farsio.pdferişim tarihi: 21 Ekim 2015.

Grullon Gustavo, Michaely Roni, Benartzi Shlomo ve Thaler Richard H. (2005). "Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability". *Journal of Business.*78/5:1659-1682.
http://faculty.chicagobooth.edu/Richard.Thaler/research/pdf/Dividend%20Changes%20Do%20Not%20Signal%20Changes%20in%20Future%20Profitability.pdferişim tarihi: 09 Kasım 2015.

Günalp Burak, Kadıoğlu Eyüp ve Kılıç Saim (2010). "Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisi Olup Olmadığının İmkb'de Test Edilmesi". *Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi.* 28/2: 47-69.

Korkmaz Özge ve Karaca S. Serdar (2013). "Firma Performansını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Örneği". *Ege Akademik Bakış Dergisi.* 13/2: 169-179.

Mazgit, İsmail (2013). "Endeks Kapsamında Olmanın Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Bist Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama". *Sosyo Ekonomi Dergisi.* 2: 225-264.

Nissim Doronve Ziv Amir (2001). "Dividend Changes and Future Profitability". *The Journal of Finance.* 56/6: 2111-2134. www.columbia.edu/~dn75/dividend_changes_and_future_profitability.pdferişim tarihi: 10 Kasım 2015.

Ovla H. Didem ve Taşdelen Bahar (2012). "Aykırı Değer Yönetimi". *Mersin Üniversitesi Sağlık Bilimleri Dergisi.* 5/3: 1-8.

Pekkaya, Mehmet (2006). "Kâr Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İmkb 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz". *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi.* 2/4: 183–209.

Purmessur Rajshree Deeptee ve Boodhoo Roshan (2009). "Signalling Power of Dividend on Firms' Future Profits A Literature Review". *EvergreenEnergy – International Interdisciplinary Journal*. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1359495 erişim tarihi: 17 Ekim 2015.

Sant Rajiv ve Cowan Arnold R. (1994). "Do Dividends Signal Earnings? The Case Of Omitted Dividends". *Journal of Banking and Finance.* 18/6: 1113-1133. http://www.bus.iastate.edu/arnie/OmittedDividendsPaper.pdferişim tarihi: 25 Ekim 2015.

Yıldız Berk, Gökbulut R. İlker ve Korkmaz Turhan (2014). "Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: Bist Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması". *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi.* 10/1: 185-206.

Yılmaz, Mustafa Kemal (2003). "Hisse Senetleri İmkb'de İşlem Gören Şirketlerin Temettü Politikaları Üzerine Bir Analiz: Nakit Temettü-Sektör Davranışı İlişkisi". *İMKB Dergisi.* 7/25-26: 17-40.

TEZLER

Akman, Engin (2012*). Sermaye Yapısını Belirleyen İşletmeye Özgü Faktörler: İmkb'de İşlem Gören Sanayi Firmaları Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması,* Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Zonguldak.

Aksoy, Pınar (2009). *Hisse Senetlerinin Halka Arzı ve Satış Süreçleri,* Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Akyol, Emre (2007). *Temsil Sorunu ve Temettü Politikası Arasındaki İlişkiyi Test Etmeye Yönelik Olarak Türkiye Üzerine Bir Araştırma*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.

Altay, Arda (2015). *Mortgage Krizi'nin Avrupa Borç Krizi'ne Etkileri (Panel Veri Yöntemi İle Bir Analiz),* Kırklareli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Kırklareli.

Armağan, Seher (2007). *Kâr Dağıtım Politikalarının Bireysel Yatırımcı Kararları Üzerine Etkileri ve Bir Uygulama*, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Isparta.

Babaşova, Sakine (2012). *Doğrusal Olmayan Zaman SerisiVerilerinin Modellenmesinde Kullanılan Değişen Varyanslılık Testlerinin Karşılaştırmalı AnaliziÜzerine Bir Araştırma,* Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İzmir.

Başkaya, Hatice (2012). *Halka Açık Firmalarda Kâr Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senetleri Fiyatlarına Etkisinin Olay Etüdü İle Ölçülmesi,* Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Aydın.

Boztosun, Derviş (2006). *Temettü Dağıtma Kararının Farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara.

Çelik, Şenol (2006). *Normal Dağılım ve Normal Dağılımla İlgili Çıkarımlar,* Ankara Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Dam, M. Metin (2014). *Sera Gazı Emisyonlarının Makroekonomik Değişkenlerle İlişkisi: Oecd Ülkeleri İçin Panel Veri Analizi,* Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Aydın.

Erdemi, D. Burak (2015). *Ar-ge Yatırımları Finansal Performans İlişkisi: Bir Panel Veri Analizi,* Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Gülaç, Hakan (2014). *İşletmelerin Yatırım Kararları İle Finansman Kararları Arasındaki İlişkinin Değerlendirilmesi: Türkiye İmalat Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Dinamik Panel Veri Analizi,* Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara.

Güngör, Selim (2012). *Sahiplik Yapısı ve Temettü İlişkisi: İmkb'de Bir Uygulama,* Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Çorum.

İnci, Cihan (2014). *Finansal Yönetim Kararlarının Firmanın Kârlılığı ve Piyasa Değeri Üzerindeki Etkileri: Bist'deki Sanayi Şirketleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması,* Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Zonguldak.

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

Kan, Betül (2005). *Verilerin Normal Dağılıma Sahip Olmaması Durumunda Kontrol Grafiklerinin Oluşturulması,* Anadolu Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir.

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

Kaymaz, Özgür (2010). *Şirket Temettü Politikasında Sinyalizasyon Teorisi ve Bir İmkb Uygulaması*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.

Kılıç, Metin (2002). *Belirsizlik Ortamında Maliyet-Hacim-Kâr Analizleri ve Örnek Bir İşletmede Normal Dağılım Uyarlaması,* Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Muğla.

Künye, Neslihan (2014). *Bölgesel Kalkınma Ajanslarının Bölgelerin Ekonomilerine Katkıları: Panel Veri Uygulaması,* Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Li, Yilin (2014). *The Relationship Between Dividend Changes and Future Earnings Changes,* Tilburg University, Master Tezi. http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=134569 erişim tarihi: 04 Kasım 2015.

