

KAR PAYI DAĞITIMININ ŞİRKET DEĞERİ ÜZERİNE ET- KİSİ: İMKB 30 ENDEKS HİSSELERİNE BİR ANALİZ

Öğr. Grv. Mehmet PEKKAYA

Zonguldak Karaelmas Üniversitesi

İİBF İşletme Bölümü

mehpekkaya@yahoo.com

ÖZET

Şirketlerin kar payı dağıtımını etkileyen faktörler ve kar payı dağıtımı ile ilgili görüşler üzerinde durulmuştur. İMKB 30 Endeksine dahil olan, 19 şirketin dağıtmadığı kâr miktarı ve dağıttığı kâr miktarının şirket değerini ne ölçüde etkilediği üzerinde regresyon analizi yapılmıştır. Türkiye’de düzenli veriler 1987-2006 tarih aralığında elde edilmiş olup, Türkiye’de kâr payı dağıtımının genellikle yıllık olmasından dolayı, 13-19 arasında az sayıda veriyle çalışma yapılmıştır. Çalışmada, ancak 5 şirketin istatistiksel sonuçları anlamlı çıkmıştır. Buna göre, otofinansmanla şirket değeri anlamlı ve pozitif ilişki sergilemektedir. Ancak, kâr payı dağıtım miktarı için aynı netlik sözkonusu değildir. Kâr dağıtım miktarı, bazı şirketlerin değerini olumlu etkilerken, bazıları negatif yönde etkilemektedir. Bu durum, kâr payı üzerindeki bilmeceyi ve birbirine zıt görüşleri destekler niteliktedir.

Anahtar Kelimeler: Kâr Payı Dağıtımı, Şirket Değeri, İMKB 30.

EFFECT OF DIVIDEND POLICY ON A FIRM VALUE: AN ANALYSIS ON SHARES OF ISE 30 INDEX

ABSTRACT

In this study, we focused on the factors that affect the dividend policy and opinions on dividend policy of firms. The regression analysis is applied to ISE 30 Index firms in Turkey. We measured the influence of dividend payment and internal financing on a firm value. Data are used between 1987-2006. In Turkey, since dividend payments are made annually, a few data between 13 and 19 are used. In this study, only 5 firms' results are statistically significant. Accordingly, internal financing and firm value have a positively meaningful correlation. However, dividend payments have not such a clear meaning. While dividend payments of some firms have positive influence on firm value, some have negative influence. Consequently, this position supports puzzle on dividend payments and contrary theoretical opinions.

Keywords: Dividend Payment, Firm Value, ISE 30.

GİRİŞ

Finansal yönetimin temel politikaları yatırım, finanslama ve kâr payı (temettü) olarak ifade edilebilir. Kâr payı dağıtım politikasındaki hedef firma değerini artırmaktır ve bunun üzerine farklı görüş, yaklaşımlar vardır. Kâr payı dağıtım politikası, dönem sonunda elde edilen işletme kârlarının ortaklara dağıtılması veya yatırıma dönüştürülmesiyle ilgili kararları içermektedir. İşletmenin kuruluş amaçlarından birisi kâr elde edip, bu kârın ortaklara dağıtılmasıdır. Söz konusu bu kâr payı dağıtım politikası, işletmenin hisse senetlerinin fiyatlarının maksimizasyonu açısından da önemlidir. Ancak, işletmenin hem büyümesi hem de yüksek kâr payı vermesini beklemek birbiriyle çelişmektedir. Çünkü yüksek kâr payı dağıtımı yapan işletme, daha az oto finansman yapmak durumundadır. Bir anlamda, finansman yöneticileri işletmenin kâr payı dağıtım politikasını, işletmenin büyüme seyrine engel olmayacak ve aynı zamanda ortakların beklentilerine uygun bir düzeyde belirlemelidirler.

Bu çalışmada, İMKB 30 Endeksine dahil olan şirketlerin otofinansman ve kâr payı dağıtımlarının, şirket hisselerinin piyasa değerleri üzerindeki etkisi regresyon analiziyle ölçülmesi amaçlanmıştır. İMKB 30 Endeksine dahil yeterli verisi olan 19 şirket üzerinde çalışılmıştır. Veriler, 1987-2006 döneminde yıllık olarak hesaplamalara dahil edilmiştir. Türkiye’de şirketlerin dağıttıkları kâr payları çoğu kez yıllık olmasından dolayı, ilişki kurmak için yeterli veri bulmayı olanaksız kılmaktadır. Böyle bir regresyon analizinin, İMKB üzerinde daha önce uygulanmamış olması bizi bu çalışmayı yapmaya yöneltmiştir.

Enflasyon, şirket yatırım fırsatlarını değerlendirme ve politikaları gibi, şirketlerin kâr dağıtım politikalarını etkileyen faktörler ve şirketlerce oluşturulan kâr dağıtım politikaları üzerinde durulmuştur. Türkiye’deki şirketlerin belirledikleri kâr payı dağıtım oranlarının nedenlerine değinilmiştir. Ayrıca, şirketlerin dağıttıkları kâr payı ile şirket değeri arasındaki ilişki üzerine olan bilimsel görüşlerden bahsedilmiştir. Ampirik çalışmada, otofinansman ve kâr payı dağıtımının şirket değeri üzerine etkisi analiz edilmiştir.

KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI ÜZERİNE YAPILAN BAZI ÇALIŞMALAR

Kâr payı ilintisizliği önermesi, kâr payı politikalarının şirket değeri üzerinde bir etkisi olmadığını savunur. Bu görüş, Merton Miller ve Franco Modigliani (MM) tarafından 1961 yılında “Kâr Dağıtım Politikası, Büyüme ve Hisse Senetlerinin Değerlemesi” adlı makalelerinde savunulmuştur. Ancak bu durumun gerçekleşmesi için, etkin piyasa, rasyonel davranışlar ve tam belirlilik varsayımları üzerinde durmuşlardır. Etkin piyasa kavramında, derin piyasanın varlığından dolayı menkul kıymet alıcı ve satıcılarının yaptıkları işlemlerle fiyat belirleyemezler. Etkin piyasa varsayımında, yatırımcı için aracı ücreti, transfer vergisi veya diğer işlem maliyetleri söz konusu olmamaktadır. Ayrıca dağıtılmış ve dağıtılmamış kârlar ile sermaye kazançları için vergi söz konusu olmadığından kâr payı dağıtımında vergi faktörünün etkisi yoktur. Rasyonel davranış, yatırımcıların daima daha fazla refahı tercih ettikleri, bu anlamda hisse senedi veya nakdi önemsemedikleri anlamındadır. Tam belirlilik, işletmenin gelecekteki kârları hakkında her yatırımcının tam güvenini ifade edip, hisse senedi ve tahvil arasında ayırımın gereksinimi yoktur. MM’nin makalesindeki temel görüş, bir firmanın kâr payı ödeme politikası ne o andaki hisse

senetlerinin cari fiyatını ne de hissedarların elde edeceği toplam getirisini etkileyecektir (Miller ve Modigliani, 1961:219-250).

Black, 1976 yılında yayınladığı makalesinde, “Şirketler neden kâr payı öder?, Yatırımcılar neden kâr payına önem verir?” sorularına verilecek cevapların görüldüğü gibi kolay olmadığını ifade eder. Kâr payı resmine ne kadar yakından bakılırsa, resimden çok bilmeceye benzediği üzerinde durmaktadır. Makalede kâr payı bilmececi üzerine aşağıdaki şekilde sonuçlar çıkarmaktadır (Black, 1976:269-278).

Şirket kâr payı ödemezse ancak, MM teoremi varsayımına göre şirket değerinde değişme olmayacaktır.

Vergi bakımından, yatırımcılar ve şirketler kâr payı tutarına kayıtsız kalmaz ve daha düşük kâr payını veya hiç kâr payı almamayı tercih ederler.

İşlem maliyeti, şirketlerin kâr payı dağıttıkları hakkında pek fikir vermemektedir.

Kâr payı değişikliklerinin şirketler hakkında söylediği şey, şirketlerin neden kâr payı ödediklerini tam olarak açıklamamaktadır.

Şirketlerin kâr payı vermesi, kredi verenlere zarar vermek olarak gösterilmektedir.

Kâr payı ödememek yoluyla fon elde etmenin maliyetinin düşük olması üzerine, “Şirketler neden hala kâr payı dağıtmaktadır?” şeklinde bir sitem söz konusudur.

Yedimlerin kâr payı ödemeyen şirketleri, şirketler de (vergi nedeniyle) kâr payı ödeyen şirketlere yönelmektedirler. Bu anlamda, şirketlerin kâr payı dağıtımını üzerine karar vermeleri zor olmaktadır.

Holder, Langrehr ve Hexter yaptıkları çalışmada, büyük firmaların daha fazla kâr payı ödeme eğiliminde olduğu sonucuna varmışlardır. Ayrıca, yüksek oranlı hissedarların olduğu işletmelerde daha az kâr payı dağıtılırken, hisse senedi yoğun işletmelerde (hisselerin tabana yayıldığı) daha fazla kâr payı dağıtıldığı saptanmıştır. Bu çalışmada, kâr payı dağıtım oranı, şirket borçluluğu, hissedarların isteği ve yatırım kararlarına göre saptanmakta olup sinyalleme görüşünü desteklemektedir. Buna ek olarak, az borçlu veya az kâr payı dağıtan işletme, diğerlerine göre daha büyük likiditeye sahip olur ve iflas riski azdır (Holder, 1998:73-82).

Baker ve Powell, 1997 yılında yaptıkları, NYSE Endeksine dahil 198 işletmenin yöneticisiyle cevap verdiği anketlerden, 3 endüstri üzerinde 20 farklı faktörün kâr dağıtım politikasını ne ölçüde etkilediği üzerinde üst düzey yönetici (CEO) görüşlerini almıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre; kâr payı dağıtım politikasının en büyük belirleyicisi, (1) 1956’da Lintner’in tanımladığına benzer, şimdiki kâr, gelecekte beklenen kâr ve geçmişteki devamlı (sürekli) kâr dağıtımının düzeyi ve (2) düzenli kâr payı dağıtımıdır. Çalışmada ayrıca, çoğu yöneticinin şirketin piyasa değerini, kâr payı politikasının etkilediğine açıkça inanmakta ve kâr payı değişiminin yatırımcıyı etkileyen bir sinyalleme olduğundan endişelenmektedir (Baker vd., 2000:29-40).

Baker ve Powell, 1997 yılında yaptıkları, NYSE Endeksine dahil 198 işletmenin yöneticisiyle cevap verdiği anketlerden, 3 farklı endüstride kâr dağıtım politikasının firma değeri üzerinde ne ölçüde etkilediği, firmaların kâr dağıtım oranını nasıl belirlediği ve hangi görüşleri benimsediği üzerinde yönetici görüşlerini almıştır. Çalışmaya göre; birçok yönetici (1) kâr payı dağıtım politikasının şirket değerini

etkilemekte, (2) yüksek oranda sinyalleme görüşünde hem fikirken; vergi ve eldeki kuş görüşünde fikir birliği söz konusu olmamakta, (3) Lintner görüşü ve kâr payı dağıtımının sürekliliğini desteklemektedirler (Baker vd., 1999:17-35).

Baker, Veit ve Powell, 1999 yılında Nastaq Endeksine dahil 630 işletmenin yöneticisiyle yapılan anketlerden, 22 farklı faktörden en fazla hangisinin kâr payı dağıtım politikasını etkilediği üzerinde yönetici (CEO) görüşlerini almıştır. Elde edilen sonuçlara göre, her firma aynı faktörlere önem vermemekte, özellikle finansal veya finansal olmayan firmalarda belirgin farklılıklar gözlenmektedir. Finansal firmalar, düzenli kâr, şu anki kâr ve gelecekteki kâr başta olmak üzere 22 faktörden 9 tanesine önem vermektedir. Çalışma, hemen her işletmenin yılda bir kez kâr payı dağıtım politikasını değerlendirdiğine değinmiş olduğunu ve bu politika belirlenirken bütün firmaların aynı faktörlere bağlı olmadığını üzerinde sonuca varmıştır. Ayrıca, şirket değerini ve hissedarların servetini belirlediği için CEO'lara kâr payı dağıtım politikasına önem vermesi üzerinde tavsiyede bulunmaktadır (Baker vd., 2001:19-37).

