T.C.

MARMARA ÜNİVERSİTESİ

BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ

SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

BIST TEMETTÜ ENDEKSİNDEKİ ŞİRKETLERİN YAŞAM DÖNGÜSÜ TEORİSİNE GÖRE TEMETTÜ VERİMLERİNİN ANALİZİ

Yüksek Lisans Tezi

YASİN SÖYLER

İSTANBUL, 2019

T.C.

MARMARA ÜNİVERSİTESİ

BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ

SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

BIST TEMETTÜ ENDEKSİNDEKİ ŞİRKETLERİN YAŞAM DÖNGÜSÜ TEORİSİNE GÖRE TEMETTÜ VERİMLERİNİN ANALİZİ

Yüksek Lisans Tezi

YASİN SÖYLER

Danışman: PROF. DR. LEVENT ÇİNKO

İSTANBUL, 2019

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ REKTÖRLÜĞÜ
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Müdürlüğü

Sıfır Atık Proje Ortağı

Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : BIST Temettü Endeksindeki Şirketlerin Yaşam Döngüsü Teorisine Göre Temettü Verimlerinin Analizi

TÜRÜ : Yüksek Lisans

TEZİ HAZIRLAYAN : Yasin SÖYLER

ANABİLİM DALI : Sermaye Piyasası ve Borsa

SAVUNMA TARİHİ : 22.07.2019

JÜRİ ÜYELERİ

GÖREVİ	**ADI SOYADI**	**İmza**
Danışman	Prof.Dr.Levent ÇİNKO	
Üye	Prof.Dr.Elif HAYKIR HOBİKOĞLU	
Üye	Doç.Dr.Server DEMİRCİ	

Marmara Üniversitesi Göztepe Kampusu Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü 34722 Kadıköy / İSTANBUL
0 (216) 347 69 51 (Faks)
0 (216) 418 20 88
bse@marmara.edu.tr
http://bse.marmara.edu.tr

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

İÇİNDEKİLER ..... **i**

TABLOLAR LİSTESİ ..... **iv**

ŞEKİLLER LİSTESİ ..... **v**

KISALTMALAR LİSTESİ ..... **vi**

GİRİŞ **1**

I. BÖLÜM

HİSSE SENEDİ VE TEMETTÜ KAVRAMLARI

1.1 Hisse Senedi Kavramı 3

1.2 Kâr Payı (Temettü) Kavramı 4

1.3 Kâr Payı Dağıtım Politikasını Etkileyen Faktörler 6

1.3.1 Esas Sözleşme Hükümleri ve Kanunlar 7

1.3.2 İmtiyazlı Pay Senetleri 7

1.3.3 Likidite Düzeyi 8

1.3.4 Vergiler 9

1.3.5 Yatırım Fırsatları 10

1.4 Kâr Payı Dağıtım Çeşitleri 11

1.4.1 Nakit Kâr Payı Dağıtımı 11

1.4.2 Hisse Senedi Olarak Kâr Dağıtımı 13

1.4.3 Hisse Geri Alımı Yöntemiyle Kâr Dağıtımı 14

II. BÖLÜM

KÂR DAĞITIMI İLE İLGİLİ TEORİK GÖRÜŞLER

2.1 Modigliani – Miller Yaklaşımı (Kâr Payı İlişiksizlik Yaklaşımı) 15
2.2 Eldeki Kuş Teorisi 18
2.3 Vergi Tercihi Teorisi 21
2.4 Walter Kâr Dağıtım Politikası Modeli 23
2.5 Temsil Maliyeti Yaklaşımı 25
2.6 Sinyalleme Hipotezi 27
2.7 Artık Kâr Dağıtımı Yaklaşımı 28
2.8 Yaşam Döngüsü Teorisi 29

III. BÖLÜM

BIST TEMETTÜ ENDEKSİNDEKİ ŞİRKETLERİN YAŞAM DÖNGÜSÜ TEORİSİNE GÖRE TEMETTÜ VERİMLERİNİN İNCELENMESİ

3.1 Araştırmanın Önemi ve Amacı 39
3.2 Araştırmanın Yöntemi ve Kullanılan Veriler 39
3.2.1 Kümeleme Analizi 44
3.2.2 Pearson Korelasyon Analizi 48
3.2.3 Diskriminant Analizi 49
3.3 Yaşam Döngüsü Teorisine Göre Temettü Verimlerinin Analizi 52

SONUÇ 65

EKLER 75

KAYNAKLAR 76

TABLOLAR LİSTESİ

Sayfa No

Tablo 1 : Yaşam Döngüsü Aşamalarının Karakteristik Belirleyicileri 36

Tablo 2 : BIST Temettü Endeksinde Bulunan Şirketler 41

Tablo 3 : Analizde Kullanılan Değişkenler 53

Tablo 4 : Normallik Testi Sonuçları 54

Tablo 5 : Pearson Korelasyon Analizi Sonuçları 55

Tablo 6 : Kümeleme Analizi Sonucu Gruplara Ayrılan Şirketler 57

Tablo 7 : Kümeleme Analizi Sonucu ANOVA Tablosu 57

Tablo 8 : Değişkenlerin Gruplar Bazında Ortalama Değerleri 58

Tablo 9 : Havuzlanmış Grup Matrisleri (Pooled Within - Groups Matrices) 60

Tablo 10 : Box'ın Kovaryans Matrislerinin Eşitliği Testi (Box's Test of Equality of Covariance Matrices) 60

Tablo 11 : Özdeğerler (Eigenvalues) 61

Tablo 12 : Wilks' Lambda 61

Tablo 13 : Standartlaştırılmış Kanonik Diskriminant Fonksiyonu Katsayıları (Standardized Canonical Discriminant Function Coefficients) 62

Tablo 14 : Ayırt Etme Sonuçları (Classification Results) 62

Tablo 15 : Grupların Ortalama Temettü Verimleri 63

Tablo 16 : Değişkenlerin Gruplar Bazında Ortalama Temettü Verimlilikleriyle Kıyaslanması 63

Tablo 17 : Yaşam Döngüsünün Olgunluk Aşamasındaki Şirketlerin Temettü Verimlerine Ait İstatistikler 70

Tablo 18 : 2011 - 2017 Yılları Arası Gösterge Faize Ait İstatistiki Veriler 70

Tablo 19 : BIST Temettü Endeksinin 2011 - 2017 Yıllarına Ait Ortalama Getiri Tablosu 71

Tablo 20 : Ortalama Temettü Verimi ile Ortalama Gösterge Faizin Kıyaslanması 72

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No

Şekil 1. Modigliani-Miller Teoremine Göre Kâr Payı Getirisi, Büyüme ve Özsermaye Arasındaki İlişki 16

Şekil 2. Eldeki Kuş Teorisine Göre 1 TL'lik Sermaye ve Kâr Payı Kazancı Arasındaki Değer Farkı 20

KISALTMALAR LİSTESİ

a.g.e. : Adı Geçen Eser

a.g.m. : Adı Geçen Makale

AMEX : American Stock Exchange

ANOVA : Analysis Of Variances

BIST : Borsa İstanbul

BDDK : Bankacılık Düzenleme Ve Denetleme Kurulu

DD : Defter Değeri

FVÖK : Faiz Ve Vergi Öncesi Kâr

GSYH : Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

GYO : Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

M – M : Modigliani – Miller

MANOVA : Multivariate Analysis Of Variances

MKK : Merkezi Kayıt Kuruluşu

NASDAQ : National Association Of Securities Dealers Automated Quotations

NYSE : New York Stock Exchange

PD : Piyasa Değeri

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

SPSS : Statistical Package For The Social Sciences

TV : Temettü Verimliliği

GİRİŞ

Teknolojik gelişmelerin etkisiyle kıtalar, ülkeler, şehirler ve insanlar arasındaki mesafe kısalmış, her dakika her saniye Dünya'da ve ülkemizde gerçekleşen olaylar ve haberler ceplerimizdeki akıllı telefonlar aracılığıyla zihinlerimizdeki yerini almaya devam etmektedir. Globalleşme denen bu olgudan finans piyasaları da nasibini almış, önceden sadece büyük bankaların ve zengin piyasa katılımcılarının temsilcilerinin bir araya gelip birkaç adet şirketin hisse senetlerini birbirlerinden alıp birbirlerine satarak takas ettiği borsa binalarındaki seanslara artık Dünya'nın çeşitli yerlerindeki binlerce hatta belki de milyonlarca insan oturdukları koltuklarından akıllı telefonlarındaki ya da bilgisayarlarındaki veri terminalleri aracılığıyla katılarak binlerce şirketin hisse senetlerini birbirlerinden alıp birbirlerine satmaktadır.

Kurulduğu günlerde tek bir şahsın ya da tek bir tüzel kişinin malı olan, belki yıllarca üç beş kişinin sahibi olarak kalan, babadan oğula miras olarak aktarılan işletmelerin onlarca, yüzlerce, binlerce her birine hisse senedi adı verilen parçalara bölünmesiyle ve bu parçaların borsalarda satılmasıyla işletmelerin bir anda binlerce sahibinin olmasını sağlamıştır. Dolayısıyla bu işletmelerin elde ettikleri kârları nasıl değerlendirecekleri konusu eskiden olduğu gibi sadece üç beş kişinin değil, bu yeni binlerce ortağın hayatlarını etkilemeye başlamıştır.

İşletmelerin dönem sonunda elde ettikleri net dönem kârlarını değerlendirme yöntemlerinden biri olan hissedarlara hisseleri oranında dağıtılması fikri literatürde "temettü bilmecesi" adı verilen bir olguya sebep olmuş, birçok akademisyen ve araştırmacının ilgisini çekmiştir. Temettü konusunda Modigliani ve Miller'ın 1961 yılında kaleme aldığı "Kâr Dağıtım Politikası, Büyüme ve Hisse Senetlerinin Değerlemesi" adlı çalışmasıyla başlayan ve literatürde "Kâr Payı İlişiksizlik Yaklaşımı" diye anılan teori geliştirme sürecini Myron Gordon'un "Eldeki Kuş Teorisi" takip etmiş, "Vergi Tercihi Teorisi", "Walter Kâr Dağıtım Politikası" ve "Sinyalleme Teorisi" gibi çalışmalarla birçok akademisyen literatüre katkıda bulunmuştur.

Temettü bilmecesiyle alakalı literatüre sunulan son teorilerden biri Fama ve French'in 2001 yılında sunduğu "Yaşam Döngüsü Teorisi" adlı teoridir. Yaşam

Döngüsü Teorisi işletmelerin yaşam döngüsünde bulunduğu aşamanın kâr dağıtım politikasını etkilediğini öne sürmektedir.

"BIST Temettü Endeksindeki Şirketlerin Yaşam Döngüsü Teorisine Göre Temettü Verimlerinin Analizi" adlı yüksek lisans tez çalışmam 3 bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde çalışmanın üzerine bina edileceği temeli oluşturan hisse senedi, kâr, temettü ve temettü verimi gibi kavramlar açıklanmış, kâr payı dağıtımını etkileyen faktörler ile kâr payı dağıtım yöntemlerinden bahsedilmiştir.

İkinci bölümde ise literatürde kendine yer edinmiş, temettü dağıtımı konusunda araştırmacılara yeni ufuklar açan M-M Yaklaşımı, Eldeki Kuş Teorisi, Vergi Tercihi Teorisi, Walter Modeli gibi teoriler okuyuculara tanıtılmıştır. Bölüm sonunda ise tez çalışmasında kullanılan analizlerin baz alındığı Yaşam Döngüsü Teorisi ayrıntılı bir şekilde açıklanmıştır.

Son bölüm olan üçüncü bölümde ise BIST Temettü Endeksi'nde bulunan 71 adet şirkete ait 2011 – 2017 yıllarına ait bilanço ve gelir tablosu verilerini derlenerek çeşitli finansal oranlar elde edilmiştir. Ardından SPSS paket programı yardımıyla elde edilen finansal oranlar çalışmanın değişkenleri olarak ele alınarak kümeleme analizi yardımıyla Yaşam Döngüsü Teorisi'ne göre şirketler gruplara ayrılmıştır. Grupların tutarlılığı diskriminant analiziyle doğrulandıktan sonra grupların temettü verimliliği analiz edilmiştir.

Çalışmanın sonuçları ve değerlendirmeler tezin Sonuç bölümünde sunularak literatüre ve gelecek çalışmalara katkı sağlanmaya çalışılmıştır.

1. BÖLÜM

HİSSE SENEDİ VE TEMETTÜ KAVRAMLARI

1.1 Hisse Senedi Kavramı

Şirket sermayesinin birbirine eşit paylara bölünmüş dilimlerinden her birini temsil eden ve yasalarla belirtilen esaslara göre düzenlenmiş olan değerli kağıtlara hisse senedi denilmektedir.

Hisse senetlerinin sahipleri olan hissedarlar bazı haklara sahiptir. Bu haklar;

Şirket Yönetimine Katılma Hakkı

Anonim ortaklıklar yönetim kurulları aracılığıyla yönetilmektedir. Şirketin genel müdürü yönetim kuruluna karşı sorumludur. Yönetim kurulları şirketlerin genel kurullarında yapılan oylamayla seçilmektedir. Hissedarlar genel kurullarda yönetim kuruluna aday olabilmektedir veya kendi destekledikleri adayı destekleyerek onların yönetim kurulunda kendilerini temsil etmelerini sağlayabilmektedir.

Oy Hakkı

Her hisse senedi, sahibine en az bir oy hakkı vermektedir. Bu kurala aykırı olmamak şartıyla hisse senetlerinin hissedarlara vereceği oy hakkının sayısı esas sözleşme ile belirlenebilmekte, bir hisse senedinin oy hakkı arttırılabilmektedir. A, B, C, D, … şeklinde gruplara ayrılarak yapılan bu hisse özelleştirme yöntemi genel olarak şirket sahipliğinin başka şahıslarda fakat şirket yönetiminin azınlık grup yada şahıslarda kalması istendiğinde uygulanmaktadır.

Bilgi Alma Hakkı

Hissedarlar şirketle ilgili bilgilere haiz olma hakkına sahiptir. Hissedarın bilgi alma hakkı, esas sözleşme veya şirket kararı ile engellenemez veya sınırlandırılamaz.

Tasfiye Bakiyesine Katılma Hakkı

Şirketler çeşitli sebeplerle tasfiye sürecine girebilir. Bu durumda şirket varlıkları nakde dönüştürülerek yükümlülükler ödenir. Alacaklılara borçlar ödendikten sonra bakiye kalırsa bu bakiye hissedarlara hisseleri oranında bölüştürülür.

Rüçhan Hakkı

Yeni pay alma hakkı olarak da bilinen rüçhan hakkı, hissedarların genel kurul kararıyla alınmış olan bedelli sermaye artırımı kararından dolayı arz edilecek yeni hisse senetlerini öncelikli olarak alma hakkıdır.

Kâr Payı Hakkı

Hisse senedi, sahibine şirketin yıllık karından pay alma hakkı verir. Şirket genel kurullarında kar dağıtım kararı alınması durumunda pay sahiplerine temettü ödemesi yapılır. Kar payı hakkı, hissedarların en önemli haklarından biri olmakla birlikte bazı durumlarda sınırlandırılabilmektedir.

1.2 Kâr Payı (Temettü) Kavramı

Bir işletmenin maliyet giderleri ve zararları çıkarıldıktan sonra kalan net kârın hisse senedi başına düşen bölümüne kâr payı ya da temettü denilmektedir.[1]İşletmelerin dönem sonu net kârının tamamını ya da bir kısmını çeşitli şekillerde dağıtmasına "temettü dağıtımı" yada "kâr payı dağıtımı" denilmektedir.[2]Ortaklar ya da hissedarlar işletmeye yaptıkları yatırımın karşılığını iki şekilde alabilmektedir. İlk yöntem işletmenin piyasa değerinin artmasıyla birlikte hisse senedi fiyatındaki pozitif değişim sonucu alım ve satım fiyatı arasındaki farkla oluşan kazançtır. Bu kazanca sermaye kazancı denilmektedir. İkinci yöntem ise işletmenin dönem sonunda hissedarlarına yaptığı temettü ödemesidir.[3]Temettü ödemesi dönem net kârından vergiler, varsa

[1] Türk Dil Kurumu, **Güncel Türkçe Sözlük**, 2018, http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&kelime=k%C3%A2r%20pay%C4%B1&guid=TDK.GTS.519a621d3bec66.47399553 , (22/03/2018)

[2]Muharrem ÖZDEMİR, **Finansal Yönetim**, 1.Baskı, Ankara: Türkmen Kitabevi, 1999, s.417.

[3] Osman OKKA, **Analitik Finansal Yönetim: Teori ve Problemler**, 1.Baskı,Ankara:Nobel Yayın Dağıtım, 2009, s.531.

geçmiş yılların zararları ve yedek akçelerin düşülmesi sonucu ortaya çıkan dağıtılabilir net kârdan yapılabilir.

İşletme yöneticilerinin amacı işletme değerini maksimize etmektir. Bunu başarabilmek için işletme kârlarını işletme yatırımlarının finansmanına yönlendirerek yapmaya çalışır. Öte yandan işletme yöneticilerinin diğer bir amacı hissedarların menfaatini korumaktır ve beklentilerini karşılamaktır. İşletmeye ortak olan hissedarların amacı işletmenin kârına ortak olmaktır. Tüm bu sebeplerden dolayı işletme yöneticileri şirketin yatırım, finansman ve temettü politikaları arasında bir denge kurmak zorundadır.

Bahsedilen politikalardan biri olan işletmenin temettü politikası firmanın dönem sonunda elde ettiği kazançları nasıl değerlendireceği konusundaki kararlardır. Tanım olarak temettü dağıtım politikası, dönem sonunda elde edilen kârın hissedarlar ve dağıtılmamış kârlar arasındaki paylaşımıdır. Diğer bir değişle dönem sonunda elde edilen net kârın ne kadarının ortaklara dağıtılacağı ne kadarının ise net işletme sermayesinin ve yatırımların finansmanında kullanılacağının belirlenmesidir.[4]

İşletmelerin genel olarak uyguladığı kâr payı politikası kârın bir kısmını dağıtıp bir kısmıyla da yatırımları finanse ederek büyümeye çalışmaktır. Bu hibrit yöntemle hem hissedarların memnun edilmeye çalışılır hem de şirketin yatırımları finanse edilerek rekabet gücünün korunması ve hissedarların gelecekteki çıkarlarının korunması sağlanmaya çalışılır. Eğer işletme hiç temettü dağıtmama politikasını uygularsa ayrılan kârın yatırımları finanse etmesiyle işletme daha az finansman maliyetine katlanır. Bu da işletmenin büyüme sürecini hızlandırarak karlılığını arttırabilir. Ancak hissedarların beklentileri karşılanmadığı için piyasa değerinde bir azalma gerçekleşebilir. Böylece firmanın büyümesiyle elde edilen kazanımlar piyasa değerinin erimesiyle kaybedilebilir. Diğer taraftan eğer işletme yüksek miktarda temettü dağıtırsa bu seferde yatırımların finansmanı için yeterli iç kaynak bulunamaz. Yatırımların finansmanı için temin edilen dış kaynaklarla finansman maliyeti artarak firma büyümesini yavaşlatır. Dolayısıyla yüksek temettü ödemesiyle elde edilen hissedar memnuniyeti ve piyasa değeri yükselişi

[4] Öztin AKGÜÇ, **Finansal Yönetim**, 7. Baskı, İstanbul: Muhasebe Enstitüsü Yayınları, 1998, s.777.

yavaşlayan büyümeyle kaybedilebilir. Tüm bu sebeplerle işletme yöneticileri temettü ve finansman politikalarıyla bir denge kurarak şirketi geleceğe taşımaya devam ederler.[5]

İşletmeleri temettü açısından analiz eden potansiyel yatırımcılar ve hissedarlar analizlerinde bazı finansal oranlara yer verirler. Bu oranların başında "kâr payı dağıtım oranı" gelmektedir. Dağıtılan kâr payının dönem net kârına bölünmesiyle bulunan bu oran işletmenin elde ettiği kârın ne kadarını hissedarlarıyla paylaştığını ve ne kadarını net işletme sermayesi ve yatırımlar için ayırdığını göstermektedir. Eğer işletmenin kâr payı dağıtım oranı yüksekse ya işletmenin yeterli yatırım fırsatlarına sahip olmadığı ya da dış borçlanma maliyetleri düşük olduğu için mevcut dönem kârını dağıtıp yatırımları dış borçlanmayla finanse ettiği düşünülebilir. Diğer taraftan kâr payı dağıtım oranı düşükse yatırımlar için dış kaynakların maliyetlerinin yüksek olduğu ve yatırımların fonlanmasında dönem kârının kullanılacağı söylenebilir.[6]

Yatırımcıların ve hissedarların işletmenin finansal durumunu incelerken baktıkları bir diğer oran "temettü verimi" oranıdır. Temettü verimi hisse başına dağıtılan temettü tutarının hisse senedinin ilgili tarihteki piyasada belirlenen pay değerine bölünmesiyle bulunur. Örneğin X hissesinin hisse başına dağıtacağı temettü tutarı 0,10 TL ise ve bu dağıtımın açıklandığı tarihteki hisse fiyatı 1 TL ise açıklanan tarihteki hissenin temettü verimi %10 olmaktadır.[7]

Temettü verimi oranı dönem başında şirkete yapılan yatırımın ne kadarının temettü ödemesi olarak geri alındığını göstermektedir. İşletme tarafından yapılan temettü ödemeleriyle hissedarların sahiplik maliyeti düşerken işletmedeki sahiplik oranları korunmuş olur.

1.3 Kâr Payı Dağıtım Politikasını Etkileyen Faktörler

Kâr payı dağıtım politikası işletmelerin kâr dağıtım biçimini ve tutarını belirleyen politikadır. İşletmenin dönem sonunda elde ettiği kârın ne zaman, hangi şekil

[5]Mehmet BOLAK, **İşletme Finansı**, 1.Baskı, İstanbul: Birsen Yayınevi, 1998, s.255.

[6]Aclan OMAĞ, **İşletmelerde Kâr Dağıtım Politikasının İşletmenin Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım,** Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2007, s.7.

[7] Ümit GÖKÇE, **Finansal Yönetim,** 1.Baskı, Ankara, 2004,s.83.

ve ne kadarının dağıtılacağı gibi değişkenler işletmenin finansman maliyetlerini, büyümesini ve hissedarların memnuniyetini etkilemektedir. İşletmenin geleceği açısından büyük öneme sahip bu stratejik kararın uygun bir şekilde belirlenmemesinin işletmenin geleceğini olumsuz etkileyebileceği belirtilmektedir.[8]

İşletme yönetimi temettü dağıtımı yaparken birçok sınırlamaları, güçlükleri ve gelişmeleri göz önünde bulundurmak zorundadır. Hem işletme içi hem de işletme dışı olan bu faktörlere aşağıdaki konu başlıklarında değinilmektedir.

1.3.1 Esas Sözleşme Hükümleri ve Kanunlar

Kanunlar ve sözleşme hükümleri kar dağıtımı hususunun sınırlarını belirleyen en önemli etmenlerdir. Kâr payı dağıtımı kanunlara ve sözleşme hükümlerine aykırı olacak şekilde yapılamaz. Kâr dağıtımı konusunun hangi çerçevede değerlendirileceğini ve sınırlarını belirleyen Türk Ticaret Kanunu'dur. Halka açık şirketler için söz konusu sınırları ise Sermaye Piyasası Kanunu belirlemektedir. Kâr payı dağıtımı konusunda Sermaye Piyasası Kanunu'nun değinmediği konularda Türk Ticaret Kanunu'nun hükümleri uygulanır. Kâr payı dağıtımının kurallarını etkileyen bir diğer etmen ise şirketlerin esas sözleşmelerinde kâr dağıtımıyla alakalı sözleşme hükümleridir. Bu hükümler Türk Ticaret Kanunu'na ve Sermaye Piyasası Kanunu'na uyumlu olmak zorundadır.

Türk Ticaret Kanunu'nun kâr payı ile ilgili hükümlerine göre kâr payı dağıtımı sadece net dönem kârından ve bunun için ayrılmış yedek akçelerden dağıtılabilir.[9]

1.3.2 İmtiyazlı Pay Senetleri

Arapça kökenli bir kelime olan imtiyaz, hukuki bakımdan başkalarına oranla kabul edilen üstünlük, ayrılık, farklılık anlamları ile başkalarına tanınmayan kişisel menfaat ve ayrıcalık olarak olarak ifade edilmektedir. Bu açıdan imtiyazlı pay senetleri

[8] Peter S. ROSE ve Sylvia C. HUDGINS, **Bank Management and Financial Services**, 6th Edition, New York: McGrawHill International Edition, 2005, s. 507.