Omağ, Aclan (2007). *İşletmelerde Kâr Dağıtım Politikasının İşletmenin Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım*, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.

Önem, H. Başar (2014). *Kâr Dağıtım Kararlarının ve Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi: Bist İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama,* Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Isparta.

Özvar, Koray (2015). *Sahiplik Yapısının Kâr Dağıtım Politikası Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama,* Nevşehir Hacı Bektaş Veli ÜniversitesiSosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Nevşehir.

Yıldız, Berk (2012). *Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: İmkb Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması,* Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Zonguldak.

İNTERNET KAYNAKLARI

(www.borsaistanbul.com).
http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf erişim tarihi: 11 Ağustos 2015.

(www.deu.edu.tr).
http://www.deu.edu.tr/userweb/recep.kok/dosyalar/panel2.pdferişim tarihi: 09 Şubat 2016.

DİĞER KAYNAKLAR

Kâr Payı Tebliği. *T.C. Resmi Gazete*, 28891, 23 Ocak 2014. http://www.mevzuat.gov.tr/Metin.Aspx?MevzuatKod=9.5.19333&MevzuatIliski=0&sourceXmlSearch=kâr%20pay%C4%B1%20tebli%C4%9Fi erişim tarihi: 09 Ağustos 2015.

Korgun, Aynur (1999). "Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri". *SPK Denetleme Dairesi Araştırma Raporu.* 14-12/6-4: 1-46.

Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği. *T.C. Resmi Gazete*, 28691, 28 Haziran 2013.http://www.mevzuat.gov.tr/Metin.Aspx?MevzuatKod=9.5.18527&MevzuatIliski=0&sourceXmlSearch=sermaye%20piyasas%C4%B1 erişim tarihi: 09 Ağustos 2015.

Sermaye Piyasası Kanunu. *T.C. Resmi Gazete*, 28513, 30 Aralık 2012. http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6362.pdf erişim tarihi: 09 Ağustos 2015.

Türk Ticaret Kanunu. *T.C. Resmi Gazete,* 27846, 14 Şubat 2011. http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6102.pdf erişim tarihi: 09 Ağustos 2015.

EKLER

Ek:1. Firmaların Yıllar İtibariyle Finansal Verileri

X1 : Aktif Toplamı
X2 : Özkaynak Toplamı
X3 : Ödenmiş Sermaye
X4 : Faaliyet Kârı
X5 : Dönem Net Kârı
X6 : Ödenen Kâr Payı
X7 : Toplam Pay Senedi Sayısı
X8 : Pay Senedi Nominal Bedeli

ADANA ÇİMENTO								
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8
2005	534.287.134	503.357.552	181.693.005	68.443.521	83.705.239	25.929.926	18.169.300.500	0,01
2006	589.527.775	555.770.857	250.727.584	94.667.602	133.234.965	63.106.502	25.072.758.400	0,01
2007	669.473.934	631.482.883	250.727.584	122.603.905	183.973.346	100.507.781	25.072.758.400	0,01
2008	560.406.787	517.793.485	258.125.000	68.685.710	107.227.141	120.491.797	25.812.500.000	0,01
2009	637.997.455	597.373.850	336.182.000	64.337.812	78.726.780	79.760.661	33.618.200.000	0,01
2010	729.742.912	631.200.351	336.182.000	46.006.623	102.228.498	62.858.042	33.618.200.000	0,01
2011	714.154.172	620.697.018	336.182.000	60.842.558	77.056.539	58.475.764	33.618.200.000	0,01
2012	731.283.035	619.955.854	336.182.000	46.074.953	86.953.159	63.329.801	33.618.200.000	0,01
2013	721.131.030	654.345.716	336.182.000	95.927.571	67.705.183	48.571.509	33.618.200.000	0,01
2014	872.576.932	761.460.970	336.182.000	128.519.565	142.921.302	63.078.266	33.618.200.000	0,01
2015	882.911.781	793.511.865	336.182.000	127.015.010	144.077.727	102.034.478	33.618.200.000	0,01

AFYON ÇİMENTO								
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8
2005	45.981.293	34.557.888	120.000	12.407.564	10.304.629	0	120.000.000	0,001
2006	53.691.493	44.755.833	120.000	12.769.042	12.717.945	2.520.000	12.000.000	0,01
2007	64.545.139	53.638.156	120.000	13.547.385	11.522.323	2.640.000	12.000.000	0,01
2008	64.905.036	54.989.869	120.000	792.871	3.658.113	2.306.400	12.000.000	0,01
2009	61.666.650	53.535.978	120.000	-2.407.663	-709.891	744.000	12.000.000	0,01
2010	64.405.715	53.359.402	3.000.000	-772.033	567.424	744.000	300.000.000	0,01
2011	55.079.303	47.270.851	3.000.000	-7.443.306	-5.338.551	748.757	300.000.000	0,01
2012	47.493.761	38.429.016	3.000.000	-9.244.456	-7.216.059	0	300.000.000	0,01
2013	51.618.064	40.434.705	3.000.000	2.538.973	2.021.623	0	300.000.000	0,01
2014	70.961.740	53.326.327	3.000.000	16.249.379	12.972.300	0	300.000.000	0,01
2015	373.419.627	165.396.444	100.000.000	10.575.709	14.227.079	0	10.000.000.000	0,01