Baker, Powell ve Veit, Nastaq Endeksine dahil 630 işletmenin finans yöneticisiyle, 1999 yılında yaptıkları anketlerden, kâr payı dağıtım politikası üzerinde yönetici görüşlerini almıştır. (1) Nastaq firmaları Lintner'in görüşünü desteklediği; (2) optimum kâr payı politikasının, şu anki kâr payı ile gelecekteki büyüme arasında olduğu ve bunun hisse senedi fiyatını maksimize ettiği, (3) yöneticilerin kâr payı dağıtımı ile en güçlü sinyalleme desteğini yapıyor olduğu sonucuna varmışlardır. Yöneticiler, vergi üzerinde pek açıklayıcı bilgi vermemişler, ancak şirket kazançlarının kâr payı dağıtımlarıyla ilişkisini açıklamışlar ve çoğu eldeki kuş görüşünde katılmadıklarını ifade etmişlerdir. Çalışmada, araştırmacılara kâr payı vermeyen veya düzensiz kâr payı dağıtan Nastaq firmalarının incelenmesi önerilmiştir (Baker vd., 2002:267-283).

Aivazian, Booth ve Cleary (2003), aralarında Türkiye'nin de bulunduğu gelişmekte olan piyasalarındaki firmaların 1981-1990 yıllarına ait verilerini kullanarak, bu firmaların kâr dağıtım politikalarını ABD'deki firmalarla karşılaştırmıştır. Bu çalışmanın ampirik sonuçlarına göre; yüksek kâr eden işletmelerin yüksek kâr payı vermeye eğilimli olduğu, yüksek borçlu işletmelerin düşük kâr payı dağıttığı, kâr paylarının şirket varlıklarındaki açıklıkla negatif ilişkide olduğu ve beklenen aksine piyasa değeri / defter değeri oranı kâr payı dağıtımına negatif etki yaptığı sonucuna varılmıştır. Sonuç olarak, gelişmekte olan ülke firmalarının kâr payı politikalarının ABD firmalarıyla aynı faktörlerden etkilendiği, ancak bu değişkenlere duyarlılıklarının farklı olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerin firmaları daha çetin şartlarda olmalarına rağmen, ABD'li şirketlerden daha büyük oranda kâr payı dağıtıyor olması, en büyük bilmece olarak isimlendirilmiştir (Aivazian vd., 2003:371-387).

Ho (2003), Avustralya'daki ASX 200 ve Japonya'daki Nikkei 225 Endekslerine dahil şirketler üzerinde yaptığı çalışmada, Avustralya'da daha yüksek oranda kâr payı dağıtıldığını saptamıştır. Avustralya'da büyüklük ve Japonya'da likidite pozitif finansal faktörler ve Japonya'da ayrıca risk negatif faktör olmak üzere kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir. Avustralya'da, özellikle vergi avantajı gibi çevre faktörleri kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir. La Parta'nın 2000'deki çalışması kanuni sistemin ve Aivazian'ın 2001'deki çalışması ülke ve sanayi faktörlerinin gelişmekte olan ülkelerin kâr payı politikalarını etkilediğini, ancak bu alanda daha çok çalışmaların yapılması gerektiği üzerinde durulmuştur (Ho, 2003:91-100).

Deshmukh (2005), NYSE veya AMEX’de işlem gören 446 firmanın 1988-1992 periyodundaki verileri üzerinde yaptığı çalışmada, kâr payının nakit akışı ve analist destekçileriyle pozitif ilişkide olup büyüme fırsatlarıyla negatif bir ilişki içerisinde olduğunu göstermiştir. Bu çalışma, Allen ve Michealy’in 1995 yılındaki çalışmalarında elde ettikleri, yüksek derecede bilgi asimetrisine ve büyük yatırım fırsatlarına sahip işletmeler kâr payı ödemelerinden kaçınmaları gerektiği sonucunu desteklemektedir (Deshmukh, 2005:107-127).

KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

İşletmeler, genellikle büyüyen bir kâr payı politikasını, değişken kâr payı politikasına tercih ederler. Ayrıca, işletmenin hisse senetlerini piyasa değeri ile dağıtılan kâr payı arasında yakın ilişki kurulmaktadır. İşletmelerin kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörlerin başlıcaları aşağıdaki gibi özetlenebilir (Ceylan, 2000:200-2003; Kargun, 1999:16-18; Berk, 1995:368-370; Okka, 2005:413-415).

Yasal Kurallar: TTK kâr dağıtımıyla ilgili 3 ilkedен söz eder. Bunlar, (1) Net Kâr İlkesi (2) Esas Sermayenin Koruma İlkesi ve (3) Şirketlerin Borçlarını Ödeme Gücüne Sahip Olma İlkesidir (Aydın vd., 2006:431). SPK, 05.05.2006 tarih ve 21/537 sayılı kurul ilke kararı ile SPK mevzuatının 8. bölüm (8.3) 252/34 nolu sayfında, yedek akçeler ayrıldıktan sonra kâr payı oranı en az %30 olarak zorunlu tutulmaktadır (SPK, 2006).

İşletmenin Likidite Durumu: Kâr payı nakit çıkış gerektiren bir işlem olduğundan, likiditesi iyi olan bir işletme kolaylıkla kâr payı dağıtabilir. Hızlı büyüyen işletmeler ve/veya gelecekle ilgili belirsizliğin çok olan dönemlerdeki işletmeler likidite durumlarını yüksek tutmak için, yüksek oranda kâr payı dağıtmazlar. Ayrıca, kârlı işletmeler dahi nakit durumundaki elverişsizliklerinden dolayı kâr dağıtması söz konusu olmayabilir.

Borçların Ödenmesi ve Yeni Yatırım Planları: İşletmeler, vadesi gelen borçlarını yeni borç alarak veya kâr dağıtmayarak gerçekleştirir. İşletmeler yeni yatırım yapmayı planlıyorsa veya yeni kurulmuş işletmeler de bu finansmanı karşılamak için kârlarını dağıtmayabilir. Ayrıca, hisse senetlerini pazarlama zorluğu ve hisse senedi çıkarım giderlerinin yüksekliği de kârı işletmede tutmaya neden olabilmektedir. Özellikle küçük işletmelerin borçlanma olanağı daha az ve/veya daha yüksek faiz oranından borçlanmasından dolayı, borçlanma yerine kâr dağıtmaması veya oto finansman daha anlamlı olabilir. Özellikle uzun dönemli borç verenin durumunu korumak amacıyla hazırlanmış sözleşmelerde kâr dağıtım politikalarıyla ilgili bazı sınırlamalar söz konusu olabilmektedir. Bunlar, dağıtılmayan kârlardan kâr payı ödemesi yapılamayacağı; net işletme sermayesinin belirli bir tutarın altındayken kâr payı ödenemeyeceği şeklinde olabilir.

Kârlardaki Düzenlilik: Şirketlerin kârları ne kadar öngörülebilir ve istikrarlı ise kâr payı ödemelerinin yapılması da o ölçüde kolay olmaktadır. Planlamasını iyi yapmış, profesyonel yönetici kadroları barındıran işletmeler ve/veya düşük riskli sektörlerde işletmelerin kazançları, diğer işletmelere göre nispeten daha istikrarlı olabilmektedir. Belirlediği bir kâr hedefine ulaşmış veya istikrarlı kâr eden bir işletme, daha istikrarlı bir kâr dağıtım imkânı verebilmektedir.

Pay Sahiplerinin Vergi Durumu: İşletmelerin dağıttıkları kârlarla, dağıtmadıkları kârların farklı oranda vergilendirilmesi; işletme ortaklarının gelir vergisi oranları ve hisse senetlerinin değer artışının neden olduğu kazançların vergilendirilip vergilendirilmediği gibi vergi yasalarıyla ilgili düzenlemeler, işletme kâr payı dağıtım politikalarını etkiler. Kâr payı dağıtımı, yüksek gelir dilimine giren ortakların yüksek vergi ödemesine neden olabilmektedir. Türkiye’de, kâr payı dağıtımından elde edilen gelire şahıslar %10 (stopaj) vergi verirken, şirketler için vergi söz konusu değildir. Hisselerin değer artışından elde ettiği gelir, kârlar, ancak hisse senedinin satışı yapıldığında anda %12-15 olarak tahsil edilir.

Yönetim Yetkisini Koruma İsteği ve Şirketin Holding Kuruluşuna Bağlı Olması: Yüksek oranda kâr payı dağıtan işletmeler, kârlı bir yatırımı değerlendirmek için pay senedi ihraç etme durumunda kalabilmektedir. Bu duruma düşmek istemeyen, özellikle küçük işletme yönetimi ve denetimi elinden kaçırmak istemeyen ortaklar, kâr payı dağıtım oranının az olmasını ve oto finansmanla büyümeyi tercih ederler. Diğer bir taraftan, işletmenin denetimini ele geçirmek isteyen kişiler, kâr payı dağıtım oranındaki düşüklüğün, işletmenin kârlılığıyla ilişkili olduğunu ifade ederek, hisse oranlarını artırabilirler. Bu anlamda, kâr payı dağıtımıyla kârlılık arasındaki ilişkinin açıklanması gerekmektedir. İşletme, bir holding kuruluşuna bağlıysa, holding daha önceden belirlediği bir kâr payı dağıtım politikasını kendine bağlı şirketlerde de paralel bir şekilde uygulatabilmektedir. Bu durumda, işletme istemese de ana şirket politikasına uymak zorunda kalabilir.

Enflasyon: Enflasyon, işletmenin sermaye gereksinimini artırır ve amortisman olarak ayrılan fonlar, sabit varlıkların yenilenmesinde yetersiz kalabilir. Bu durumda, işletme nakit gücünü koruyabilmesi için, dağıtılmayan kârlar önem taşımaktadır. Uygulamada, birçok işletme, dönem sonu kârından sonraki dönemde ihtiyaç duyacağı fonları çıkardıktan sonra dağıtılacak kâr tutarını hesaplamaktadır. Kâr payı dağıtım oranı, ekonominin durgun ve kârlı yatırım olanaklarının az olduğu dönemlerde yüksek, yatırım talebinin fazla olduğu dönemlerde düşük olarak gözlenmektedir.

ŞİRKETLERCE OLUŞTURULAN KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI

ABD’de S&P 500 ve S&P 400 Sanayi Endeks hisseleri üzerinde yapılan bir araştırmaya göre, 2000’li yıllara doğru işletmeler kâr payı ödeme şekilleri açısından değişime yönelmektedirler. ABD’deki bu şirketler, kâr payı ödeme şekli olarak nakit ve hisse senedi oranını her geçen gün azaltarak, hisse senedi geri satın alma yoluna eğilim göstermektedirler (Bernstein Research, 1998:52).

Optimum kâr payı dağıtım politikası veya şirket değerinin maksimizasyonu için, şu anki ödenecek kâr payı tutarı ile gelecekteki büyüme oranı arasındaki denge sağlanması gerekir. Kâr payı dağıtım politikaları, firma kazancının ne kadarının dağıtılıp ne kadarının alıkonacağına kararına yönelik olup, amaç firma değerinin yükseltilmesidir. Kâr payı dağıtım politikası belirlenirken, firmanın yeni kurulmuş veya gelişmekte olan bir firma kategorilerinde olmaları büyük önem taşımaktadır. Yeni kurulmuş bir işletme, fon bulmakta zorlandığından kârlarını yatırımda değerlendirmeye eğilimliyken; gelişmekte olan bir işletme dönemine, piyasa koşullarına ve yönetim politikalarına rağmen kâr paylarını daha yüksek oranda gerçekleştirebilmektedir. İşletmeler genellikle düzenli kâr payı politikasını benimser, bazıları

ilaveli kâr payı politikasını benimsemektedir, fakat sabit oranlı kâr payı politikasını benimseyen yok gibidir (Brigham, 1986:534; Ceylan, 2000:199; Ercan ve Ban, 2005:257-259; Kargun, 1999:18-20).

KÂR PAYI DAĞITIMI İLE İLGİLİ GÖRÜŞLER

Kâr payı dağıtım politikalarının hissedarların servetini etkileyip etkilemediği tartışılmaktadır. Örneğin bir şirketin yüksek tutarda kâr dağıtım yapmasının, şirket değerine herhangi bir etkisi olmayacağını savunan olduğu gibi, olumsuz etkileyeceği ve olumlu etkileyeceğini savunanlar da görülmektedir. Kâr payı dağıtım teorileri, işletme yöneticilerine birbirine karşı görüşler öne sürmektedir. Hangisinin en doğru olduğu ancak ampirik çalışmalarla test edilebilir.

Kâr Payı Yaklaşımı ve Firma Değeri Üzerine Duyarlılık Analizleri

İşletmenin, yatırımcısına ödediği kâr payı tutarı, işletmenin firma değerinin belirlenmesinde esas rolü oynayı düşünülmemektedir. Bir yatırımcının hisse senedi için ödeyeceği bedel, elde edeceği kâr payı tutarlarının bugünkü değerleri toplamı tarafından belirlenir. Bu durum aşağıdaki gibi formülle gösterilebilir (Akgüç, 1998:847-849; Brealey, 2001:448-449).

