

KÂRPAYI VERİMİ ÜZERİNE BİR LİTERATÜR TARAMASI*

Yrd. Doç. Dr. Eymen GÜREL**

ÖZET

Halka açık işletmelerin belirledikleri kâr payı politikaları yatırımcı üzerinde oldukça etkilidir. Yatırımcılar alma ya da satma kararlarını verirken bu beklenti onlara yol gösterebilir. Bu çalışmada kârpayı verimi kavramı ele alınarak işletmelerin kar payı dağıtım politikalarının, hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri teorik olarak değerlendirilmeye çalışılmıştır. Bu konuda yerli ve yabancı literatürde yapılan çalışmalar ve çalışmaların sonuçları tarihi bir sıralama ile özetlenmiştir.

Keywords: Dividend Yield, Investor Decisions, Dividend Policy

Jel Kodları: M 10, G 25

A LITERATURE REVIEW ON THE SUBJECT OF DIVIDEND YIELD

ABSTRACT

Dividend policies of publicly held companies have significant influence on the investor. This expectation may guide them when they make buying and selling the decisions. This study deals with the notion of dividend yield and seeks to conceptually appreciate impact of dividend policies on stock return. The literature regarding the topic has been reviewed and listed in historical order.

Anahtar Kelimeler: Kârpayı verimi, Yatırımcı kararları, Kârpayı politikası

Jel Codes: M 10, G 25

* Bu çalışma, Ankara Üniversitesi'nde savunulan "Kâr dağıtım politikalarının etkinliği ve İMKB uygulaması" başlıklı doktora tezinin bir bölümünden derlenerek hazırlanmıştır.

** Adnan Menderes Üniversitesi, Nazilli İ.İ.B.F., İşletme Bölümü Öğretim Üyesi. gureleymen@gmail.com

1. Giriş

Sermaye şirketlerinin temel amacı, yürütülen ticari faaliyetler sonucu kâr elde etmek ve bu yolla ortakların refahını en yüksek seviyeye çıkarmaktır. Şirketler büyüdükçe ve ortaklık yapıları değişikçe kârların paylaşımı sorunu ortaya çıkmıştır.

Küçük ve/veya aile şirketleri olarak kurulup gelişen şirketler, zaman içerisinde, birbirlerini tanımayan yerli ve yabancı ortaklara pay senetlerini ihraç eden, yönetim erkini profesyonel yöneticilere bırakan büyük işletmeler haline gelebilmekte ve çeşitli temsil sorunlarıyla karşı karşıya kalabilmektedirler.

Alternatif finansman politikaları çerçevesinde halka açılarak finansman sağlamaya çalışan şirketler için de son derece önemli olan bu temsil problemlerinin başında, elde edilen kârın paylaşımı sorunu yer almaktadır. Bir şirkete ortak olarak, birikimlerini risksiz bir yatırım aracı yerine, riskli bir yatırım aracına yönlendiren pay sahiplerinin beklentisi aşırı getiri elde edebilmektir. Teorik olarak bunun tek bir yolu vardır;

Aşırı Getiri = (Sermaye Kazancı+Kâr Payı)-Risksiz Faiz Oranı

Aşırı getirinin pozitif olabilmesi için, sermaye kazancı ile kar payı kazancı oranları toplamının risksiz faiz oranından fazla olması gereklidir. Bu sebeple yöneticilerin, ortakların çıkarını gözeterek şekilde karar vermesi beklenmektedir. Sermaye kazancı ve/veya kâr payı kazancını en yüksek seviyeye çıkarmak isteyen bir yöneticinin göz önünde bulundurması gereken etkenler çok çeşitlidir; yasal kurallar, geleceğe ait belirsizlikler, konjektürel dalgalanmalar, yatırım fırsatları, yatırımcının tercihi ve benzerleri.

Tüm bu değişken koşullar dönem sonu elde edilebilecek kâr için yöneticiye başlıca iki alternatif sunar; otopfinansmanla kârı yüksek verimli yatırımlara aktarmak, ya da kârı dağıtmak. İlk durumdaki yatırımcı tipi, kârını yatırımlara dönüştüren işletmenin gelecekteki değerinin elde edeceği kâr payından daha yüksek sermaye kazancı getireceği beklentisi içindedir. İkinci durumda ise, yatırımcılar “eldeki bir kuş daldaki iki kuştan iyidir” düşüncesi ile kârı hemen elde etmek ister. İşletme finansmanı kuramının başlıca tartışma konularından biri de yöneticinin, yatırımcıların beklentilerini de göz önünde bulundurarak, hangi alternatifi tercih etmesi gerektiği üzerinedir. Bu kararın verilmesi bir çok değişkene dayanıyorsa, elbette sonuç bu değişkenlerin ağırlığına göre farklılık gösterecektir. Dolayısıyla, bu sorunun mutlak bir yanıtı yoktur. Ancak, seçilen tercihlerin sonuçları geçmiş veriler yardımı ile ortaya konulup, tahminlerde bulunulabilir.