AKÇANSA ÇİMENTO								
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8
2005	856.253.477	738.476.239	166.475.712	104.437.193	113.565.095	52.273.374	16.647.571.200	0,01
2006	928.437.848	789.724.806	191.447.068	179.982.334	146.465.575	89.568.444	19.144.706.825	0,01
2007	1.169.707.063	841.706.513	191.447.068	197.433.030	185.798.034	128.168.556	19.144.706.825	0,01
2008	1.133.787.654	764.576.170	191.447.068	175.166.906	104.269.708	124.793.953	19.144.706.825	0,01
2009	1.161.640.318	819.226.574	191.447.068	100.357.316	75.008.370	70.002.057	19.144.706.825	0,01
2010	1.231.806.821	841.136.039	191.447.068	71.790.884	59.259.724	65.436.610	19.144.706.825	0,01
2011	1.278.478.124	874.145.966	191.447.068	133.691.943	100.287.554	39.049.689	19.144.706.825	0,01
2012	1.388.568.638	923.191.742	191.447.068	153.701.180	120.033.265	88.716.569	19.144.706.825	0,01
2013	1.477.218.408	1.000.105.548	191.447.068	203.319.507	157.887.004	109.986.341	19.144.706.825	0,01
2014	1.602.496.583	1.155.907.244	191.447.068	319.966.348	248.768.945	144.400.866	19.144.706.825	0,01
2015	1.705.079.931	1.200.602.433	191.447.068	351.718.410	281.120.173	226.290.435	19.144.706.825	0,01

ASLAN ÇİMENTO								
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8
2005	215,777,363	148,358,879	6,425,679	24,882,633	18,435,506	1,935,782	6,425,679,000	0.001
2006	256,226,448	171,796,442	6,425,679	41,619,273	39,897,861	16,279,564	6,425,679,000	0.001
2007	249,301,217	171,867,163	6,425,679	42,985,589	35,935,200	35,864,479	6,425,679,000	0.001
2008	294,331,388	154,205,120	6,425,679	19,760,123	10,544,962	32,697,572	6,425,679,000	0.001
2009	239,940,880	116,903,757	6,425,679	-33,846,621	-31,249,421	2,328,959	642,567,900	0.01
2010	275,659,670	187,748,170	6,425,679	4,149,911	2,985,512	24,636	642,567,900	0.01
2011	297,392,940	223,819,687	73,000,000	22,003,066	13,356,360	87,505	5,074,776,100	0.01
2012	307,241,120	245,856,209	73,000,000	46,165,104	37,189,537	16,169,464	7,300,000,000	0.01
2013	327,833,816	249,271,237	73,000,000	46,634,872	32,816,316	33,222,813	7,300,000,000	0.01
2014	398,556,621	280,677,359	73,000,000	70,738,138	62,370,396	30,071,603	7,300,000,000	0.01
2015	441,890,919	282,178,376	73,000,000	78,713,395	54,119,531	52,747,701	7,300,000,000	0.01

BATIÇİM ÇİMENTO								
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8
2005	435.738.513	302.117.912	64.275.951	43.281.921	42.067.637	12.317.605	128.704.000.000	0,0005
2006	521.624.819	366.239.417	64.275.586	85.330.321	87.251.057	22.732.703	128.704.000.000	0,0005
2007	487.037.756	352.819.824	64.400.000	62.043.179	55.619.780	36.880.805	128.704.000.000	0,0005
2008	512.763.611	403.813.395	64.400.000	10.954.588	18.520.377	14.866.560	6.435.200.000	0,01
2009	507.371.563	411.654.316	70.840.000	10.457.732	9.914.551	2.485.993	7.079.200.000	0,01
2010	524.799.216	425.076.406	70.840.000	14.188.176	15.075.529	2.747.522	7.084.000.000	0,01
2011	658.283.565	443.303.293	70.840.000	19.078.899	25.500.682	7.151.173	6.780.081.655	0,01
2012	699.318.937	456.696.015	75.000.000	16.771.697	17.435.302	5.448.580	7.178.234.415	0,01
2013	841.028.180	494.947.466	80.000.000	79.548.766	39.616.115	4.055.264	7.665.734.378	0,01
2014	913.747.079	568.316.110	80.000.000	125.094.123	77.765.261	11.683.350	7.665.734.378	0,01
2015	1.128.007.795	616.037.413	80.000.000	126.659.471	64.016.171	20.395.515	7.665.734.378	0,01

BATISÖKE ÇİMENTO								
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8
2005	208.126.910	174.774.603	56.250.000	20.354.452	20.256.945	4.635.166	112.500.000.000	0,0005
2006	225.868.181	196.084.620	56.250.000	28.526.038	34.629.096	13.322.241	112.500.000.000	0,0005
2007	212.926.220	190.396.766	56.250.000	24.399.792	19.032.220	23.650.645	112.500.000.000	0,0005
2008	202.849.914	185.804.828	56.250.000	5.666.103	578.423	4.871.928	5.625.000.000	0,01
2009	207.913.534	187.479.256	78.750.000	-1.731.410	1.674.428	616	7.875.000.000	0,01
2010	214.391.293	192.477.786	78.750.000	1.166.103	4.998.530	0	7.875.000.000	0,01
2011	216.134.971	190.426.906	78.750.000	4.091.657	2.530.296	4.581.176	7.875.000.000	0,01
2012	231.320.431	193.607.706	78.750.000	87.248	5.197.314	2.016.514	7.875.000.000	0,01
2013	279.886.969	197.202.668	78.750.000	20.594.282	8.875.492	4.197.366	7.875.000.000	0,01
2014	312.011.448	226.800.936	78.750.000	44.717.120	30.763.026	5.956.281	7.875.000.000	0,01
2015	429.026.430	232.510.293	78.750.000	35.375.556	19.441.281	9.413.151	7.875.000.000	0,01

BOLU ÇİMENTO								
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8
2005	191.267.202	178.431.457	128.564.800	38.309.797	38.004.617	20.076.267	12.856.480.000	0,01
2006	233.292.371	217.342.394	128.564.800	53.214.483	71.128.086	32.217.149	12.856.480.000	0,01
2007	221.465.350	207.086.887	128.564.800	44.197.201	48.355.328	58.610.835	12.856.480.000	0,01
2008	223.850.887	205.906.039	128.564.800	43.027.408	39.281.163	40.393.393	12.856.480.000	0,01
2009	205.155.568	190.613.099	143.235.330	10.297.643	17.361.366	32.580.620	14.323.533.000	0,01
2010	215.813.134	192.246.523	143.235.330	11.799.455	13.861.401	12.227.977	14.323.533.000	0,01
2011	234.880.055	201.074.500	143.235.330	25.202.192	20.063.406	11.235.429	14.323.533.000	0,01
2012	243.566.589	207.223.689	143.235.330	28.513.982	24.034.968	17.885.779	14.323.533.000	0,01
2013	291.283.755	230.249.166	143.235.330	61.789.109	44.640.287	21.342.410	14.323.533.000	0,01
2014	491.325.123	328.637.324	143.235.330	118.558.174	99.440.327	0	14.323.533.000	0,01
2015	616.792.789	411.846.920	143.235.330	134.483.263	106.715.019	23.529.411	14.323.533.000	0,01