[9] 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu, Madde 509-(1) ve Madde 608-(1), 14/02/2011 Tarih ve 27846 sayılı Resmi Gazete.

de diğer pay senetlerine göre farklı ve üstün niteliklerle oluşturulmuş menkul kıymetlerdir.[10]

İmtiyazlı pay senetleri Türk Ticaret Kanunu'na göre, şirketlerin kuruluş aşamasında ya da kuruluşundan sonra yapılan herhangi bir şirket genel kurulunda yapılan teklife binaen gerçekleşen değişikliklerle şirket ana sözleşmesinde bildirilmek zorundadır. Hissedar, yönetici ya da diğer şahısların esas sözleşme dışında herhangi bir pay grubuna imtiyaz tanımlayabilmesi mümkün değildir.

İmtiyazlı pay senetlerine sahip hissedarlara kâr payı imtiyazı, tasfiye bakiyesi imtiyazı, oy hakkı imtiyazı, yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazı, yeni pay alma hakkında imtiyaz ve hazırlık devresi faizi talep etme imtiyazı gibi haklar sağlanabilmektedir.[11]

Kâr payı imtiyazı tanınan paylar kâr payı dağıtımından daha fazla yararlanan paylardır. Örneğin BIST'te işlem gören Adana Çimento Sanayii T.A.Ş. payları A, B ve C grubu olarak üçe bölünmüştür. Sermayenin yaklaşık %25'ini A grubu, %25'ini B grubu paylar ve %50'sini C grubu paylar temsil etmektedir. Buna karşılık yapılacak olan kâr payı dağıtımı tutarının %54'ü A grubunu temsil eden paylara, %26'sını B grubunu temsil eden paylara ve %10'unu temsil eden C gruba paylara bölüştürülmektedir.[12]

1.3.3 Likidite Düzeyi

Kâr payı dağıtımının nakit olarak gerçekleştirilmesi şirketlerin likidite düzeyiyle doğrudan alakalı bir durumdur. Kâr payı dağıtımının nakit olarak yapılmasıyla şirketlerin hesaplarından büyük miktarda nakit çıkışı gerçekleşmektedir.

---

[10] Şeref ÖZER, Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Paylara İlişkin Yeni Düzenlemeler Veya Anonim Ortaklık Kavramının Kamu Hukuku Süjesi Mi Yoksa Özel Hukuk Süjesi Mi Olduğu Sorunu, *Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi Yeterlik Etüdü,* Kasım 2011, http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/1071, (20/05/2019), s.2.

[11] Ali Sait Yüksel, Aslı Yüksel ve Ülkü Yüksel. **Banka Yönetimi El Kitabı**, 1. Baskı, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2002, s. 471.

[12] Adana Çimento Sanayii T.A.Ş.,*Adana Çimento Sanayii T.A.Ş.Esas Sözleşmesi*, 08 Nisan 2016, http://www.adanacimento.com.tr/i/assets/documents/esas%20s%C3%B6zle%C5%9Fme.pdf, (20/05/2019), s. 5 – 12.

Bu sebeple şirketlerin likidite düzeyi kâr payı dağıtım kararlarını önemli oranda etkileyen bir faktördür.[13]

İşletmelerin kârlılığı, bilançosunda yüksek oranda dağıtılmamış kârlar bulunması ya da yüksek oranda dönem net kârı elde etmiş olması nakit kâr payı dağıtımı için yeterli bileşenler değildir. İşletme yaşam döngüsünün büyüme aşamasında bulunuyorsa bilançoda bulunan bu dağıtılmamış ve dönem net kârları işletmenin yatırımlarının finansmanını sağlamak için kullanılmış olabilir. Bu nedenle de kâr payı dağıtımında kullanacağı yeterli nakdi işletme kasasında ve hesaplarında bulunmayabilir. Dolayısıyla kârlılık ve nakit durumu arasında her zaman doğrusal bir ilişki kurulamamaktadır.[14]

Birikmiş ve dönem net kârları yüksek olan kârlı şirketlerin likidite sorunlarıyla boğuşması sonu iflasa kadar giden faaliyet aksaklıklarına neden olabilmektedir. Kâr payı politikaları açısından kâr yedeklerinin nasıl değerlendirildiği, dönem net kârının ve kâr paylarının ödenmesini sağlayacak nakit miktarı bileşimi büyük önem taşımaktadır. Büyüme aşamasında bulunan şirketler nakit dengesini sağlamak için kâr payı ödemelerini sınırlandırabilmektedir. Likiditenin sınırlı olduğu durumlarda ise kâr payı ödemeleri için gerekli kaynağın borçlanmayla sağlanması sermaye maliyeti ve sermaye yapısı kararlarını olumsuz etkilemektedir.[15]

1.3.4 Vergiler

Kâr payı politikasını etkileyen bir diğer faktör vergilerdir. Kâr payına uygulanan vergi uygulamaları, sermaye kazançlarına uygulanan vergi uygulamaları, dağıtılmayıp şirkette alıkonan kârlara uygulanan vergiler ve hissedarların vergi diliminde bulundukları konumu kâr payı politikasını etkileyen konuların başında gelmektedir.

---

[13] Muharrem ÖZDEMİR, **Finansal Yönetim,** 2.Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 1999, s. 329.

[14] Metin TÜRKO, **Finansal Yönetim,** 2.Baskı, İstanbul: Alfa Basım, 2002, s. 530.

[15] Tao ZENG, "What Determines Dividend Policy: A Comprehensive Test", **Journal of American Academy of Business**, Vol. 2, No.2, 2003, s. 305.

Kâr payı dağıtımı esnasında uygulanan vergi oranları kâr payı dağıtımı teşvik edebileceği gibi dağıtılmasını engelleyerek şirkette alıkonulmasına neden olabilir. Eğer bir devlet dağıtılan kâr paylarına yüksek oranda vergi uygularsa şirket hissedarlarının uğrayacağı vergi kaybından kaçınmak için kârları firma bünyesinde tutabilir. Diğer yandan firmaların kâr payı dağıtımının desteklendiği bir ortamda uygulanacak vergi teşvikleriyle de firmaların elde ettikleri kârları hissedarlarıyla paylaşması mümkün olabilir.[16]

Sermaye kazançlarına uygulanan vergi oranlarının kâr payı kazançlarına uygulanan daha makul olduğu durumlarda şirket elde edilen kârları alıkoyarak dağıtmayabilir. Bu şekilde şirketin sermaye yedeklerini güçlendirilerek hisse senetlerinin piyasa değerini arttırabilir. Bu durum da hissedarların pay senetlerini satarak daha düşük vergilendirmeye tabi tutularak sermaye kazancı elde etmesine olanak tanır.[17]

Kâr payı ödenmesi sebebiyle daha yüksek gelir vergisi dilimlerine giren hissedarlar daha çok vergi ödemek zorunda kalabilir. Şirket yönetimi kâr payı dağıtmayarak hissedarların daha düşük oranda vergiye tabi olmasını sağlayabilir.[18]

1.3.5 Yatırım Fırsatları

İşletmeler, kurucuları tarafından kâr elde etmek amacıyla kurulurlar. Kurucular tarafından yapılan bu ilk yatırımı işletmenin karşılaştığı diğer yatırım fırsatları takip eder. Gerek verimlilik arttırıcı yatırımları gerekse büyüme yatırımlarını finanse edebilmek için işletmeler kaynak ihtiyacı duyarlar. Söz konusu kaynak ihtiyacını dış kaynaklardan sağlamanın maliyetinin yüksek olduğu durumlarda firmalar bu kaynak ihtiyacını kendi kaynaklarıyla karşılarlar. Başvurulan ilk kaynak ise dağıtılmayarak firma bünyesinde tutulan dönem net kârıdır.

Kârların dağıtılmayarak yatırımların fonlanmasıyla şirket yöneticilerinin temel beklentisi yeni yatırımların gelecekte firmaya katacağı katma değerle firma değerinin

[16] ÖZDEMİR, **a.g.e.**, s.330.
[17] BOLAK, **a.g.e.,**s.257.
[18]TÜRKO,**a.g.e.,**s.298.

yükselmesi ve hissedarların kazançlarının artmasıdır. Ancak yeni yatırımlara girişilmemesiyle beraber herhangi bir neden açıklanmayarak kâr paylarının dağıtılmayarak firma bünyesinde tutulması hissedarlarda bir güvensizlik sorunu yaratarak olumsuz etkileyebilmektedir.[19]

1.4 Kâr Payı Dağıtım Çeşitleri

İşletmelerin kar payı dağıtıp dağıtmayacağı, dağıtacaksa hangi şekillerde dağıtacağı ekonominin ve işletmenin bağlı bulunduğu sektörün koşullarına göre değişiklik gösterebilmektedir.

İşletmeler kar payı dağıtma kararı aldığında dağıtacağı kar payını nakit olarak, hisse senedi olarak ya da hibrit bir şekilde bir kısmını nakit bir kısmını hisse senedi olarak dağıtabilmektedir.

1.4.1 Nakit Kâr Payı Dağıtımı

İşletmelerin en çok başvurduğu kâr payı dağıtım şekli nakit kar payı dağıtımıdır. BIST'te işlem gören şirketlerin nakit kâr payı dağıtımı hissedarların MKK nezdindeki hesaplarına nakit olarak yatırılmasıyla gerçekleşmektedir. Nakit kar payları yatırılırken gerçek kişilerden % 15 oranında stopaj kesilmektedir. Bu sebeple nakit kar payı dağıtımı kamuya açıklanırken hisse başı kar payı hem brüt olarak stopaj kesilmemiş haliyle hem de net olarak stopaj kesilmiş haliyle açıklanmaktadır.Bunun dışında BIST'te işlem gören GYO'ların dağıttığı kar paylarından da stopaj kesilmemektedir.

Nakit kâr payı dağıtımı esnasında işletmelerden nakit çıkışı olacağı için işletmelerin likidite durumunun göz ardı edilmemesi gerekmektedir. BIST'te işlem gören işletmelerde nakit kar dağıtımı esnasında işletmeden nakit çıkışı gerçekleştiği için şirketin piyasa değerinde de nakit çıkışı kadar bir azalma meydana gelmektedir. Bu sebeple nakit kar payı dağıtımının gerçekleştiği gün hissedarların varlıklarında stopaj

[19] Nurhan AYDIN, Metin COŞKUN, Hasan BAKIR, Ali CEYLAN ve Mehmet BAŞAR, **Finansal Yönetim,** 3.Baskı, Eskişehir:Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2005, s. 294.

tutarında bir azalış gerçekleşir. Nakit kâr payı dağıtımı bir GYO işletmesi için gerçekleşirse hissedarların varlıklarında herhangi bir kayıp gerçekleşmez.

BIST'te işlem gören firmaların kâr payı dağıtım süreci şirket yönetim kurullarının ,genel kurulda oylamaya sunulmak üzere aldığı kâr payı dağıtım teklifi kararının kamuya ilan edilmesiyle başlar. Teklif sunulurken nakit kâr payı ödeme şekli, para birimi, pay biçiminde ödeme gibi bilgilere yer verilir. Nakit kâr payı ödeme şekli tek seferde ya da taksitler halinde olabilir. Bunlara ek olarak tüm pay gruplarına ayrı ayrı 1 TL nominal değerli paya ödenecek nakit kâr payı hem brüt hem net olarak TL cinsinden ayrıca hem brüt hem de net olarak % cinsinden açıklanır. Kâr payının ne zaman ödeneceği teklifle beraber ilan edilebileceği gibi genel kurulda görüşüldükten sonra yönetim kurulunun insiyatifine de bırakılabilir.[20]

Nakit kâr payı dağıtımı işleminde dikkate alınması gereken 3 önemli tarih bulunmaktadır. Bunlar kâr payı ödemesinin gerçekleşeceği tarih, hisse senetlerinin temettüsüz fiyattan işlem göreceği tarih ve kâr payı tutarlarının yatırımcı hesaplarına geçeceği tarihtir. Kâr payı ödemesinin gerçekleştiği tarih de ilgili firmanın kâr payı tutarlarını hissedarların hesabına geçirmesi amacıyla kayıt ve takas kuruluşuna gönderdiği tarihtir. Bu tarihte şirket hesaplarından nakit çıkışı gerçekleşerek şirket aktiflerinde bir düşüş gerçekleşir. Genellikle bu tarihte şirketin hisse senetleri BIST'te, brüt kâr payı tutarı bir önceki gün ki kapanış fiyattan düşülmüş bir şekilde işlem görmeye başlar. Böylece hisse senetleri temettüsüz fiyattan işlem görmeye başlar. Hissedarların temettü dağıtımından yararlanabilmesi için temettü dağıtımından bir önceki seansta hisseyi satın alması ya da bulundurması yeterlidir. Böylece bir hissedar olarak kâr payı dağıtımına katılabileceklerdir. Kâr paylarının hissedarların hesabına geçiş tarihi ise dağıtımın yapıldığı tarihten itibaren 2 gün valörlü olarak gerçekleşmektedir.[21]

[20] Kâr Payı Tebliği (II-19.1), 23/01/2014 Tarih ve 28891 sayılı Resmi Gazete.

[21] Merkezi Kayıt Kuruluşu, *Merkezi Kaydi Sistem İş ve Bilişim Uygulama İlke ve Kuralları Yönergesi,* 22/02/2019, Sürüm no: 8.6, https://www.mkk.com.tr/project/MKK/file/content/Bilgi%20Merkezi%20Dosyalar%C4%B1%2FD%C3%BCzenlemeler%2F%C4%B0%C3%A7%20D%C3%BCzenlemeler%2Fisvebilisim , (22/05/2019), s. 65-66.

1.4.2 Hisse Senedi Olarak Kâr Dağıtımı

İşletmelerin tercih ettiği diğer bir kâr dağıtım yöntemi hisse senedi olarak kâr dağıtımı yöntemidir. İşletmeler bu yöntemle dağıtılacak karı işletmenin ödenmiş sermayesine ekleyerek hissedarlarına yeni hisse senetlerini dağıtırlar. Kar dağıtımı sonucunda hissedarların elindeki işletmenin hisse senedi sayısı artmaktadır. Kar dağıtımı SPK hükümlerine göre bütün hissedarlara işletmedeki hisseleri oranında dağıtıldığı için işletmenin sahiplik yapısında herhangi bir değişim olmamaktadır. Bu işlem sonucunda şirketin piyasa değerinde dolayısıyla da hissedarların şirket varlığında herhangi bir değişiklik olmamaktadır. Ancak hissedarlardaki hisse sayısı arttığı ve piyasa değeri değişmediği için kâr dağıtımının akabinde işletmenin hisse senedi fiyatının BIST'teki fiyatı azalmaktadır.

Kar dağıtımı esnasında vergi gibi herhangi bir kayıp olmadığı ve işletme için alternatif finansman kaynağı olarak kullanılabileceği için hisse senedi olarak kar dağıtımı şirketler için tercih edilmektedir.

Kâr dağıtımının bedelsiz hisse senedi şeklinde yapılarak hem hissedarlara kâr payı dağıtılarak beklentilerinin karşılanması hem de kârın firma bünyesinde alıkoyularak kârlı yatırım fırsatlarının fonlanmasına kaynak sağlanmaktadır. Hisse sayısının çoğalmasıyla ve zamanla bu hisselerin çeşitli şahıs ya da kurumlara ikincil piyasalarda satılmasıyla şirket mülkiyeti tabana yayılmaktadır. Yapılan temettü yardımıyla hisse senedinin piyasa fiyatında da bir bölünme meydana gelmektedir. Artan hisse senedi sayısıyla ters orantılı olarak düşen piyasa fiyatı hisse senedinin likiditesini arttırarak daha kolay alınıp-satılmasını sağlamaktadır. Örneğin piyasa değeri 100 TL olan bir hisse senedine 70 TL varlığı olan bir yatırımcı yatırım yapamamaktadır. Eğer şirket % 100 oranında bedelsiz sermaye artırımı yaparsa hisse sayısı % 100 artmış olmakla beraber hisse senedinin yeni piyasa fiyatı 50 TL olacaktır. Bu durumda daha önce 70 TL varlığı olan yatırımcı artık şirkete yatırım yaparak ortak olabilecektir.[22]

[22] S.S. KARACA, "Şirketlerin Kâr Dağıtım Politikası ve Kâr Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymet Borsası'nda Bir İnceleme", İnönü Üniversitesi, Malatya, 2007, s. 162-163.

1.4.3 Hisse Geri Alımı Yöntemiyle Kâr Dağıtımı

Şirketlerin, kendi hisse senetlerini geri alması alternatif kar dağıtım yöntemlerinden bir diğeridir.[23]İşletmeler sahip oldukları nakdi işletmenin işlem gördüğü borsadan kendi hisse senetlerini satın alması yoluyla değerlendirebilir. Geri alımla birlikte şirket net kârının değişmediği varsayımıyla şirketin hisse başına düşen kârları arttırmaktadır. Bu yöntemle işletme kendi hisse senetlerinde bir talep yaratarak hisse senedi fiyatının düşmesini engelleyebilir ya da fiyatın yükselmesine neden olabilir. Bu sayede hissedarlara bir sermaye kazancı sağlanması hedeflenir.[24]

Hisse senetleri BIST'te işlem gören şirketlerin hisse geri alımı yöntemiyle kar dağıtımı yapabilmesi için hisse geri alım programının genel kurul tarafından onaylanarak yönetim kuruluna yetki verilmesi gerekmektedir. Ancak halka açık şirketlerde yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi gerekçesiyle genel kurulun onayı alınmadan yönetim kurulu kararıyla da hisse geri alımı yapılabilir. Yakın ve ciddi bir kayıptan kastedilen ise hisse senedinin günlük ağırlıklı ortalama fiyatının yönetim kurulunun karar tarihinden önceki son bir ayda % 20'nin üzerinde değer kaybetmesi veya nominal değerinin altında seyretmesidir. BIST'te işlem gören şirket hisse senetlerinin geri alımı BIST'te işlem gördüğü pazarda teklif verilmesi suretiyle yapılır. Geri alım programının süresi BIST'te işlem gören şirketler için 3 yıl, görmeyenler için ise 1 yıldır. Şirket geri alım programı vasıtasıyla ancak ödenmiş sermayenin % 10'u kadar hisse geri alımı yapabilir. Geri alınan hisse senetlerinin toplam bedeli SPK düzenlemeleriyle belirlenen kâr dağıtımına konu edilebilecek toplam tutarını aşamaz. Geri alınan hisse senetleri ve bu hisse senetleri nedeniyle edinilmiş bedelsiz hisse senetleri süresiz olarak elde tutulabilir.[25]

[23] BOLAK, a.g.e., s.263.

[24]Douglas R. EMERY, John D. FINNERY ve John D. STOWE, **Principles of Financial Management**, 1. Baskı, New Jersey: PrenticeHall, 1998, s.484.

[25]Geri Alınan Paylar Tebliği (II-22.1), 03/01/2014 Tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete.

2. BÖLÜM
KÂR PAYI DAĞITIMI İLE İLGİLİ TEORİK GÖRÜŞLER

2.1 Modigliani – Miller Yaklaşımı (Kâr Payı İlişiksizlik Yaklaşımı)

Bir firmanın kâr payı dağıtım politikası sadece o firmanın cari hisse senedi fiyatlarını etkilemekle kalmayıp aynı zamanda politikayı oluşturan firma yöneticilerini, portföylerine ilgili firmanın hisse senetlerini eklemeyi düşünen yatırımcıları ve sermaye piyasalarının işleyişini anlamaya çalışan ekonomistler ile finansçıları da etkilemektedir. Bu fenomen hakkında bilim dünyasında yapılan ilk çalışmalardan birisi de Merton H. Miller ve Franco Modigliani'nin 1961 yılında yayımladığı "Kâr Payı Politikası, Büyüme ve Hisse Senetlerinin Değerlemesi" isimli çalışmadır. Miller ve Modigliani yayımladıkları çalışmalarında belirli varsayımlar eşliğinde bir firmanın kâr payı dağıtmasının ya da dağıtmamasının o firmanın hisse senetlerinin değerinde herhangi bir değişikliğe sebebiyet vermeyeceğini savunmuşlardır.[26]

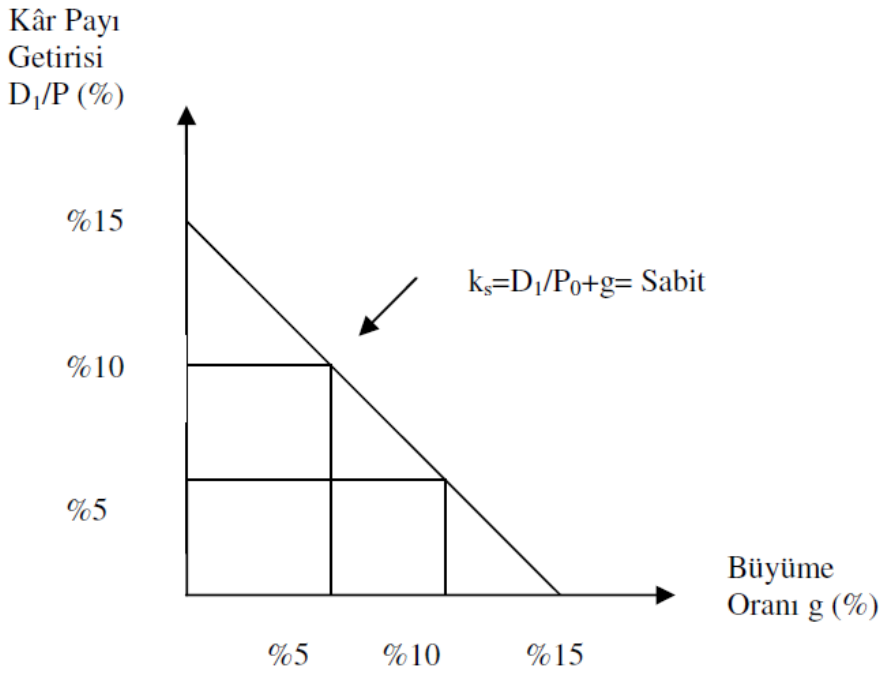
Literatürde "Kâr Payı İlişiksizliği Yaklaşımı" adıyla da geçen bu çalışmanın diğer bir ifadeyle anlatmak istediği şirket sahiplerinin zenginliği sadece şirketin yatırım politikasından etkilenmekte, işletme finansmanı ve kâr payı dağıtım kararları şirketin piyasa değerine herhangi bir etkide bulunmamaktadır.[27]

Modigliani – Miller hipotezinin üç temel varsayımı bulunmaktadır. Bunlar tam rekabet piyasaları, rasyonel yaklaşım ve tam kesinliktir. Yazarların "tam rekabet piyasaları" ifadesiyle kastettikleri hisse senedi fiyatlarının manipülasyona açık olmamasıdır. Diğer bir deyişle hiçbir alıcının ya da satıcının ya da ihraççının gerçekleştireceği işlemler hisse senedinin cari fiyatı üzerinde kayda değer bir etki yaratamaz. Bütün piyasa katılımcıları hisse senedinin fiyatı ve diğer karakteristik özellikleri(şirket haberleri, finansal tablolar, satış kanalları vb.) hakkında eşit, tam ve maliyetsiz bir şekilde bilgilere sahiptir. Bunlara ek olarak gerçekleştirilen işlemlerde hiçbir şekilde aracılık komisyonları, aktarma vergileri veya transfer maliyetleri

[26]Merton H. MILLER ve Franco MODIGLIANI, "DividendPolicy, Growth, AndTheValuation Of Shares",**TheJournal Of Business,** Vol. 34, No. 4, October, (1961), s.411.

[27] Harry De ANGELO ve Linda De ANGELO, "TheIrrelevance of the MM IrrelevanceTheorem", **TheJournal Of Financial Economics,** 79, (2006), s.294.

bulunmamaktadır. Son olarak da dağıtılan ya da dağıtılmamış kârlarla veya ödenen kâr payları ya da sermaye kazançları arasında herhangi bir vergi oranı farkı bulunmamaktadır. Modigliani ve Miller'ın "rasyonel yaklaşım" ifadesiyle kabul ettikleri varsayım ise yatırımcıların her zaman daha yüksek kazancı tercih edeceğidir. Yazarların makalesine göre yatırımcılar için nakit kazançları ya da sermaye kazançları arasında hiçbir fark bulunmamaktadır. Kâr Payı İlişiksizlik Yaklaşımı'nın son varsayımı ise "tam kesinlik" varsayımıdır. Makalede şirkete yatırım yapan yatırımcıların şirketin bütün gelecek yatırım programını ve gelecekte elde edeceği tüm kârları tam olarak bilmesi ve emin olması tam kesinlik olarak değerlendirilmiştir. Modigliani ve Miller'ın bu varsayımda bulunmasının nedeni analizin bu noktasında hisse senetleri ya da bonolar arasında seçim yapmak zorunda kalmayıp ikisini de tek bir finansal enstrüman olarak değerlendirerek analizi kolaylaştırmaktır.[28]



Şekil 1. Modigliani-Miller Teoremine Göre Kâr Payı Getirisi, Büyüme ve Özsermaye Arasındaki İlişki
Kaynak: TÜRKO, **a.g.e.,** s.523-524.