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_t}{(1+k_e)^t} \cong \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_e)^t} \quad (1)$$

P_0 = t_0 'da hisse senedi piyasa fiyatı,

P_t = t 'de hisse senedi piyasa fiyatı,

k_e = öz sermaye maliyeti, yatırımdan beklenen çıkarlara ilişkin riski de içerir,

D = t 'nci yıla kadar her yıl elde edilmesi beklenen kâr payı tutarıdır.

Yeterince uzun süre için, hisse senedinin piyasa fiyatı, sadece gelecekteki ödeyeceği kâr paylarına göre belirlenebilir. Eğer işletme her yıl sabit kâr payı dağıtırsa formül ebedi tahvil değerinin hesaplanmasında olduğu gibi aşağıdaki şekilde düzenlenebilir (Akgüç, 1998:847-849; Korkmaz ve Pekkaya, 2005:248-258).

$$P_0 = D \left(\sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+k_e)^t} \right) = D \left(\frac{(1+k_e)^{\infty} - 1}{k_e(1+k_e)^{\infty}} \right) = \frac{D}{k_e} \quad (2)$$

Şirketin piyasa değerinin belirlenmesinde, hisse başına kâr ve hissenin yatırım getiri oranını göz önüne alan Walter formülü de kullanılmaktadır. Bu formül aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Ercan ve Ban, 2005:258; Ertuna, 1986:182).

$$P_0 = \frac{D + \frac{GVO(E-D)}{k_e}}{k_e} \quad (3)$$

Burada, GVO yatırım getirisini (gerçek verim oranı) ve E ise hisse senedi başına kâr tutarıdır.

Duyarlılık analizi için bir örnek; piyasa getirisinin %15, işletmenin yatırımlarından elde ettiği getiri %20 olsun. Firmanın hisse başına elde ettiği kâr 8 YTL ve hisse kâr payı dağıtım 5 YTL ise hisse senedi fiyatı aşağıdaki gibi hesaplanacaktır.

$$P_0 = \frac{D + \frac{GVO(E - D)}{k_e}}{k_e} = \frac{5 + \frac{0,20(8 - 5)}{0,15}}{0,15} = \frac{5 + 4}{0,15} = 60$$

Bu örneğe ait veriler yandaki gibi Excel tablosuna girilerek, duyarlılık analizi Excel ortamında aşağıdaki gibi gerçekleştirilebilir.

	A	B	C	D
1		A hissesi	B hissesi	C hissesi
2	Yatırım getirisi	20,00%	20,00%	20,00%
3	Piyasa getirisi	15,00%	10,00%	10,00%
4	Kâr payı tutarı	5	5	5
5	Hisse başına kâr	8	8	10
6	Hissenin piyasa fiyatı	60,00	110,00	150,00
7		=(B3+(B1*(B4-B3)/B2))/B2		

Tablo 1: A hissesinin piyasa değeri (piyasa getirisi %15, hisse başına kâr 8 YTL)

		Dağıtılan Kâr Payı Tutarı								
		0	1	2	3	4	5	6	7	8
Yatırım Getirisi	60,00									
	10,00%	35,56	37,78	40,00	42,22	44,44	46,67	48,89	51,11	53,33
	12,50%	44,44	45,56	46,67	47,78	48,89	50,00	51,11	52,22	53,33
	15,00%	53,33	53,33	53,33	53,33	53,33	53,33	53,33	53,33	53,33
	17,50%	62,22	61,11	60,00	58,89	57,78	56,67	55,56	54,44	53,33
	20,00%	71,11	68,89	66,67	64,44	62,22	60,00	57,78	55,56	53,33
	22,50%	80,00	76,67	73,33	70,00	66,67	63,33	60,00	56,67	53,33
	25,00%	88,89	84,44	80,00	75,56	71,11	66,67	62,22	57,78	53,33
	27,50%	97,78	92,22	86,67	81,11	75,56	70,00	64,44	58,89	53,33
	30,00%	106,67	100,00	93,33	86,67	80,00	73,33	66,67	60,00	53,33
	32,50%	115,56	107,78	100,00	92,22	84,44	76,67	68,89	61,11	53,33
	35,00%	124,44	115,56	106,67	97,78	88,89	80,00	71,11	62,22	53,33

Walter formülü üzerinde yapılan bu duyarlılık analizleri göstermektedir ki, (şirketin yatırımından elde ettiği getiri oranının her zaman piyasanın üzerinde olacağı varsayımıyla) şirketin dağıtacağı kâr payı tutarı azaldıkça, şirketin piyasa değeri artacaktır.

Kâr Payı Politikalarının Şirket Değeri Üzerinde Bir Etkisi Olmadığını Savunan Görüşler

5.2.1. Kar Payı İltisizliği Önermesi

Kâr payı iltisizliği önermesi, kâr payı politikalarının şirket değeri üzerinde bir etkisi olmadığını savunur. Bu görüş, MM tarafından 1961 yılında varsayımlarıyla ortaya attığı görüş, bir firmanın kâr payı ödeme politikası ne o andaki hisse senetlerinin cari fiyatını ne de hissedarların elde edeceği toplam getirisini etkileyecektir, şeklinde özetlenebilir (Miller ve Modigliani, 1961:219-250). Günümüzde MM'in kâr payı iltisizliği sonuçları, gerçek dünya koşullarında geçerli olmayabilmektedir (Brigham, 1986:535). Bu durum aşağıdaki gibi formülleştirilebilir (Ceylan, 200:2009; Ceylan ve Korkmaz, 2000:151; Ercan ve Ban, 2005:260-263).

$$P_0 = \frac{1}{1+k_e}(D_1 + P_1) \quad \text{veya} \quad k_e = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (4)$$

Tablo 2: B hissesinin piyasa değeri (piyasa getirisi %10, hisse başına kâr 8 YTL)

		Dağıtılan Kâr Payı Tutarı									
		110,00	0	1	2	3	4	5	6	7	8
Yatırım Getirisi	5,00%	40,00	45,00	50,00	55,00	60,00	65,00	70,00	75,00	80,00	80,00
	7,50%	60,00	62,50	65,00	67,50	70,00	72,50	75,00	77,50	80,00	80,00
	10,00%	80,00	80,00	80,00	80,00	80,00	80,00	80,00	80,00	80,00	80,00
	12,50%	100,00	97,50	95,00	92,50	90,00	87,50	85,00	82,50	80,00	80,00
	15,00%	120,00	115,00	110,00	105,00	100,00	95,00	90,00	85,00	80,00	80,00
	17,50%	140,00	132,50	125,00	117,50	110,00	102,50	95,00	87,50	80,00	80,00
	20,00%	160,00	150,00	140,00	130,00	120,00	110,00	100,00	90,00	80,00	80,00
	22,50%	180,00	167,50	155,00	142,50	130,00	117,50	105,00	92,50	80,00	80,00
	25,00%	200,00	185,00	170,00	155,00	140,00	125,00	110,00	95,00	80,00	80,00
	27,50%	220,00	202,50	185,00	167,50	150,00	132,50	115,00	97,50	80,00	80,00
	30,00%	240,00	220,00	200,00	180,00	160,00	140,00	120,00	100,00	80,00	80,00
	32,50%	260,00	237,50	215,00	192,50	170,00	147,50	125,00	102,50	80,00	80,00
	35,00%	280,00	255,00	230,00	205,00	180,00	155,00	130,00	105,00	80,00	80,00

Burada, D_1 , t_1 'in başlangıcında ödenen kâr payı tutarı ve g büyümedir. Örneğin bu varsayımların geçerli olduğu piyasalarda, 1000 YTL piyasa değerine sahip bir işletmenin kasasında, yatırım için 200 YTL nakit bulunmuş olsun. Şirket bu 200 YTL'yi kâr payı olarak dağıtırsa, yatırım için bu parayı bir şekilde finans etmek zorunda kalacaktır. MM varsayımlarının olduğu bir ortamda, 200 YTL'lik yeni hisse ihraç ederek bu yatırımı yapacak nakdi bulabilir. Bu durumda, şirketin piyasa değeri yine 1000 YTL olacak; şirket öz kaynaklarında bir fark veya eski ortakların toplam refah seviyesinde bir değişim söz konusu olmayacaktır. Eğer eski ortaklar ellerindeki kâr paylarıyla yeni ihraç edilen hisselerden alırsa, ortaklık yüzdeleri bile aynı kalacaktır.

5.2.2. Mükemmel Olmayan Piyasalarda Kâr Payı Politikalarının Şirket Üzerine Etkisizliği (Clientele Effect)

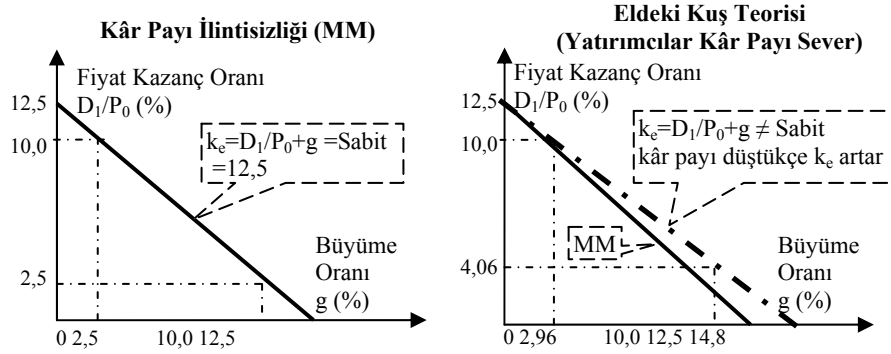
Fisher Black ve Myron Scholes, MM görüşünün mükemmel olmayan piyasalarda da geçerli olduğunu savunan görüşlerini Clientele Effect olarak tanımlamışlardır. Üst vergi grubundaki yatırımcılar, düşük kâr payı ödeyen hisseleri tercih ederken, alt vergi diliminde olan yatırımcılar yüksek kâr payı getirisi sağlayan hisse senetlerini tercih etmektedirler. Ancak bu durumun geçerli olabilmesi için, kâr payı dağıtım politikasının uzun süreli olarak değişmemesi varsayılmaktadır. Eğer, sık sık kâr payı dağıtım politikasında değişim yapan işletme söz konusu ise, mükemmel piyasa olmadığı için, yatırımcılar bu duruma kayıtsız kalmaz, tercihlerini değiştirebilecektir (Kargun, 1999:11-12).

Yüksek Kâr Payı Politikalarının Şirket Değeri Üzerinde Olumlu Etkisini Savunan Görüşler

5.3.1. Eldeki Kuş Teorisi (Bird in the Hand)

John Lintner'in 1962 yılında yayınlanan "Kâr Payı, Kazanç Kaldırıcı, Hisse Fiyatları ve İşletmelere Sermaye Sağlama" ve Myron Gordon'un 1963 yılında yayınlanan "Optimum Yatırım ve Finansman Politikası" isimli makalelerinde MM'in görüşünün tam aksine kâr payı politikalarının şirket değeri üzerinde bir etkisi olduğunu savunmuşlardır. Gordon ve Lintner kâr payı ödemelerindeki azalmaya bağlı olarak sermaye maliyetinin azaldığını savunmuşlardır. Bu görüşe göre, yatırımcılar kâr payı gelirinin sermaye kazancından daha az riskli bulmalarından dolayı, kâr payı getirisini eldeki kuş, sermaye kazancını da daldaki kuşa benzetmektedir. Bu teoriye göre, işletme kâr payı dağıtmayıp oto finansman yaparsa, kazancın elde edilmesi için geçen süre uzayacak ve hisse sahiplerinin beklenen getirileri (öz sermaye maliyeti) artacaktır. Hissedarların beklenen getirilerinin artması, hisse senetleri fiyatlarının düşmesi şeklinde yorumlanmaktadır. Böylece, yüksek oranda kâr payı dağıtımı öz sermaye maliyetini düşüreceğinden tavsiye edilmektedir.

Şekil 1. Miller- Modigliani ve Gordon-Lintner Hipotezleri



Ancak, karşıt görüşlerden biri, şirketin taşıdığı riskin artmayacağını, ödenen yüksek kâr paylarının yeni ihraçları gerekli kıldığından, riski şirketin yeni ortaklarına aktardığını ifade etmektedir. Yüksek kâr payı vermeyen işletmenin öz sermaye maliyeti artacak ve böylece şirketin piyasa fiyatı düşeceği Şekil 1'de gösterilmektedir (Brigham, 1986:535-536; Ercan ve Ban, 2005:262-263; Kargun, 1999:13).