BURSA ÇİMENTO								
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8
2005	265.029.032	164.108.594	35.271.936	56.965.987	37.559.089	13.716.864	35.271.936	1,00
2006	297.127.984	194.161.263	70.543.872	67.565.867	57.410.506	19.595.520	70.543.872	1,00
2007	375.305.013	236.508.835	70.543.872	88.825.440	72.296.072	24.810.356	70.543.872	1,00
2008	376.461.643	305.603.960	105.815.808	53.392.278	45.679.309	40.947.286	10.581.580.800	0,01
2009	365.069.886	292.304.433	105.815.808	-263.107	4.739.307	15.662.102	10.581.580.800	0,01
2010	377.732.782	280.521.495	105.815.808	3.042.190	11.110.392	20.061.241	10.581.580.800	0,01
2011	438.663.315	325.662.538	105.815.808	60.751.648	45.368.513	18.755.770	10.581.580.800	0,01
2012	469.045.896	319.924.558	105.815.808	13.473.390	11.992.330	20.792.749	10.581.580.800	0,01
2013	501.541.278	338.617.085	105.815.808	54.666.812	30.730.349	10.493.126	10.581.580.800	0,01
2014	527.635.430	385.641.656	105.815.808	78.997.914	59.071.589	17.156.313	10.581.580.800	0,01
2015	611.114.225	415.539.423	105.815.808	72.652.821	49.487.997	21.289.333	10.581.580.800	0,01

ÇİMENTAŞ ÇİMENTO								
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8
2005	683.545.000	343.093.000	31.500.000	43.444.000	31.988.000	6.877.000	31.500.000	1,00
2006	1.132.575.000	604.366.000	36.540.000	87.687.000	34.704.000	241.000	33.776.000	1,00
2007	1.219.599.000	727.139.000	36.540.000	112.897.000	104.489.000	452.000	36.540.000	1,00
2008	1.140.562.000	570.093.000	75.750.000	54.265.000	-32.608.000	340.000	56.518.635	1,00
2009	910.009.000	692.835.000	87.112.000	65.010.000	46.299.000	401.000	75.677.968	1,00
2010	1.103.902.000	826.631.000	87.112.000	31.846.000	20.379.000	443.000	86.534.789	1,00
2011	1.197.660.000	888.740.000	87.112.000	64.927.000	21.184.000	389.000	86.534.789	1,00
2012	1.271.906.000	924.755.000	87.112.000	20.903.000	9.798.000	923.000	86.534.789	1,00
2013	1.402.618.000	1.028.678.000	87.112.000	51.393.000	34.301.000	581.000	86.534.789	1,00
2014	1.482.668.000	1.141.423.000	87.112.000	96.273.000	110.866.000	404.000	86.534.789	1,00
2015	1.539.627.000	1.199.162.000	87.112.000	53.172.000	73.232.000	302.000	86.534.789	1,00

ÇİMSA ÇİMENTO								
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8
2005	901.359.555	628.962.097	121.305.600	106.537.552	109.511.474	47.309.184	121.305.600.000	0,001
2006	975.393.015	702.697.758	121.305.600	191.219.281	136.096.434	44.883.072	121.305.600.000	0,001
2007	1.131.674.275	926.572.046	135.084.442	174.512.746	290.274.845	105.535.872	12.360.207.367	0,01
2008	1.085.020.922	758.908.440	135.084.442	121.532.617	76.154.807	149.943.731	13.508.444.200	0,01
2009	1.199.741.387	932.100.768	135.084.442	138.585.884	108.132.777	58.005.260	13.508.444.200	0,01
2010	1.133.836.800	879.807.348	135.084.442	141.199.284	103.667.716	81.861.172	13.508.444.200	0,01
2011	1.250.884.485	861.937.357	135.084.442	158.745.554	123.378.926	94.829.278	13.508.444.200	0,01
2012	1.569.572.690	1.033.421.011	135.084.442	163.925.298	115.352.589	106.716.709	13.508.444.200	0,01
2013	1.440.009.592	1.126.519.932	135.084.442	179.476.659	302.310.817	98.071.305	13.508.444.200	0,01
2014	1.507.726.941	1.169.731.631	135.084.442	247.000.419	192.980.659	155.887.446	13.508.444.200	0,01
2015	1.980.533.296	1.291.102.112	135.084.442	307.014.163	245.279.781	174.529.099	135.084.442	1,00

GÖLTAŞ ÇİMENTO								
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8
2005	346.076.513	248.426.897	7.200.000	46.200.177	41.025.519	5.620.355	1.440.000	5,00
2006	353.990.901	273.301.497	7.200.000	53.379.939	42.724.310	16.506.336	1.440.000	5,00
2007	330.488.019	250.718.132	7.200.000	61.428.193	-4.517.945	18.574.355	1.440.000	5,00
2008	340.568.979	283.931.090	7.200.000	10.953.804	12.117.063	7.200.000	1.440.000	5,00
2009	348.797.904	285.542.592	7.200.000	3.691.650	4.803.538	7.866.547	720.000.000	0,01
2010	429.559.451	288.269.187	7.200.000	3.959.024	4.649.679	3.902.359	720.000.000	0,01
2011	451.380.733	285.071.505	7.200.000	15.032.282	4.316.117	3.893.781	720.000.000	0,01
2012	473.025.388	305.963.015	7.200.000	33.201.905	18.088.362	7.450.900	720.000.000	0,01
2013	491.337.619	301.236.621	7.200.000	68.179.937	27.225.628	8.001.624	720.000.000	0,01
2014	574.325.486	329.958.373	7.200.000	60.363.559	46.994.628	16.199.820	720.000.000	0,01
2015	664.125.918	306.249.451	7.200.000	51.069.378	10.414.919	39.101.427	720.000.000	0,01