[28] MILLER ve MODIGLIANI, **a.g.m.,** s.412.

Kâr Payı İlişiksizlik Teorisi'ne göre kâr dağıtım politikasının firma değerini etkilemediği görüşü Şekil 1'deki gibi de ifade edilebilmektedir. Şekilde fon kaynak maliyeti sabittir ve %15 düzeyindedir. Grafiğin eğimi 45 derecedir ve bu durumda iki değişken arasındaki bileşim farksızlık oluşturmaktadır. Diğer bir deyişle grafik üzerindeki herhangi bir noktanın toplamı %15 olacak ve hangi değişkenden ne kadar eklenip çıkarıldığının bir önemi kalmayacaktır. Hissedarlar ister tamamıyla %15'lik kâr payı getirisini talep edebileceği gibi tamamıyla %15'lik gerçekleşecek büyüme sonucu oluşacak %15'lik sermaye kazancını da talep edebileceklerdir.[29]

M-M yaklaşımının geçerli olduğu piyasalarda hisse senedi fiyatları, getirilerinin (kâr payı kazancı ve sermaye kazancının toplamı) birbirlerine eşit olacağı şekilde oluşur. Teorinin "rasyonel yaklaşım" prensibi gereğince yatırımcılar getirisi düşük olan hisse senedini satarak getirisi yüksek olan hisse senedini alır. Bu nedenle düşük getirili hisse senedinin piyasa değeri satışlar nedeniyle düşerken getirisi yükselir. Aynı şekilde diğer yüksek getirili hisse senedinin piyasa değeri alışlar nedeniyle yükselirken hisse senedinin getirisi düşer. İki hissenin de getirileri aynı olduğu zaman birini satıp diğerini almak rasyonel bir yaklaşım olmayacağı için piyasa dengeye gelir.[30]

Kâr payı ilişiksizlik teorisinin temel varsayımlarına göre, şirketlerin birçok pozitif net bugünkü değere sahip projenin varlığına rağmen kâr payı ödemesi yapmaları hissedarların getirisini etkilememektedir. Firmalar yaptıkları kâr payı ödemelerini yeni hisse senetleri ihraç ederek, hiçbir ihraç maliyetine katlanmadan finanse edebilmektedir.[31]

Modigliani-Miller hipotezinin varsayımları birçok çalışmada sorgulanmıştır. Modigliani ve Miller varsayımlarını ileri sürerken vergileri dikkate almamışlardır. Sermaye kazancı ile kâr payı dağıtımı arasında vergi oranı farklılığının olmadığı durumlarda haklılık payı olsa da vergi olgusu aynı zamanda bir maliye politikası aracı olduğu için oran farklılığı hep bulunmaktadır. Bu durum da yatırımcıların net getirilerini etkilemektedir. Yatırımcıların temel amacı her zaman refah düzeyini

[29]TÜRKO, **a.g.e.,** s. 523-524.
[30]MILLER ve MODIGLIANI, **a.g.m.,** s.412-413.
[31]Glen ARNOLD, **Corporate Financial Management,** Harlow: FT PrenticeHall, 2005, s.1011-1012.

yükseltmek olduğu için kâr payı kazancı ile sermaye kazancı arasında bir seçim yapması son derece doğal bir durumdur. Bunlara ek olarak asimetrik bilginin olmaması tam rekabet piyasaları için geçerli olmaktadır. Ancak, piyasalar mükemmel olmayıp kusurlu olduğu için şirket yöneticileri ile şirketle ilgilenen diğer unsurlar arasında çıkar anlaşmazlıkları olabilmektedir.

2.2 Eldeki Kuş Teorisi

Modigliani ve Miller'ın "Kâr Payı İlişiksizliği Hipotezi" temettü konusunda literatürde yapılan ilk çalışmalardan birisi olmasına binaen finans çevrelerinde fazlaca ses getirmiştir. Hipotezi destekleyen birçok finans uzmanı ve akademisyen olduğu gibi hipoteze karşı ciddi bir şüphe duyan ve karşı hipotezlerde bulunan birçok akademisyen de mevcuttur. Myron Gordon ve John Lintner'in katkılarıyla oluşturdukları "Eldeki Kuş Teorisi" , M-M Teorisine karşı oluşturulan en ünlü teorilerden birisidir.

Myron Gordon ve John Lintner yayımladıkları makalelerinde, Modigliani ve Miller'ın savlarının özü olan temettü politikasının firmanın hisse senedi fiyatını hiçbir şekilde etkilemeyeceği fikrine karşı temettü politikasının firmanın hisse senedi fiyatını etkileyeceği fikrini savunmuşlardır.

Literatüre "Eldeki Kuş Teorisi" adıyla geçen çalışma yatırımcıların yakın tarihte dağıtılacak kâr paylarını orta ve uzun vadede elde edilecek sermaye kazançlarına ya da temettü kazançlarına tercih edecekleri öne sürülmüştür. Teoride eldeki kuş metaforuyla kastedilen firmanın yapacağı temettü ödemesi olurken, daldaki kuş olarak kastedilen gelecekte elde edilecek temettü ya da sermaye kazancı olmaktadır.

Teorinin ana esansını oluşturan olgu belirsizlik kavramıdır. Gordon ve Lintner gelecekte yapılacak bir temettü ödemesine karşın yakın gelecekte yapılacağı kesinleşmiş temettü ödemesinin daha az riskli olduğunu belirtmiştir. Firma tarafından yapılacak kâr payı ödemesinin kesinleşmesiyle beraber yatırımcının da getirisi de kesinleşmiş olacaktır. Diğer taraftan firma tarafından alıkonarak büyüme ve yatırımların finansmanı için ayrılan kârların sermaye kazancı olarak yatırımcıya getiri sağlaması firma tarafından büyüme için yapılan yatırımların başarısına, piyasa durumuna, gelecekteki enflasyon oranı ve benzerleri gibi bir çok piyasa dinamiğine göre

değişebilmektedir. Bu şekilde alıkonarak yeniden yatırılan fonların getirilerinin gelecek dönemlerde elde edilecek olması, kesinleşmiş temettü ödemeleri gibi yakın gelecekte elde edilecek nakit akımlarına göre yüksek bir iskonto oranı uygulanmasına neden olmaktadır. Bu nedenle temettü verimi yüksek olan hisse senetlerinin fiyatlarının temettü verimi düşük olan hisse senetlerinin fiyatlarına göre daha fazla yükseldiği ifade edilmektedir.[32]

Eldeki Kuş Teorisi'nin varsayımları aşağıdaki gibidir;

- Firmalar finansman kaynağı olarak sadece özsermayeyi kullanmaktadır. Diğer bir deyişle borçlanmamaktadır.
- Şirketin tek finansman kaynağı dönem kârıdır. Diğer finansman kaynakları uygun değildir.
- İç verim oranı sabittir.
- Firmanın sermaye maliyeti sabit ve firmanın büyüme oranından fazladır.
- Kurumlar vergisi bulunmamaktadır.[33]

Myron Gordon bu varsayımlar eşliğinde aşağıdaki formülü geliştirmiştir;

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{r-g} = \frac{D_1}{r-g}$$

V_0= hisse senedi fiyatını,

D_0 = hisse başına ödenen son kâr payı tutarını,

g = sabit büyüme oranını,

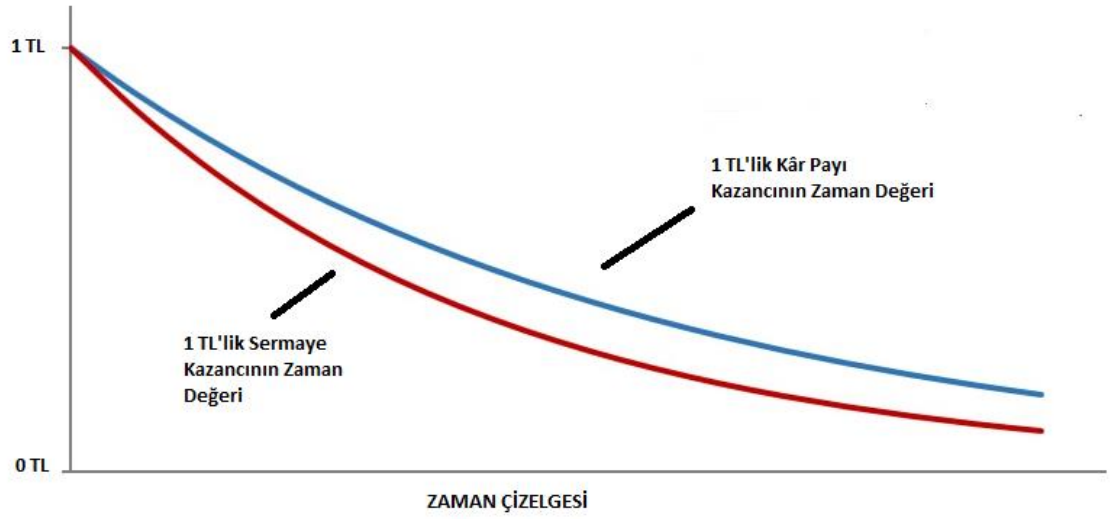
r = yatırımcının beklediği minimum getiri oranını,

D_1= dağıtımı beklenen kâr payı tutarını ifade etmektedir.

[32]ARNOLD, **a.g.e.,**s.1019-1020.

[33]Doğan KUTUKIZ, **Finansal Açıdan Anonim Şirketlerde Kâr Payı Dağıtım Politikası ve Türkiye Uygulaması,** Doktora Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1997, s.57.

Literatürde "Gordon Büyüme Modeli" adıyla da anılan bu modelle Myron Gordon dağıtımı beklenen kâr payı tutarının hisse senedinin fiyatını doğrudan etkilediğini ortaya koymuştur. Model dikkatli incelendiğinde eğer büyüme oranı yatırımcının beklediği minimum getiri oranından fazlaysa ($r < g$) hisse fiyatı negatif çıkmaktadır. Yani yatırımcılar kâr payının dağıtılmayarak şirket tarafından alıkonulmasını tercih ederler. Çünkü şirket yöneticileri kârları dağıtmayarak yatırımcılardan daha iyi yönetmekte ve işletmeyi büyütmektedir. Eğer yatırımcının beklediği getiri oranı büyüme oranından büyük ise ($r > g$) kârların dağıtılması yönünde bir beklentinin olduğu söylenebilir.



Şekil 2. Eldeki Kuş Teorisine Göre 1 TL'lik Sermaye ve Kâr Payı Kazancı Arasındaki Değer Farkı
Kaynak: http://financialmanagementpro.com/bird-in-hand-theory/ **,** (27/05/2019).

Şekil 2'de görülebileceği üzere Gordon ve Lintner'e göre yatırımcılar ve hissedarlar, kâr payı şeklinde elde edilecek 1 birimlik temettü kazancını, oluşması beklenen 1 birimlik sermaye kazancına tercih edecektir. Düşük riskli yatırımcı profilleri alıkoyulan dönem kârlarıyla finanse edilen yatırımlarla gelecekte elde edilebilecek

sermaye kazançlarına karşılık her zaman cari dönemde elde edilecek cari temettü kazançlarını tercih edeceklerdir.[34]

2.3 Vergi Tercihi Teorisi

M-M Teorisi ve Eldeki Kuş Teorisi'nin ortak varsayımlarından biri de iki teorinin de vergileri yok saymasıdır. Ancak reel piyasalarda vergi değişkeni yatırımcıların vereceği kararları etkileyen önemli olgulardan biridir. Birçok ülkede yatırımcıların elde ettiği sermaye kazançlarına ve temettü kazançlarına çeşitli oranlarda vergi uygulanmaktadır.[35]Sermaye kazançları ile temettü kazançlarının vergilendirilmesinin farklı olduğu durumlarda yatırımcılar ve hissedarlar için vergi maliyeti farklılıkları ortaya çıkmaktadır. Nakit temettü dağıtımının sermaye kazançlarına kıyasla şirketlerin ortaklarına daha fazla vergi yükü yüklediği durumlarda firmalar hisse geri alımı yöntemiyle temettü dağıtımını tercih etmektedir.[36]

Vergi tercihi teorisinde yatırımcılar, sermaye kazancı ve temettü kazancı olarak aynı getiriyi bekliyorsa ödenecek vergi açısından hangi türde kazanç daha yüksek getiriye sahip ise o kazanç türünü tercih etmektedir.[37]

Sermaye kazançlarının temettü kazançlarından daha düşük vergilendirildiği durumlarda hissedar ve yatırımcılar daha az vergi ödeyerek net getirilerini daha çok arttırmak için temettü kazancı yerine sermaye kazancını tercih ederler.

Sermaye kazançları ile temettü kazançlarına farklı oranlarda vergi uygulanmasının temel olarak iki nedeni bulunmaktadır. Öncelikle sermaye kazançlarından tahakkuk eden vergi hisselerin piyasada satılmasıyla ortaya çıkmaktadır. Temettü kazançlarından tahakkuk eden vergi ise kâr payı dağıtıldığı anda gerçekleşmektedir. Paranın zaman değerini ve hisse senedi yatırımcılığının uzun vadeli

[34]Eymen GÜREL, **Kâr Dağıtım Politikalarının Etkinliği Ve İMKB Uygulaması,** Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008, s.14.

[35] Türkiye özelinde 21 Mart 2018 tarihi itibariyle hisse senetlerinin Borsa İstanbul'da alınıp satılmasıyla elde edilen sermaye kazançlarından % 0 stopaj kesilmektedir. Aynı şekilde şirketlerin yaptığı temettü ödemelerinden ise % 15 stopaj kesilmektedir. Ancak kanunda getirilen istisnayla GYO'ların yaptığı temettü ödemelerinden % 0 stopaj kesilmektedir.

[36] GÜREL, **a.g.e.,** s.15.

[37] Kent BAKER ve Gary POWELL, **Understanding Financial Management: A Practical Guide,** Wiley-Blackwell,1st Edition, 2005, s.411.

bir süreç olduğunu göz önünde bulundurduğumuzda gelecekte ödenecek verginin şimdi ödenecek vergiden daha düşük efektif maliyete sahip olacağı görülmektedir. Bu nedenle hisse senedi yatırımcıları için elde edilen kârların alıkonması, yukarıda açıklanan nedenlerle vergi farklılığı oluşturacağından önem arz etmektedir. İkinci olarak devlet, şirketlerin kendi özsermayeleriyle finansman ihtiyaçlarını karşılayıp tasarrufları arttırmak istiyorsa temettü kazançlarına uygulanan vergileri arttırarak sermaye birikimini destekleyebilmektedir.[38]

Vergi uygulamalarına Türkiye açısından baktığımızda Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67. Maddesi kapsamında sermaye kazançlarına %0 oranında stopaj uygulandığını görmekteyiz.[39]Kâr payı dağıtımlarına uygulanan stopaj oranı ise %15 olmaktadır. Ancak şirketlerden elde edilen kâr payı kazancının yarısı gelir vergisinden istisna olup, kalan tutar vergiye tabi kazanç olarak beyan edilecektir. Beyana tabi başka gelirlerin olmaması halinde, 2018 yılında elde edilen vergiye tabi gelir 34.000 TL'yi aşıyor ise beyan edilmesi gerekmektedir.[40] Yine istisna olarak menkul kıymet yatırım ortaklıklarının, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının kâr payı dağıtımından elde edilen kazançlara % 0 oranında vergi kesintisi uygulanmaktadır.[41]

Özetlemek gerekirse Vergi Tercihi Teorisi'ne göre sermaye kazançlarının zamanla efektif vergi maliyetinin temettü kazancına göre daha az olması yatırımcılara avantaj sunmaktadır. Rasyonel yatırımcılar refah seviyelerini maksimize etmek için firmaların kâr payı dağıtmak yerine işletme bünyesinde tutulmasını tercih etmektedir.[42]

---

[38]Eugene F. BRIGHAM ve Louis C. GAPENSKI, **Financial Management: Theoryand Practice**, Orlando: TheDrydenPress, 1994, s. 612-613.

[39] Gelir İdaresi Başkanlığı Mükellef Hizmetleri Daire Başkanlığı, **G.V.K. Geçici 67 nci Madde Uygulaması İle İlgili Olarak Gerçek Kişilere Yönelik Vergi Rehberi,** Yayın No:214, Mart 2016, https://www.gib.gov.tr/sites/default/files/fileadmin/beyannamerehberi/2016_gecici67.pdf ,(28/05/2019), s. 6-7.

[40] Gelir İdaresi Başkanlığı Mükellef Hizmetleri Daire Başkanlığı, **Menkul Sermaye İradı Elde Eden Mükellefler İçin Vergi Rehberi,** Yayın No:304, Şubat 2019, https://www.gib.gov.tr/sites/default/files/fileadmin/beyannamerehberi/2019_menkulsermaye.pdf, (28/05/2019), s.7-8.

[41] Gelir İdaresi Başkanlığı, **Yatırım Fon ve Ortaklıklarında Vergi Uygulamaları,** https://www.gib.gov.tr/sites/default/files/fileadmin/yayinlar/Yatirim_fon_ortakliklarinda_vergileme_rehberi.pdf ,(28/05/2019), s.1-14.

[42] Van James HORNE ve John M. WACHOWICZ, **Fundamentals Of Financial Management,** 11th Edition, UpperSaddleRiver N.J. : PrenticeHall, 2001, s.494.

2.4 Walter Kâr Dağıtım Politikası Modeli

Firmaların kâr payı dağıtım politikalarına yönelik yapılan çalışmalardan bir diğeri de 1956 yılında James E. Walter tarafından kaleme alınan "Temettü Politikaları ve Adi Hisse Senedi Fiyatları" adlı çalışmadır. Walter bu çalışmasında geliştirdiği formülle firmanın kâr dağıtım politikasının firma değerini ve hisselerin piyasa fiyatlarını etkilediğini ifade etmiştir. Modelin temel bileşenleri temettü ödemeleri, şirket kazançları, getiri oranı ve piyasa iskonto oranıdır. Temetü ödemeleri, şirket kazançları ve getiri oranı hisselerin piyasa fiyatıyla doğru orantılıyken piyasa iskonto oranı ters orantılı olmaktadır.[43]

Walter Modeli aşağıdaki gibi ifade edilmektedir;

$$F = \frac{T + \frac{g}{r}(K - T)}{r}$$

F = Hissenin piyasa fiyatını,

T = Hisse başına kâr payı tutarını,

K = Hisse başına elde edilen kazancı,

g = Getiri oranını,

r = Piyasa iskonto oranını ifade etmektedir.

Walter Modeli'nin varsayımları ise şu şekildedir:

- Firma bütün yatırımlarını sadece elde ettiği kârlarla finanse etmektedir.
- Getiri oranı (g) ve piyasa iskonto oranı (r) sabit kalmaktadır.
- Firmanın elde ettiği kârlar ya temettü olarak dağıtılır ya da alıkoyularak yatırımlar finanse edilir.
- Başlangıçta elde edilen kârlar ve dağıtılan temettüler hiçbir zaman değişmez.

[43]Sheeba KAPIL, **Financial Management,** 1st Edition, PearsonEducation, 2011, s.318.

- Firmanın yaşam süresi ya çok uzundur ya sonsuzdur.[44]

Bu modelde kâr dağıtım kararlarının verilmesinde fırsat maliyetlerinin etkili olduğu belirtilmektedir. Finansman kararlarının bir uzantısı olan kâr dağıtım politikası doğrusal olarak hissenin piyasa fiyatını da etkilemektedir. Yatırımlar için ihtiyaç duyulan finansman miktarı belirlendikten sonra bu finansman ihtiyacı içsel kaynaklarla karşılanır. Yatırımlar finanse edildikten sonra artan ve ihtiyaç duyulmayan fonlar temettü olarak dağıtılabilmektedir.[45]

Formülden de açıkça görülebileceği gibi kâr payı dağıtımı kararı firmanın yatırımlarının getiri oranı (g) ve piyasa iskonto oranı (r) arasındaki ilişkiye göre belirlenmektedir. Eğer firmanın yapacağı yatırımların getiri oranı piyasa iskonto oranından daha büyükse ($g > r$) firma temettü dağıtmayarak kaynaklarıyla kârlı yatırım fırsatlarını finanse etmelidir. Böylece hissenin piyasa değeri de yükselmiş olacaktır. Eğer firmanın sahip olduğu yatırım fırsatlarının getirisi piyasa iskonto oranından küçük ise ($g < r$) firmanın yatırımlarının getirisi hissedarların beklentilerini karşılamayacağı için kâr payı dağıtımı yapılması daha uygun olacaktır. Son olarak yatırımların getiri oranı sermaye maliyetine eşit olursa ($g = r$) firmanın temettü dağıtıp dağıtmaması hisse senedinin piyasa değerine bir etkide bulunmayacaktır.[46]

Sonuç olarak Walter Modeli, firmaların sahip olduğu kârlı yatırım olanakları ve bu olanakların fırsat maliyetleri arasında bir tercih teorisidir. Basitçe ifade etmek gerekirse fırsat maliyetlerinden daha iyi bir getiriye sahip yatırım fırsatı varsa firma temettü dağıtmayıp bu yatırım fırsatını finanse etmelidir. Aksi durumda ise temettü dağıtımı yaparak hissedarların piyasadaki daha yüksek getiriye sahip yatırım fırsatlarından yararlanması sağlanmalıdır. Sade ve anlaşılır bir mantık içeren modele bağlı kâr dağıtım politikası belirlemek şirket yöneticilerini ve hissedarları her zaman arzu edilen sonuçlara götürmeyebilir. Çünkü hisse senetlerinin piyasa değerini etkileyen

[44] KAPIL, **a.g.e.** , s.318.
[45]Richard PIKE ve Bill Neale.,**Corporate Finance andInvestment: Decisionsand Strategies**, FT PrenticeHall, Harlow, 2003, s.636.
[46] Ali CEYLAN, **İşletmelerde Finansal Yönetim,** 8. Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi, 2003, s.240.

temettü dağıtımları dışında sektör gelişimi, likidite durumu gibi birçok değişken de bulunmaktadır.[47]

2.5 Temsil Maliyeti Yaklaşımı

Borsalarda halka açık olarak işlem gören şirketler için üç farklı çıkar grubundan söz edilebilir. Bunlar hissedarlar, yöneticiler ve şirketin yatırımları için finansman sağlayan fon sağlayıcılarıdır. Hissedarlar şirketin sahipleridirler ve şirket aracılığıyla refah seviyelerini maksimum seviyeye çıkarmayı amaçlarlar. Bu sebeple şirketin faaliyetlerinden temettü kazancı ve/veya sermaye kazancı elde etmeyi beklerler. Bu beklentilerini karşılaması için şirket yöneticilerini seçerek kendi adlarına şirketi yönetmeleri için vekalet verirler. Şirket yöneticilerinin yegane amacı firma değerini maksimize etmektedir. Bu amaçlarını gerçekleştirmek için bir çok süreci gözden geçirip, finansman kararları vermek zorundadırlar. Fon sağlayıcıları ise, şirket yöneticilerinin firma değerini maksimize etme amacını gerçekleştirmek için verdikleri yatırım kararlarına, finansman sağlayan taraftır.[48]

Hissedarların, yöneticilerin ve fon sağlayıcıların çıkarlarının uyuşmaması temsil maliyeti sorununu ortaya çıkarmaktadır. Hissedarlar, daha yüksek temettü kazancı elde etmek amacıyla, şirket yöneticilerine baskı kurarak firmaya değer katacak bir çok pozitif net bugünkü değerli projenin dikkate alınmamasına neden olup, şirket yöneticilerinin nihai amacı olan şirket değerini maksimize etme hedefini baltalayabilir. Buna karşılık şirket yöneticileri de şirket varlıklarını kendi mal varlıklarına katarak, kendi hisselerini arttırmak suretiyle hissedarların getirilerini azaltarak, yüksek maaş ödemesi yaparak ve hakimiyet alanını genişletmek için düşük kârlı yüksek riskli projeleri uygulayarak hissedar gelirlerini düşürebilirler. Öte yandan sağladığı fon imkanıyla tatmin edici bir faiz getirisi ve sağlanan fonun güvenli bir şekilde geri ödenmesini bekleyen fon sağlayıcılarının da çıkarları sağlanan fonların yatırımlarda değerlendirilmek yerine hissedarlara temettü olarak dağıtılmasıyla, ya da yöneticilere prim ödemeleri, yan haklar sağlanması, yüksek riskli başarısız yatırımlara girişilmesi

[47] CEYLAN, **a.g.e.**, s. 230-231.