Bu çalışma, kârlarını dağıtma, ya da dağıtmama yönünde karar alan firmaların almış oldukları bu kararının hisse senedi getirileri üzerinde nasıl

bir etkisi olabileceğini literatüre dayandırarak açıklamaya çalışmaktadır. Bu amaçla yerli ve yabancı literatürdeki konuyla ilgili temel makaleler ile elde edilen sonuçları kısaca özetlenmeye çalışılmıştır.

2. Kâr Payı Verimi

Kâr payı dağıtma, ya da dağıtmama kararının şirketin piyasa değeri üzerinde doğrudan bir etkisinin bulunduğu finansman yazınında genel olarak kabul edilmektedir. Bir şirketin piyasa değeri hisse senedi adedi ile hisse senedi fiyatının çarpımı sonucunda elde ediliyorsa bu denklemde kâr payı dağıtım kararının hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisinin ortaya konması gerekmektedir.

Kâr payı verimi kavramı temel olarak bu ilişkiyi açıklamaya dönük bir oran olarak kullanılmaktadır. Belli bir dönem aralığında hisse başına düşen nakit kâr payı ile hissenin elde edilmiş maliyeti arasındaki ilişkiye kâr payı verimi denir.

Kâr payı verimi, bir hisse senedine yapılan yatırımdan belirli bir dönem sonunda elde edilen kâr payı getirisini yüzdesel olarak ortaya koymaktadır. Kullanım amacı, geçmiş verilerden yararlanarak aynı kâr payı politikaları istikrarlı bir biçimde izlenmeye devam ederse yatırımcıların gelecekte elde edebilecekleri getirilere dair bir trend ortaya çıkarmaktır.

Bir yatırımcının beklentisi, belli bir dönem için oluşturacağı portföyün getirisinin dönem sonunda risksiz faiz oranının üzerinde bir getiri sağlamasıdır. Bir portföy, eğer hisse senedi ve/veya tahvilden oluşuyorsa beklenen getiri oranını hesap etmek için kullanılacak temel formül aşağıdaki gibi olacaktır:

$$r = \frac{Div_1 + (P_1 - P_0)}{P_0} \text{ veya } r = \frac{Div_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

Burada:

r = Beklenen getiriyi,

Div_1 = Dönem sonu kâr payını,

P_0 = Menkul kıymetin alış maliyetini,

P_1 = Menkul kıymetin dönem sonu fiyatını,

g = Büyüme oranını

göstermektedir.

Portföyün beklenen getirisinin hesaplanmasında dikkate alınan değişkenlerden biri kâr payıdır. Bu temel denklemden yola çıkarak, formül aşağıdaki gibi yazılabilir (Braley 1997:130):

$$r = \frac{Div_1}{P_0} + g$$

r= Kâr Payı Verimi+ Büyüme Oranı

Bu temel denklemden hareketle, yatırımın beklenen getirisi hesaplanırken iki değişkenin dikkate alınması gerekmektedir: kâr payı verimi ve büyüme oranı. Büyüme oranı yukarıda da gösterildiği gibi bir senedin veya tahvilin alım ve satımı sırasında ortaya çıkan sermaye kazancı veya zararıdır. Kâr payı verimi oranı ise yapılan yatırımdan dönem sonunda elde edilecek olan kâr payı miktarının yatırım tutarına bölünmesidir. İki de, yüzdesel bir sonuç ortaya koymakta ve bu iki değer toplandığında yatırım sonucu beklenen getiri oranı bulunmaktadır.

Kâr payı verimi ile ilgili yapılan temel çalışmalarda hisse senedinin geçmiş on iki ayda nakit olarak dağıttığı hisse başına kâr payı miktarlarının toplanması ve bu tutarın hisse senedinin on üç ay önceki fiyatına bölünmesi formülü esas alınmıştır (Keim: 1985, Gombala ve Liu: 1993, Şen: 1999, Thomas vd:2004).

$$DY_t = (1/P_{t-13}) \sum_{t-13}^{t-1} DPS_t$$

Burada:

DY_t = t ayındaki kâr payı verimini,

DPS_t = t ayındaki hisse başına düşen kâr payı miktarını,

P_{t-13} = t-13 ayında hissenin piyasa fiyatını göstermektedir.