KONYA ÇİMENTO								
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8
2005	276.918.556	228.795.998	4.873.440	57.762.484	45.053.335	6.531.019	4.802.220	1,00
2006	311.568.048	270.909.628	4.873.440	58.717.294	61.646.587	13.446.092	4.802.220	1,00
2007	344.986.015	301.689.477	4.873.440	54.408.736	46.627.247	15.847.575	4.802.220	1,00
2008	383.672.453	324.953.611	4.873.440	28.624.919	35.238.069	12.005.551	4.802.220	1,00
2009	379.293.343	340.759.244	4.873.440	15.479.260	22.832.257	7.027.091	4.802.220	1,00
2010	412.504.058	372.098.031	4.873.440	31.671.171	35.920.934	4.591.532	4.873.440	1,00
2011	459.101.551	387.807.454	4.873.440	33.258.850	30.426.000	14.717.777	4.873.440	1,00
2012	410.527.194	355.236.223	4.873.440	32.821.940	37.047.888	69.633.088	4.873.440	1,00
2013	381.385.969	311.884.573	4.873.440	34.638.896	35.246.381	78.895.780	4.873.440	1,00
2014	425.042.599	359.798.475	4.873.440	65.574.909	60.266.019	11.764.885	4.873.440	1,00
2015	437.054.295	367.965.315	4.873.440	43.459.628	46.417.817	38.418.764	4.873.440	1,00

MARDİN ÇİMENTO								
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8
2005	209.349.521	184.234.956	66.080.000	56.553.699	65.124.410	24.224.306	65.124.410	1,00
2006	244.212.870	219.463.135	73.144.000	73.611.822	89.067.160	50.112.582	67.554.901	1,00
2007	255.873.352	229.349.351	73.144.000	85.107.397	94.023.734	73.577.169	73.144.000	1,00
2008	247.008.241	220.542.961	90.515.700	74.573.394	68.401.818	77.077.726	90.515.700	1,00
2009	283.617.444	252.881.039	109.524.000	92.210.999	89.027.774	56.689.696	90.932.320	1,00
2010	291.573.089	249.925.414	109.524.000	85.337.231	78.042.495	80.998.120	109.524.000	1,00
2011	316.364.548	263.429.936	109.524.000	88.244.191	84.197.912	70.922.470	109.524.000	1,00
2012	302.849.268	224.821.113	109.524.000	39.417.969	36.671.412	75.263.003	109.524.000	1,00
2013	303.285.420	242.531.578	109.524.000	69.144.522	52.285.586	33.835.485	109.524.000	1,00
2014	306.660.877	250.664.416	109.524.000	62.108.803	60.234.987	50.096.054	109.524.000	1,00
2015	292.887.267	239.498.780	109.524.000	44.033.152	44.097.908	56.275.056	109.524.000	1,00

NUH ÇİMENTO								
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8
2005	739.852.771	530.803.340	150.213.600	75.005.351	122.211.303	20.110.684	150.213.600	1,00
2006	849.254.111	608.029.094	150.213.600	148.027.012	146.537.562	48.068.352	150.213.600	1,00
2007	1.062.157.927	844.170.054	150.213.600	218.120.179	230.808.195	60.085.440	150.213.600	1,00
2008	995.528.465	756.486.956	150.213.600	169.429.647	149.596.995	90.128.160	150.213.600	1,00
2009	1.010.837.308	797.428.571	150.213.600	86.041.458	95.601.383	52.574.760	150.213.600	1,00
2010	1.064.781.088	804.660.973	150.213.600	40.654.387	52.707.109	45.064.080	150.213.600	1,00
2011	1.225.387.438	836.042.507	150.213.600	87.354.293	75.507.440	45.064.080	150.213.600	1,00
2012	1.351.689.191	851.695.112	150.213.600	54.159.217	64.411.696	48.068.351	150.213.600	1,00
2013	1.359.180.154	892.307.188	150.213.600	98.616.021	87.906.537	48.080.628	150.213.600	1,00
2014	1.389.995.320	999.026.101	150.213.600	189.369.988	169.911.082	55.579.032	150.213.600	1,00
2015	1.423.257.291	1.063.712.351	150.213.600	243.906.823	174.138.010	111.158.061	150.213.600	1,00

ÜNYE ÇİMENTO								
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8
2005	265.179.444	199.114.297	95.151.117	55.707.946	67.237.053	0	95.151.117	1,00
2006	332.666.878	255.824.562	95.151.117	98.728.796	80.199.174	23.488.909	95.151.117	1,00
2007	330.157.158	266.240.940	95.151.117	100.343.845	87.889.025	77.472.647	95.151.117	1,00
2008	308.308.455	258.772.791	95.151.117	70.070.427	66.481.381	74.973.296	95.151.117	1,00
2009	297.998.639	254.054.297	123.586.411	48.307.127	49.600.877	53.759.279	12.359.000.000	0,01
2010	295.991.936	252.355.220	123.586.411	48.530.270	46.025.614	46.698.949	12.359.000.000	0,01
2011	292.980.036	262.121.170	123.586.411	63.498.308	52.346.236	45.353.477	12.359.000.000	0,01
2012	315.048.153	272.416.346	123.586.411	67.777.727	58.537.445	47.340.853	12.359.000.000	0,01
2013	313.376.726	277.124.423	123.586.411	69.067.370	55.084.546	53.777.616	12.359.000.000	0,01
2014	326.128.394	285.467.867	123.586.411	69.894.231	60.954.361	50.638.616	12.359.000.000	0,01
2015	322.438.104	279.782.016	123.586.411	56.657.232	48.335.797	55.974.812	12.359.000.000	0,01