[48] E.F. FAMA ve Michael C. JENSEN, "Agency Problems And Residual Claims", **Journal Of Law And Economics,** Haziran 1983, s. 327 – 348.

gibi durumlarla çatışarak hissedarlar ve yöneticilerle arasında bir temsil maliyeti sorunu doğması olasıdır.[49]

Özetlemek gerekirse temsil maliyetini ortaya çıkaran nedenler, asimetrik bilginin varlığı, yüksek riski ve getirisi olan projelerin uygulanması, yöneticilerin öngördüğü miktardan daha fazla harcama yapılması olarak sıralanabilir.[50]

Temsil maliyeti yaklaşımına göre kâr dağıtım politikası katlanılan bu maliyetin artırılıp azaltılmasında kullanılan bir araçtır. Şirket yönetimi kârları alıkoyarak yatırımları daha düşük maliyetli kaynaklarla finanse etme suretiyle gelecekte oluşacak serbest nakit akışlarını ve ekonomik kârları maksimize etmeye çalışır. Hissedarlar ise daha kısa vadeli düşünürler ve yatırımlarının meyvesini bir an önce toplamak isterler. Bu noktada hissedarlar ile şirket yöneticileri arasında oluşan çıkar uyuşmazlığının nedenleri sermayedarların beklentisini aşan harcamalar ve yüksek riskli düşük getirili genişleme stratejileridir. Bu problemin ortadan kaldırılması kâr dağıtım politikasının etkin kullanılarak şirket bünyesinde yöneticilerin kontrolündeki nakit miktarının azaltılmasıyla mümkün olmaktadır. Hissedarlara yapılan kâr payı ödemeleriyle şirket bünyesindeki nakit miktarı azaltılarak temsil maliyetlerinden kaçınılır.[51]

Hissedarlar ile fon sağlayıcılar arasında çıkarların çatışmasına kâr dağıtım politikası neden olabilmektedir. Sağlanan fonların kârlı yatırım portföylerinin finansmanında kullanılmayarak aşırı ve beklenmeyen temettü ödemeleri fon sağlayıcılar için kredi riskini arttırırken gelecek beklentilerinin de bozulmasına neden olabilir. Bu nedenle firmaya fon sağlayanlar açısından kâr payı ödemelerinin sınırlandırılması büyük önem taşımaktadır.[52]

Temsil maliyeti yaklaşımına göre hisse geri alım yöntemiyle yapılan kâr payı ödemeleri de hissedarlar, yöneticiler ve fon sağlayıcıları arasında çıkar uyuşmazlığına

---

[49] Anthony SAUNDERS ve Marcia Millon CORNETT, **Financial Institutions Management: A Risk Management Approach,** 5th Edition, New York: McGraw Hill International Edition, 2006, s. 6 – 14.

[50] George M. FRANKFURTER, Bob G. WOOD ve James WANSLEY, **Dividend Policy: Theory And Practice,** London: Academic Press Inc., 2003, s. 100.

[51] Franklin ALLEN ve Roni MICHAELY, "Payout Policy", **Handbook of the Economics of Finance,** Wharton Financial Institutions Center**,** April 2003, s.62 – 65.

[52] FRANKFURTER, WOOD ve WANSLYE, **a.g.e.,** s. 101.

neden olmaktadır. Hisse geri alım yoluyla azaltılan şirket bünyesindeki nakit tutarları hem borç verenler için kredi riskini arttırırken hem de savurgan ve verimsiz yöneticilerin etkinliğini azaltmaktadır.[53]

2.6 Sinyalleme Hipotezi

Yaşadığımız dünyada finans piyasaları mükemmel değildir. Her ne kadar teknolojik imkanlar gelişmiş olsa da finans piyasalarındaki asimetrik bilgi sorunu ortadan kaldırılamamıştır. Bu sorunun azaltılmasına yönelik geliştirilen teorilerinden birisi de sinyalleme hipotezidir. Basit manada ifade etmek gerekirse şirket yöneticileri aldıkları kâr dağıtım politikası kararlarıyla hissedarlara ve piyasalara gelecekteki kâr beklentileriyle sinyaller verirler. Eğer şirket yöneticileri dağıtılan kâr paylarını arttırıyorsa hipoteze göre bu karar piyasa katılımcıları tarafından, şirketin işlerinin yolunda gittiği ve şirket yöneticilerinin gelecekte oluşacak ekonomik kârların artacağı beklentisine sahip olduğu şeklinde yorumlanır. Tam tersi bir durum olan dağıtılan kâr payları tutarlarının azaltılması ya da hiç verilmemesi durumu da şirketin işlerinin bozulmaya başladığı ve şirket yöneticilerinin gelecekte karşılaşılması muhtemel zararlara karşı hazırlandığı şeklinde yorumlanabilir.[54]

Asimetrik bilgi hipotezi de sinyalleme hipotezini destekleyen argümanlar sunmaktadır. Asimetrik bilgi hipotezinde şirket yöneticileri firmanın kârları, finansal durumu ve gelecek beklentileri konusunda şirket dışındaki yatırımcılara göre daha çok bilgi sahibidirler. Bu sebeple yatırımcıların temettü dağıtımı duyurularını da yöneticilerin bir nevi şirket hakkında kamuyu bilgilendirmesi olarak algılayıp, çıkarımlarda bulunmaları son derece doğaldır.[55]

Özetle, şirket yönetimi kâr payı politikası yardımıyla piyasa haber niteliğinde sinyaller göndermektedir. Finans piyasalarının mükemmel olmayışı ve asimetrik bilgi nedeniyle şirket yöneticilerinin firma hakkında kendilerinden daha fazla ve daha ayrıntılı bilgi sahibi olduğunu varsayan yatırımcılar, sinyalin niteliğine göre

[53] Stephen A. ROSS, Randolph W. WESTERFIELD ve Jeffrey JAFFE, **Corporate Finance,** 7th Edition, New York: McGraw Hill International Edition, 2005, s. 519.

[54] Dave E. ALLEN ve Veronica S. RACHIM, "Dividend Initiations And Asymmetric Information", **The Financial Review,** 38, 2003, s. 356.

[55] BOLAK, **a.g.e.,** s. 266.

beklentilerini güncelleyerek şirketin hisse senedinin piyasa fiyatını pozitif ya da negatif olarak etkilemektedir.[56]

2.7 Artık Kâr Dağıtımı Yaklaşımı

Şirketler mali dönemin bitmesiyle beraber gelecek dönemi planlayarak genel kurullarına hazırlanmaya başlarlar. Kâr payı dağıtımı kararları genel kurul tarafından hissedarların oylarıyla uygulamaya koyulmaktadır. Bunun öncesinde ise şirketin yönetim kurulunun kâr dağıtımı teklifinde bulunması gerekmektedir. Artık Kâr Dağıtımı Yaklaşımı'na göre şirket yöneticileri, şirket net işletme sermayesi, borç ödemeleri, yatırımlar gibi firma için gerekli olan finansman kaynağını firmanın dönem sonunda elde ettiği net kârından ayırıp alıkoyduktan sonra kalan miktarı hissedarlara dağıtmaya teklif etmektedir. Diğer bir değişle firmanın nakit dengesi için gerekli olan dönem kârının alıkonularak, artık kârın dağıtılmasıdır.[57]

Yöneticilerin artık kâr dağıtımı politikasını oluştururken izlediği adımlar aşağıdaki gibidir;

- Ağırlıklı fonlama maliyetini belirleyerek yatırım fırsatlarını değerlendirmek, değerlendirilen ve yatırım yapılması planlanan portföyün bütçesini belirlemek.
- Oluşturulan bütçenin fonlanmasının sağlanması için gerekli olan nakit akımlarının hesaplanarak gerekli finansman tutarının belirlenmesi.
- Gerekli finansman tutarını, fonlama maliyetlerini azaltmak amacıyla mümkün olduğu kadar geçmiş dönem kârlarından oluşturmak.
- Oluşturulan bütçe kompozisyonundan daha fazla kâr varsa, artık kârı hissedarlara dağıtmak.[58]

Artık Kâr Dağıtımı Yaklaşımı'nda alternatif yatırım seçeneklerinin getirileri önem arz etmektedir. Eğer optimal yatırım sepetinin getirisi diğer alternatif seçeneklerden daha yüksekse yöneticiler temettü dağıtmak yerine bu yatırımları

[56] Osman OKKA, **a.g.m.,** s. 552.

[57] Stephen A. ROSS, R.W. WESTERFIELD ve B.D. JORDAN, **Fundamentals Of Corporate Finance,** 4th Ed., Boston: Irwin/McGraw-Hill, 1998, s. 516.

[58] Lawrence J. GITMAN, **Principals Of Managerial Finance,** 10th Ed., Addison Wesley, 2002, s. 562.

fonlamayı tercih etmektedir. Yatırım sepeti fonlandıktan sonra geriye optimal bir yatırım fırsatı kalmayacağı için yapılacak en rasyonel hareket kalan kâr tutarının hissedarlara dağıtılmasıdır.[59]

Artık kâr dağıtımı uygulamasının en temel nedeni ihtiyaç duyulan fonlar için herhangi bir hisse senedi ya da tahvil ihracı yapılmayarak komisyon, üyelik ücretleri gibi işlem maliyetlerinden kaçınılmasıdır. Buna ek olarak herhangi bir yeni hisse senedi ihracı yapılmayarak mevcut hissedarlara yeni bir yatırım maliyeti oluşturulmamasıdır. Bu şekilde yatırımların fonlanması için yapılacak sermaye artırımına katılamayacak hissedarların mevcut oy hakları oranı da korunmuş olacaktır. Uygulamanın diğer bir amacı ise yatırım yapılan kârlı portföy aracılığıyla firmanın hızlı ve yüksek oranda büyümesinin sağlanmasıdır. Bu sayede gelecekteki nakit akışları büyüyerek hissedarlar daha fazla kâr payı elde edebilecektir. Son olarak kâr payı dağıtımları sonucu katlanılması gereken verginin oluşturacağı maliyetten kaçınmak isteyen yatırımcılar için bu yaklaşım diğerlerine göre daha cazip olabilmektedir.[60]

Bu yaklaşımın dezavantajı ise dağıtılan temettü tutarlarının her dönem farklı olmasıdır. Sinyalleme teorisinde de bahsedildiği gibi yatırımcılar düzenli ve artan tutardaki temettü dağıtımlarını tercih etmektedir. Düzensiz şekilde dağıtılan temettüler yatırımcıların beklentilerini oluşturmasını zorlaştırarak firmaya olan talebi düşürebilecektir.[61]

2.8 Yaşam Döngüsü Teorisi

Temettü bilmecesine yönelik yapılan çalışmalardan en yenisi ve araştırmacılar tarafından en tutarlılarından biri olarak kabul edilen Yaşam Döngüsü Teorisi ilk kez Eugene F. Fama ve Kenneth R. French tarafından 2001 yılında kaleme alınan

[59] PIKE ve NEALE, **a.g.e.,** s. 636.
[60] ROSS, WESTERFIELD ve JORDAN, **a.g.e.,** s. 380.
[61] Mehmet PEKKAYA, "Kâr Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz", **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi,** Cilt 2, Sayı 4, 2006, s. 193.

"Kaybolan temettüler: değişen firma karakteristikleri ya da düşen temettü ödeme eğilimi?" adlı çalışmayla literatürdeki yerini almıştır.[62]

Fama ve French yayımladıkları çalışmalarında 1926 – 1999 yılları arasında, 1972 yılından sonraki döneme daha bir özel ilgi göstererek, NYSE, AMEX ve NASDAQ'ta işlem gören firmaları incelemişlerdir. Yapılan incelemeler neticesinde temettü dağıtan firmaların yüzdesinde özellikle 1978 yılından sonra keskin düşüşler olduğunu fark etmişlerdir. 1973 yılında söz konusu borsalarda işlem gören finans ve hizmet sektöründen olmayan halka açık şirketlerin % 52,8'i temettü dağıtmaktadır. Temettü dağıtan firmaların yüzdesi 1978 yılında tavan yaparak % 66,5'e çıkmıştır. Bu yıldan sonra temettü dağıtan şirketlerin yüzdesi amansızca düşerek 1999 yılında %20,8'e kadar gerilemiştir. Bu keskin düşüş araştırmacılarımızın dikkatini çekmiş ve aşağıdaki üç soruya cevap aramalarına neden olmuştur:

- Temettü ödeyen şirketlerin karakteristik özellikleri nelerdir?
- Temettü ödeyen firmaların sayısındaki bu yüzdesel düşüş, zamanla bu karakteristik özelliklere sahip daha az şirket kalmasından dolayı mı ?
- Temettü ödeyen firmaların sayısındaki bu yüzdesel düşüş, temettü ödeyen şirketlerin karakteristiğine sahip şirketlerin temettü dağıtmamayı tercih etmesinden dolayı mı?[63]

Temettü ödeyen firmaların karakteristik özelliklerini belirlemeye çalışan Fama ve French, çalışmalarında kullandıkları logit regresyonları ve özet istatistik değerleriyle üç karakteristik özelliğin temettü dağıtma kararlarında etkili olduğunu saptamıştır. Bunlar kârlılık, yatırım fırsatları ve büyüklüktür. Büyük firmaların ve kârlı firmaların büyük bir çoğunluğu temettü ödemesinde bulunurken, yatırımları fazla olan firmalar temettü dağıtma fikrine daha az yanaşmaktadır. Temettü ödeyen şirketler ödemeyenlere göre daha yüksek kârlılık oranına sahip olurken, temettü ödemeyen şirketler de daha sağlam büyüme fırsatlarına sahip olmaktadır. Temettü ödeyen şirketlerin yatırım tutarları kazançlarından daha düşük oranda olurken, temettü ödemeyen şirketlerin

[62] Eugene F. FAMA ve Kenneth R. FRENCH, "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics Or Lower Propensity To Pay?", **Journal Of Financial Economics,** 60, 2001, s. 3 – 43.

[63] FAMA ve FRENCH, **a.g.m.**, s.4.

yatırım tutarları şirketlerin kazançlarını fazlasıyla aşarak dış kaynak teminini zorunlu hale getirmektedir. Öte yandan temettü ödemeyen şirketlerin daha yüksek oranda yatırım yaptığı, daha fazla araştırma ve geliştirme faaliyetinde bulunduğu ve temettü ödeyen firmalardan daha yüksek PD / DD oranlarına sahip oldukları tespit edilmiştir. Son olarak temettü ödeyen şirketlerin ödemeyen şirketlerden 10 kat daha büyük olduğu sonucuna varılmıştır.[64]

Yukarıda bahsedilen bütün bu bulgularla Yaşam Döngüsü Teorisi'nin ana hatları ortaya çıkmıştır. Teorinin temel öne sürdüğü fikir şirketlerin yaşam döngüsünde bulunduğu aşamanın kâr payı dağıtım politikalarında etkili olduğudur. Yaşam döngüsünün büyüme aşamasında olan şirketler küçük, zayıf nakit akışına sahip, düşük kârlılığı olan, kendine pazarda yer edinmeye çalışan ancak yüksek büyüme potansiyeline ve kârlı yatırım fırsatlarına sahip şirketlerdir. Kârlı yatırım fırsatlarını değerlendirmek için finansman gereksinimine ihtiyaç duyan bu şirketler elde ettikleri kârları şirket bünyesinde alıkoyarak bu gereksinimlerini karşılamaya çalışırlar. Eğer büyüme aşamasındaki şirketler dönem sonunda elde ettikleri kârları şirket bünyesinde alıkoymayıp hissedarlarına dağıtma yolunu seçerlerse bu durumda yatırımları finanse etmek için ihtiyaç duydukları finansmanı dış kaynaklardan temin etmek zorunda kalırlar.[65]

Yaşam döngüsünün büyüme aşamasında bulunan şirketler bir önceki paragrafta bahsedilen finansman ihtiyaçlarını karşılamak için yeni hisse senedi ihraç etme yoluna gidebilir. Bu durumda şirket ihraç maliyetlerine katlanmak zorunda kalır. Aynı zamanda ihraca katılmayan ya da katılamayan hissedarların şirketteki hisse oranları azalacağı için şirket yönetimindeki etkinlikleri (genel kuruldaki oy gücü) azalacaktır. Bu durum şirket sahiplerinin şirket yöneticilerinin yetkinliklerini sorgulamalarına neden olabilir. Mevcut sermayedarların ihraca katılması ise rasyonel bir davranış olmayacaktır. Çünkü hem temettü dağıtımıyla hissedarlar vergi maliyetine katlanacak hem de ihraca katılarak ihraç maliyetine katlanmak zorunda kalacaklardır.

[64] FAMA ve FRENCH, **a.g.m.**, s.4.

[65] Harry DEANGELO, Linda DEANGELO ve Rene M. STULZ, "Dividend Policy And The Earned/Contributed Capital Mix: A Test Of Life-Cycle Theory", **Journal Of Financial Economics,** 81, 2006, s.227 – 254.

Büyüme aşamasında bulunan şirketler tahvil ihraç etme yoluna giderse bu sefer de yüksek risk primlerine katlanmak zorunda kalacaklardır. Yatırımcılar mevcut kârlarını hissedarlarına dağıtıp ihtiyaç duyulan finansmanı karşılamak için tahvil piyasalarına başvuran şirketleri riskli görürler ve şirketlerden girdikleri riske değecek oranda bir risk primi talep ederler. Şirketler tahvil piyasasına yönelmek yerine bankalardan finansman ihtiyacını karşılamaya çalışırsa bu sefer daha yüksek kredi maliyetlerine katlanmak zorunda kalır.

Yukarıda da açıklandığı üzere yaşam döngüsünün büyüme aşamasında bulunan şirketlerin elde ettikleri kârları da hissedarlarına dağıtarak oluşan ekstra finansman açığını dış kaynaktan temin etme yoluna gitmesi sermaye maliyetlerinin yükselmesiyle sonuçlanır. Bu sebeple söz konusu şirketlerin kâr dağıtımı yapması yerine kârları alıkoyması rasyonel bir beklentidir.

Yaşam döngüsünün olgunluk aşamasında bulunan şirketler ise yüksek kârlılığa, düşük büyüme oranlarına, yüksek nakit oranlarına sahip fakat cazip, kârlı yatırım fırsatlarına sahip olmayan büyük şirketlerdir. Bu şirketler belli bir pazar payına ulaşmış şirketlerdir. Pazardaki konumlarını korumak için elde ettikleri dönem kârlarından daha düşük tutarlarda yenileme ve verimlilik harcamaları yeterlidir. Bu şirketlerde büyüme ve büyüme beklentileri sınırlıdır. Dolayısıyla yatırımcılar ve hissedarlar yatırımlarının karşılığını alma noktasında daha yüksek beklentilere sahiptirler. Yaşam Döngüsü Teorisi üzerine yapılan simülasyon çalışmaları göstermiştir ki köklü şirketler hiç temettü dağıtmamış olsalardı bu şirketlerin nakit bakiyeleri devasa olurdu ve şirket borçları önemsiz düzeyde kalırdı.[66]

Özetle Yaşam Döngüsü Teorisi'ne göre yaşam döngülerinin büyüme aşamasında bulunan şirketler bir çok kârlı yatırım fırsatıyla karşılaşacağından ve bu fırsatları finanse etmede yeterli kaynakları bulunmadığından elde ettikleri dönem kârlarını dağıtmayarak yatırımlarını finanse etmekte kullandıkları finansman karışımına dahil etmektedirler. Yaşam döngüsünün olgunluk aşamasında bulunan şirketler ise zamanla sahip oldukları yüksek kârlılıkları aracılığıyla elde ettikleri nakit yaratma gücü kârlı yatırım fırsatları bulabilme yeteneklerini geçmektedir. Bu sebeple firmanın sahip

[66] DEANGELO, DEANGELO ve STULZ, **a.g.m.**, s.227 – 228.

olduğu serbest nakit akışlarını kâr payı şeklinde hissedarlarına dağıtması en ideal seçenek olmaktadır.[67]

Diğer bir deyişle şirketler büyüme aşamasındayken indirgenmiş nakit akımlarıyla net bugün ki değeri yüksek pozitif olan bir çok projeye sahip olabilir. Bu nedenle yüksek ekonomik kâr elde ederlerken, sermaye harcamaları yüksek, serbest nakit akışları düşük ve düzensiz olmakta ve kârlarında artış görülmektedir. Firma büyümeye devam ettikçe sektöre yeni şirketler girecek, yeni giren şirketler firmanın pazar payından bir miktar alarak şirketin ekonomik kârını düşürecektir. Bu noktada şirketin yatırım fırsatları, büyüme oranı, sermaye harcamaları düşmeye, serbest nakit akışları ise yükselmeye başlayacaktır. Sonuçta şirket, yatırımlarından elde ettiği kârı sermaye maliyetine yakın olan ve serbest nakit akışlarının yüksek olduğu olgunluk evresine girecektir. Bu nedenle olgunluk evresinde olan şirketler fazla olan bu nakit akışlarını kâr payı olarak ortaklarına dağıtma eğiliminde olacaktır.[68]

Yaşam Döngüsü Teorisi ile Walter Modeli arasında benzerlikler bulunmaktadır. Yaşam döngüsünün büyüme aşamasında olan şirketler net bugün ki değeri pozitif olan yatırım fırsatlarına sahip olacaktır. Diğer bir deyişle fırsatların getiri oranı (g) piyasa iskonto oranından (r) büyük olacaktır. Bu noktada her Walter Modeli hem de Yaşam Döngüsü Teorisi kârların şirket bünyesinde alıkonularak yatırımların finanse edilmesini gerektiğini belirtmektedir.

Yaşam Döngüsü Teorisi şirketlerin finansman ihtiyaçları ve bu ihtiyaçlarını karşılarken katlandıkları maliyetlerin doğrusal oranı üzerine kurulmuş bir teoridir. Dağıtılmayıp şirket bünyesinde alıkoyularak yatırımların finansmanında kullanılan kârların en büyük getirisi ihraç maliyetlerinden elde edilen tasarruflardır. Bu noktada kârların alıkoyulup dağıtılmamasından dolayı sermayedarların katlandıkları maliyetler ise temsil maliyetleridir. Yatırımların finansmanı için ihtiyaç duyulan fon ihtiyacı azaldıkça serbest nakit akışları artacaktır. Yatırımlar için duyulan finansman ihtiyacı

[67] Laarni T. BULAN ve Narayanan SUBRAMANIAN, "The Firm Life Cycle Theory Of Dividends", **Dividends And Dividend Policy by H. Kent Baker,** Chapter 12, Wiley, 1st Edition, 4 Mayıs 2009, s. 201

[68] Gustavo GRULLON, Roni MICHAELY ve Bhaskaran SWAMINATHAN, "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?", **The Journal of Business,** Vol. 75, No. 3, Temmuz 2002, s.422.

şirket kârlarından daha az olduğu noktada şirketin katlandığı tek maliyet piyasa iskonto oranı olacaktır. Temsil maliyetlerinin etkisiyle ihtiyaç fazlası durumuna düşen kârların dağıtılması noktasında şirket yönetimleri kâr dağıtım politikasını gözden geçirerek kâr dağıtım kararları alacaklardır.[69]

Literatür incelendiğinde yaşam döngüsü teorisinin test edilmesine yönelik bir çok çalışma yapılmış ve yapılan bu çalışmaların çoğunun sonucunda teoriyi destekleyen sonuçlar elde edilmiştir.