5.3.2. Temettünün Bilgisel İçeriği veya Sinyalleme (Information Content or Signalling)

Mükemmel olmayan piyasalarda, yatırımcılarla şirket yöneticileri arasında asimmetrik bir bilgi dağılımının varlığı söz konusudur. Şirketlerin dağıttığı kâr payları, mevcut dönemdeki ve gelecekteki kazançlar hakkında güvenilir bilgi kaynağı olarak kabul edilmektedir. Böylece, yüksek tutarda dağıtılan kâr payı, yatırımcılar açısından gelecekteki gelirin göstergesi olarak kabul edildiğinden, şirket hisse senetleri piyasa fiyatında artışa sebep olur (Miller ve Modigliani, 1961:247; Brigham, 1986:539; Kargun, 1999:13). Ancak bu durum kalıcı değildir. Yüksek kâr payı öde-

mesi şirketi izleyen yıllarda nakit sıkıntısına, yüksek maliyetli fazla borçlanmaya ve sonuç olarak ödenecek kâr payında azalmaya neden olabilmektedir.

Yüksek Kâr Payı Politikalarının Şirket Değeri Üzerinde Olumsuz Etkisini Savunan Görüşler

Kâr payı ödemelerinde ani değişiklik yapmamanın yanı sıra, düşük tutarda dağıtılacak kâr payı birçok kimse tarafından kabul gören bir görüştür. Aksi taktirde şirketler verdiği kâr payı şeklindeki nakdi geri almak için tekrar borçlanma veya hisse senedi çıkararak sermaye maliyetini yükseltmesi pek anlamlı değildir (Brealey, 2001:456).

5.4.1. Vergi Farklılığı Teorisi (Tax Differential Theory)

Vergi farklılığı teorisine göre, kâr payı geliri ve sermaye kazançlarının farklı dönemlerde ortaya çıkması ve farklı vergi oranlarından değerlendirilmesi işletme değerini etkiler. Kar payı kazançları, genelde dönem sonunda belirlenirken sermaye kazançları hisse senedi satıldıktan sonra elde edilir. Birçok ülkede, sermaye kazancı ve kâr payı farklı oranlarda vergilendirilir. Birçok ülke sermaye birikimini teşvik ettiğinden, kâr payı kazancına daha yüksek vergi uygulayarak oto finansmanı özendirilmektedir. Böylece, Gordon ve Lintner'in aksine vergi farklılığı teorisi, sermaye maliyetini düşürmek için düşük kâr payı dağıtım politikasını benimsemektedir.

Sermaye kazancından vergilendirme sadece hisse senedi satışı yapıldığında söz konusu olduğundan, sermaye kazançlarının az olduğu dönemlerde hisse satışı yapılmak suretiyle gerçekleşmektedir. Vergi oranlarının eşit olduğu ortamlarda dahi bu strateji daha kazançlı olmaktadır. Bu durumda, yatırımcı düşük oranda kâr payı dağıtımını tercih edecektir.

5.4.2. Artık Temettü Teorisi (Residual Dividend Theory)

Yüksek oranda kâr payı dağıtımını neticesinde şirket nakit ihtiyacını gidermek için ya borçlanacak ya da hisse sendi ihraç edecektir. Borçlanma ve yapılan hisse senedi ihraçların şirkete maliyetinin otofinansmana göre yüksek olduğu bilinen bir gerçektir. Daha düşük maliyetli olan oto finansmanın şirket değerini daha artıracığını rasyonel bir görüştür. Artık temettü teorisi savunucuları, yatırım finansmanının iç kaynaklardan sağlandıktan sonra kalan tutarın kâr payı olarak dağıtılmasını ve şirketlerin aşağıda sıralanan prosedüre uymalarını önerir (Brigham, 1986:541; Kargun, 1999:15).

Gelecekteki yatırımların finansmanında optimum borç rasyosu (sermaye bütçeleme) oluşturulmalıdır.

Yatırım, ancak yatırımın bugünkü değeri pozitifse kabul edilmelidir.

Yeni yatırımların finansmanında mümkün olduğu kadar iç kaynak kullanılmalıdır. Bu kaynakların yeterli olmaması durumunda yeni hisse senedi ihraç edilebilir.

Yatırımların finansmanı sonrasında, kalan kaynak kâr payı olarak dağıtılabilir.

Bu yaklaşıma yapılan en büyük eleştiri, kâr payı ödemelerinin her dönemde farklı olmasıdır. Şirketin değişen şartlara göre farklı tutardaki kâr payı dağıtımını, hisse senetlerine yatırımcı talebini azaltacaktır. Böylece şirketin piyasa değeri düşebilecektir.

Teorik Yaklaşımların Değerlendirmesi

Kâr payı dağıtımının şirketin piyasa değerini etkilemediğini savunan MM'in Kâr Payı İntizizliği önermesi, varsayımlarıyla doğru kabul edilebilir. Bu varsayımların gerçekleşme olasılığı şu an için zayıf olduğundan, bu teorinin geçerliliği söz konusu olmamalıdır. Black-Scholes'un mükemmel olmayan piyasalarda dahi MM'in geçerli olacağı fikri ise, yine derin piyasa koşulları gerektirdiğinden tartışmaya açıktır.

Piyasada yaygın olarak hisse senedi fiyatının belirlenmesinde kullanılan kâr payı yaklaşımı, yüksek kâr payı tutarının şirketin değerini artırdığını desteklemektedir. Gordon-Lintner ve Temettünün Bilgisel İçeriği görüşleri de bu durumu desteklemektedir. Ancak, uzun süre bu politikanın uygulanması, her şey yolunda gitse de şirketin zayıf büyümesine yol açacaktır.

Piyasada yine yaygın olarak hisse senedi fiyatının belirlenmesinde kullanılan Walter formülü üzerinde uygulanan duyarlılık analizi göstermiştir ki, Walter formülü yüksek kâr payı politikasının şirket değeri üzerine olumsuz etkisini savunmaktadır. Bu görüşü, düşük kâr payı ödenmesi durumunda sağlanan avantajların üzerinde duran Vergi Farklılığı Teorisi ve Artık temettü Teorisi de desteklemektedir. Artık Temettü Teorisinin prosedürleri çok rasyonel ve uygulanabilir gözükmektedir. Ancak, bu yaklaşım ilaveli düşük ve sabit tutarlı kâr payı dağıtım politikasıyla sentezlendiği takdirde, şirket yatırımcısı daha memnun olacaktır. Böylece, düzenli kâr payı dağıtmasıyla istikrarlı konuma kavuşan; sermaye maliyetindeki azalmayla kârlılığı ve istikrarı artan bu şirket hisselerine talep artacak ve piyasa fiyatı maksimize edilmiş olacaktır.

Şirketler, kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörleri inceleyerek kendisine uygun bir kâr payı dağıtım politikası belirlemelidir. Bu faktörlerden en önemlisi, şirketin yatırım fırsatlarıdır. Belirlenen bu politika üzerinde, çok zorunlu kalınmadıkça bir değişiklik yapılmamalıdır.

Şirketler dağıtılacak kâr paylarını, nakit olarak ödemediği ziyade ağırlıklı olarak hisse senedine vererek kârın şirkette kalmasını sağlamalıdır. Kâr paylarının şirkette kalması durumunun sağlayacağı başlıca avantajlar; daha düşük maliyetli oto finansmandan dolayı, borçlanma ve yeni hisse senedi arzına ihtiyaç azalır; şirketin likiditesini güçlendirir ve vergi yönünden avantaj sağlar.

Bu anlamda, sermaye maliyeti azalacak ve şirket kârlılığı artacaktır. Ancak, gerçek piyasa koşullarında hisse senedi yatırımcısının yatırımdan beklentisi söz konudur. Hiç kâr payı vermeyen işletme yatırımcıların sosyolojik davranış açısından piyasa değerini bulamayabilir. Bu anlamda, yatırımcıyı belli bir ölçüde tatmin edecek en düşük oranda kâr payı dağıtımının saptanması, şirketler açısından çok hassas ve zor bir karardır.

İMKB 30 ENDEKS HİSSELERİ ÜZERİNE BİR ANALİZ

Ampirik Çalışmada Kullanılan Model

Friend ve Puckett 1964'de, kâr payı dağıtımının hisse senedi üzerindeki etkisini ampirik bir çalışmayla test etmişlerdir. Bu çalışmadan önce de birçok çalışma bu tip bir ilişkiyi belirlemeye çalışılmıştır. Bu ilişkilendirmeler yüksek kâr payı

dağıtımını hisse senetlerinde yüksek fiyat kazanç oranı oluşturmasıdır. Kullanılan model aşağıdadır (Copeland ve Weston, 1992:588-589).

$$P_{it} = a + bDmKM_{it} + cKDM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Burada,

P_{it} = (i hisse senedinin t zamanındaki) fiyatı,

$DmKM_{it}$ = (i hisse senedinin t zamanındaki) dağıtmadığı kâr miktarı,

KDM_{it} = (i hisse senedinin t zamanındaki) dağıttığı kâr payı miktarı,

ε_{it} = hata terimidir.

Friend ve Pucket, kendi modellerini 3 açıdan eleştirmektedirler. Birincisi, modele şirketin riskliliğinin dahil edilmemesidir. Bir başka deyişle, şirketin riskliliğinin kâr payı dağıtımını ve fiyat kazanç oranıyla ilişkisiz olduğu varsayılmıştır. Ancak, riski yüksek olan şirketler daha az kâr payı ödemesi yapar ve daha düşük fiyat kazanç oranına sahiptirler. Böylece, modelde risk değişkeninin ihmal edilmesi, kâr payı katsayısının daha yüksek çıkması eğilimini doğurur. İkincisi, Kâr payı dağıtım miktarında ölçüm hatasının yapılmadığıdır. Gelirlerin muhasebe ölçümleri genellikle şirketin gerçek ekonomik kazançlarını yansıtır. Bu durum, modelde kâr payı katsayısının aşağı yönlü yanlılığına neden olur. Üçüncüsü, Friend ve Pucket dağıtılan kâr payları ve dağıtılmayan kâr payları şirket değeri üzerinde farklı etki göstermekte olduğunu tartışır. Eğer, bu değerlerin marjinal eşitliği sağlandığı zaman, hisse senedi üzerinde optimum etki sağlamalıdır (Copeland ve Weston, 1992:588-589).

Veriler ve Veriler Üzerine Değerlendirme

Gelişmiş ülke piyasalarına göre, derinliği olmayan İMKB gibi bir piyasada, yüksek işlem hacmine sahip hisse senetlerinin seçilmesiyle daha anlamlı analiz yapılabilir. İMKB 30 Endeksine dahil olan hisse senetleri, İMKB’de işlem hacmi bakımından derinliği olan, büyük şirketler olduğundan, uygulamada daha anlamlı sonuçlar vereceği düşünülerek tercih edilmiştir. İMKB 30 Endeksine dahil olan hisse senetlerinin isimleri ve kodları İMKB’nin web sitesinden (www.imkb.gov.tr, 23.05.2006) ve bu endeks hisselerinin günlük kapanış fiyatları analiz.com sitesinden (www.analiz.com, 23.05.2006) alınmıştır. 1987-2006 arasındaki günlük verilerden hisse senetlerinin yılsonu kapanış fiyatları, Aralık ayının son işlem günü, söz konusu hisse senedinin yılsonu kapanış değeri olarak hesaplamalara katılmıştır.

İMKB 30 Endeksine dahil hisse senetlerinin yıllık olarak elde ettiği kâr, yıllık hisse başına dağıttığı kâr payı miktarı ve hisselerin yıllara ait öz sermayeleri İMKB’nin web sitesinden alınmıştır. Her yılın sonuna ait ABD Doları kurları TC Merkez Bankası web sitesinden (www.tcmb.gov.tr, 23.05.2006) elde edilmiştir. Bu verilerden, 2005 yılı öncesindeki TL’ler YTL’ye çevrilmiş, sonra da bütün değerler kendi yılsonundaki kurdan ABD dolarına çevrilmiştir. Bu çevirmedeki amaç, 2004 yılı öncesine kadar TL’deki yüksek değer kaybının etkisini kaldırmak ve/veya modelde olası kurulan ilişkinin gerçektekenden çok yüksek seviyelerde seyretmesini engellemektir.

Hisse senetlerinin yıllık elde ettikleri kâr miktarları, hisse başına kâr olarak hesaplanmıştır. Bu hesaplama, hisse senedinin söz konusu her yıldaki elde ettiği kâr

miktarlarının her birinin, o hissenin 2005 yılı öz sermayesine bölünmesi şeklinde hesaplanmıştır. Her yıla ait hisse başına dağıtılmayan karlar, hisse başına elde edilen kâr miktarından dağıtılan kâr miktarının çıkarılması suretiyle hesaplanmıştır. Burada, dağıtılmayan kârlar, şirkete otofinansman olarak kalan nakit tutarlarıdır. Bu da şirketin sermaye yapısını, likiditesini güçlendirmektedir. Dolayısıyla, zarar edilen yıllardaki hisse başına düşen zarar da bu duruma ters bir etki yapacaktır.