Ek:2. Firmaların Yıllar İtibariyle Kârlılık Oranları

ADANA ÇİMENTO							
	ROA1	ROA2	ROC1	ROC2	ROE	EPS	DP
2005	0.1567	0.1281	0.4607	0.3767	0.1663	0.4607	0.1427
2006	0.2260	0.1606	0.5314	0.3776	0.2397	0.5314	0.2517
2007	0.2748	0.1831	0.7338	0.4890	0.2913	0.7338	0.4009
2008	0.1913	0.1226	0.4154	0.2661	0.2071	0.4154	0.4668
2009	0.1234	0.1008	0.2342	0.1914	0.1318	0.2342	0.2373
2010	0.1401	0.0630	0.3041	0.1369	0.1620	0.3041	0.1870
2011	0.1079	0.0852	0.2292	0.1810	0.1241	0.2292	0.1739
2012	0.1189	0.0630	0.2586	0.1371	0.1403	0.2586	0.1884
2013	0.0939	0.1330	0.2014	0.2853	0.1035	0.2014	0.1445
2014	0.1638	0.1473	0.4251	0.3823	0.1877	0.4251	0.1876
2015	0.1632	0.1439	0.4286	0.3778	0.1816	0.4286	0.3035

AFYON ÇİMENTO							
	ROA1	ROA2	ROC1	ROC2	ROE	EPS	DP
2005	0.2241	0.2698	85.8719	103.3964	0.2982	85.8719	0.0000
2006	0.2369	0.2378	105.9829	106.4087	0.2842	105.9829	21.0000
2007	0.1785	0.2099	96.0194	112.8949	0.2148	96.0194	22.0000
2008	0.0564	0.0122	30.4843	6.6073	0.0665	30.4843	19.2200
2009	-0.0115	-0.0390	-5.9158	-20.0639	-0.0133	-5.9158	6.2000
2010	0.0088	-0.0120	0.1891	-0.2573	0.0106	0.1891	0.2480
2011	-0.0969	-0.1351	-1.7795	-2.4811	-0.1129	-1.7795	0.2496
2012	-0.1519	-0.1946	-2.4054	-3.0815	-0.1878	-2.4054	0.0000
2013	0.0392	0.0492	0.6739	0.8463	0.0500	0.6739	0.0000
2014	0.1828	0.2290	4.3241	5.4165	0.2433	4.3241	0.0000
2015	0.0381	0.0283	0.1423	0.1058	0.0860	0.1423	0.0000

AKÇANSA ÇİMENTO							
	ROA1	ROA2	ROC1	ROC2	ROE	EPS	DP
2005	0.1326	0.1220	0.6822	0.6273	0.1538	0.6822	0.3140
2006	0.1578	0.1939	0.7650	0.9401	0.1855	0.7650	0.4678
2007	0.1588	0.1688	0.9705	1.0313	0.2207	0.9705	0.6695
2008	0.0920	0.1545	0.5446	0.9150	0.1364	0.5446	0.6518
2009	0.0646	0.0864	0.3918	0.5242	0.0916	0.3918	0.3656
2010	0.0481	0.0583	0.3095	0.3750	0.0705	0.3095	0.3418
2011	0.0784	0.1046	0.5238	0.6983	0.1147	0.5238	0.2040
2012	0.0864	0.1107	0.6270	0.8028	0.1300	0.6270	0.4634
2013	0.1069	0.1376	0.8247	1.0620	0.1579	0.8247	0.5745
2014	0.1552	0.1997	1.2994	1.6713	0.2152	1.2994	0.7543
2015	0.1649	0.2063	1.4684	1.8372	0.2341	1.4684	1.1820

ASLAN ÇİMENTO							
	ROA1	ROA2	ROC1	ROC2	ROE	EPS	DP
2005	0.0854	0.1153	2.8690	3.8724	0.1243	2.8690	0.3013
2006	0.1557	0.1624	6.2091	6.4770	0.2322	6.2091	2.5335
2007	0.1441	0.1724	5.5924	6.6897	0.2091	5.5924	5.5814
2008	0.0358	0.0671	1.6411	3.0752	0.0684	1.6411	5.0886
2009	-0.1302	-0.1411	-4.8632	-5.2674	-0.2673	-4.8632	0.3624
2010	0.0108	0.0151	0.4646	0.6458	0.0159	0.4646	0.0038
2011	0.0449	0.0740	0.1830	0.3014	0.0597	0.2632	0.0017
2012	0.1210	0.1503	0.5094	0.6324	0.1513	0.5094	0.2215
2013	0.1001	0.1423	0.4495	0.6388	0.1316	0.4495	0.4551
2014	0.1565	0.1775	0.8544	0.9690	0.2222	0.8544	0.4119
2015	0.1225	0.1781	0.7414	1.0783	0.1918	0.7414	0.7226

BATIÇİM ÇİMENTO							
	ROA1	ROA2	ROC1	ROC2	ROE	EPS	DP
2005	0.0965	0.0993	0.6545	0.6734	0.1392	0.6537	0.1914
2006	0.1673	0.1636	1.3575	1.3276	0.2382	1.3558	0.3533
2007	0.1142	0.1274	0.8637	0.9634	0.1576	0.8643	0.5731
2008	0.0361	0.0214	0.2876	0.1701	0.0459	0.2878	0.2310
2009	0.0195	0.0206	0.1400	0.1476	0.0241	0.1401	0.0351
2010	0.0287	0.0270	0.2128	0.2003	0.0355	0.2128	0.0388
2011	0.0387	0.0290	0.3600	0.2693	0.0575	0.3761	0.1055
2012	0.0249	0.0240	0.2325	0.2236	0.0382	0.2429	0.0759
2013	0.0471	0.0946	0.4952	0.9944	0.0800	0.5168	0.0529
2014	0.0851	0.1369	0.9721	1.5637	0.1368	1.0145	0.1524
2015	0.0568	0.1123	0.8002	1.5832	0.1039	0.8351	0.2661