Bölümün başında bahsedildiği gibi Fama ve French'in 2001 yılında yaptığı çalışmayla NYSE, AMEX ve NASDAQ borsalarında 1926 – 1999 yılları arasında işlem gören şirketlerin kâr payı dağıtım politikası incelenmiştir. İncelemenin sonucunda kâr payı dağıtımı yapan şirketlerin yapmayanlara göre aktif büyüklüğünün ve piyasa kapitalizasyonunun daha yüksek olduğu, kârlılığının daha yüksek olduğu ve yeterli düzeyde birikmiş kârlarının olduğu gözlemlenmiştir. Kâr payı dağıtımı yapmayan şirketlerin ise küçük ve kârlılığı düşük şirketler olduğu ortaya çıkmıştır.[70]

Grullon, Michaely ve Swaminathan'ın 2002 yılında, 1967 – 1993 yılları arasında NYSE ve AMEX borsalarında işlem gören şirketlerle yaptığı çalışmada kâr payı dağıtım kararlarını etkileyen faktörleri incelemişler ve elde ettikleri sonuçlar Yaşam Döngüsü Teorisi'yle uyumlu olmuştur. Çalışmalarında "Olgunluk Hipotezi (Maturity Hypothesis)" adını verdikleri açıklamalarıyla büyüme aşamasından olgunluk aşamasına geçmiş şirketleri artan temettü tutarları açısından mercek altına almışlardır. Araştırmacılara göre artan tutarlardaki temettü ödemeleri daralan kârlı yatırım portföyünü, düşen sistematik riski, düşük aktif kârlılığını ve düşen kâr büyümesini temsil eden sinyallerdir.[71]

Harry DeAngelo, Linda DeAngelo ve Rene M. Stulz 2006 yılında yayımladıkları çalışmalarında 1973 – 2003 yılları arasında NYSE, AMEX ve NASDAQ'ta işlem gören halka açık endüstri şirketlerini kullanmışlardır. Araştırmacılar şirketlerin yaşam döngüsünde bulunduğu aşamayı temsil eden değişken olarak birikmiş

[69] DEANGELO, DEANGELO ve STULZ, **a.g.m.,** s. 228 – 229.
[70] FAMA ve FRENCH, **a.g.m.,** s. 3 – 42.
[71] GRULLON, MICHAELY ve SWAMINATHAN, **a.g.m.,** s. 387 – 424.

kârların toplam özsermayeye oranını kullanmışlardır. Çalışmalarının sonucunda yaşam döngüsü teorisini destekleyen sonuçlar bulmuşlardır.[72]

Laarni T. Bulan ve Narayanan Subramanian ise 2009 yılında H. Kent Baker tarafından derlenen Dividends And Dividend Policy adlı kitapta yayımladıkları çalışmalarında Yaşam Döngüsü Teorisi açısından dünyaca ünlü yazılım şirketi olan Microsoft'un halka arz edildikten 17 yıl sonraki temettü dağıtımı kararını vaka analizi olarak ele almıştır. Çalışmalarının sonucunda Yaşam Döngüsü Teorisi'yle uyumlu çıktılar elde etmişlerdir.[73]

Denis ve Osobov'un " Şirketler neden temettü öder? Kâr payı politikasının belirleyicilerine yönelik uluslararası kanıtlar" adlı 2008 yılında yayımlanan çalışmalarıyla Amerika, Kanada, Almanya, Fransa ve Japonya'daki şirketler için Yaşam Döngüsü Teorisi'nin geçerliliğini test etmiştir. Sonuç olarak temettü dağıtan şirketlerin daha çok büyük, kârlı ve özsermayesinin büyük bir kısmı birikmiş kârlardan oluşan karakteristik özelliklere sahip şirketler olduğunu tespit etmişlerdir.[74]

Coulton ve Ruddock ise Yaşam Döngüsü Teorisi'nin geçerliliğini Avustralya şirketlerine ait verileri kullanarak araştırmıştır. Şirketlerin yaşam döngüsünde bulunduğu aşamayı temsilen birikmiş kârların toplam varlıklara oranını kullanmışlardır. Araştırmacılar çalışmalarının sonucunda Yaşam Döngüsü Teorisi'yle uyumlu sonuçlar elde etmişlerdir.[75]

Çelik ise 2013 yılında yayımladığı çalışmasıyla 2006 – 2011 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası imalat sektöründe işlem gören 146 şirkete ait verilerle Yaşam Döngüsü Teorisi'nin geçerliliğini test etmiştir. Şirketlere ait finansal tablolar aracılığıyla elde edilen finansal oranları değişken olarak kullanan çalışmada sabit etkiler logit modeli ve rassal etkiler logit modeli kullanılmıştır. Şirketleri yaşam

[72] DEANGELO, DEANGELO ve STULZ, **a.g.m.,** s. 227 – 254.
[73] BULAN ve SUBRAMANIAN, **a.g.m.,** s. 201 – 212.
[74] D.J. DENNIS ve I. OSOBOV, "Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence On The Determinants Of Dividend Policy", **Journal Of Financial Economics,** Vol. 89, 2008, s. 62 – 82.
[75] J.J. COULTON ve C. RUDDOCK, "Corporate Payout Policy In Australia And A Test Of The Life-Cycle Theory", **Accounting And Finance,** Vol.51, 2011, s. 381 – 407.

döngüsünde bulunduğu aşamayı temsilen birikmiş kârların toplam özsermayeye oranı kullanılan çalışmada Yaşam Döngüsü Teorisi'yle uyumlu sonuçlar elde edilmiştir.[76]

Yaşam Döngüsü Teorisi üzerine yapılan çalışmalar neticesinde temettü ödeyen şirketler ile temettü ödemeyen şirketler arasında bazı karakteristik farklılıkların ortaya çıktığı saptanmıştır. Bu karakteristik değişkenler büyüklük, kârlılık, sürdürülebilirlik, büyüme oranları, nakit dengesi ve özkaynak bileşimidir.

Tablo 1 : Yaşam Döngüsü Aşamalarının Karakteristik Belirleyicileri

	BÜYÜME AŞAMASINDAKİ ŞİRKETLER	**OLGUNLUK AŞAMASINDAKİ ŞİRKETLER**
YATIRIM FIRSATLARI	Çok sayıda yatırım fırsatlarına sahiplerdir.	Az sayıda yatırım fırsatlarına sahiplerdir.
BÜYÜKLÜK	Küçük şirketlerdir.	Büyük şirketlerdir.
KÂRLILIK	Düşük kârlılık oranlarına sahiplerdir.	Yüksek kârlılık oranlarına sahiplerdir.
SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK	Düzensiz temettü ödemesi yaparlar ya da hiç yapmazlar.	Düzenli temettü ödemesi yaparlar.
BÜYÜME DENGESİ	Yüksek aktif büyüme oranlarına sahiptirler.	Düşük aktif büyüme oranlarına sahiplerdir.
NAKİT DENGESİ	Nakit dengesi zayıftır, serbest nakit akımları düzensizdir.	Nakit oranları yüksektir ve likiditeleri yüksektir.
ÖZKAYNAK BİLEŞİMİ	Özkaynaklarının büyük bir kısmı ödenmiş sermayeden oluşur.	Özkaynaklarının önemli bir kısmı birikmiş kârlardan oluşur.

Kaynak: Tablo tarafımızca oluşturulmuştur.

Yaşam Döngüsü Teorisi'ne göre yaşam döngüsünün büyüme aşamasında bulunan şirketler küçük şirketlerdir. Birçok yatırım fırsatına sahip bu şirketlerin kârlılık oranları düşüktür. Yüksek büyüme oranlarına sahip bu şirketlerin nakit dengesi zayıftır. Özkaynak bileşimleri ağırlıklı olarak ödenmiş sermayeden oluşan bu şirketler kâr payı dağıtımında bulunmaz ya da çok düşük tutarlarda kâr payı dağıtımında bulunur. Yaşam döngüsünün olgunluk aşamasında bulunan şirketler ise köklü, büyük şirketlerdir. Bu şirketler kârlı yatırım fırsatlarına sahip değildirler. Bu nedenle düşük büyüme oranlarına sahip bu şirketlerin nakit yaratma gücü yüksektir. Serbest nakit akımları ve düşük

[76] Sibel ÇELİK, "Kar Payı Politikası ve Yaşam Döngüsü Teorisi: İMKB İmalat Sektöründe Ampirik Bir Uygulama", **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,** Cilt 13, Sayı 2, 2013, s. 115 – 122.

yatırım harcamaları sayesinde likiditesi güçlüdür. Kârlılığı yüksek olan bu şirketlerin özkaynak bileşiminin önemli bir kısmı birikmiş kârlardan oluşmaktadır.

Son olarak Harry DeAngelo ve Linda DeAngelo'nun 2007 yılında kaleme aldıkları "Kâr Dağıtımı Politikası Pedaojisi: Ne Fark Ediyor ve Niçin" makalelerinde bir çok akademik çalışmadan derleyerek Yaşam Döngüsü Teorisi konusunda aşağıdaki gerçekleri sunmaktadırlar:[77]

- Toplam ödenen kâr payları (temettüler ve hisse geri alımları) devasadır ve yıllar boyunca artarak devam etmektedir.
- Yapılan temettü ödemelerinin büyük bir kısmı yüksek kazançlara sahip az sayıda firma tarafından yapılmaktadır.
- Temettü ödemeleri ve kârlar arasında hem zaman serileri hem kesitsel veriler açısından güçlü bir korelasyon bulunmaktadır.
- Temettü ödemeleri büyüme aşamasında olan, çoğunlukla sermaye artırımları ve dış kaynaklarla finanse edilen şirketler yerine alıkoyulan kârları şirket ödenmiş sermayesini kat kat aşmış olgun şirketler tarafından yapılmaktadır.
- Şirketler temettü ödemeleri düzenli ve sürekli bir şekilde yaparak yüksek nakit dengesinden kaçınmaya çalışırlar.
- Kâr payı tutarlarındaki değişim asimetriktir. Yıllara göre yükselen tutarda kâr payı ödemesi yapan şirketlerin sayısı yıllara göre azalan tutarda kâr payı ödemesi yapan şirketlerin sayısını kat kat geçmektedir.
- Temettü tutarlarındaki yıllara göre gerçekleşen değişiklikler firma bazlı olayların bir yansımasıdır. Dağıtılan kâr payı tutarlarındaki artışa kârlarda meydana gelen yükselişler neden olurken, dağıtılan kâr payı tutarlarındaki düşüşe ise yanlış yatırımlar sonucu elde edilen zararlar ve finansal maliyetler sebep olmaktadır.
- Hisse senedi fiyatlarındaki artışlar beklenmeyen kâr payı dağıtım tutarlarındaki artışın bir sonucudur. Aynı şekilde hisse senedi fiyatlarındaki düşüşte beklenmeyen kâr payı dağıtım tutarlarındaki düşüşün bir göstergesidir.

[77] Harry DEANGELO ve Linda DEANGELO, "Payout Policy Pedagogy: What Matters And Why", **European Financial Management,** Vol. 13, No. 1, 2007, s. 20 – 21.

- Dağıtılan kâr payı tutarlarındaki beklenmeyen değişimler gelecekte gerçekleşebileceği düşünülmeyen büyük kâr ya da zararları ön görmede yetersizdir.
- Şirket yöneticileri kâr payı dağıtım kararı aldıklarında bu kararları mümkün olduğu sürece ileriki yıllarda da sürdürmeye çalışırlar.

3. BÖLÜM
BIST TEMETTÜ ENDEKSİNDEKİ ŞİRKETLERİN YAŞAM DÖNGÜSÜ TEORİSİNE GÖRE TEMETTÜ VERİMLERİNİN İNCELENMESİ

3.1 Araştırmanın Önemi ve Amacı

Çalışmanın amacı; BIST Temettü Endeksi'nde bulunan, düzenli temettü dağıtma politikasını benimsemiş şirketlerin yaşam döngüsü teorisine göre sınıflandırılıp ortalama temettü verimleri analiz edilerek hem temettü konusunda yapılan akademik çalışmalara katkı da bulunmak hem de özellikle uzun vadeli temettü yatırımcılarına portföylerini şekillendirme konusunda yardımcı olabilecek bir çalışma ortaya koymaktır.

3.2 Araştırmanın Yöntemi ve Kullanılan Veriler

Araştırmanın ilk safhasında 01/02/2018 – 31/01/2019 dönemine ait BIST TEMETTÜ ENDEKSİ'ne ait şirketlerin 2011 – 2017 yılları arasına ait bilanço ve gelir tablosu verileri derlenmiştir.

BIST TEMETTÜ ENDEKSİ, Yıldız Pazar ve Ana Pazar'da işlem gören şirketlerle, Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları arasından seçilen ve son 3 yılda nakit temettü dağıtan şirketlerin paylarından oluşmaktadır.[78]

Yıldız Pazar, halka açık piyasa değeri 100 Milyon Türk Lirası'nın üzerinde olan şirketler ya da BIST 100 Endeksi kapsamında bulunan şirketlerin Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır. Ana Pazar ise halka açık piyasa değeri 25 Milyon TL'nin üzerinde ve 100 Milyon TL'nin altında olan şirketlerin Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır.

Değerleme günü itibarıyla, şirketlerin son 3 mali yılına ilişkin olarak SPK mevzuatına göre hazırlanan yıllık finansal tablolarında Net Kârı bulunan şirketlerden,

[78]Borsa İstanbul, *BIST Pay Endeksleri Temel Kuralları,* İstanbul:Kasım 2016, s.5.

bu yılları takip eden mali yıl içinde ortaklara ödenen brüt nakit temettü tutarından, aynı mali yıl içinde ortaklara rüçhan hakkı kullandırılarak yapılan bedelli sermaye artırım tutarının çıkarılması suretiyle hesaplanan ortaklara dağıtılan temettü tutarı pozitif olan şirketler endekse dahil edilir. BIST Temettü Endeksi için değerleme günü Aralık ayının son işlem günüdür. Değerleme günü itibarıyla Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış olan en son finansal tablosundan geriye doğru 12 aylık dönemde zararı olan şirketler endekste yer almazlar.[79]

[79] BIST, a.g.e., s.11.

Tablo 2 : BIST Temettü Endeksinde Bulunan Şirketler

BIST KODU	ŞİRKET ADI
ADANA	ADANA ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş. (A)
ADBGR	ADANA ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş. (B)
ADNAC	ADANA ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş. (C)
ADEL	ADEL KALEMCİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
AKBNK	AKBANK T.A.Ş.
AKCNS	AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
AKGUV	AKDENİZ GÜVENLİK HİZMETLERİ A.Ş.
AKSGY	AKİŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
AKMGY	AKMERKEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.
ALCAR	ALARKO CARRIER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ALGYO	ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
ALBRK	ALBARAKA TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.
ALKIM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.
ANHYT	ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş.
ANELE	ANEL ELEKTRİK PROJE TAAHHÜT VE TİCARET A.Ş.
ARCLK	ARÇELİK A.Ş.
ARENA	ARENA BILGISAYAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
AVISA	AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.
AYGAZ	AYGAZ A.Ş.
BIMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.
BOLUC	BOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
BRSAN	BORUSAN MANNESMANN BORU SANAYİ VE TİC. A.Ş.
BRYAT	BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.
BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
BUCIM	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.
CLEBI	ÇELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.
CEMTS	ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
CIMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
CRDFA	CREDITWEST FAKTORİNG A.Ş.
DESPC	DESPEC BİLGİSAYAR PAZARLAMA VE TİCARET A.Ş.
DOCO	DO &CO AKTIENGESELLSCHAFT
DGZTE	DEMİRÖREN GAZETECİLİK A.Ş.
ECZYT	ECZACIBAŞI YATIRIM HOLDİNG ORTAKLIĞI A.Ş.
EGEEN	EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
EGGUB	EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.

ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.
ERBOS	ERBOSAN ERCİYAS BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
FMIZP	FEDERAL-MOGUL İZMİT PİSTON VE PİM ÜRET. TES. A.Ş.
FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
GARAN	TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.
GENTS	GENTAŞ GENEL METAL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
GOODY	GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.
HALKB	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.
HLGYO	HALK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
HDFGS	HEDEF GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
HEKTS	HEKTAŞ TİCARET T.A.Ş.
INDES	İNDEKS BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ MÜH. SAN. VE TİC. A.Ş.
ISCTR	TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş. (C)
ISGYO	İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
ISMEN	İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
JANTS	JANTSA JANT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
KCHOL	KOÇ HOLDİNG A.Ş.
KONYA	KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
KORDS	KORDSA TEKNİK TEKSTİL A.Ş.
KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN SANAYİ A.Ş.
LKMNH	LOKMAN HEKİM SAĞ. TUR. EĞİT. HİZ. VE İNŞ. TAAH. A.Ş.
MRDIN	MARDİN ÇİMENTO SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
NUHCM	NUH ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.
OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
PAGYO	PANORA GMYO
PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.
PNSUT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.
POLHO	POLİSAN HOLDİNG A.Ş.
SAHOL	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.
SANKO	SANKO PAZARLAMA İTHALAT İHRACAT A.Ş.
SARKY	SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SAN. VE TİC. A.Ş.
SELEC	SELÇUK ECZA DEPOSU TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
SISE	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.
SODA	SODA SANAYİİ A.Ş.
TSKB	TÜRKİYE SINAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
TAVHL	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.
TKFEN	TEKFEN HOLDİNG A.Ş.
TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
TRGYO	TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

TRKCM	TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.
TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.
ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.
ULUSE	ULUSOY ELEKTRİK İMALAT TAAHHÜT VE TİCARET A.Ş.
UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
VAKBN	TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.
VERUS	VERUSA HOLDİNG A.Ş.
VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
YGGYO	YENİ GİMAT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Kaynak: BIST, https://www.borsaistanbul.com/duyurular/2018/01/19/01-02-2018-31-01-2019-donemi-icin-bist-temettu-ve-bist-temettu-25-endeksleri-kapsaminda-yer-alacak-paylarda-degisiklik-yapilmistir, (11/02/2019).

Çalışmada amaçlanan temettü verimi ile yaşam döngüsü teorisi hakkında anlamlı bir ilişki olup olmadığını saptamak olduğu için görece düzenli nakit temettü dağıtan şirketler tercih edilmiştir. BIST Temettü Endeksi'nde bulunan şirketler bu kriteri karşıladığı için çalışma bu şirketlerin verileriyle sınırlı tutulmuştur.

Temettü verimleri hesaplanırken sadece nakit kâr payı dağıtımları hesaplamalara dahil edilmiş, bedelsiz hisse senedi şeklinde yapılan kâr payı dağıtımları analiz dışı bırakılmıştır.

BIST Temettü Endeksi'nin hesaplanmasına 01.07.2011 tarihinde başlanmıştır.[80]Bu nedenle analizde kullanılan şirket verileri için 2011 – 2017 arası dönem baz alınmıştır. Söz konusu veriler derlenirken şirketlerin yıllık bilanço ve gelir tablosu verileri dikkate alınmıştır. Analizde kullanılan rakamlara şirketlerin kendi internet sitelerindeki yatırımcı ilişkileri bölümlerinden ve şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Platformu'na gönderdikleri açıklamalarla ulaşılmıştır.

Derlenen verilerle çeşitli finansal oranlar elde edilmiştir. Daha sonra elde edilen bu finansal oranların aritmetik ortalaması alınarak her şirket için bir oran bazında bir değişken elde edilerek analizlerde kullanılmıştır.

[80] BIST, http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/temettu-endeksleri, (13.02.2019).

Finans sektöründe faaliyet gösteren AKBNK, ALBRK, AVISA, CRDFA, GARAN, HALKB, ISCTR, TSKB, VAKBN şirketleri ve yiyecek-içecek sektöründe faaliyet gösteren DOCO şirketi farklı bilanço yapıları ve kâr payı dağıtımı konusunda tam bağımsız olmayıp ayrıca Basel Kriterleri ile BDDK mevzuatlarına da uygunluk sağlamaları gerektiği için analizin dışında tutulmuştur. ADANA, ADBGR ve ADNAC hisseleri ise hisse imtiyazları sebebiyle analiz dışında tutulmuştur.

Derlenen veriler SPSS Statistics 17.0 paket programı yardımıyla analiz edilmiştir. Kümeleme analizi aracılığıyla şirketler gruplara ayrılmıştır. Ardından grupların ortalamaları baz alınarak veriler incelenmiştir. Ayırma işlemindeki bulguları teyit etmek için aynı verilere diskriminant analizi uygulanmıştır. Bulgular Pearson Korelasyon testiyle de analiz edilerek analizin tutarlılığı incelenmiştir.

3.2.1 Kümeleme Analizi

Kümeleme analizi, birey veya nesneleri benzerliklerine göre kümelere veya gruplara ayırmak için kullanılan bir çok değişkenli istatistik analiz tekniğidir. Kümeleme analizi sonucu oluşturulan grupların içindeki elemanlar diğer gruplardaki elemanlara göre birbirleriyle daha çok benzeşirler. Bu açıdan kümeleme analizi birbirine benzer olan nesnelerin aynı gruplarda toplanmasını amaçlaması bakımından diskriminant analizi ile, birbirine benzer değişkenlerin aynı gruplarda toplanmasını amaçlamasıyla da faktör analiziyle benzerlik göstermekte olup veri indirgeme özelliği bulunmaktadır.[81]

Kümeleme analizinin amacı, birey ya da nesnelerin sahip oldukları karakteristik özellikleri baz alarak gruplamaktır. Kümeleme analizi, analize tabi tutulan elemanları birbirleriyle önceden belirlenen değişkenler nezdinde küme içinde benzer olacak biçimde, küme dışında ise farklı olacak biçimde kümeler.

Kümeleme analizinin başlıca varsayımları, veri matrislerinin analiz öncesi tahmin ve kriter değişkenleri alt matrislerine bölüştürmemesi ve verilerin kısmen

[81] Zeki ÇAKMAK, "Kümeleme Analizinde Geçerlilik Problemi ve Kümeleme Sonuçlarının Değerlendirilmesi", **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,** Sayı:3, Kasım 1999, s. 188.

homojen, kısmen heterojen oluşudur. Araştırmacıların amacına ve kullanım alanına göre kümeleme analizinin uygulanma sebepleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:[82]

- Doğru değişken tiplerinin belirlenmesi,
- Model oluşturmak,
- Gruplara dayalı tahminlerde bulunmak,
- Hipotez testi,
- Veri inceleme,
- Hipotez oluşturma,
- Veri indirgeme.

Bir veri setinde yer alan birimlerin kümelenmesi işlemi bu birimlerin birbirleriyle olan benzerlikleri ya da birbirlerine olan uzaklıkları kullanılarak gerçekleştirilmektedir. Değişkenlerin kesikli ya da sürekli olmalarına ya da değişkenlerin nominal, ordinal, aralık ya da oransal ölçekte olmalarına göre hangi uzaklık ölçüsünün ya da hangi benzerlik ölçüsünün kullanılacağına karar verilir.[83]

Değişkenler oransal ölçekte oldukları için analiz yapılırken Öklidyen Uzaklık Ölçüsü kullanılmaktadır. Öklid uzaklığı en sık kullanılan uzaklık olmakla birlikte basitçe tabir etmek gerekirse çok boyutlu uzayda geometrik uzaklıktır. Alttaki formül aracılığıyla hesaplanmaktadır.

$$d(i,j)=\sqrt{\sum_{k=1}^{p}(X_{ik}-X_{jk})^2}$$

Kümeleme analizi uygulanırken pek çok teknik kullanılabilmektedir. Bu teknikler iki sınıf altında toplanmaktadır. Bunlar hiyerarşik kümeleme teknikleri ve hiyerarşik olmayan kümeleme teknikleridir.

Hiyerarşik kümeleme teknikleri de kendi içinde gruplayıcı (agglometrive) ve bölücü (divistive) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Gruplayıcı hiyerarşik yöntemde her

[82] G. H. BALL, **Classification Analysis,** California: Stanford Research Institute, 1970, s. 26.
[83] B.S. DURAN ve P.L. ODELL, **Cluster Analysis,** New York: Springer-Verlag, 1970, s. 3 – 4.

birim veya her gözlem başlangıçta bir küme olarak kabul edilir. Daha sonra en yakın iki küme (veya gözlem) yeni bir kümede toplanarak birleştirilir. Böylece her adımda küme sayısı bir azaltılır. Bu süreç dendogram ya da ağaç grafiği adı verilen şekille gösterilebilir.[84]

Gruplayıcı yöntemlerin ilki olan tek bağlantı yöntemi, en kısa mesafe esasına dayanır. Uzaklıklar matrisini kullanarak birbirine en yakın gözlemleri birleştirmeye dayanan bir tekniktir. Bu yöntemde önce birbirine en yakın iki gözlem bir kümeye yerleştirilir. Daha sonra diğer en yakın uzaklık tespit edilerek ilk oluşturulan kümeye bu gözlem eklenir veya iki gözlemden oluşan yeni bir küme oluşturulur. Bu işlem tüm gözlemler bir kümeye yerleştirilinceye kadar devam eder. Tam bağlantı yöntemi ise, tek bağlantı yöntemiyle aynı prensipte çalışır. Tek bağlantı yönteminden tek farkı kümelemeye en uzak iki gözlemden başlamasıdır.[85]

Sokal ve Michener tarafından önerilen ortalama bağlantı tekniğinde ise iki küme arasındaki fark bu iki farklı kümedeki eleman çiftlerinin birbirleriyle olan farkları olarak kabul edilir. Ortalama bağlantı tekniği aşırı uç gözlemlerden başlamaz. Bir kümenin ortasına düşen gözlemi esas alır. Diğer benzer bir yöntem olan merkezi yöntem ise bir kümeyi oluşturan gözlemlerin ortalamalarını esas alır. Eğer bir kümede sadece bir gözlem bulunmaktaysa o gözlemin değeri o küme için merkez kabul edilir.[86]

En yaygın kullanılan gruplayıcı hiyerarşik kümeleme tekniklerinden biri olan Ward's tekniğinde ise grup bağlantılarından çok grup içi kareler toplamıyla çalışılmaktadır. Yöntemin amacı kümeler içindeki varyansı minimum yapan gruplamaya ulaşmaktır. Yönteme her birinin içinde tek bir gözlem bulunan n tane küme ile başlanır. Tekniğin ilk basamağında her gözlem bir küme olduğundan hata kareler toplamı sıfır olmaktadır. Her aşamada iki alt küme bir sonraki seviyeyi oluşturmak için birleştirilir.[87]

---

[84] M. LORR, **Cluster Analysis For Social Sciences,** San Fransisco: Jossey-Bass, 1983, s. 24 – 36.

[85] B. EVERITT ve G. DUNN, **Applied Multivariate Data Analysis,** New York: Oxford University Press Inc., 2001, s. 428.