İMKB 30 Endeks hisselerinden 11 tanesi, verilerinin çok yetersiz olmasından dolayı hesaplamalara dahil edilmemiştir. Verilerine ulaşıldığı ölçüde hesaplamalara dahil edilen hisse senetleri ve kodları sırasıyla Akbank AŞ.(Akbnk), Finansbank AŞ. (Finbn), Fortis Bank / Dış Bank (Forts), Garanti Bankası (Garan), Türk Sanayi Kalkınma Bankası (Tskb), Yapı Kredi Bankası (Ykbnk), Doğan Holding (Dohol), Koç Holding (Kchol), Migros Türk AŞ. (Migrs), Hürriyet Gazetecilik AŞ. (Hurgz), Arçelik (Arekl), Türk Şişe Cam Fabrikaları (Sise), Tofaş Oto Fabrikaları AŞ. (Toaso), Vestel (Vestl), Ereğli Demirçelik AŞ. (Eregl), Petkim (Petkm), Petrol Ofisi (Ptofs), Tupraş (Tuprs) ve Türk Hava Yolları AŞ. (Thyao)'dır.

Tablo 3'deki hisse senetlerinin ABD Doları üzerinden verilen fiyatları, piyasadaki oynaklığın, riskliliğin yüksek olduğunu göstermektedir. Birçok hisse senedi halka arzından itibaren kendi ortalama fiyat değerine yakın bir standart sapmaya sahiptir. Piyasaya göre daha az riskli kabul edilen İMKB 30 hisselerinde bile riskliliğin yüksek olmasından dolayı reel getiri düşük olabilmektedir. Hatta Petkm ve Thyoa gibi hisse senetleri 2005 yılını, piyasaya çıktığından itibaren ortalama değerinin altında kapattığı gözlenmektedir. Bu oynaklığın bir başka göstergesi, 1992-2005 yılları arasındaki getiri oranlarıyla, 1993-2005 yılları arasındaki getiri oranları arasında bir uçurum olmasıdır. 1993 yılındaki gibi büyük çıkışlar ve 2001 yılı gibi düşüşlerin olduğu kırılma noktaları, piyasada büyük dalgalanmaların göstergesi niteliğindedir. Getirilerin hesaplanmasında, bu tarihler büyük değişimlere neden olmaktadır. Bu piyasadaki dalgalanmalara hemen bütün hisseler tepki vermekte, şirketlerin piyasa değerinin oluşmasında kâr payı dağıtım politikaları ikinci planda kalabilmektedir.

Tablo 3: Hisse Senetlerinin Yıl Sonu Kapanış Değerleri (ABD Doları)*

YIL	Akbnk	Finbn	Forts	Garan	Tskb	Ykbnk	Dohol	Kchol	Migrs	Hurgz	Arclk	Sise	Toaso	Vestl	Eregl	Petkm	Ptofs	Tuprs	Thyao	
1987															2,253					
1988					1,763	1,763									1,378					
1989	3,371				4,020	4,020		1,426			1,556	0,735			5,446					
1990	2,594	0,273	0,478		3,072	3,072		1,433			1,024	2,048		2,389	2,560					
1991	0,689	0,236	0,177	0,157	1,299	1,299		1,614	0,315		2,047	0,610	1,693	1,358	2,146	1,772		2,323	1,043	
1992	0,374	0,140	0,117	0,117	0,595	0,595		0,794	0,560	0,105	0,992	0,163	2,078	0,397	0,747	0,525	0,374	0,922	0,794	
1993	1,154	0,677	0,739	0,815	2,570	2,570	2,646	2,861	1,962	0,719	2,999	0,947	8,679	1,216	2,833	4,491	2,190	4,408	9,521	
1994	0,819	0,203	0,177	0,455	0,590	0,590	0,380	1,797	1,404	0,211	1,669	0,512	2,764	0,905	1,277	4,993	1,651	1,732	7,234	
1995	0,575	0,178	0,147	0,302	0,539	0,539	0,346	1,039	1,995	0,090	0,926	0,730	1,273	0,457	1,188	5,490	0,774	1,861	8,020	
1996	1,264	0,199	0,213	0,381	0,413	0,413	0,470	2,169	4,845	0,182	1,794	1,638	0,912	1,179	1,892	4,945	1,437	2,825	13,498	
1997	2,233	0,518	0,448	0,952	0,519	0,519	1,466	4,385	6,321	0,705	2,542	2,281	2,027	2,366	2,511	7,627	3,680	8,039	10,780	
1998	1,288	0,301	0,373	0,592	0,337	0,337	0,922	1,622	6,982	0,626	1,575	0,788	0,450	2,370	0,668	6,712	2,148	7,674	7,818	
1999	3,774	0,783	0,963	1,876	0,710	0,710	6,212	6,853	13,554	1,562	5,749	3,007	1,598	6,860	3,529	23,608	10,890	19,696	25,457	
2000	1,631	0,312	0,344	0,690	0,328	0,328	2,273	3,145	8,066	0,864	2,269	1,615	0,866	3,675	1,734	9,764	4,719	6,862	14,526	
2001	1,339	0,256	0,376	0,656	0,188	0,188	0,909	2,614	5,509	0,686	2,134	0,874	1,184	2,564	1,074	5,890	5,196	5,687	5,405	
2002	1,438	0,178	0,295	0,495	0,212	0,212	0,611	2,090	3,397	0,894	2,564	0,621	0,672	1,923	0,868	3,540	2,547	3,458	3,601	
2003	3,327	0,451	0,845	1,196	0,452	0,452	1,570	4,001	5,692	1,842	4,759	1,583	1,906	4,431	2,549	4,431	2,799	7,167	5,968	
2004	4,981	1,117	1,888	1,809	0,694	0,694	2,126	4,518	8,204	2,335	5,632	2,706	1,767	3,865	3,929	4,869	2,752	8,998	5,909	
2005	8,171	4,457		3,640	3,417	3,417	3,268	4,717	9,731	3,937	6,982	3,491	2,110	3,729	6,648	5,831	4,643	18,422	6,277	
Getiri Fiyat	Ortalama	2,295	0,642	0,505	0,942	1,207	1,207	1,785	2,769	5,236	1,054	2,777	1,432	1,998	2,480	2,380	6,299	3,271	6,672	8,390
Std Sap.	1,927	1,019	0,446	0,883	1,188	1,188	1,562	1,586	3,617	1,026	1,795	0,948	1,886	1,653	1,549	5,088	2,535	5,459	5,909	
Ortalama	33%	69%	52%	75%	47%	47%	65%	39%	46%	88%	36%	64%	45%	32%	55%	65%	77%	55%	89%	
Std Sap.	0,903	1,404	1,603	1,736	1,350	1,350	1,836	1,129	0,800	1,786	0,941	1,518	1,260	0,960	1,465	2,131	1,764	1,236	2,997	
Getiri (92-2005)	2087%	3081%	1517%	3017%	474%	474%		494%	1636%	3646%	604%	2036%	2%	839%	790%	1010%	1143%	1897%	691%	
Getiri (93-2005)	608%	558%	155%	346%	33%	33%	24%	65%	396%	448%	133%	269%	-76%	207%	135%	30%	112%	318%	-34%	

*Hisse senetlerinin ilk değerleri, yıl içerisindeki halka arz günü kapanış fiyatlarıdır.

Tablo 4: Hisse Başına Kâr Miktarı (USD) ve Kâr Payı Dağıtım Oranı

YIL	Akbnk		Finbn		Forts		Garan		Tskb		Ykbnk		Dohol		Kchol	
	HBKM	KDO	HBKM	KDO	HBKM	KDO	HBKM	KDO	HBKM	KDO	HBKM	KDO	HBKM	KDO	HBKM	KDO
1985									0,0118	75,07%					0,0097	48,06%
1986									0,0074	64,85%	0,0537	97,92%			0,0116	58,66%
1987									0,0253	53,22%	0,0795	49,15%			0,0130	47,67%
1988									0,0347	68,74%	0,0815	89,89%			0,0195	49,03%
1989			0,0235	85,84%					0,0346	37,52%	0,0769	72,75%			0,0340	55,24%
1990	0,1391	66,21%	0,0394	73,42%	0,0545	68,77%	0,0329	74,33%	0,0839	20,29%	0,1329	68,26%			0,0413	53,93%
1991	0,1469	66,27%	0,0383	73,21%	0,0570	68,34%	0,0424	74,02%	0,0750	60,73%	0,1213	64,71%			0,0593	57,70%
1992	0,0816	35,77%	0,0447	70,87%	0,0683	58,70%	0,0560	70,45%	0,0804	44,23%	0,0790	78,53%	0,0117	86,27%	0,0453	54,97%
1993	0,1055	81,83%	0,0706	69,70%	0,1150	68,69%	0,0735	73,75%	0,1439	50,40%	0,1034	87,92%	0,0404	86,28%	0,0612	73,58%
1994	0,0856	16,87%	0,0464	75,99%	0,0145	36,90%	0,0545	72,64%	0,0596	68,72%	0,0992	79,04%	0,0167	15,98%	0,0745	39,46%
1995	0,1335	32,65%	0,0833	74,50%	0,0948	61,32%	0,0702	73,76%	0,1137	73,53%	0,3524	10,25%	0,0357	0,00%	0,0526	24,31%
1996	0,1946	57,21%	0,1168	67,32%	0,1359	65,67%	0,0865	72,32%	0,1410	74,05%	0,2803	68,07%	0,0625	0,00%	0,0539	22,47%
1997	0,2431	55,67%	0,1382	62,76%	0,0893	0,00%	0,1397	0,00%	0,1062	5,73%	0,3996	38,94%	0,1088	14,46%	0,0601	22,58%
1998	0,3507	41,06%	0,1883	0,00%	0,2206	0,00%	0,1976	0,00%	0,1438	3,33%	0,3609	78,32%	0,1083	0,00%	0,0753	11,81%
1999	0,3267	12,45%	0,2057	0,00%	0,2808	0,00%	0,1593	0,00%	0,1072	0,00%	0,5187	0,00%	0,0908	0,00%	0,0679	11,37%
2000	0,2835	7,64%	0,1787	0,00%	0,2885	0,00%	0,1452	0,00%	0,0773	0,00%	0,5056	0,00%	0,0742	0,00%	0,0561	14,75%
2001	-0,0058	0,00%	-0,3713	0,00%	-0,0925	0,00%	-0,0748	0,00%	0,0715	0,00%	-0,8251	0,00%	-0,0098	0,00%	0,0330	0,00%
2002	0,2324	6,30%	0,1949	0,00%	0,1374	0,00%	0,0358	0,00%	0,0551	0,00%	0,8935	0,00%	0,0624	0,00%	0,0193	0,00%
2003	0,5259	22,65%	0,1854	0,00%	0,3371	26,90%	0,1026	0,00%	0,1460	0,00%	0,1542	0,00%	0,3726	0,00%	0,2375	11,16%
2004	0,4214	36,75%	0,2413	0,00%	0,2189		0,1595	0,00%	0,1752	0,00%	-0,0582	0,00%	0,2419	0,00%	0,3287	15,53%
Ortalama	0,2177	35,95%	0,0890	40,85%	0,1347	32,52%	0,0854	34,08%	0,0847	35,02%	0,1794	46,51%	0,0935	15,62%	0,0677	33,61%
Std.Sapma	0,1436	0,2519	0,1423	0,3750	0,1157	0,3152	0,0683	0,3773	0,0490	0,3123	0,3327	0,3775	0,1049	0,3186	0,0780	0,2244

HBKM : Hisse başına kâr miktarı, yıla ait elde edilen kârın şu anki bir hissedeki değeri (USD)

KDO : Kâr payı dağıtım oranı

Tablo 4: Hisse Başına Kâr Miktarı (USD) ve Kâr Payı Dağıtım Oranı (Devam Ediyor)