BATISÖKE ÇİMENTO							
	ROA1	ROA2	ROC1	ROC2	ROE	EPS	DP
2005	0.0973	0.0978	0.3601	0.3619	0.1159	0.3601	0.0824
2006	0.1533	0.1263	0.6156	0.5071	0.1766	0.6156	0.2368
2007	0.0894	0.1146	0.3384	0.4338	0.1000	0.3384	0.4205
2008	0.0029	0.0279	0.0103	0.1007	0.0031	0.0103	0.0866
2009	0.0081	-0.0083	0.0213	-0.0220	0.0089	0.0213	0.0000
2010	0.0233	0.0054	0.0635	0.0148	0.0260	0.0635	0.0000
2011	0.0117	0.0189	0.0321	0.0520	0.0133	0.0321	0.0582
2012	0.0225	0.0004	0.0660	0.0011	0.0268	0.0660	0.0256
2013	0.0317	0.0736	0.1127	0.2615	0.0450	0.1127	0.0533
2014	0.0986	0.1433	0.3906	0.5678	0.1356	0.3906	0.0756
2015	0.0453	0.0825	0.2469	0.4492	0.0836	0.2469	0.1195

BOLU ÇİMENTO							
	ROA1	ROA2	ROC1	ROC2	ROE	EPS	DP
2005	0.1987	0.2003	0.2956	0.2980	0.2130	0.2956	0.1562
2006	0.3049	0.2281	0.5532	0.4139	0.3273	0.5532	0.2506
2007	0.2183	0.1996	0.3761	0.3438	0.2335	0.3761	0.4559
2008	0.1755	0.1922	0.3055	0.3347	0.1908	0.3055	0.3142
2009	0.0846	0.0502	0.1212	0.0719	0.0911	0.1212	0.2275
2010	0.0642	0.0547	0.0968	0.0824	0.0721	0.0968	0.0854
2011	0.0854	0.1073	0.1401	0.1759	0.0998	0.1401	0.0784
2012	0.0987	0.1171	0.1678	0.1991	0.1160	0.1678	0.1249
2013	0.1533	0.2121	0.3117	0.4314	0.1939	0.3117	0.1490
2014	0.2024	0.2413	0.6942	0.8277	0.3026	0.6942	0.0000
2015	0.1730	0.2180	0.7450	0.9389	0.2591	0.7450	0.1643

BURSA ÇİMENTO							
	ROA1	ROA2	ROC1	ROC2	ROE	EPS	DP
2005	0.1417	0.2149	1.0648	1.6151	0.2289	1.0648	0.3889
2006	0.1932	0.2274	0.8138	0.9578	0.2957	0.8138	0.2778
2007	0.1926	0.2367	1.0248	1.2592	0.3057	1.0248	0.3517
2008	0.1213	0.1418	0.4317	0.5046	0.1495	0.4317	0.3870
2009	0.0130	-0.0007	0.0448	-0.0025	0.0162	0.0448	0.1480
2010	0.0294	0.0081	0.1050	0.0287	0.0396	0.1050	0.1896
2011	0.1034	0.1385	0.4287	0.5741	0.1393	0.4287	0.1772
2012	0.0256	0.0287	0.1133	0.1273	0.0375	0.1133	0.1965
2013	0.0613	0.1090	0.2904	0.5166	0.0908	0.2904	0.0992
2014	0.1120	0.1497	0.5582	0.7466	0.1532	0.5582	0.1621
2015	0.0810	0.1189	0.4677	0.6866	0.1191	0.4677	0.2012

ÇİMENTAŞ ÇİMENTO							
	ROA1	ROA2	ROC1	ROC2	ROE	EPS	DP
2005	0.0468	0.0636	1.0155	1.3792	0.0932	1.0155	0.2183
2006	0.0306	0.0774	0.9498	2.3998	0.0574	1.0275	0.0071
2007	0.0857	0.0926	2.8596	3.0897	0.1437	2.8596	0.0124
2008	-0.0286	0.0476	-0.4305	0.7164	-0.0572	-0.5769	0.0060
2009	0.0509	0.0714	0.5315	0.7463	0.0668	0.6118	0.0053
2010	0.0185	0.0288	0.2339	0.3656	0.0247	0.2355	0.0051
2011	0.0177	0.0542	0.2432	0.7453	0.0238	0.2448	0.0045
2012	0.0077	0.0164	0.1125	0.2400	0.0106	0.1132	0.0107
2013	0.0245	0.0366	0.3938	0.5900	0.0333	0.3964	0.0067
2014	0.0748	0.0649	1.2727	1.1052	0.0971	1.2812	0.0047
2015	0.0476	0.0345	0.8407	0.6104	0.0611	0.8463	0.0035

ÇİMSA ÇİMENTO							
	ROA1	ROA2	ROC1	ROC2	ROE	EPS	DP
2005	0.1215	0.1182	0.9028	0.8783	0.1741	0.9028	0.3900
2006	0.1395	0.1960	1.1219	1.5763	0.1937	1.1219	0.3700
2007	0.2565	0.1542	2.1488	1.2919	0.3133	2.3485	0.8538
2008	0.0702	0.1120	0.5638	0.8997	0.1003	0.5638	1.1100
2009	0.0901	0.1155	0.8005	1.0259	0.1160	0.8005	0.4294
2010	0.0914	0.1245	0.7674	1.0453	0.1178	0.7674	0.6060
2011	0.0986	0.1269	0.9133	1.1752	0.1431	0.9133	0.7020
2012	0.0735	0.1044	0.8539	1.2135	0.1116	0.8539	0.7900
2013	0.2099	0.1246	2.2379	1.3286	0.2684	2.2379	0.7260
2014	0.1280	0.1638	1.4286	1.8285	0.1650	1.4286	1.1540
2015	0.1238	0.1550	1.8158	2.2728	0.1900	1.8158	1.2920

GÖLTAŞ ÇİMENTO							
	ROA1	ROA2	ROC1	ROC2	ROE	EPS	DP
2005	0.1185	0.1335	5.6980	6.4167	0.1651	5.6980	0.7806
2006	0.1207	0.1508	5.9339	7.4139	0.1563	5.9339	2.2925
2007	-0.0137	0.1859	-0.6275	8.5317	-0.0180	-0.6275	2.5798
2008	0.0356	0.0322	1.6829	1.5214	0.0427	1.6829	1.0000
2009	0.0138	0.0106	0.6672	0.5127	0.0168	0.6672	1.0926
2010	0.0108	0.0092	0.6458	0.5499	0.0161	0.6458	0.5420
2011	0.0096	0.0333	0.5995	2.0878	0.0151	0.5995	0.5408
2012	0.0382	0.0702	2.5123	4.6114	0.0591	2.5123	1.0348
2013	0.0554	0.1388	3.7813	9.4694	0.0904	3.7813	1.1113
2014	0.0818	0.1051	6.5270	8.3838	0.1424	6.5270	2.2500
2015	0.0157	0.0769	1.4465	7.0930	0.0340	1.4465	5.4308