[86] EVERITT ve DUNN, **a.g.e.,** s. 429.

[87] EVERITT ve DUNN, **a.g.e.,** s. 429 – 430.

Bölücü hiyerarşik yöntemde ise süreç gruplayıcı hiyerarşik yöntemin tam tersidir. Bu yöntemde tüm gözlemlerden oluşan büyük bir küme ile işe başlanır. Benzer olmayan gözlemler ayıklanarak daha küçük kümeler oluşturulur. Her gözlem tek başına küme oluşturana kadar işleme devam edilir.

Hiyerarşik (aşamalı) olmayan kümeleme tekniklerinde ise oluşturulacak küme sayısı önceden belirlenmektedir. Hiyerarşik olmayan teknikler ya gruplardaki bireylerin bir kısmından veya kümelerin nüvesini oluşturacak kaynak noktalar kümesinden başlar. Hiyerarşik olmayan kümeleme tekniklerinden en çok kullanılan iki tanesi K-ortalama tekniği ve en çok olabilirlik tekniğidir.[88]

K-ortalama yöntemi, gözlemleri kümelerin önceden belirlenen sayısına göre gruplandırmakla işleme başlar. Böylece her biri tek gözlemden oluşan k tane küme ile işleme başlanır. Her bir yeni gözlem en yakın ortalamalı gruba eklenir. Gruba yeni bir gözlem eklendikten sonra küme ortalaması yeniden hesaplanır. Bu süreç tüm gözlemler gruplara atanıncaya kadar devam eder. Tüm gözlemler gruplara atandıktan sonra atandıkları küme ortalamasından daha yakın küme ortalaması varsa, gözlemlerin yerleri değiştirilir.[89]

Diskriminant analizinde de kullanılan en çok olabilirlik yönteminde ise her bir gözlem en büyük olabilirlik değerini verecek biçimde daha önceden belirlenen kümelere atanır. Yöntemin kuramsal dayanağı güçlü olmasına rağmen pek yaygın olarak kullanılmamaktadır.

Veri matrisinde yer alan değişkenlerin ortalamalarının ve varyanslarının birbirlerinden oldukça farklı olduğu durumlarda birimler arası uzaklık hesaplanırken, ortalaması daha büyük ve/veya varyansı daha büyük olan değişkenler, hesaplanılan uzaklık değerine daha büyük etki yapacaktır. Bu durumda kümeler oluşturulurken sistematik bir yanlış yapılmış olacaktır. Ayrıca değişkenlerde yer alan aşırı değerler de uzaklık değerine etki eden başka bir faktördür. Aşırı değerler kümeleme analizi

[88] A.R. JOHNSON ve D.V. WICHERN, **Applied Multivariate Statistical Analysis,** 2nd Edition, Englewood Cliffs New Jersey: Prentice Hall, 1988, s. 168.

[89] LORR, **a.g.e.,** s. 38 – 39.

sonucunda ayrı kümeler olarak karşımıza çıkabilmektedir. Bu gibi durumlar söz konusu olduğunda yapılacak işlem, değişkenlerin dönüştürülmesidir.

Değişkenlerin dönüştürülmesi gerektiğinde uygulanan en yaygın yöntemlerden birisi Z skorlarına dönüştürme yöntemidir. Bu yöntem, oransal ve aralık ölçekli veriler söz konusu olduğunda verilerin çok değişkenli normal dağılım gösterdiği varsayımıyla uygulanan bir yöntemdir. Analizde kullanılan bütün veriler Z skorlarına dönüştürülerek kullanılmıştır.

Tez çalışmasında analiz yapılırken hiyerarşik olmayan kümeleme yöntemlerinden k-ortalama metodu kullanılmıştır. K-ortalama tekniği, gözlemleri kümelerin önceden belirlenen küme sayısına göre gruplandırmakla işleme başlamaktadır. Gözlemler, değer bakımından en yakın kümeye atanarak gruplara ayırma işlemi devam edilir. Uzaklık değerleri hesaplanırken genellikle Euclidean uzaklık değerleri kullanılmaktadır. Yeni gözlemler eklendikten sonra kümenin değeri tekrardan hesaplanarak değiştirilir. Bu atama işlemleri gözlemler atama yapılamayıncaya kadar tekrarlamaya devam eder.

3.2.2 Pearson Korelasyon Analizi

Korelasyon analizi, değişkenler arasındaki ilişkinin yönünü, derecesini ve önemini ortaya koyan istatistiksel yöntemdir. İlişkinin yönünü ve derecesini belirten katsayıya korelasyon katsayısı denir.

Korelasyon katsayısı küçük r harfi ile gösterilir ve r değeri -1 ile +1 arasında değerler alır. Eğer r değeri -1'e yakın değerler alıyor ise değişkenler arasında negatif yönde, +1'e yakın değerler alıyor ise pozitif yönde bir ilişki olduğu belirlenir. Eğer r değeri 0'a yakın değerler alıyor ise iki değişken arasında bir ilişki olmadığı sonucuna varılır.

Değişkenler oransal ya da aralıklı ölçek ile elde edilmiş ve normal dağılıma uygunluk gösteriyorsa Pearson Korelasyon Analizi yapılmaktadır.

3.2.3 Diskriminant Analizi

Diskriminant analizi, tek faktör çok değişkenli varyans analizi MANOVA'nın uzantısı olan çok değişkenli bir analiz türüdür. Gruplar arası fark yoktur anlamını taşıyan H_0 hipotezi reddedildikten sonra, gruplar arası farkın olduğu soncuna varılır. Bu farklılığın ana nedenleri diskriminant analizi tekniğiyle ortaya çıkarılır. Diskriminant analiziyle gruplar arası ayrımı en iyi derecede sağlayan değişken seti ortaya çıkarılmakla beraber hangi gruba dahil olacağı belli olmayan bir gözlemin de yerleşeceği en uygun grubun belirlenmesi hedeflenir.[90]

Diskriminant analizi yardımıyla oluşturulan diskriminant fonksiyonları tahmin değişkenlerinin doğrusal bileşinlerinden oluşan tek katlı lineer denklemlerdir. Diskriminant fonksiyonları ve fonksiyonlarda bulunan tahmin değişkenlerinin katsayıları gruplar arasında farklılığa neden olan bileşenlerin hangileri olduğunu belirlemede yardımcı olur. Diskriminant değişkenler adı verilen fonksiyonlardaki grup ayrımını sağlayan bu tahmin girdileri ile diskriminant analizi başlıca iki amaca hizmet eder. İlk amaç diskriminant fonksiyonlarının oluşturulması ve gruplar arasında ayrıma neden olan diskriminant fonksiyonlarının bağımsız değişkenlerinin belirlenmesidir. Hedeflenen ikinci çıktı ise hangi kümede olduğu bilinmeyen bir gözlemin sahip olduğu diskriminant değişkenler yardımıyla ait olduğu kümenin belirlenmesidir.[91]

Diskriminant analizi oldukça güçlü varsayımlara sahip bir analiz türüdür. Analizin sahip olduğu varsayımlar şu şekildedir:[92]

- Veri setindeki gözlemlerin kümelere ayrılması sonucu her bir kümede toplanan eleman sayısının eşit olması zorunluluğu bulunmamaktadır. Birbirinden farklı sayıda gözleme sahip grupların oluşması normaldir.
- Diskriminant değişkenlerin çok değişkenli normal dağılım göstermesi gerekmektedir. Analiz sonucu oluşturulan diskriminant fonksiyonların ve fonksiyonlarda kullanılan bağımsız değişkenlerin anlamlılık testlerinin tutarlı

[90] Aydın ÜNSAL, "Diskriminant Analizi ve Uygulaması Üzerine Bir Örnek", **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** 3, 2000, s. 19.

[91] ÜNSAL, **a.g.m.,** s. 19 – 20.

[92] A.S. ALBAYRAK, **Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri,** Ankara: Asil Yayın Dağıtım Ltd. Şti. ,2006, s. 85 – 87.

sonuçlar verebilmesi için çok değişkenli normal dağılım bir gerekliliktir. Eğer kullanılan veri seti çoklu normal dağılım göstermiyorsa, yapılacak anlamlılık testleri için veri indirgeme yöntemleri kullanılmalıdır.

- Varyans ve kovaryans matrislerinin homojen olması diskriminant analizinin bir diğer varsayımıdır. Analiz, oluşturulmuş kümelerin kovaryans matrislerinin eşit olduğunu varsaymaktadır. Bu varsayımdan sapma olması halinde sınıflandırma ve anlamlılık testleri olumsuz etkilenebilmektedir. Box's M istatistiği varyans matrislerinin homojenliğini test etmekte en çok kullanılan yöntemlerden biridir ve elde edilen Box's M istatistiği F istatistiğine dönüştürülebilmektedir.
- Diskriminant analizi güçlü varsayımlara sahip hassas bir analiz türüdür. Veri setinde bulunan aşırı değerlere karşı son derece duyarlıdır. Bu sebeple analiz öncesi kullanılacak veri seti incelenerek, veri setinde bulunan uç değerlerin analize uygun veri yapısına dönüştürülmesi ya da analizden çıkarılması gereklidir.
- Diskriminant değişkenlerinin çoklu doğrusal bağlantı problemine yol açmaması gerekir. Çoklu doğrusallık sorunu ekonometrik denklemin açıklayıcı değişkenleri arasındaki ilişkinin derecesi ile ilgili bir sorundur. Diskriminant denklemlerine yerleştirilen değişkenler birbirleriyle yüksek korelasyon içindeyse bu noktada çoklu doğrusallık sorunundan söz edilebilir. Literatürde bir çok araştırmacı yüksek korelasyon değeri olarak 0,8'den büyük değerleri baz almaktadır. Çoklu doğrusallık sorununun çözümünde en yaygın kullanılan yöntemler verilerin indirgenmesidir. Eğer çoklu doğrusallık sorununa kesit ve zaman serileri neden oluyorsa bu seriler birleştirilerek havuzlanmış veriler kullanılabilir. Eğer kullanılan veriler trend içeren zaman serileri ise ve çoklu doğrusallık sorunu ortaya çıkıyorsa serilerin farkı veya yüzde değişmesi alınarak trendden arındırılabilir.

Çoklu doğrusallık sorununu ortadan kaldırmakta kullanılan yöntemlerden bir diğeri ise diskriminant analizinde adımsal (stepwise) metodunun kullanılmasıdır. Bu teknik, hem diskriminant fonksiyonunda yer alabilecek en iyi ayırıcı diskriminant değişkenlerini belirlerken hem de çoklu doğrusallık problemini ortadan kaldırmaktadır. Adımsal diskriminant analizi tekniği kullanılırken diskriminant fonksiyonların

oluşturulmasında önce değişken kullanılmadan gruplar arası ayrım oluşturulmaya başlanır. Her adımda fonksiyonlara bir değişken eklenir veya bir değişken çıkarılır. Gruplar arasındaki ayrıma en fazla sebep veren değişken modele eklendikten sonra model dışında kalan değişkenler tekrar analize sokularak ayrıma neden olan diğer değişkenlerde modele adım adım dahil edilmektedir.[93]

Adımsal diskriminant analizi metoduyla amaçlanan Wilk's lambda değerini anlamlı bir şekilde azaltan değerlerin modele alınmasıdır. Değişkenler diskriminant fonksiyonlarına alınırken F ve p değerleri kıyaslanır. F istatistiği p değerinin en fazla % 5'i ise fonksiyona dahil olurken, F istatistiği p değerinden en az % 10 fazlaysa o değişken fonksiyondan atılır. Aşamalar her değişken için adım adım bu kurallarla devam eder. Eğer fonksiyona dahil edilecek ya da fonksiyondan çıkarılacak bir değişken bulunamıyorsa diskriminant fonksiyonu oluşturulmuş olur ve analiz sona erer.

Wilk's lambda değeri analiz sonucu oluşturulan diskriminant fonksiyonlarının gücünü nitelemek için kullanılan bir değerdir. 0 ile 1 arasında değerler alan Wilk's lamba göstergesi 0'a yaklaştıkça ayrıştırılan gözlemlerin oluşturduğu gruplar arasında grup ortalamalarının farklılaştığını ifade ederken, Wilk's lambdanın 1'e yaklaşan değerler alması grup ortalamalarının birbirlerine yaklaştığını ifade etmektedir. Diskriminant analizi sonucu elde edilecek düşük Wilk's lambda ve p değerleri, araştırmacılar tarafından arzu edilen ve kurulan modelin güçlü olduğunu gösteren sonuçlardır.[94]

Diskriminant fonksiyonu aşağıda gösterilen şekilde oluşturulmaktadır:[95]

$$Z = \alpha + \beta_1 W_1 + \beta_2 W_2 + \beta_3 W_3 + \ldots + \beta_n W_n$$

Z = Diskriminant skorunu,

α = sabit terimi,

[93] ALBAYRAK, **a.g.e.,** s. 346.

[94] B.C. YAP, D.G. YONG ve W.C. POON, "How Well Do Financial Ratios And Multiple Discriminant Analysis Predict Company Failures In Malaysia", **International Research Journal Of Finance And Economics,** s.54, 2010, s. 170.

[95] M.K. ÇELİK, "Bankaların Finansal Başarısızlıklarının Geleneksel ve Yeni Yöntemlerle Öngörüsü", **Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi,** 17(2), 2010, s. 136.

β = diskriminant kat sayılarını,

W = bağımsız değişkenleri,

n = indeks değerlerini ifade etmektedir.

Diskriminant fonksiyonu 1.dereceden bir fonksiyondur ve doğrusaldır. Bu açıdan regresyon fonksiyonlarıyla da benzerlik içerir. Diskriminant analizi yapılırken yukarıdaki formül yardımıyla belirlenen diskriminant kat sayıları kullanılarak her bir gözlem için diskriminant skoru elde edilir. Tüm gözlemlerin diskriminant skorları toplanarak grup sayısına bölünür ve gruplar için kopuş değerleri bu ortalama değer sayesinde belirlenir. Ardından her bir grubun kopuş değeri, gözlemlerin diskriminant değerleriyle kıyaslanarak gözlemler uygun gruplara yerleştirilir.[96]

3.3 Yaşam Döngüsü Teorisine Göre Temettü Verimlerinin Analizi

Şirketlerin yaşam döngüsünde bulunduğu aşamaya göre temettü verimleri analiz edilirken kullanılan değişkenler aşağıda açıklanmaktadır.

Analizde kullanılan ilk değişken DATO değişkenidir. Dağıtılan kâr payı tutarının dönem kârına oranlanmasıyla bulunmuştur. Şirketin yaşam döngüsünde bulunduğu aşamayı göstermektedir. Yaşam Döngüsü Teorisi'ne göre yaşam döngüsünün başında olan şirketler daha fazla kârlı yatırım fırsatlarıyla karşılaştığı için daha fazla finansman ihtiyacı duyacaktır. Bu sebeple elde ettiği dönem kârının hepsini ya da büyük bir kısmını şirket içinde alıkoyarak finansman ihtiyacını karşılamak isteyecektir. Diğer yandan yaşam döngüsünün olgunluk aşamasında olan şirketler daha az kârlı yatırım fırsatlarıyla karşılaştığı için daha az finansman ihtiyacı duyarak elde ettiği dönem kârının büyük bir kısmını hissedarlarına kâr payı olarak dağıtacaktır.

Analizde kullanılan diğer bir değişken ise PIKA değişkenidir. Şirketlerin piyasa kapitalizasyonunun doğal logaritması alınarak hesaplanmıştır. Yaşam Döngüsü Teorisi'ne göre büyük şirketlerin daha fazla kâr payı dağıtması beklenmektedir.

[96] ALBAYRAK, **a.g.e.,** s. 335.

AKBU değişkeni ise aktif büyüme oranıdır. Şirketlerin t dönemindeki aktif toplamından t-1 dönemindeki aktif toplamı çıkartılarak t-1 dönemindeki aktif toplamına oranını göstermektedir. Yaşam döngüsünün başlangıç aşamasındaki şirketlerin aktif büyüme oranı daha yüksek olurken yaşam döngüsünün olgunlaşma dönemindeki şirketlerin aktif büyüme oranı daha düşük olmaktadır.

AKO değişkeni ise şirketin karlılığını göstermektedir. Şirketlerin faiz ve vergi öncesi kârlarının toplam aktiflere orantılanmasının doğal logaritması alınarak hesaplanmıştır. Kârlılığı yüksek olan firmalar yaşam döngüsünün olgunlaşma aşamasında olan firmalardır.

Analizde kullanılan son değişken ise NO değişkenidir. Şirketlerin nakit oranını temsil etmektedir. Nakit ve benzerlerinin toplam aktife oranlanmasının doğal logaritması alınarak bulunmaktadır. Yaşam döngüsü teorisine göre nakdi daha fazla olan şirketler daha fazla kâr payı dağıtmaktadır.

Tablo 3 : Analizde Kullanılan Değişkenler

DATO	Dağıtılan kâr payı tutarının dönem net kârına oranlanmasıyla bulunmuştur. Şirketin yaşam döngüsünde bulunduğu aşamayı göstermektedir.
PIKA	Şirketlerin piyasa kapitalizasyonunun doğal logaritması alınarak bulunmuştur.
AKBU	Aktif büyüme oranıdır. Şirketin içinde bulunduğu dönemdeki aktif toplamından bir önceki dönemin aktif toplamı çıkartılarak, bir önceki dönemin aktif toplamına oranlanmasıyla bulunmuştur.
AKO	Şirketlerin kârlılık durumunu gösteren değişkendir. Firmaların faiz ve vergi öncesi kârının toplam aktiflere orantılanmasının doğal logaritması alınarak bulunmuştur.
NO	Şirketlerin nakit oranını temsil etmektedir. Nakit ve benzerlerinin toplam aktiflere orantılanmasıyla bulunmuştur. Orantıların doğal logaritması alınarak analiz edilmiştir.

Kaynak: Tablo tarafımızca oluşturulmuştur.

Bir çok istatistiksel analiz türünde olduğu gibi kümeleme analizinde de verilerin normal dağılım gösterdiği varsayılmaktadır. Aşağıdaki tabloda verilere uygulanan normallik testinin sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 4 : Normallik Testi Sonuçları

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
AKBU	,079	71	,200	,955	71	,013
DATO	,076	71	,200	,972	71	,118
PIKA	,093	71	,200	,963	71	,034
AKO	,103	71	,058	,965	71	,046
NO	,081	71	,200	,967	71	,058

Shapiro-Wilk ve Kolmogorov-Smirnov testleri, literatürde en yaygın kullanılan normallik testleridir. Akademik çevrelerce kabul gören teamüller gereği incelenen veri sayısı 30'dan az ise Shapiro-Wilk testi tercih edilmektedir. Tersi durumda ise Kolmogorov-Smirnov testi en çok kabul gören testlerden biridir.[97]

Kolmogorov-Smirnov testi yorumlanırken (Sig.) değeri baz alınır. Eğer p>0,05 (sig.) değerleri elde edilmişse verilerin normal dağıldığı kabul edilir.

Normallik testinde incelediğimiz geçerli veri sayısı 71 olduğu için Kolmogorov-Smirnov testinin sonuçlarını dikkate almaktayız. Söz konusu testin, analizde kullanılan tüm değişkenlerin p değerleri 0,05'ten büyük olduğu için verilerimizin normal dağılım gösterdiği söylenebilir.

[97] Seval Kul, "Uygun İstatistiksel Test Seçim Kılavuzu", **Plevra Bülteni,** 8(2), 2014, s.26-29.

Tablo 5 : Pearson Korelasyon Analizi Sonuçları

		AKBU	DATO	PIKA	AKO	NO
AKBU	*Pearson Korelasyonu*	1	-,433	,154	,013	,034
	p		,000	,200	,914	,780
	N	71	71	71	71	71
DATO	*Pearson Korelasyonu*	-,433	1	,021	,260	,031
	p	,000		,861	,029	,800
	N	71	71	71	71	71
PIKA	*Pearson Korelasyonu*	,154	,021	1	-,190	,194
	p	,200	,861		,113	,105
	N	71	71	71	71	71
AKO	*Pearson Korelasyonu*	,013	,260	-,190	1	,070
	p	,914	,029	,113		,561
	N	71	71	71	71	71
NO	*Pearson Korelasyonu*	,034	,031	,194	,070	1
	p	,780	,800	,105	,561	
	N	71	71	71	71	71

Yapılan Pearson korelasyon analizi sonucunda DATO ve AKBU değişkeni arasında -0,433 Pearson korelasyon katsayısında orta düzeyde negatif bir ilişki vardır. Benzer şekilde DATO değişkeni ile AKO değişkeni arasında 0,260 Pearson korelasyon katsayısında zayıf düzeyde pozitif bir ilişki bulunmuştur. Geriye kalan bütün değişken çiftlerin birbirleriyle korelasyonu yoktur.

Hem kümeleme hem de diskriminant analizinde iki açıklayıcı değişken arasındaki korelasyon katsayısı yüksekse fonksiyonlarda çoklu doğrusallık olabilir. Akademik çevrelerce genel kabul görmüş 0,800 Pearson korelasyon katsayısı ve üzerindeki oranlar çoklu doğrusallık sorunun görülebildiği oranlardır. Aralarında korelasyon olan değişkenlerin Pearson korelasyon katsayıları 0,800'den düşüktür. Bu sebeple yapacağımız analizlerde çoklu doğrusallık sorununun görülmeyeceği söylenebilir.

Verilere uygulanan kümeleme analiziyle araştırmaya tabi tutulan şirketler "yaşam döngüsünün büyüme aşamasındaki şirketler", "yaşam döngüsünün dengelenme

aşamasındaki şirketler" ve "yaşam döngüsünün olgunlaşma aşamasındaki şirketler" olarak 3 gruba ayrılmıştır.

Yaşam döngüsünün büyüme aşamasında olan şirketlerin dağıttıkları temettü tutarlarının dönem net kârına oranlarının düşük olması, piyasa değerlerinin küçük olması, büyüme oranlarının yüksek olması, kârlılık oranlarının düşük olması ve nakit oranlarının düşük olması beklenmektedir.

Yaşam döngüsünün dengelenme aşamasında olan şirketlerin ise dağıttıkları kâr paylarının dönem net kârına oranlarının büyüme aşamasındaki şirketlerden daha yüksek olması, piyasa değerlerinin sektöründeki şirketlerin ortalamalarına yakın olması, büyüme oranlarının olgunluk aşamasındaki şirketlerden daha yüksek olması, belli bir kârlılık düzeyine erişmiş olması ve likidite düzeylerinin nispeten güçlü olması beklenmektedir.

Yaşam döngüsünün olgunluk aşamasındaki şirketler ise kendi sektörlerinde belli bir pazar payını ele geçirmiş, yatırımlarını tamamlamış şirketlerdir. Bu sebeple elde ettikleri serbest nakit akışlarının büyük bir kısmını hissedarlarıyla paylaşırlar. Dağıtılan temettü tutarının dönem net kârına oranının en yüksek olduğu grup bu gruptur. Bunun yanı sıra kârlılığı da yüksek olan bu şirketler sektörünün büyük oyuncularıdır. Kârlı yatırım fırsatlarının azlığından dolayı büyüme oranları en düşük olan grup yine bu gruptur. Yeni yatırımları olmadığı için finansman ihtiyacı duymayan bu şirketlerin nakit akımları şirketin banka hesaplarında birikir, nakit düzeyleri yüksektir.

Tablo 6 : Kümeleme Analizi Sonucu Gruplara Ayrılan Şirketler

1. GRUP		**2.GRUP**		**3. GRUP**
Yaşam Döngüsünün Olgunlaşma Aşamasındaki Şirketler		***Yaşam Döngüsünün Dengelenme Aşamasındaki Şirketler***		***Yaşam Döngüsünün Büyüme Aşamasındaki Şirketler***
EGGUB	CIMSA	ANELE	ISMEN	HLGYO
JANTS	NUHCM	TRGYO	INDES	KUTPO
GENTS	HEKTS	SAHOL	BIMAS	ALGYO
YGGYO	AYGAZ	ASELS	TOASO	HDFGS
GOODY	PNSUT	KCHOL	FROTO	CEMTS
PAGYO	AKSA	SELEC	BRSAN	VERUS
BUCIM	CLEBI	POLHO	EREGL	ARENA
VESBE	FMIZP	SISE	ENKAI	ISGYO
SARKY	AKMGY	TRKCM	BRYAT	AKSGY
DGZTE	AKCNS	SODA	ULKER	AKGUV
ALKIM	OTKAR	SANKO	ARCLK	ERBOS
ALCAR	MRDIN	TKFEN	TAVHL	ULUSE
KORDS	TTRAK			EGEEN
BFREN	UNYEC			LKMNH
PETUN	ECZYT			
BOLUC	KONYA			
DESPC				

Kümeleme analizi sonucu ortaya çıkan ANOVA tablosu aşağıda gösterilmektedir.