YIL	Migrs		Hurgz		Arclık		Sise		Toaso		Vestl	
	HBKM	KDO	HBKM	KDO	HBKM	KDO	HBKM	KDO	HBKM	KDO	HBKM	KDO
1985					0,0216	80,22%	0,0069	71,34%				
1986					0,0301	76,86%	0,0066	84,06%				
1987					0,0616	47,70%	0,0092	87,55%				
1988					0,0490	56,21%	0,0157	86,21%				
1989					0,0588	75,37%	0,0179	82,89%			0,0614	0,00%
1990	0,0048	51,39%			0,1601	69,18%	0,0240	81,31%	0,2076	41,28%	0,2649	48,58%
1991	0,0160	66,93%	0,0163	36,96%	0,1810	76,19%	0,0198	91,25%	0,0583	70,24%	0,0711	70,49%
1992	0,0347	48,86%	0,0126	35,14%	0,1718	70,65%	0,0230	92,08%	0,2148	52,18%	0,0101	70,96%
1993	0,0415	50,77%	0,0170	44,80%	0,1933	77,21%	0,0342	82,50%	0,5122	48,56%	0,0144	50,52%
1994	0,0746	55,68%	-0,0405	0,00%	0,0720	22,73%	0,0263	91,36%	0,3113	20,88%	-0,0110	0,00%
1995	0,0850	20,11%	0,0511	42,45%	0,1230	14,95%	0,0507	0,00%	0,1053	0,00%	0,0314	29,34%
1996	0,0907	20,07%	0,0621	70,78%	0,2020	23,26%	0,0686	0,00%	0,0850	26,23%	0,1212	86,59%
1997	0,1568	21,32%	0,1897	51,12%	0,2242	16,51%	0,0441	93,51%	0,1309	0,00%	0,2359	0,00%
1998	0,3539	20,03%	0,1389	53,05%	0,2046	16,78%	0,0280	86,93%	-0,1273	0,00%	0,3103	0,00%
1999	0,3359	18,33%	0,0629	0,00%	0,2829	26,38%	0,0067	0,00%	-0,1374	0,00%	0,3357	0,00%
2000	0,0809	61,15%	0,0655	0,00%	0,2351	19,14%	0,0126	0,00%	0,0805	0,00%	0,3420	0,00%
2001	0,0895	25,82%	0,0233	0,00%	0,0370	0,00%	-0,0034	0,00%	-0,0008	0,00%	0,2383	0,00%
2002	0,0540	45,20%	0,0593	0,00%	0,2871	38,65%	0,0455	0,00%	-0,0237	0,00%	0,2800	0,00%
2003	0,3694	25,15%	0,0884	47,59%	0,2714	0,00%	0,2958	11,64%	0,0091	0,00%	0,2737	0,00%
2004	0,4016	27,76%	0,0485	45,92%	0,5449	78,16%	0,3280	16,32%	0,0501	89,03%	0,3998	0,00%
Ortalama	0,1460	37,24%	0,0568	30,56%	0,1706	44,31%	0,0530	52,95%	0,0984	23,23%	0,1862	22,28%
Std Sapma	0,1421	0,1740	0,0564	0,2503	0,1251	0,2924	0,0904	0,4188	0,1662	0,3009	0,1395	0,3197

HBKM : Hisse başına kâr miktarı (USD)

KDO : Kâr payı dağıtım oranı

Tablo 4: Hisse Başına Kâr Miktarı (USD) ve Kâr Payı Dağıtım Oranı (Devam Ediyor)

YIL	Eregl		Petkm		Ptofs		Tuprs		Thyao	
	HBKM	KDO	HBKM	KDO	HBKM	KDO	HBKM	KDO	HBKM	KDO
1985	0,0634	34,43%								
1986	0,0691	34,55%								
1987	0,1325	32,00%								
1988	0,3036	25,00%								
1989	0,4004	25,49%							0,0104	0,00%
1990	0,3015	26,73%	0,5633	71,13%			0,2821	35,27%	-0,4283	0,00%
1991	0,3078	40,28%	-0,3678	0,00%	0,1307	79,60%	0,3795	47,03%	-0,7351	0,00%
1992	0,1659	44,32%	-0,3311	0,00%	0,1530	79,53%	0,2212	84,60%	-0,3997	0,00%
1993	0,0597	49,16%	-0,4766	0,00%	0,1939	90,91%	0,1458	84,41%	-0,5202	0,00%
1994	0,1191	69,92%	0,4982	33,27%	0,1822	80,29%	-0,4153	0,00%	-0,3252	0,00%
1995	0,2942	47,06%	1,8136	88,28%	0,1576	90,31%	-0,3261	0,00%	0,0342	0,00%
1996	0,1162	47,05%	1,1079	78,54%	0,2351	64,97%	-0,7030	0,00%	0,2407	0,00%
1997	0,0044	0,00%	0,8073	87,10%	0,2538	86,45%	-0,5659	0,00%	0,0790	0,00%
1998	-0,2136	0,00%	0,3409	32,08%	0,2423	77,26%	1,2276	34,33%	0,0996	0,00%
1999	-0,0944	0,00%	0,3352	39,36%	0,3104	87,67%	1,5708	85,68%	-0,7423	0,00%
2000	0,2196	0,00%	-0,0760	0,00%	0,2581	86,14%	1,4409	89,61%	-0,5899	0,00%
2001	-0,1348	0,00%	0,0098	0,00%	0,3098	0,00%	0,5220	73,90%	0,0322	0,00%
2002	-0,0598	0,00%	0,0079	0,00%	0,3334	0,00%	0,4238	86,22%	0,3659	0,00%
2003	0,4644	13,99%	-0,7524	0,00%	0,5204	0,00%	1,1783	86,29%	0,8734	0,00%
2004	1,2038	48,78%	0,2249	0,00%	0,4426	0,00%	1,9568	80,70%	0,4547	0,00%
Ortalama	0,1861	26,94%	0,2470	28,65%	0,2660	58,79%	0,4892	52,54%	-0,0969	0,00%
Std Sapma	0,2997	0,2149	0,6624	0,3584	0,1113	0,3913	0,8245	0,3755	0,4611	0,0000

HBKM : Hisse başına kâr miktarı (USD)

KDO : Kâr payı dağıtım oranı

Tablo 4'deki, Hisse Başına Kâr Miktarı (USD) ve Kâr Payı Dağıtım Oranına ait veriler, Türkiye'de şirketlerin karlılıklarının büyük değişimler gösterdiğini, özellikle 1997 ve 2001 yılındaki krizlerin şirket karlılıklarını etkilediği gözlenmektedir. Birçok şirketin karlılığında büyük oynaklıkların var olduğu, hisse başına kâr değerlerinin standart sapmalarının çoğu kez ortalamalarından daha büyük olduğundan anlaşılmaktadır. Finbn, Ykbnk, Dohol, Kchol, Sise, Toaso, Eregl, Petkm, Tuprs ve Thyoa gibi 10 şirketin kâr miktarındaki dalgalanma çok fazladır. Kâr miktarındaki standart sapma değeri, ortalamalarının 1,85 katı olan Ykbnk, 2,68 olan Petkm ve 4,75 katı olan Thyoa bu risklilikleri en yüksek olanlardandır. Yılda yıla elde ettiği kârdaki değişimleri şirketlerin riskliliğini artırmakta, bu da şirketlerin kâr dağıtım oranlarını düşük seviyelere taşımaktadır.

Burada incelenen şirketlerin, İMKB'de işlem hacmi yüksek olup Türkiye'de halka açık en büyük şirketler olduğu göz önüne alındığında, kâr dağıtım oranları, ortalama %34,30 ile düşük seviyelerdedir. Bunun en önemli nedeni, Tablo 4'den de anlaşılacağı üzere 1997 ve 2001 krizlerinin kâr dağıtım oranlarını çok düşük seviyelere getirdiği şeklinde özetlenebilir. 1997 öncesi birçok şirketin kâr payı dağıtım oranı ortalama %50-%80 aralığındadır. Özellikle bankacılık sektöründeki şirketlerin hemen hepsi (Akbnk hariç) 1997-2004 arasında kâr payı dağıtmamıştır. Bu uzun bir dönemdir. Ancak, bu dönemde Türkiye'nin iki büyük kriz atlama ve Türkiye'deki bankaların dünya bankalarına göre çok küçük sermaye ile çalıştıkları için otopfinansmana ağırlık verme zorunda kalmaları göz önüne alınmalıdır. Bu durumu, diğer sektörlerdeki işletmelerden olan Dohol, Hurgz, Sise, Toaso, Vestl, Eregl, Petkm ve Ptofs de destekler niteliktedir. Ayrıca, Thyao halka açıldığı 1989 yılından beri, sürekli büyüme durumunda veya dönemlerini çoğu zaman zararda kapattığı için hiç kâr payı dağıtmamıştır.

Türkiye'de kâr payı dağıtımındaki bu düzensizlik, kriz dönemlerinin arka arkaya gelmesi (1994, 1997 ve 2001) zaten ortalama 15 yıllık gibi az sayıda verilerine ulaşılan bu işletmelerden doğru bir ilişki kurma olanağı zayıflatmaktadır. Söz konusu olumsuzluklara rağmen kurulan ilişkiye, temkinli yaklaşmak gerekir.

Metodoloji ve Ampirik Sonuçlar

Kullanılan modelin regresyon denkleminin ilişkilendirilmesinde, SPSS v13.00 kullanılmıştır. Veriler zaman serisi olduğu için regresyon varsayımlarından ardışık bağımlılık (otokorelasyon) ihtimalinin yüksek olmasından dolayı Durbin-Watson (DW) değerlerine dikkat edilmiştir. DW tablo değerlerine uymayanlar 0.05 anlamlılık seviyesine, 2 olan değişken katsayısı sayısı ve kendi gözlem sayısına göre belirlenmiştir. Buna göre, 14 veri için DW değeri 1,551 ile 2,449 arasında olması gerekirken, 20 veri için 1,537 ile 2,463 arasında olması gerekmektedir. (Köseoğlu ve Yamak, 2004:474-476,523; Albayrak, 2006:14-17) Buna göre, Finbn, Tskb, Ykbnk, Kchol, Hurgz, Arclk, Toaso, Eregl, Petkm, Ptofs ve Tuprs verilerinin DW değerleri Tablo 5'deki gibi istenmeyen düzeylerde çıkmıştır. Bu durumda, SPSS'de Cochran-Orcutt dönüşüm yöntemi kullanılarak Tablo 5'de gösterdiği sayıdaki itarasyonlarla düzeltmeye gidilmiştir. Thyao'nun şu ana kadar hiç kâr payı dağıtmadığından tüm testler anlamsız olduğundan ve bu dönüşüme tabi tutulmamıştır. Ptofs ise dönüşüm sonrası DW sayısı daha da artmış ancak R kare ve F istatistiklerinde belirgin bir açıklayıcılık ve anlamlılık seviyeleri yakalandığından dönüşüm sonrası değerleri kullanılmıştır.

Tablo 6’da, Akbnk, Forts, Garan, Dohol, Migrs, Sise, Vestl ve Thyao SPSS ortamında doğrudan doğrusal regresyon sonuçları gösterilmişken, diğerleri ardışık bağımlılık ortadan kaldırılması amacıyla Cochrane-Orcutt dönüşüm yöntemi kullanılarak düzeltilmiş sonuçları gösterilmiştir. İlişkilerin zayıf ve anlamsız çıkması Tablo 4’de de görüldüğü gibi birçok hisse senedinin kâr payı dağıtımında düzensiz bir seyir izlemesine ve hisse değerlemesinin piyasada kâr payı dağıtımından başka nedenlere de dayandığına bağlanabilir.

Tablo 5. Ardışık Bağımlılık Durumları

	Veri	DW (ilk)	İtarasyon sayısı	DW (Düzeltilen)
Akbnk	15	2,204		
Finbn	16	1,378	6	1,428
Forts	14	2,085		
Garan	15	1,577		
Tskb	18	1,015	5	1,676
Ykbnk	18	0,868	10	1,613
Dohol	13	1,661		
Kchol	17	2,626	2	1,920
Migrs	15	1,972		
Hurgz	14	0,858	29	1,384
Arclk	17	3,113	3	2,785
Sise	17	1,899		
Toaso	15	2,496	4	2,271
Vestl	16	2,034		
Eregl	19	2,488	3	2,063
Petkm	15	1,515	8	1,889
Ptofs	14	2,480	6	2,493
Tuprs	15	1,252	6	1,593
Thyao	15	1,253		

Hisse senetlerinde en fazla 19 veriye ulaşılmış, 13 veriden az olan hisse senetleri verileri çok yetersiz olduğundan hesaplamalara dahil edilmemiştir. R değişkenler arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama düzeyi olan R kare 1’e ne ölçüde yakın olursa değişkenler modeli o ölçüde açıkladıkları kabul edilir. Darwin-Watson değerleri ardışık bağımlılığı göstermektedir. DW değerlerinin altındaki parantez değerleri, verileri düzeltmeye tabi tutulan hisselerin önceki ardışık bağımlılık seviyesini göstermektedir. VIF, çoklu doğrusal bağlantı seviyesini göstermekte olup, beklenen 10’nun altında bir değerdir (Hair vd., 1998:188-194; Albayrak, 2006:14-17). Burada, iki bağımsız değişken kullanıldığından çoklu doğrusal bağlantı sorununun oluşmaması beklenir. Bağımsız değişken katsayıları arasındaki ilişkinin 0,75’in üzerinde olması da çoklu doğrusal bağlantı sorununun bir göstergesi kabul edilir. Migrs ve Sise’de çoklu doğrusal bağlantı sorunu söz konusudur. F oranı, R karenin 0’dan büyük olduğu zaman modelin anlamlılığını test etmek amaçlı kullanılır. Serbestlik derecelerine göre F Tablo değerlerine bakılır. Anlamlılık düzeyi 0,05’de, 13 veri için 3,80 oranı yeterliyken, 19 veri için 3,52 oranı yeterli olmaktadır (Hair vd., 1998:181; Köseoğlu ve Yamak, 2004: 521).