Kâr payı veriminin bu tanımı, yapılan çalışmalarının çoğunda benzer şekilde kullanılmaktadır. Ancak, bazı çalışmalarda, paydada P_{t-13} yerine P_{t-12} veya P_{t-1} kullanıldığına rastlanmaktadır. Bu durum farklı bakış açılarından kaynaklanmaktadır: P_{t-1} kullanımı, İngiltere’de kâr payı verimi kavramından anlaşılan ile birebir örtüşmekle birlikte, Financial Times’ın kâr payı verimi için kullandığı tanıma da uymaktadır (Naranjo, 1998:2031 ve Thomas, 2000:263). Öte yandan, denklemden paydada P_{t-13} veya P_{t-12} kullanımı ABD araştırmalarına dayanmakta olup, bu tanım gelecekle ilgili getirinin daha iyi ölçülmesi imkânı sağlamaktadır (Blume, 1980). Türkiye’de kâr payı verimi konusunda yapılmış olan çalışmalarda da paydada (P_{t-3}) kullanılmıştır (Şen:1999, Şen ve Sevil:2001). Ancak şunu belirtmek gerekir ki, hem ABD’de hem de İngiltere’de yapılan deneysel araştırmalar, her iki tanımın da (P_{t-12} veya P_{t-13}) benzer sonuçlar verdiğini göstermektedir

(Keim, 1985:476 ve Thomas vs.,1998:409). Kâr payı verimi ile ilgili yazılan temel makalelerden birinde paydada P_{t-12} (Thomas, 2000:263) olsa da aynı yazarın daha sonraki yıllarda yaptığı çalışmasında, paydada P_{t-12} yerine P_{t-13} 'ü tercih etmesi (Thomas, 2004:1363), Keim (1985:476) ve Gombala'nın (1993b:141) çalışmalarıyla da uyumludur.

3. Kâr Payı Verimi İle İlgili Yapılan Temel Çalışmalar

Kâr payı verimi ile riske göre düzeltilmiş getiri arasındaki ilişkiye dair ilk çalışma Brennan tarafından 1970 yılında yapılmıştır. Çalışmanın bu kısmında 1970 yılındaki bu makaleden başlayarak, günümüze kadar yapılmış başlıca kâr payı verimi makalelerine yer verilecektir.

3.1. 1970-1980 Yılları Arasında Yapılan Çalışmalar

Brennan (1970) kâr payı verimi kavramını teorik bir model ile ortaya koymuştur. Makalenin bir ülkede uygulaması ve bulguları yoktur. Brennan'nın modeli aslında "Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli" (SVFM)'nin bir uyarlamasıdır (Lease vd, 2000:53).

SVFM, herhangi bir menkul kıymetin beklenen getirisi ve riski arasındaki ilişkiyi ele almaktadır. SVFM'inde, bir menkul kıymetin getirisi ve riski arasındaki ilişkinin doğrusal olduğu, fakat menkul kıymetin getirisi ile ilişkili olan bu riskin yatırıma ilişkin toplam risk olmayıp çeşitlendirme ile giderilemeyen ve toplam riskin bir parçası olan "sistemik risk" olduğu ifade edilmektedir (Rutterford, 1993:261).

SVFM'ye göre, herhangi bir menkul kıymetin beklenen getirisi, hisse senedi piyasasının beklenen getirisinin doğrusal bir fonksiyonu olarak, aşağıdaki gibi formüle edilebilir (Higgins, 1995:315):

$$r_i = r_f + \beta(M_r - r_f)$$

Burada:

r_i ;(i) menkul kıymetin beklenen getirisini,

r_f ; Risksiz faiz oranını,

M_r ;Pazar portföyünün beklenen getirisini,

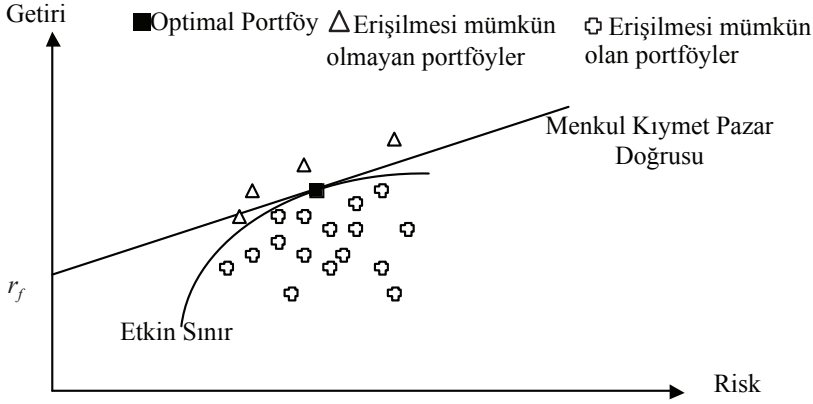
β ; Beta katsayısını,

$(M_r - r_f)$; Pazar portföyünün risk primi'ni göstermektedir.