Tablo 7 : Kümeleme Analizi Sonucu ANOVA Tablosu

ANOVA			
	Ortalama Karesi	F	Sig.
DATO	13.975	22.598	.000
PIKA	15.910	28.337	.000
AKBU	17.983	35.928	.000
AKO	7.613	9.451	.000
NO	4.174	4.604	.013

Uygulanan kümeleme analizi sonucu ortaya çıkan ANOVA tablosuna göre DATO, PIKA, AKBU, AKO ve NO değişkenlerinin hepsinin anlamlılık değerleri 0,05'ten küçük olduğu için (sig. < 0,05) bütün değişkenler istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

Tablo 8 : Değişkenlerin Gruplar Bazında Ortalama Değerleri

	DATO	AKBU	PIKA	AKO	NO
1.GRUP	0.6708	0.0972	897,338,232.56 ₺	0.1383	0.1046
2.GRUP	0.3970	0.1709	6,918,310,658.18 ₺	0.0815	0.1588
3.GRUP	0.2527	0.2593	399,603,059.77 ₺	0.1367	0.0928

DATO değişkeni şirketlerin yaşam döngüsünde bulunduğu aşamayı gösteren değişkendir. Tablo 6 incelendiğinde 1. Grup için ortalama DATO değişkeni 0,6738, 2.Grup için 0,3970 ve 3.Grup için 0,2527 olduğu gözükmektedir. Dolayısıyla 1.Gruptaki şirketlerin yaşam döngüsünün olgunluk aşamasında, 2. Gruptaki şirketlerin yaşam döngüsünün dengelenme aşamasında ve 3. Gruptaki şirketlerin yaşam döngüsünün başında yani büyüme aşamasında olduğu söylenebilir.

AKBU değişkeni şirketlerin büyüme açısından incelendiği değişkendir. Yaşam döngüsü teorisine göre olgunluk aşamasındaki şirketlerin aktif büyüme oranları daha düşük olması beklenirken, büyüme aşamasındaki şirketlerin aktif büyüme oranlarının daha yüksek olması beklenmektedir. Tablo 6'ya göre 1., 2., ve 3. Gruplar sırasıyla 0,0972, 0,1709, ve 0,2593 aktif büyüme oranlarına sahiptir. Yaşam Döngüsü Teorisi'ne göre 1. Gruptaki şirketler olgunluk aşamasında, 2.Gruptaki şirketler dengelenme aşamasında ve son gruptaki şirketler büyüme aşamasındaki şirketlerdir.

PIKA değişkeni ise şirketlerin piyasa değerlerini gösteren değişkendir. Yaşam döngüsünün başındaki şirketler nispeten düşük piyasa değerine sahipken, yaşam döngüsünün olgunluk aşamasındaki şirketler ise belli bir piyasa değerine ulaşmış şirketlerdir. Yapılan kümeleme analizi sonuçlarına göre 1. Gruptaki şirketlerin ortalama piyasa değeri 897.338.232,56 Türk Lirası, 2. Gruptakilerin 6.918.310.658,18 Türk Lirası ve son gruptakilerin 399.603.059,77 Türk Lirası olduğu görülmektedir.

Sonuçlardan görüleceği üzere yaşam döngüsünün ortasındaki ve olgunluk aşamasındaki şirketler açık ara farkla büyüme aşamasındaki şirketlerden daha fazla ortalama piyasa kapitalizasyonuna sahiptir. Bu sebeple 3. Gruptaki şirketlerin yaşam döngüsünün büyüme aşamasında olduğu söylenebilir.

AKO değişkeni, şirketlerin FVÖK değerinin aktife orantılanmasıyla bulunmuştur. Şirketleri kârlılık açısından kıyaslarken kullanılan bir değişkendir. Tablo 6'ya göre kârlılığı en yüksek grup 0,1383 ile 1.Grup olurken, 2.Grup 0,1367 ile onu takip ederken ortalama olarak en düşük kârlılığa sahip grup 0,0815 ile 3. Grup olmuştur. Yaşam döngüsünün olgunluk aşamasındaki şirketler olan 1. Gruptakilerin teoriyle uyumlu sonuçlar verdiği söylenebilirken, 2. Gruptakilerin sonuçlarının bir tutarsızlık oluşturduğu göz ardı edilemez.

NO değişkeni, şirketlerin likidite durumlarını temsil etmektedir. Yaşam Döngüsü Teorisi'ne göre olgunluk aşamasındaki şirketlerin nakit durumlarını gösteren nakit ve benzerlerinin aktife oranı değişkeninin daha yüksek olması beklenmektedir. Tablo 6'yı incelediğimizde 1.Gruptakilerin nakit oranının 0,1046, 2. Gruptakilerin 0,1588 ve 3. Gruptakilerin ise 0,0928 oranlarına sahip olduğunu görmekteyiz. Nihayetinde yaşam döngüsünün büyüme aşamasındaki şirketlerin daha düşük nakit oranı ortalamalarına sahip olduğu görülürken, yaşam döngüsünün dengelenme aşamasındaki ve olgunluk aşamasındaki şirketlerin nakit oranları ortalamalarının daha yüksek olduğu görülmektedir.

Uygulanan kümeleme analizinin tutarlılığını test etmek için verilere ayrıca diskriminant analizi uygulanmıştır. Analiz uygulanırken kategorik bağımlı değişken olarak şirketlerin ait oldukları grup numaraları kullanılmıştır. Kullanılan bağımsız değişkenler yine DATO, AKBU, PIKA, AKO ve NO değişkenleri olmuştur. Analiz yapılırken paket program menüsünden adım adım ilerleme (stepwise method) seçeneği seçilmiştir. Kullanılan metot ise Wilk's lambda metodudur. Kriter olarak ise sabit F değeri kullanılmıştır (Entry = 3,84 ve Removal = 2,71). Sınıflama kısmında ise öncül olasılıklar (prior probabilities) kısmında bütün gruplar eşit (all groups equal) seçilmiş, kovaryans matrisi kullanımı (use covariance matrices) kısmında gruplar içi (within-groups) seçeneği tercih edilmiştir.

Tablo 9 : Havuzlanmış Grup Matrisleri (Pooled Within - Groups Matrices)

		AKBU	DATO	PIKA	AKO	NO
Korelasyon	**AKBU**	1,000	,014	,283	,162	-,058
	DATO	,014	1,000	,219	,176	,192
	PIKA	,283	,219	1,000	,176	-,043
	AKO	,162	,176	,176	1,000	,278
	NO	-,058	,192	-,043	,278	1,000

Değişkenler arasında yüksek korelasyon olması için korelasyon değerlerinin 0,7'den büyük olması gerekmektedir. Tablo 7'deki korelasyon değerlerini incelediğimizde değişkenlerin birbirleriyle arasındaki bütün korelasyon değerlerinin 0,7'den küçük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla değişkenler arasında yüksek korelasyon yoktur. Bu sebeple değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu yoktur.

Tablo 10 : Box'ın Kovaryans Matrislerinin Eşitliği Testi (Box's Test of Equality of Covariance Matrices)

Box's M		45,950
F	Approx.	1,338
	df1	30
	df2	6185,301
	Sig.	,103

H_0 = Kovaryans matrisleri eşittir.

H_1 = Kovaryans matrisleri eşit değildir.

Box'ın kovaryans matrislerinin eşitliği testinde p olasılık değeri (Sig. Değeri) ,103 > 0,05 olduğu için H_0 hipotezi kabul edilir. Sonuç olarak kovaryans matrisleri eşittir.

Tablo 11 : Özdeğerler (Eigenvalues)

Fonksiyon	Özdeğer	Varyans (%)	Kümülatif	Kanonik Korelasyon
1	2,270	60,3	60,3	,833
2	1,495	39,7	100	,774

Analizde kullanılan 2 adet diskriminant fonksiyonu bulunmaktadır. Fonksiyonlara ait özdeğerler ise sırasıyla 2,270 ve 1,495'tir. Özdeğer çıktıları diskriminant analizinin ne kadar önemli olduğunu gösteren istatistik çıktılarıdır. Öz değer göstergesinin alabileceği değerler 0'dan başlar ve herhangi bir üst sınırı yoktur. Özdeğerin 0 olması analizin başarısız olduğunu ve oluşturulan diskriminant fonksiyonlarının herhangi bir ayırma gücü olmadığını ifade eder. 0,40'tan büyük değerler alan özdeğer göstergeleri literatürde arzu edilen değerlerdir.[98]

İlk fonksiyonla açıklanan değişkenlerin varyansı % 60,3 iken ikinci fonksiyonla açıklanan değişkenlerin varyansı % 39,7'dir. Kanonik korelasyon değerlerinin karesini aldığımızda ise şirketleri yaşam döngüsünde bulundukları aşamaya göre ayırmada birinci fonksiyonla şirketlerin % 69,38 'inin , ikinci fonksiyonla ise şirketlerin % 59,90'ının açıklanabileceğini göstermektedir.

Tablo 12 : Wilks' Lambda

Test Fonksiyonları	Wilks' Lambda	Chi-square	df	Sig.
1 ile 2	,123	138,542	10	,000
2	,401	60,341	4	,000

p olasılık değerlerinin ikisi de 0,05'ten küçük olduğu için grup ortalamaları arasında fark vardır.

[98] Emre YAKUT ve Bekir ELMAS, "İşletmelerin Finansal Başarısızlığının Veri Madenciliği ve Diskriminant Analizi Modelleri İle Tahmin Edilmesi", **Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi,** c.15, s.1, 2013, s. 275 – 276.

Tablo 13 : Standartlaştırılmış Kanonik Diskriminant Fonksiyonu Katsayıları (Standardized Canonical Discriminant Function Coefficients)

	FONKSİYONLAR	
	1	***2***
AKBU	,455	-,741
DATO	-,599	,212
PIKA	,546	,752
AKO	-,511	-,320
NO	,521	,183

Bağımlı değişkene göre ayırma işlemi yapılırken bağımsız değişkenlerin önemini gösteren tablo standartlaştırılmış kanonik diskriminant fonksiyonu katsayıları tablosudur. Tablo 11'de görülebileceği şekilde daha önce elde ettiğimiz 2 açıklayıcı fonksiyona ait değişken katsayıları gözükmektedir. Tablo yorumlanırken en dikkat edici nokta analizde kullanılan bütün değişkenlerin tabloda bulunmasıdır. Bu durum bütün değişkenlerin şirketleri birbirlerinden ayırt ederek gruplara ayırma aşamasında önemli olduğunu göstermektedir. Diğer bir ifadeyle analizde gereksiz değişken kullanılmamıştır.

Tablo 14 : Ayırt Etme Sonuçları (Classification Results)

		Tahmin Edlien Grup Üyeliği			Toplam
	Küme Grup Numarası	**1**	**2**	**3**	
Orijinal Sayım	1	33	0	0	33
	2	0	23	1	24
	3	0	0	14	14
%	1	100,0	,0	,0	100,0
	2	,0	95,8	4,2	100,0
	3	,0	,0	100,0	100,0
Analiz öncesi gruplanmış vakaların % 98,6'sı doğru olarak ayırt edilmiştir.					

Diskriminant analizi aracılığıyla, kümeleme analiziyle gruplara ayırdığımız şirketlerin % 98,6'sının doğru bir şekilde gruplara ayrıldığı sonucuna ulaşmaktayız. Diskriminant analizi sonucu INDES kodlu şirketin 2. Grupta yer alırken aslında yanlış sınıflandırılarak 3. Grupta olması gerektiği sonucuna varılmıştır.

Tablo 15 : Grupların Ortalama Temettü Verimleri

	YAŞAM DÖNGÜSÜNDE BULUNDUĞU AŞAMA	**ORTALAMA TEMETTÜ VERİMLERİ**
1. GRUP	Olgunluk Aşaması	0,0614
2. GRUP	Dengelenme Aşaması	0,0343
3.GRUP	Büyüme Aşaması	0,0290

Grupların ortalama temettü verimlilikleri incelendiğinde yaşam döngüsünün olgunluk aşamasında bulunan şirketlerin ortalama temettü verimleri % 6,14 olmaktadır. 1. Grubu % 3,43 ile yaşam döngüsünün dengelenme aşamasında bulunan şirketler takip etmektedir. En düşük ortalama temettü verimliliğine ise % 2,90 ile yaşam döngüsünün büyüme aşamasında bulunan şirketler sahip olmaktadır.

Tablo 13'teki verilere göre 3 grupta bulunan şirketlere de aynı miktarda yatırım yapan bir piyasa katılımcısı en yüksek ortalama temettü kazancını yaşam döngüsünün olgunluk aşamasında bulunan şirketlerden elde ederken, en düşük ortalama temettü kazancını da yaşam döngüsünün büyüme aşamasındaki şirketlerden elde edecektir.

Tablo 16 : Değişkenlerin Gruplar Bazında Ortalama Temettü Verimlilikleriyle Kıyaslanması

	DATO	**AKBU**	**PIKA**	**AKO**	**NO**	**TV***
1.GRUP	0.6708	0.0972	897,338,232.56 ₺	0.1383	0.1046	0.0614
2.GRUP	0.3970	0.1709	6,918,310,658.18 ₺	0.0815	0.1588	0.0343
3.GRUP	0.2527	0.2593	399,603,059.77 ₺	0.1367	0.0928	0.0290

*TV kısaltması temettü verimliliğini temsil etmektedir.

Tablo 6 ve Tablo 13'ün birleştirilmesiyle elde ettiğimiz Tablo 14 incelendiğinde DATO ve TV değişkenlerini kıyasladığımızda iki değişkenin birbirleriyle doğru orantılı olduğunu görmekteyiz. Temettü verimi hisse başına dağıtılan kâr tutarının hissenin cari piyasa fiyatına bölünmesiyle elde edildiği için matematiksel olarak hisse başına dağıtılan kâr tutarını arttırdığımızda piyasa fiyatının sabit kalacağını varsayarak temettü veriminin artacağını söyleyebiliriz. Hisse başına dağıtılan kâr tutarının arttırılması ise aslında şirketin dağıttığı toplam temettü tutarını arttırması, yani DATO oranının yükselmesi demektir.

Yukarıdaki paragrafta bahsedilen perspektiften durumu değerlendirirsek, her 3 gruptaki şirketlerin de yatırım harcamalarını durdurup elde ettikleri net dönem kârına göre aynı oranda temettü dağıttıklarını varsayarsak elde edeceğimiz yeni ortalama temettü verimi oranları 1. Grup için değişmeyip % 6.14'te sabit kalırken, 2. Grup için % 5.79 ve 3. Grup için % 7.60 olmaktadır.

Bu sebeple amacı firmanın ürettiği net dönem kârına ortak olmak olan bir yatırımcının 1 birim net dönem kârı için katlanması gereken 1 birimlik hisse cari piyasa fiyat maliyeti en fazla 2. Grupta olurken, onu 1. Grup takip etmekte ve en az maliyetli küme 3. Gruptaki şirketler olmaktadır.

SONUÇ

Finans piyasalarının en önemli fenomenlerinden biri olan temettü dağıtımı neredeyse son yarım yüzyıldır araştırmacıların en çok ilgi duyduğu ve üzerine makaleler, kitaplar yazdığı bir konulardan biridir. Kâr payı ilişiksizlik yaklaşımı, eldeki kuş teorisi, temsil maliyeti hipotezi, sinyalleme teorisi gibi yaklaşımlarla açıklanmaya çalışılan temettü olgusuna yönelik çalışmalara en son eklenen teori ise Yaşam Döngüsü Teorisi'dir. Teorinin rasyonel nedenlere dayanması, varsayımlarının diğer teorilere göre gerçek dünyayla daha uyumlu olması ve sayısal verilerle desteklenip finans laboratuarlarında tekrar tekrar uygulanarak doğruluğunun test edilebilmesi gibi sebeplerle de temettü konusuna kafa yoran bir çok akademisyenin ilgi ve alakasını arttırmaktadır.

Yaşam Döngüsü Teorisi, şirketlerin yaşam döngüsünde bulunduğu aşamanın kâr dağıtım politikalarını doğrudan etkilediğini ifade eden bir teoridir. Yaşam döngüsünün başında yani büyüme aşamasında bulunan şirketler net bugünkü değeri pozitif olan bir çok yatırım fırsatıyla karşılaşırlar. Bu yatırımları finanse edebilmek için yüksek miktarda kaynağa ihtiyaç duyacaklardır. Bu kaynak ihtiyacını en düşük maliyetle karşılamak için elde ettikleri dönem kârlarını şirket bünyesinde alıkoyarak hissedarlarına dağıtmayıp, yatırımların finansman kaynağı olarak yönlendireceklerdir. Yaşam döngüsünün olgunluk aşamasında bulunan şirketler ise gelişimlerini tamamladıkları için kârlı yatırım fırsatlarıyla karşılaşamayacaklardır. Elde ettikleri dönem kârlarını yönlendirecek kârlı yatırım fırsatları bulunmadığı için de kârları hissedarlara temettü olarak dağıtmaktan başka seçenekleri kalmayacaktır.

Bir şirketin yaşam döngüsünde bulunduğu aşamanın tespit edilmesi genel olarak beş değişkenin bileşimi yardımıyla yapılmaktadır. Bunlar büyüklük, kârlılık, özkaynak bileşimi, büyüme ve likidite durumudur. Yaşam döngüsünün büyüme aşamasında bulunan şirketler çoğunlukla küçük, düşük kârlılığa sahip, özkaynak bileşiminin büyük bir kısmı ödenmiş sermayeden oluşan, yüksek büyüme potansiyeline ve oranına sahip, nakit oranı düşük şirketlerdir. Tam tersine yaşam döngüsünün olgunluk aşamasındaki şirketler ise büyük, yüksek kârlılığa sahip, birikmiş kârları

özsermayelerinde önemli bir yer tutan, düşük büyüme oranlarına sahip likiditesi güçlü şirketlerdir.

Dünyanın dört bir yanındaki çeşitli ülkelerde ve çeşitli borsalarda geçerliği test edilen Yaşam Döngüsü Teorisi'ne yönelik çalışmaların hemen hemen hepsinde şirketlerin temettü dağıtma potansiyelleri incelenmiştir. Temettü dağıtan firmalarla temettü dağıtmayan firmalar keskin bir çizgiyle birbirlerinden ayrılmış ve aralarındaki farklılıklar analiz edilerek teorinin genel hatları ortaya çıkarılmıştır.

Bu tez çalışmasında ise bu çerçevenin dışına çıkılarak sadece temettü dağıtımında bulunan şirketler incelenmiş, yaşam döngüsünde bulunduğu aşamayla hissedarlarına sağladığı temettü kazancı yani temettü verimi arasındaki ilişki mercek altına alınmıştır.

Çalışmanın başlangıcında hisse senedi, kâr, temettü, temettü verimi gibi çalışmanın en temel yapı taşları okuyucuya tanıtılmıştır. Ardından kâr dağıtım politikaları ve bu politikaları etkileyen unsurlardan bahsedilmiştir. 2. Bölümde ise temettü bilmecesini çözmeye yönelik akademisyen ve araştırmacılar tarafından literatüre sunulmuş başlıca temettü yaklaşımlarından bahsedilmiştir. Bölümün sonunda ise çalışmanın ana dayanağı olan Yaşam Döngüsü Teorisi bütün yönleriyle, ayrıntılı bir şekilde anlatılmıştır.

Son bölümde ise şirketlerin yaşam döngüsünde bulunduğu aşama ile temettü verimleri arasındaki ilişki incelenmiştir. İncelenen şirketler BIST Temettü Endeksi'nde işlem gören şirketlerdir. Temettü verimi ilişkisinin incelenmesi tezin temel amacı olduğu için nispeten düzenli temettü dağıtımı yapan şirketler analize tabi tutulmuştur. Bu nedenle BIST Temettü Endeksi'ndeki şirketler tercih edilmiştir. Finans kuruluşları, farklı bilanço yapısına sahip şirketler ve imtiyazlı paylara sahip şirketler analizlere dahil edilmemişlerdir. Temettü verimi hesaplamalarında sadece nakit temettü dağıtımları baz alınmış, diğer türlerdeki temettü dağıtımları analiz dışında bırakılmıştır. Araştırmada kullanılan değişkenler şirketlerin 2011 – 2017 yılına ait bilanço ve gelir tablolarından derlenerek her bir değişkenin 7 yıllık aritmetik ortalamalarıyla işleme tabi tutulmuştur.

Söz konusu şirketler önce yaşam döngüsünde bulunduğu 3 aşamaya göre (büyüme, dengelenme ve olgunluk) gruplara ayrılmış, ardından gruplara ait ortalama temettü verimleri hesaplanmıştır. Gruplara ayırma ve ayrılan grupların teyit edilmesi işlemleri için SPSS 17.0 paket programından yararlanılmıştır. Şirketleri gruplara ayırmak amacıyla verilere kümeleme analizi yapılmıştır. Analizde kullanılan değişkenler yukarıda bahsedilen ve Yaşam Döngüsü Teorisi'ni oluşturan beş temel kategoriye ait değişkenlerdir. Değişkenler seçilirken daha önce yapılmış çalışmalar baz alınmıştır.

Kullanılan değişkenler konusunda bu çalışmayı diğer çalışmalardan ayıran değişken şirketlerin yaşam döngüsünde bulunduğu aşamayı temsil eden değişkendir. Diğer çalışmalarda genellikle birikmiş kârların aktife oranı ya da birikmiş kârların özsermayeye oranı değişkeni kullanılmıştır. Bu tez çalışmasında ise dağıtılan kâr payı tutarının dönem net kârına oranı (DATO) şirketlerin yaşam döngüsünde bulunduğu aşamayı temsil eden değişken olarak seçilmiştir. Bu seçimin sebepleri, sadece temettü dağıtan şirketlerle çalışmanın yapılması ve söz konusu değişkenin diğer bir ifadeyle elde edilen dönem kârının ne kadarlık bir kısmının yatırımları finanse ettiğini göstermesidir.

Tezin uygulama kısmında yapılacak analizlerden önce veri setinin normal dağılıp dağılmadığı test edilmiştir. En yaygın testlerden biri olan Kolmogorov-Smirnov normallik testi veri setine uygulanmıştır. Nihayetinde elde edilen test sonuç değerlerleriyle tüm verilerin normal dağılım gösterdiği belirtilmiştir.

Kümeleme analizi yardımıyla 3 gruba ayrılan şirketlerin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını belirlemek için ANOVA tablosundan yararlanılmıştır. Tabloda bütün p değerleri 0,05'ten küçük bulunmuştur. Dolayısıyla uygulanan 5 değişken de istatistiksel olarak anlamlıdır.

Gruplar bazında değişkenlerin ortalamaları alınarak incelenmiştir. Genel olarak bütün değişkenler teoriyle uyumlu bulunurken sadece kârlılık değişkeninde bir tutarsızlık söz konusu olmuştur.

Ayırma işleminin tutarlılığını test etmek için verilere ayrıca diskriminant analizi uygulanmıştır. Değişkenler arasında yapılan korelasyon analiziyle değişkenlerin birbirleriyle bariz bir korelasyonu olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu nedenle çoklu doğrusallık sorununun olmadığı söylenebilir. Diskriminant analizi sonucu grup ayrımlarını açıklayabilecek 2 diskriminant fonksiyonu bulunmuştur. Birinci fonksiyonla verilerin % 69,38'inin, ikinci fonksiyonla da % 59,90'ının açıklanabileceği bulunmuştur.

Diskriminant analizi sonucunda şirketlerin % 98,6'sının doğru bir şekilde gruplara ayrıldığı sonucuna varılmıştır. Bu yüksek sonuçla birlikte kümeleme analizinin tutarlılığı tasdik edilmiştir.

Grupların ortalama temettü verimleri incelendiğinde yaşam döngüsünün büyme aşamasında olan şirketlerin ortalama verimi % 2,90 , dengelenme aşamasındakilerin % 3,43 ve büyüme aşamasındakilerin ise % 6,14 olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Temettü yatırımcıları en yüksek temettü kazancını yaşam döngüsünün olgunluk aşamasındaki şirketler aracılığıyla elde ederken, en düşük temettü kazancını ise yaşam döngüsünün büyüme aşamasındaki şirketler aracılığıyla elde etmektedirler.

Yaşam döngüsünün olgunluk aşamasındaki şirketler yatırımlarını büyük ölçüde tamamlamış, belli bir pazar payına ulaşmış, kârlılığı yüksek ve yüksek nakit yaratma gücüne sahip şirketlerdir. Bu şirketler sürdürülebilir düzenli kâr dağıtım politikasını benimseyerek yatırımcılarının temettü kazancı elde etmesine de yardımcı olmaktadır.

Yaşam döngüsünün olgunluk aşamasında bulunan şirketlerin temettü verimliliğini etkileyen iki değişken bulunmaktadır. Bunlar hisse başına dağıtılan kâr payı ve hissenin cari piyasa değeridir.