Modelin katsayıları hisse senetlerinin fiyatlarının, şirket büyüklüklerinin ve kârlarının farklılığı gibi nedenlerden dolayı farklılık göstermektedir. Veri sayısı

30'dan az olduğu için, modeldeki katsayıların anlamlılığı için t-istatistiğinden yararlanılır. Burada, t-istatistik anlamlılık düzeyinin 0,05 sınırının altında olması, hatta burada veri sayısı az olduğu için 0,10 sınırının altında olması kabul edilebilir. Bu çalışmada t-istatistiğ anlamlılık düzeyi 0,10 olarak alınmıştır.

Bankaların (Akbnk, FinBn, Forts, Garan, Tskb ve Ykbnk) hisselerinin fiyat değerleri ile dağıtılmayan kâr miktarları (DmKM) ve kâr dağıtım miktarı (KDM) arasındaki ilişki Finbn ve Tskb dışında açıklayıcılığı yeterli kabul edilebilir. Akbnk %73,1, Forts %64,3, Garan %50,9 ve Ykbnk %53,4 düzeyinde veriler modeli açıklamışlar ve anlamlılık düzeyleri (F testi) de bu durumu destekler niteliktedir. Finbn ve Tskb'nin F oranları sırasıyla 2,230 ve 0,281 anlamsız çıkmış, diğerleri ise en düşük 6,218 gibi anlamlı seviyededir. Banka hisselerinin VIF değerleri 10'dan küçük olduğundan çoklu doğrusal bağlantının olmadığını göstermektedir. Ancak, regresyon katsayılarının t-testi anlamsızlığı söz konusudur. Birçoğunun 0,05 anlamlılık seviyesinin altında olması gerekirken, birçoğu 0,10 ve hatta 0,50 düzeyinin üzerinde seyretmektedir. Sadece, Akbnk ve Forts için regresyon katsayıları anlamlı sayılabilir. Bu aşamada, regresyon katsayılarının doğruluğu kabul edilmemelidir. Zaten, birçok banka hisse senedinin son 6-7 yılda düzenli kâr vermemesi böyle anlamsız sonuçların oluşmasını doğuracaktır.

Holding (Dohol ve Kchol) hisselerinin değişkenler arasındaki ilişki Dohol için açıklayıcılığı düşük, Kchol yeterli kabul edilebilir. Dohol %13,4, Kchol %60,5 düzeyinde veriler modeli açıklamışlar ve F testleri de bu durumu destekler niteliktedir. F oranları, Dohol'in 0,773 ile anlamsız ve Kchol'in 9,173 düzeyinde anlamlı seviyededir. Hisselerinin VIF değerleri çoklu doğrusal bağlantının olmadığını göstermektedir. Regresyon katsayılarının t-testi anlamlılık düzeyleri Dohol için anlamsız, Kchol için oldukça anlamlı seviyelerdedir. Dohol regresyon katsayıları anlamsız kabul edilirken, Kchol'ün regresyon katsayıları anlamlı kabul edilebilir.

Hurgz ve Migrs hisselerinin değişkenler arasındaki ilişki Hurgz için açıklayıcılığı düşük, Migrs için yeterli kabul edilebilir. Hurgz %2,5, Migrs %58,9 düzeyinde veriler modeli açıklamışlar ve F testleri de bu durumu destekler niteliktedir. F oranları, Hurgz'nin 0,115 ile anlamsız ve Migrs'un 8,583 düzeyinde anlamlı seviyededir. Hisselerinin VIF değerleri çoklu doğrusal bağlantının olmadığını göstermekle birlikte, Migrs'un bağımsız değişkenler katsayısının 0,75'den büyük -0,939 gibi bir değerde olması duruma temkinli yaklaşılmasını gerektirir. Regresyon katsayılarının t-testi anlamlılık düzeyleri Hurgz için çok anlamsız, Migrs için de anlamlı kabul edilemeyecek seviyededir. Bu aşamada, bu hisselerin regresyon katsayıları anlamsız kabul edilir.

Üretim sanayi hisselerinde (Arclk, Sise, Toaso ve Vestl) hisselerinin değişkenler arasındaki ilişki Arclk hariç zayıf sayılır. Bu açıklayıcılık düzeyi, Arclk için %87,3, Şise için %47,3, Toaso için %56,7 ve Vestel için %49,1'dir. F oranları ise, Arclk 41,318, Şise 6,280, Toaso 6,540 ve Vestel 6,264 ile anlamlı düzeyinde ilişkiye sahiptirler. Hisselerinin VIF değerleri çoklu doğrusal bağlantının olmadığını göstermekle birlikte, Sise'nin bağımsız değişkenler katsayısının -0,771 gibi bir değerde olması duruma temkinli yaklaşılmasını gerektirir. Regresyon katsayılarının t-testi anlamlılık düzeyleri Arclk için gayet anlamlı, Sise, Toaso ve Vestl için ise anlamlı kabul edilemez. Bu aşamada, Arclk regresyon katsayıları anlamlı kabul edilebilirken, diğer regresyon katsayıları anlamlı kabul edilmemelidir.

KİT (ağırlıklı olarak ana üretim ana sanayi) hisselerinde (Eregl, Petkm, Ptofs, Tuprs ve Thyao) değişkenler arasındaki ilişki Eregl, Ptofs ve Tuprs için orta seviyede Petkm ve Thyao için ise çok zayıf seviyededir. Bu açıklayıcılık düzeyi, Eregl için %58,5, Ptofs için %64,8, Tuprs için %45,6, düzeyinde olup modeli orta düzeyde açıklayabilirken Petkm %6,9 zayıf kalmaktadır. F oranları ise, Eregl için 9,869, Ptofs için 8,301, Tuprs için 4,191, düzeyinde olup anlamlı düzeyde ilişkiye sahipken Petkm 0,373 ile anlamlı düzeyinde ilişkiye sahip değildir. Hisselerinin VIF değerleri çoklu doğrusal bağlantının olmadığını göstermektedir. Regresyon katsayılarının t-testi anlamlılık düzeyleri Ptofs için gayet anlamlı, Eregl, Tuprs ve Petkm için ise anlamlı değildir. Thyao'nun kâr payı dağıtım değerlerinin olmaması, bütün testlerini anlamsız yapmakta ve hisseyi değerlendirme dışı bırakmaktadır. Bu aşamada, Ptofs regresyon katsayıları anlamlı kabul edilebilirken, diğer regresyon katsayıları anlamlı kabul edilmemelidir.

Regresyon katsayısının sadece anlamlılık testleri ile yetinmemek gerekir. Ayrıca, katsayıların büyüklükleri ve işaretleri de dikkate alınmalıdır. Bu anlamda, Kchol, Dohol ve Mıgrs gibi hisselerin KDM katsayıları negatif ve yüksek değerlerde olması, kâr dağıtım miktarının artması durumunda şirket değerini belirgin bir şekilde azalttığı görüşünü destekler niteliktedir. Ancak, Akbnk, Forts, Ykbnk, Arcık ve Ptofs gibi t-testi anlamlı düzeyde olan hisselerin katsayıları pozitif ve yüksek değerlerde olması kâr dağıtım miktarının artmasının şirket değerini de belirgin bir şekilde artacağı görüşünü desteklemektedir. Bu durum, kâr dağıtım politikasına ilişkin tartışmalı ortamlarla da uyumaktadır. DmKM'nin regresyon katsayılarına bakıldığı zaman çok daha tutarlı bir tablo sergilemektedir. DmKM katsayıları Hurgz, Toaso ve Thyao gibi t-testine göre katsayılar anlamsız çıkan hisse senetlerinde negatif katsayılar söz konusudur. Diğer, anlamlı katsayılara sahip bütün hisse senetleri pozitif katsayılarla dağıtılmayan kârların şirket değerini artırdığı görüşünü destekler niteliktedir. Bu da otofinansmanın şirket değerini arttırdığını ispatlamaktadır. Şirketlerin söz konusu yıllarda kâr elde etmesi, şirket değerini yükseltici etkide bulunduğu da unutulmaması gereken bir noktadır.

Tablo 6'da anlamlı kabul edilebilecek regresyon sonuçları Tablo 7'de özetlenmiştir. Tablo 7'deki modelin açıklayıcılığı yüksek ve kabul edilir anlamlılık seviyelerindeki hisse senetlerine ait veriler sunulmuştur. Buna göre ABD Doları cinsinden hesaplanan regresyon sonuçları aşağıdaki gibi olur.

Akbnk hisse senedi,	$P_{it} = 0,100 + 7,498DmKM_{it} + 24,467KDM_{it}$
Forts hisse senedi,	$P_{it} = 0,149 + 2,855DmKM_{it} + 7,991KDM_{it}$
Kchol hisse senedi,	$P_{it} = 3,018 + 23,528DmKM_{it} - 103,622KDM_{it}$
Arcık hisse senedi,	$P_{it} = 0,794 + 16,106DmKM_{it} + 10,092KDM_{it}$
Ptofs hisse senedi,	$P_{it} = -1,887 + 11,774DmKM_{it} + 48,914KDM_{it}$

Tablo 6. Regresyon Sonuçları

	Veri Say.	İlişki ve Anlamlılık Testleri						Bağ. Değ. kats. ilişkisi	Modelin Katsayıları			
		R	R kare	DW	VIF	F	Sig.		Sabit	DmKM	KDM	
Akbnk	15	0,855	0,731	2,204	1,459	16,316	0,000	-0,561	0,100 0,208 0,839	7,498 2,446 0,031	24,467 2,902 0,013	Katsayı t testi Anlamlılık
Finbn	16	0,537	0,289	1,428 (1,378)	1,060	2,230			0,614 1,624 0,133	3,735 1,768 0,105	-10,482 -0,679 0,511	Katsayı t testi Anlamlılık
Forts	14	0,802	0,643	2,085	1,058	9,888	0,003	-0,234	0,149 1,280 0,227	2,855 3,082 0,010	7,991 2,394 0,036	Katsayı t testi Anlamlılık
Garan	15	0,713	0,509	1,577	1,459	6,218	0,014	0,561	0,509 1,390 0,190	10,152 2,786 0,016	-3,980 -0,227 0,824	Katsayı t testi Anlamlılık
Tskb	18	0,204	0,041	1,676 (1,015)	1,483	0,281			0,714 0,687 0,504	7,348 0,736 0,475	6,441 0,253 0,804	Katsayı t testi Anlamlılık
Ykbnk	18	0,731	0,534	1,613 (0,868)	1,014	7,458			1,043 0,755 0,464	0,660 0,689 0,503	40,493 3,862 0,002	Katsayı t testi Anlamlılık
Dohol	13	0,366	0,134	1,661	1,087	0,773	0,488	0,282	1,714 2,565 0,028	3,425 0,780 0,453	-79,804 -0,708 0,495	Katsayı t testi Anlamlılık
Kchol	17	0,778	0,605	1,920 (2,626)	2,814	9,173			3,018 7,792 0,000	23,528 4,257 0,001	-103,622 -2,928 0,013	Katsayı t testi Anlamlılık
Migrs	15	0,767	0,589	1,972	8,451	8,583	0,005	-0,939	3,222 3,394 0,005	42,310 2,171 0,051	-50,964 -0,825 0,426	Katsayı t testi Anlamlılık
Hurgz	14	0,158	0,025	1,384 (0,858)	1,236	0,115			5,470 1,717 0,120	-3,890 -0,478 0,644	0,691 0,070 0,946	Katsayı t testi Anlamlılık
Arclk	17	0,934	0,873	2,785 (3,113)	1,019	41,318			0,794 3,032 0,010	16,106 6,541 0,000	10,092 3,552 0,004	Katsayı t testi Anlamlılık
Sise	17	0,688	0,473	1,899	2,465	6,280	0,011	-0,771	1,183 4,640 0,000	8,454 2,523 0,024	-7,401 -0,360 0,724	Katsayı t testi Anlamlılık
Toaso	15	0,753	0,567	2,271 (2,496)	1,379	6,540			1,136 2,699 0,022	-8,091 -1,114 0,292	53,664 3,413 0,007	Katsayı t testi Anlamlılık
Vestl	16	0,701	0,491	2,034	1,146	6,264	0,012	0,357	1,351 2,417 0,031	8,703 3,219 0,007	-3,600 -0,224 0,826	Katsayı t testi Anlamlılık
Eregl	19	0,765	0,585	2,063 (2,488)	2,894	9,869			1,769 6,780 0,000	3,777 1,382 0,189	4,253 1,036 0,318	Katsayı t testi Anlamlılık
Petkm	15	0,263	0,069	1,889 (1,515)	1,120	0,373			7,310 3,226 0,009	4,238 0,759 0,466	-3,375 -0,536 0,604	Katsayı t testi Anlamlılık
Ptofs	14	0,805	0,648	2,493 (2,480)	2,136	8,301			-1,887 -1,363 0,206	11,774 3,177 0,011	48,914 4,073 0,003	Katsayı t testi Anlamlılık
Tuprs	15	0,675	0,456	1,593 (1,252)	1,586	4,191			7,376 2,429 0,036	15,019 2,671 0,023	0,215 0,062 0,952	Katsayı t testi Anlamlılık
Thyao	15	0,022	0,000	1,253	1,000	0,006	0,939		8,387 5,117 0,000	-0,344 -0,078 0,939		Katsayı t testi Anlamlılık