KONYA ÇİMENTO							
	ROA1	ROA2	ROC1	ROC2	ROE	EPS	DP
2005	0.1627	0.2086	9.2447	11.8525	0.1969	9.3818	1.3600
2006	0.1979	0.1885	12.6495	12.0484	0.2276	12.8371	2.8000
2007	0.1352	0.1577	9.5676	11.1643	0.1546	9.7095	3.3001
2008	0.0918	0.0746	7.2306	5.8737	0.1084	7.3379	2.5000
2009	0.0602	0.0408	4.6850	3.1762	0.0670	4.7545	1.4633
2010	0.0871	0.0768	7.3708	6.4987	0.0965	7.3708	0.9422
2011	0.0663	0.0724	6.2432	6.8245	0.0785	6.2432	3.0200
2012	0.0902	0.0800	7.6020	6.7349	0.1043	7.6020	14.2883
2013	0.0924	0.0908	7.2323	7.1077	0.1130	7.2323	16.1889
2014	0.1418	0.1543	12.3662	13.4556	0.1675	12.3662	2.4141
2015	0.1062	0.0994	9.5247	8.9176	0.1261	9.5247	7.8833

MARDİN ÇİMENTO							
	ROA1	ROA2	ROC1	ROC2	ROE	EPS	DP
2005	0.3111	0.2701	0.9855	0.8558	0.3535	1.0000	0.3720
2006	0.3647	0.3014	1.2177	1.0064	0.4058	1.3184	0.7418
2007	0.3675	0.3326	1.2855	1.1636	0.4100	1.2855	1.0059
2008	0.2769	0.3019	0.7557	0.8239	0.3102	0.7557	0.8515
2009	0.3139	0.3251	0.8129	0.8419	0.3521	0.9791	0.6234
2010	0.2677	0.2927	0.7126	0.7792	0.3123	0.7126	0.7395
2011	0.2661	0.2789	0.7688	0.8057	0.3196	0.7688	0.6476
2012	0.1211	0.1302	0.3348	0.3599	0.1631	0.3348	0.6872
2013	0.1724	0.2280	0.4774	0.6313	0.2156	0.4774	0.3089
2014	0.1964	0.2025	0.5500	0.5671	0.2403	0.5500	0.4574
2015	0.1506	0.1503	0.4026	0.4020	0.1841	0.4026	0.5138

NUH ÇİMENTO							
	ROA1	ROA2	ROC1	ROC2	ROE	EPS	DP
2005	0.1652	0.1014	0.8136	0.4993	0.2302	0.8136	0.1339
2006	0.1725	0.1743	0.9755	0.9854	0.2410	0.9755	0.3200
2007	0.2173	0.2054	1.5365	1.4521	0.2734	1.5365	0.4000
2008	0.1503	0.1702	0.9959	1.1279	0.1978	0.9959	0.6000
2009	0.0946	0.0851	0.6364	0.5728	0.1199	0.6364	0.3500
2010	0.0495	0.0382	0.3509	0.2706	0.0655	0.3509	0.3000
2011	0.0616	0.0713	0.5027	0.5815	0.0903	0.5027	0.3000
2012	0.0477	0.0401	0.4288	0.3605	0.0756	0.4288	0.3200
2013	0.0647	0.0726	0.5852	0.6565	0.0985	0.5852	0.3201
2014	0.1222	0.1362	1.1311	1.2607	0.1701	1.1311	0.3700
2015	0.1224	0.1714	1.1593	1.6237	0.1637	1.1593	0.7400

ÜNYE ÇİMENTO							
	ROA1	ROA2	ROC1	ROC2	ROE	EPS	DP
2005	0.2536	0.2101	0.7066	0.5855	0.3377	0.7066	0.0000
2006	0.2411	0.2968	0.8429	1.0376	0.3135	0.8429	0.2469
2007	0.2662	0.3039	0.9237	1.0546	0.3301	0.9237	0.8142
2008	0.2156	0.2273	0.6987	0.7364	0.2569	0.6987	0.7879
2009	0.1664	0.1621	0.4013	0.3909	0.1952	0.4013	0.4350
2010	0.1555	0.1640	0.3724	0.3927	0.1824	0.3724	0.3779
2011	0.1787	0.2167	0.4236	0.5138	0.1997	0.4235	0.3670
2012	0.1858	0.2151	0.4737	0.5484	0.2149	0.4736	0.3830
2013	0.1758	0.2204	0.4457	0.5589	0.1988	0.4457	0.4351
2014	0.1869	0.2143	0.4932	0.5655	0.2135	0.4932	0.4097
2015	0.1499	0.1757	0.3911	0.4584	0.1728	0.3911	0.4529

ÖZ GEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı	: **Mehmet ERASLAN**
Uyruğu	: **T.C.**
Doğum Tarihi ve Yeri	: **17.10.1973 - Sivas**
e-posta	: **mehmet_eraslan_1@hotmail.com**

EĞİTİM

Derece	**Kurum**	**Mezuniyet Yılı**
Lisans	**Cumhuriyet Üniversitesi**	**1998**
Yüksek Lisans	**Cumhuriyet Üniversitesi**	**------**

İŞ TECRÜBESİ

Tarih	**Kurum**	**Görev**
1998-2008	**Maliye Bakanlığı**	**Gelir Uzmanı**
2010-	**Cumhuriyet Üniversitesi**	**Şef**

YABANCI DİL BİLGİSİ

Yabancı Dilin Adı DPDS ( ) ÜDS ( ) TOEFL ( ) EILTS ( )