Yaşam döngüsünün olgunluk aşamasında bulunan şirketler belli bir net dönem kârına ulaşmış ve bu kârı sürdürebilir şirketlerdir. Yatırım fırsatları noksandır. Dolayısıyla yıldan yıla elde edilen kârlarda dikkat çekici, yüksek katsayıda büyüme oranları yerine GSYH ile doğru orantılı büyüme oranları gözlemlenmelidir. Matematiksel olarak hisse başına düşen bu kâr oranlarındaki küçük değişimleri

görmezden gelerek yok sayıp hisse başına düşen kârı sabit kabul edersek, dağıtılan hisse başına düşen kâr payı tutarlarındaki küçük değişimleri de yok sayıp hisse başına düşen temettü tutarlarını sabit kabul edebiliriz.

Bir şirketin piyasa değeri basit bir şekilde ifade etmek gerekirse iki parçanın toplamından oluşmaktadır. Bunlar şirketin sahip olduğu ve bilançosunda bulunan varlıkların değeri ile şirketin geleceğe yönelik büyüme fırsatlarının ya da büyüme seçeneklerinin değeridir.[99] Yaşam döngüsünün olgunluk aşamasında bulunan şirketlerin yatırım fırsatları noksan olduğu için varlık yapısında radikal değişikler olmamaktadır. Diğer bir ifadeyle varlık değerindeki küçük değişimleri yine yok sayıp varlık değerini sabit kabul edebiliriz. Öte yandan şirketlerin kârlı yatırım fırsatları olmadığı için büyüme fırsatlarının şirketlerin piyasa değerine katacağı bir değer bulunmayacaktır. Nihayetinde yaşam döngüsünün sonundaki şirketlerin piyasa değerini oluşturan tek etmen şirketlerin varlık değerlemesi olacaktır. Bu durum da şirketlerin piyasa değerlerindeki küçük değişimleri yok sayıp şirketlerin hisse başına piyasa fiyatlarını sabit kabul edebileceğimiz sonucuna ulaştıracaktır.

Dağıtılan hisse başına sabit kabul edilen temettü tutarları ve hisse başına sabit kabul edilen piyasa fiyatları bizleri volatilitesinin düşük olduğu, sürdürülebilir temettü verimi oranlarına yönlendirecektir. Diğer bir ifadeyle yaşam döngüsünün olgunluk aşamasındaki hisse senedi fiyatlarındaki volatilitenin düşük olması beklenmektedir. Bu sebeple yaşam döngüsünün olgunluk aşamasındaki temettü dağıtan şirketleri sabit getirili menkul kıymetlere benzetebiliriz.

Ek 1'de görülebileceği üzere BIST Temettü Endeksi'nin 2011 – 2017 yıllarına ait 1000 günlük hareketli ortalama değeri alındığında (grafikte yer alan mavi çizgi) endeks değerinin 86996 puan olduğu gözükmektedir. Grafiğin hemen altında yer alan ve bir teknik analiz indikatörü olan Ortalama Gerçek Aralık (Average True Range) göstergesiyle 1000 günlük aralığa baktığımızda 1422 puan değerini aldığını görüyoruz. Ortalama Gerçek Aralık (ATR) teknik analizde volatiliteyi ölçmek için kullanılan bir teknik araçtır. J. Welles Wilder tarafından geliştirilen ATR göstergesi yardımıyla elde ettiğimiz sonuçlara göre BIST Temettü Endeksi ortalama % 1,63 volatilite

[99] GRULLON, MICHAELY ve SWAMINATHAN, **a.g.m.,** s. 422.

göstermiştir.[100] Bu sebeple yaşam döngüsünün olgunluk aşamasındaki şirketlerin volatilitesini düşük kabul edebiliriz.

Tablo 17 : Yaşam Döngüsünün Olgunluk Aşamasındaki Şirketlerin Temettü Verimlerine Ait İstatistikler

ŞİRKET SAYISI	ARİTMETİK ORTALAMA	MEDYAN	EN DÜŞÜK DEĞER	EN YÜKSEK DEĞER	STANDART SAPMA
33	0,0614	0,0636	0,0149	0,1004	0,0228

Kaynak: Tablo tarafımızca hazırlanmıştır.

Yaşam döngüsünün olgunluk aşamasındaki şirketlerin temettü verimliliklerine yönelik temel istatistiki veriler Tablo 17'de sunulmuştur. En düşük temettü verimliği % 1,49 ve en yüksek temettü verimliliği % 10,04 olan 33 adet şirkete ait 8 yıllık ortalama temettü verimliliği verisine ait medyan değeri % 6,36 ve standart sapma değeri ise % 2,28 olmaktadır.

Benzer fiyatlama mekanizmaları tahvillerde de görülebilmektedir. Tahvillerin getirileri faiz oranlarıyla doğru orantılı olmaktadır. Faiz oranları ise merkez bankaları tarafından enflasyon verilerine göre belirlenmektedir. Dolayısıyla belirli bir enflasyon oranını sabit tutmayı başarmış merkez bankaları faiz oranlarında da radikal değişikliklere gitmeyerek tahvil getirilerinin belirli bir dar getiri aralığında fiyatlanmasını sağlayacaktır.

Tablo 18 : 2011 - 2017 Yılları Arası Gösterge Faize Ait İstatistiki Veriler

EN DÜŞÜK FAİZ	EN YÜKSEK FAİZ	ORTALAMA FAİZ
0,0458	0,1404	0,0921

Kaynak: https://tr.investing.com/rates-bonds/turkey-2-year-bond-yield-historical-data , (01/06/2019)

Tablo 18'de tahvillerin genel performansını ölçmek için referans olarak seçilen gösterge tahvil faiz oranına ait istatistiki veriler sunulmuştur. Gösterge tahvil faizi T.C. Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen, ikincil piyasada en çok işlem gören, likiditesi yüksek, vadesine yaklaşık 2 yıl kalmış olan ve 3 ya da 6 ayda bir kupon (faiz)

[100] J. Welles WILDER, **New Concepts In Technical Trading Systems,** Greensboro N.C. :Trend Research, 1978, s. 21 – 34.

ödemesi yapan devlet tahvilinin faizidir. 2011 ile 2017 yılları arasında en düşük gösterge faiz oranı % 4,58 ve en yüksek faiz oranı ise % 14,04 olmuştur. Söz konusu dönemde ortalama gösterge tahvil faizi ise % 9,21 olmuştur.

Tablo 19 : BIST Temettü Endeksinin 2011 - 2017 Yıllarına Ait Ortalama Getiri Tablosu

YIL	ENDEKS DEĞERİ	GETİRİ (%)
2011	57383,32	
2012	66963,46	0,1669
2013	79473,82	0,1868
2014	78465,05	-0,0127
2015	82978,73	0,0575
2016	83172,95	0,0023
2017	104763,45	0,2596
ORTALAMA	***79028,68***	***0,1101***

Kaynak: Fiyat Endekslerinin Kapanış Değerleri, https://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/aylik-konsolide-veriler , (01/06/2019).

Daha önce de bahsedildiği gibi bir hisse senedinin kazancı hem temettü kazancı hem de sermaye kazancı şeklinde olabilmektedir. BIST Temettü Endeksi'nde bulunan şirketlerin ortalama kazançlarını basit bir şekilde temettü kazancı ve sermaye kazancı olarak varsayabiliriz. Ortalama sermaye kazancını hesaplarken Tablo 19'daki verilerden yararlanabiliriz. Endeks değerini bir önceki yılın endeks değerinden çıkarıp ardından farkı bir önceki endeks değerine orantılayarak bulduğumuz BIST Temettü Endeksi'nin 2011 – 2017 yılları arası ortalama sermaye kazancı % 11,01 olmaktadır.

Tablo 20 : Ortalama Temettü Verimi ile Ortalama Gösterge Faizin Kıyaslanması

	EN DÜŞÜK DEĞER	EN YÜKSEK DEĞER	ORTALAMA
Yaşam Döngüsünün Olgunluk Aşamasındaki Şirketlerin Temettü Kazancı	0,0149	0,1004	0,0614
Yaşam Döngüsünün Olgunluk Aşamasındaki Şirketlerin Temettü + Sermaye Kazancı	0,125	0,2105	0,1705
Gösterge Tahvil Getirisi	0,0458	0,1404	0,0921

Kaynak: Tablo tarafımızca oluşturulmuştur.

Yukarıda bahsedilen şartları sağlamış ekonomilerde Tablo 20'de de görülebileceği gibi yaşam döngüsünün olgunluk aşamasındaki şirketlerin temettü verimliliği ile tahvillerin faiz getirileri birbirlerini orta vadede ikame edebilecek ve uzun vadede yaşam döngüsünün olgunluk aşamasındaki şirketlerin temettü verimliliği yatırımcıların tahvil faiz getirilerinden daha yüksek kazançlar elde etmelerini sağlayabilecektir.

Modern portföy teorilerinde, portföy dağılımlarının içerisinde bulunan ve otoriteler tarafından "risksiz" olarak kabul edilen tahvillerin yerine yaşam döngüsünün olgunluk aşamasında bulunan, yüksek kârlılığa sahip ve elde ettiği bu kârı hissedarlarıyla paylaşan şirketler ikame edilerek alternatif bir portföy yapısı yatırımcılar tarafından oluşturulabilir.

Türkiye özelinde baktığımızda küçük yatırımcı diye tabir edilen şahıs ve firmaların hisse senedi piyasasına ulaşması tahvil piyasasına ulaşmasından daha kolay olmaktadır. Bu yatırımcılar portföylerini oluştururken sabit getirili menkul kıymet olarak tahvil yerine yaşam döngüsünün olgunluk aşamasındaki şirketleri koyması daha kolay olacaktır.

Piyasalarda belirlenen fiyatlar her zaman kısa vadeli olarak rasyonel olmamaktadır. Ancak orta ve uzun vadede dengeye oturarak rasyonel seviyelere gelmektedir. Hisse senedi piyasalarında da doğal olarak benzer dalgalanmalar

gerçekleşmektedir. Bu dalgalanmalar hisse senedi değeri belirli bir fiyat aralığında hareket eden yaşam döngüsünün olgunluk aşamasındaki şirketlerin fiyatlarını da yukarı ya da aşağı çekebilmektedir. Temettü verimleri piyasada oluşan yanlış fiyatlamayla düşen ya da yükselen bu şirketlerin hisse senetleri, yatırımcılarına temettü kazancına ek olarak bir de sermaye kazancı fırsatı sunmaktadır. Benzer bir durum sıradan yatırımcılar yerine piyasa katılımcılarının deneyimli ve belirli bir donanıma sahip piyasa profesyonellerinden oluşan tahvil piyasalarında çok nadir karşılaşılmaktadır. Bu bakış açısıyla yatırımcıların portföylerinde tahvil yerine onu ikame edebilecek yaşam döngüsünün olgunluk aşamasındaki şirketlere yer vermesi, yatırımcıların hedefledikleri getiri oranlarının üstünde getiriler elde etmesini sağlayabilir.

Tahvil yatırımcılarının getiriler için göze aldıkları risk, faiz riskidir. Faiz riskinin ana etmeni merkez bankalarının aldığı faiz artırım ya da azaltım kararlarıdır. Merkez bankalarının politika faizi olarak tanımlanan haftalık repo faiz oranları piyasaların baz aldığı faiz oranlarıdır. Adından da anlaşılacağı üzere bir para politikası aracı olarak kullanılan politika faiz oranları kararları, ülkelerin yetkili istatistik kurumları tarafından hesaplanan enflasyon oranlarına müdahale etmek için kullanılmaktadır. Yüksek enflasyon dönemlerinde merkez bankaları faiz arttırarak piyasadaki para arzını azaltırken, düşük enflasyon dönemlerinde ise faiz azaltarak piyasadaki para arzını arttırırlar.

Tahviller ikincil piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerdir. Yatırımcılar tarafından alınıp satılarak arz talebe göre fiyatları belirlenir. Merkez bankalarının aldığı faiz kararlarıyla tahvil faizleri doğru orantılı olurken, yatırımcıların tahvil getirileri ters orantılı olmaktadır. Merkez bankaları tarafından alınan faiz artırım kararlarıyla beraber tahvillerin de faiz oranları yükselmektedir. Diğer bir ifadeyle alternatif maliyetleri yükseleceği için ikincil piyasalarda satılarak cari piyasa fiyatları düşmektedir. Bu durumda tahvil yatırımcılarının zarar etmesine sebep olmaktadır.

Yaşam döngüsünün olgunluk aşamasındaki şirketlerin riski ise iflas riskidir. Anormal piyasa koşulları, yanlış yönetici kararları gibi sebeplerle şirketler ticari hayatının sonuna gelebilmektedir. Yaşam döngüsünün olgunluk aşamasındaki şirketler büyük, pazarın belli bir kısmını hakimiyetine geçirmiş, köklü, kârlılığı yüksek

şirketlerdir. Büyük şirketler piyasadaki dalgalanmalara ve ekonomik krizlere karşı küçük şirketlere göre daha dayanıklıdır. Yüksek nakit oranına ve serbest nakit akışlarına sahip olan yaşam döngüsünün sonundaki şirketler likidite riskine karşı da dayanıklıdır. Büyük ve köklü şirketler olan yaşam döngüsünün olgunluk aşamasındaki şirketler, kurumsallık ilkelerine bağlı ve şirketin yaşam süresi boyunca basiretli yöneticiler tarafından oluşturulmuş, günden güne değişmeyen rasyonel politikalar tarafından yönetilmektedir. Nihayetinde yaşam döngüsünün olgunluk aşamasında bulunan şirketlerin sistematik riskinin düşük olduğu söylenebilir.[101]

[101] GRULLON, MICHAELY ve SWAMINATHAN, **a.g.m.,** s.421.

EKLER

Ek 1: Temettü Endeksine Ait 2011 – 2017 Yılları Arası Grafik Görüntüsü



KAYNAKLAR

Kitaplar:

AKGÜÇ, Öztin. **Finansal Yönetim**, 7.Baskı, İstanbul: Muhasebe Enstitüsü Yayınları, 1998.

ALBAYRAK, A.S. **Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri,** Ankara: Asil Yayın Dağıtım Ltd. Şti., 2006.

ARNOLD, Glen. **Corporate Financial Management,** Harlow: FT Prentice Hall, 2005.

AYDIN, N., COŞKUN, M., BAKIR, H., CEYLAN, A. ve BAŞAR, M. **Finansal Yönetim,** 3.Baskı, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2005.

BALL, G. H. **Classification Analysis**, California: Stanford Research Institute, 1970.

BULAN, Laarni T. ve SUBRAMANIAN, Narayanan. "The Firm Life Cycle Theory Of Dividends", **Dividends And Dividend Policy by H. Kent Baker**, Chapter 12, Wiley, 1st Edition, 2009.

BAKER, Kent ve POWELL, Gary. **Understanding Financial Management: A Practical Guide,** Wiley-Blackwell, 1st Edition, 2005.

BRIGHAM, Eugene F. ve GAPENSKI,Louis C. **Financial Management: Theory and Practice**, Orlando: The Dryden Press, 1994.

BOLAK, Mehmet. **İşletme Finansı**, 1.Baskı, İstanbul: Birsen Yayınevi, 1998.

CEYLAN, Ali. **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 8. Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi, 2003.

DURAN, B.S. ve ODELL, P.L. **Cluster Analysis**, New York: Springer-Verlag, 1970.

EMERY, Douglas R., FINNERY, John D. ve STOWE, John D. **Principles of Financial Management**, 1. Baskı, New Jersey: PrenticeHall, 1998.

EVERITT, B. ve DUNN, G. **Applied Multivariate Data Analysis,** New York: Oxford University Press Inc., 2001.

FRANKFURTER, George M., WOOD, Bob G. ve WANSLEY, James. **Dividend Policy: Theory And Practice**, London: Academic Press Inc., 2003.

GITMAN, Lawrence J. **Principals Of Managerial Finance,** 10th Ed., Addison Wesley, 2002.

GÖKÇE, Ümit. **Finansal Yönetim,** 1.Baskı, Ankara: Gökçe Kitabevi, 2004.

HORNE, Van James ve WACHOWICZ, John M. **Fundamentals Of Financial Management**, 11th Edition, Upper Saddle River N.J. : PrenticeHall, 2001.

JOHNSON, A.R. ve WICHERN, D.V. **Applied Multivariate Statistical Analysis,** 2nd Edition, Englewood Cliffs New Jersey: Prentice Hall, 1988.

KAPIL, Sheeba. **Financial Management**, 1st Edition, Pearson Education, 2011.

LORR, M. **Cluster Analysis For Social Sciences**, San Fransisco: Jossey-Bass, 1983.

MISHKIN, Frederic S. **The Economics of Money, Banking and Financial Markets,** 8th Edition, Adison-Wesley Longman, 2007.

OKKA, Osman. **Analitik Finansal Yönetim: Teori ve Problemler**, 1.Baskı, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 2009.

ÖZDEMİR, Muharrem. **Finansal Yönetim**, 1.Baskı, Ankara: Türkmen Kitabevi, 1999.

PIKE, Richard ve Neale, Bill. **Corporate Finance and Investment: Decisions and Strategies**, FT Prentice Hall, Harlow, 2003.

ROSE, Peter S. ve HUDGINS, Sylvia C. **Bank Management and Financial Services**, 6th Edition, New York: McGrawHill International Edition, 2005.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W. ve JAFFE, Jeffrey. **Corporate Finance**, 7th Edition, New York: McGraw Hill International Edition, 2005.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, R.W. ve JORDAN, B.D. **Fundamentals Of Corporate Finance,** 4th Ed., Boston: Irwin/McGraw-Hill, 1998.

SAUNDERS, Anthony ve CORNETT, Marcia Millon. **Financial Institutions Management: A Risk Management Approach**, 5th Edition, New York: McGraw Hill International Edition, 2006.

TÜRKO, Metin. **Finansal Yönetim**, 2.Baskı, İstanbul: Alfa Basım, 2002.

WILDER, J. Welles. **New Concepts In Technical Trading Systems,** Greensboro, North Carolina: Trend Research, 1978.

YÜKSEL, Ali Sait, YÜKSEL, Aslı ve YÜKSEL, Ülkü. **Banka Yönetimi El Kitabı**. 1. Baskı, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2002.

Süreli Yayınlar:

ALLEN, Franklin ve MICHAELY, Roni. "Payout Policy", **Handbook of the Economics of Finance**, Wharton Financial Institutions Center, April 2003.

ALLEN, Dave E. ve RACHIM, Veronica S. "Dividend Initiations And Asymmetric Information", **The Financial Review**, 38, 2003.

ÇAKMAK, Zeki. "Kümeleme Analizinde Geçerlilik Problemi ve Kümeleme Sonuçlarının Değerlendirilmesi", **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı:3, Kasım 1999.

ÇELİK, M.K. "Bankaların Finansal Başarısızlıklarının Geleneksel ve Yeni Yöntemlerle Öngörüsü", **Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi,** 17(2), 2010.

ÇELİK, Sibel. "Kar Payı Politikası ve Yaşam Döngüsü Teorisi: İMKB İmalat Sektöründe Ampirik Bir Uygulama", **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 13, Sayı 2, 2013.

DEANGELO, Harry, DEANGELO, Linda ve STULZ, Rene M. "Dividend Policy And The Earned/Contributed Capital Mix: A Test Of Life-Cycle Theory", **Journal Of Financial Economics,** 81, 2006.

DEANGELO, Harry ve DEANGELO, Linda. "The Irrelevance Of The MM Irrelevance Theorem", **The Journal Of Financial Economics,** 79, 2006.

DEANGELO, Harry ve DEANGELO, Linda. "Payout Policy Pedagogy: What Matters And Why", **European Financial Management**, Vol. 13, No. 1, 2007.

DENNIS, D.J. ve OSOBOV, I. "Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence On The Determinants Of Dividend Policy", **Journal Of Financial Economics**, Vol. 89, 2008.

FAMA, Eugene F. ve FRENCH, Kenneth R. "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics Or Lower Propensity To Pay?", **Journal Of Financial Economics,** 60, 2001.

FAMA, Eugene F. ve JENSEN, Michael C. "Agency Problems And Residual Claims", **Journal Of Law And Economics,** Haziran 1983.

GRULLON, Gustavo, MICHAELY, Roni ve SWAMINATHAN, Bhaskaran. "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?", **The Journal of Business**, Vol. 75, No. 3, Temmuz 2002.

GÜREL, Eymen. **Kâr Dağıtım Politikalarının Etkinliği Ve İMKB Uygulaması,** Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008.

KARACA, S.S. "Şirketlerin Kâr Dağıtım Politikası ve Kâr Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymet Borsası'nda Bir İnceleme", Doktora Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya, 2007.

KUL, Seval. **Uygun İstatistiksel Test Seçim Kılavuzu**, Plevra Bülteni**,** 8(2), 2014.

KUTUKIZ, Doğan. **Finansal Açıdan Anonim Şirketlerde Kâr Payı Dağıtım Politikası Ve Türkiye Uygulaması,** Doktora Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1997.

MILLER, Merton H. ve MODIGLIANI, Franco. "Dividend Policy, Growth, And The Valuation Of Shares", **The Journal Of Business,** Vol.34, No.4, 1961.

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

PEKKAYA, Mehmet. "Kâr Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz", **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi,** Cilt 2, Sayı 4, 2006.

ÜNSAL, Aydın. "Diskriminant Analizi ve Uygulaması Üzerine Bir Örnek", **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** 3, 2000.

WALTER, James E. "Dividend Policies and Common Stock Prices", **The Journal Of Finance,** Vol.11, No.1, 1956.

YAKUT, Emre ve ELMAS, Bekir. "İşletmelerin Finansal Başarısızlığının Veri Madenciliği ve Diskriminant Analizi Modelleri İle Tahmin Edilmesi", **Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi,** c.15, s.1, 2013.

YAP, B.C., YONG, D.G. ve POON, W.C. "How Well Do Financial Ratios And Multiple Discriminant Analysis Predict Company Failures In Malaysia", **International Research Journal Of Finance And Economics**, s.54, 2010.

ZENG, Tao. "What Determines Dividend Policy: A Comprehensive Test",**Journal of American Academy of Business**, Vol. 2, No.2, 2003.

İnternet Adresleri:

Borsa İstanbul A.Ş. Endeks ve Veri Direktörlüğü. **BIST Pay Endeksleri Temel Kuralları,** İstanbul: 2018, https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/bist-pay-endeksleri-temel-kurallari.pdf?sfvrsn=6 , (20/01/2019).

Gelir İdaresi Başkanlığı Mükellef Hizmetleri Daire Başkanlığı.**G.V.K. Geçici 67 nci Madde Uygulaması İle İlgili Olarak Gerçek Kişilere Yönelik Vergi Rehberi**, Yayın No:214, Mart 2016, https://www.gib.gov.tr/sites/default/files/fileadmin/beyannamerehberi/2016_gecici67.pdf , (28/05/2019).

Gelir İdaresi Başkanlığı Mükellef Hizmetleri Daire Başkanlığı. **Menkul Sermaye İradı Elde Eden Mükellefler İçin Vergi Rehberi**, Yayın No:304, Şubat 2019, https://www.gib.gov.tr/sites/default/files/fileadmin/beyannamerehberi/2019_menkulsermaye.pdf, (28/05/2019).

Gelir İdaresi Başkanlığı. **Yatırım Fon ve Ortaklıklarında Vergi Uygulamaları**, https://www.gib.gov.tr/sites/default/files/fileadmin/yayinlar/Yatirim_fon_ortakliklarinda_vergileme_rehberi.pdf ,(28/05/2019).

Merkezi Kayıt Kuruluşu, **Merkezi Kaydi Sistem İş ve Bilişim Uygulama İlke ve Kuralları Yönergesi,** 22/02/2019, Sürüm no: 8.6, https://www.mkk.com.tr/project/MKK/file/content/Bilgi%20Merkezi%20Dosyalar%C4%B1%2FD%C3%BCzenlemeler%2F%C4%B0%C3%A7%20D%C3%BCzenlemeler%2Fisvebilisim , (22/05/2019).

ÖZER, Şeref. "Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Paylara İlişkin Yeni Düzenlemeler Veya Anonim Ortaklık Kavramının Kamu Hukuku Süjesi Mi Yoksa Özel Hukuk Süjesi Mi Olduğu Sorunu", *Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi*

Yeterlik Etüdü, Kasım 2011, http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/1071, (20/05/2019).

Türk Dil Kurumu. **Güncel Türkçe Sözlük**, 2018, http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&kelime=k%C3%A2r%20pay%C4%B1&guid=TDK.GTS.519a621d3bec66.47399553 , (22/03/2018).

19.1 Kâr Payı Tebliği (II-19.1), 23/01/2014 Tarih ve 28891 sayılı Resmi Gazete.

22.1 Geri Alınan Paylar Tebliği (II-22.1), 03/01/2014 Tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete.

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu, 14/02/2011 Tarih ve 27846 sayılı Resmi Gazete.