Burada, P_{it} hisse fiyatı, $DmKM_{it}$, hissenin dağıtmadığı kâr miktarı ve KDM_{it} hissenin dağıttığı kâr payı miktarıdır. Regresyon sonuçlarına göre, hissenin dağıtmadığı kâr miktarıyla veya otofinansman hisse senedi doğru orantılıdır. Şirket, ne ölçüde otofinansman yaparsa, şirket değeri o ölçüde artmaktadır. Ancak, kâr dağıtım miktarı için aynı şey söylenememektedir. Genel olarak kâr dağıtım miktarındaki yüksek değer şirketin değerini artırırken Kchol belirgin bir katsayıyla bu durumun tam tersi bir sonuç vermiştir. İMKB30 endeksinde yeterli sayıda firma olmaması ve anlamlı sonuç veren hisse senedi sayısının 5 ile kısıtlı kalması, sektörel olarak yorum yapılmasını anlamsız kılmaktadır.

Tablo 7: Anlamlı Kabul Edilebilir Regresyon Sonuçları

	İlişki ve Anlamlılık Testleri					Modelin Katsayıları			
	Veri sayısı	R	R kare	F	Sig.	Sabit	DmKM	KDM	
Akbnk	15	0,855	0,731	16,316	0,000	0,100 0,208 0,839	7,498 2,446 0,031	24,467 2,902 0,013	Katsayı t testi Anlamlılık
Forts	14	0,802	0,643	9,888	0,003	0,149 1,280 0,227	2,855 3,082 0,010	7,991 2,394 0,036	Katsayı t testi Anlamlılık
Kchol	17	0,778	0,605	9,173		3,018 7,792 0,000	23,528 4,257 0,001	-103,622 -2,928 0,013	Katsayı t testi Anlamlılık
Arclk	17	0,934	0,873	41,318		0,794 3,032 0,010	16,106 6,541 0,000	10,092 3,552 0,004	Katsayı t testi Anlamlılık
Ptofs	14	0,805	0,648	8,301		-1,887 -1,363 0,206	11,774 3,177 0,011	48,914 4,073 0,003	Katsayı t testi Anlamlılık

SONUÇ

İşletmelerin yüksek oranda kâr payı dağıtım miktarını vermesi ve hızlı büyümesini beklemek birbiriyle çelişmektedir. Finansman yöneticileri, işletmenin büyüme seyrine engel olmayacak ve ortakların beklentilerine uygun istikrarlı kâr dağıtımını gerçekleştirecek bir politika belirlemesi şirketler açısından uygun gözükmektedir. Şirketin sahip olduğu veya olacağı yatırım fırsatlarına göre daha az maliyetli olan otofinansmanı göz önüne alması gerektiğinden, düşük oranda kâr payı dağıtım politikasını belirlemesi faydalıdır. Böylece, işletmeler az kâr ettiği dönemlerde de kâr payı dağıtabilecek ve mali yapısı güçlü olduğundan yatırım fırsatlarını daha kârlı bir şekilde değerlendirebilecektir.

Bu çalışmada, İMKB 30 Endeksine dahil 19 şirketin, 1987-2006 yıllarına ait yıllık verileri üzerinde, otofinansman ve kâr dağıtım miktarının şirket değeri üzerindeki etkisi üzerine regresyon analizi yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre sadece 5 şirketin regresyon katsayıları anlamlı çıkmıştır. Birçok hisse senedinin ilişki ve anlamlılık testleri çok zayıf çıkmıştır. Bu da genel bir yorum yapmayı güçleştirmektedir. Ayrıca Türkiye'de, veri alınan söz konusu yıllar boyunca yüksek oranda enf-

lasyon ortamı ve krizlerin yaşanması büyük kırılmalıklar oluşturmuştur. Tablo 3'de de görüleceği gibi, Türkiye'de son birkaç yıl içerisinde (1994, 1997 ve 2001) sık ve çok sayıda kriz yaşanmıştır. Bazı yıllarda da (1993, 1999 ve 2005) hisse senetlerinde belirgin değer yükselmeleri gerçekleşmiştir. Bu durum hisse senetlerinin geneline yayılmış bir şekilde etki gösterdiğinden piyasadaki oynaklık yüksek çıkmakta ve kırılmalık söz konusu olmaktadır. Daha da önemlisi, hisse senetlerin dağıtılan kâr paylarında etkilene düzeyini ölçerken, hisse senetleri ağırlıklı olarak piyasa etkisinde hareket etmektedir. Böylece, yapılan analizlerde sonuç elde etmek güçleşmektedir.

Yapılan analizin ilişki düzeyi yüksek ve anlamlı sonuçlarına göre, otofinansman şirketlerin değeriyle doğru orantılı çıkmaktadır. Böylece, otofinansmanın şirket değerini kesinlikle olumlu etkileyeceği söylenmelidir. Ancak, kâr payı dağıtım miktarıyla şirket değeri arasındaki ilişki için tam bir netlik söz konusu değildir. Akbnk, Forts, Arcık ve Ptofs kâr payı dağıtım miktarıyla şirket değeri doğru orantılı bir ilişki içerisindeyken, Kchol için bu ilişki ters orantılıdır. Bu durum, kâr payı dağıtım ile ilgili görüşleri destekler niteliktedir. Akbnk, Forts, Arcık ve Ptofs eldeki kuş ve sinyalleme görüşünü desteklerken, Kchol ise vergi farklılığı ve artık temettü gibi yüksek kâr payı dağıtım politikalarının şirket değeri üzerine olumsuz etkisini savunan görüşleri desteklemektedir. Varsayımların sağlanması durumunda, analiz sonuçları 1961'de yayınlanan MM'in kâr payı ilintisizlik önermesinin doğruluğunu ispatlar niteliktedir.

Analizde kullanılan veri sayısı 13 ile 19 arasında olmasından yetersiz olup elde edilen analiz sonuçlarına temkinli yaklaşılmalıdır. Kâr payı dağıtım Türkiye'de yıllık olarak yapıldığından, 6 aylık ve 3 aylıktan daha çok sayıda veri ile çalışmayı olanaksız kılmaktadır. Şirketlerin çoğunluğunun 1988-1992 yıllarında halka açılmış olması, yıl düzeyindeki veri sayısını sınırlandırmaktadır. İleriki yıllarda, yıl olarak veri sayısı artmış olacak veya birçok ülkede olduğu gibi 3 aylık kâr payı dağıtımları söz konusu olabilecektir. Böylece, çok sayıda veriyle daha sağlıklı sonuçlar elde edilebilecektir. Ayrıca, her geçen gün enflasyondaki iyileşmenin devam etmesi halinde, dalgalanmanın düşük olduğu bir piyasa oluşacak ve daha uzun döneme ait verilerin alınarak, daha geniş anlamda geçerli sonuçların elde edilmesi mümkün olacaktır.

KAYNAKÇA

- Aivazian, V., L. Booth ve S. Cleary (2003), "Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From U.S. Firms?", *The Journal of Financial Research*, Vol. 26, ss. 371-387.
- Akgüç, Ö. (1998), *Finansal Yönetim*, 7. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayınları, Yayın No: 65, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul.
- Albayrak, A. S. (2006), *Çok Değişkenli İstatistiksel Analiz*, Yayınlanmamış Doktora Ders Notları, Zonguldak.
- Analiz.com Web Sitesi, www.analiz.com, (Erişim Tarihi: 23.05.2006).
- Aydın, N., M. Başar ve M. Coşkun (2006), *Finansal Yönetim*, Aktüel Tanıtım ve Ofset Hizmetleri, Eskişehir.
- Baker, H. K. ve G. E. Powell (1999), "How Corporate Managers View Dividend Policy", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 38, pp. 17-35.
- Baker, H. K. ve G. E. Powell (2000), "Determinants of Corporate Dividend Policy: A Survey of NYSE Firms", *Financial Practice and Education*, Vol. 10, pp. 29-40.
- Baker, H. K., G. E. Powell ve T. Veit (2002), "Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy", *Journal of Economics and Finance*, Vol. 26, pp. 267-283.
- Baker, H. K., T. Veit ve G. E. Powell (2001), "Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms", *Financial Review*, Vol. 36, pp. 19-37.
- Berk, N. (1995), *Finansal Yönetim*, 2. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Bernstein Research (1994-98), *Dividend Policy*, Selected Studies, pp.51-53.
- Black, F. (1976), "Kar Payı Bilmecesi" (Çev. A. Alıcı) (1998), *Finans Teorilerinin Temel Makaleleri*, (Der. C. Erol), SPK Yayınları, No: 124, ss. 269-278.
- Brealey, R. A., S. C. Myers, A. J. Marcus (2001), *Fundamentals of Corporate Finance*, Third Edition, Mc Graw-Hill Companies, New York.
- Brealey, R. A., S. C. Myers, A. J. Marcus (2001), *İşletme Finansmanının Temelleri*, (Çev. Ü. Bozkurt, T. Arıkan, H. Doğukanlı), Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Brigham, E. F. (1986), *Fundamentals of Financial Management*, Fourth Edition, CBS College Publishing, New York.
- Ceylan, A. ve T. Korkmaz (2000), *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Ceylan, A. (2000), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, 6. Baskı, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa.
- Copeland, T. E. ve J. F. Weston (1992), *Financial Theory and Corporate Policy*, Third Edition, Addison Wesley Publishing, USA.

- Deshmukh, S. (2005), "The Effect of Asymmetric Information on Dividend Policy", *Quarterly Journal of Business & Economics*, Vol. 44, pp. 107-127.
- Ercan, M. K. ve Ü. Ban (2005), *Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Ertuna, Ö. (1986), *İşletme Finansmanı*, 2. Fasikül, Anadolu Üniversitesi Yayın No: 71, Ankara.
- Hair, J. F., vd. (1998), *Multivariate Data Analysis*, Fifth Edition, Prentice Hall Inc., New Jersey.
- Ho, H. (2003), "Dividend Policies in Australia and Japan", *IAER*, Vol. 9, pp. 91-100.
- Holder, M. E., F. W. Langrehr ve J. L. Hexter 1998, "Dividend Policy Determinants: Investigation of the Influences of Stakeholder Theory", *Financial Management*, Vol. 27, pp. 73-82.
- İMKB Web Sitesi, www.imkb.gov.tr (Erişim Tarihi: 23.05.2006).
- Korgun, A. (1999), *Bir Temettü Politikası olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri*, SPK Denetleme Dairesi Yeterlilik Etüdü, Rapor Sayısı XIV-12/6-4, <http://www.spk.gov.tr>, (Erişim Tarihi: 23.05.2006)
- Korkmaz, T. ve M. Pekkaya (2005), *Excel Uygulamalı Finans Matematiği*, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Köseoğlu, M. ve R. Yamak (2004), *Uygulamalı İstatistik ve Ekonometri*, Aksakal Kitap-Kırtasiye, Trabzon.
- Miller, M. ve F. Modigliani (1961), "Kar Dağıtım Politikası, Büyüme ve Hisse Senetlerinin Değerlemesi" (Çev. S. Önce), *Finans Teorilerinin Temel Makaleleri, 1998*, (Der. C. Erol), SPK Yayınları, No: 124, ss. 219-252.
- Okka, O. (2005), *Finansal Yönetime Giriş*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- SPK Web Sitesi, www.spk.gov.tr (Erişim Tarihi: 23.05.2006)
- T.C. Merkez Bankası Web Sitesi, www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi: 23.05.2006).