SVFM adı ile bilinen bu denklem, aynı zamanda, Menkul Kıymet Pazar Doğrusu'nun da denklemidir. Denge durumunda herhangi bir "i" menkul kıymetin beklenen getirisi, risksiz faiz oranıyla risk priminin toplamına

eşittir. Risk primi ise, ilgili menkul kıymetin beta riski ile pazar risk priminin çarpımıdır (Korkmaz ve Ceylan, 2006:534).

Şekil 1. Menkul Kıymet Pazar Doğrusu ve Etkin Sınır Çizgisi



Kaynak: Karan, 197:2001; Öcal, 313:2006.

SVFM’de tüm yatırımcıların homojen beklentileri olduğundan, risk-getiri arasında bir denge söz konusudur. Belirli bir risk düzeyinde en yüksek getiriye sahip veya belirli bir getiri seviyesinde en düşük riske sahip portföye etkin portföy adı verilir. Şekilde, optimal portföy, etkin sınır çizgisi ile menkul kıymet pazar doğrusunun kesiştiği noktada ortaya çıkmaktadır. Etkin sınırın altında erişilebilen ancak, etkin olmayan portföyler yer almaktayken, etkin sınır üzerinde erişilmesi mümkün olmayan portföyler yer almaktadır.

Brennan’ın kâr payı verimi modeline esas aldığı SVFM’nin bazı temel varsayımları vardır. Bu varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır (Karan, 2001:195):

- Yatırımcılar portföylerini bir dönemlik beklenen getiriler ve standart sapmalara bakarak değerlendirirler,
- Yatırımcılar daima daha yüksek getiri beklerler. Beklenen getiriler hariç her şeyi aynı olan iki portföyden yüksek beklenen getirili olanı seçerler,
- Yatırımcılar riskten kaçarlar. Standart sapmaları hariç her şeyi aynı olan iki portföyden düşük standart sapmalı olanı seçerler,
- Bireysel varlıklar sonsuz bölünebilir, bir başka ifadeyle eğer yatırımcı çok isterse bir payın küçük bir yüzdesini bile satın alabilir,
- Yatırımcının hem ödünç verebileceği (yatırım yapabileceği) hem de borç

alabileceği bir risk oranı vardır,

- Vergiler ve işlem maliyetleri konu dışıdır.

Bu varsayımlara daha sonra aşağıdaki kabuller de eklenmiştir:

- Bütün yatırımcıların aynı ve bir dönemlik yatırım ufukları vardır,
- Risksiz oran bütün yatırımcılar için aynıdır,
- Bilgi, bütün yatırımcılar için serbest ve anında ulaşılabilir niteliktedir,
- Yatırımcıların beklentileri homojendir. Menkul kıymetlerin beklenen getirilerini, standart sapmalarını ve kovaryanslarını anlama yetenekleri aynıdır.

Brennan'ın modeline göre ise, bir hisse senedinin vergi öncesi aşırı getirisi, SVFM'de olduğu gibi sadece sistematik risk ile değil ödenen kâr paylarıyla da ilişkilidir. Vergi öncesi getirinin daha yüksek olması yatırımcılar açısından, kâr payının vergi dezavantajını giderebilmek için bir tazminat, ya da karşılıktır. Modele göre daha yüksek kâr payı verimli senetlerin fiyatı daha düşük olacaktır. Bunun dışındaki diğer etkenler aynı olacaktır (Lease vd. 2000;53).

Brennan'ın modeli aşağıdaki gibidir:

$$E(r_{it} - r_{ft}) = a_1 + a_2\beta_{it} + a_3(d_{it} - r_{ft})$$

Burada:

r_{it} = i hisse senedinin getiri oranını,

t= ilgili zamanı,

β_{it} = t döneminin sistematik riski,

d_{it} = i senedinin t dönemindeki kâr payı verimini

r_{ft} = t zamanındaki risksiz faiz oranını

göstermektedir.

Denklemin sonucuna göre, a_3 'ün pozitif olması, kâr payının vergi dezavantajına bir kanıt olarak yorumlanır. Başka bir ifade ile, yatırımcılar vergi dezavantajını telâfi etmek için yüksek kâr payı ödeyen hisse senetlerinden, yüksek vergi öncesi riske göre düzeltilmiş getiri talep ederler. Bu sayede yatırımcıların elde edecekleri kâr payı gelirleri, ödeyecekleri bireysel vergiler göz önünde bulundurulduğunda daha fazla marjinal fayda sağlayacaktır. Vergi tercihi kuramında da belirtildiği üzere yatırımcıların elde ettiği kâr

payı gelirleri üzerinden ödeyecekleri vergi oranının yüksek olduğu durumlarda kâr payı dağıtımları tercih edilmemektedir. Yatırımcılar, kâr dağıtılacaksa hisse senedinin geri satın alınması yöntemini veya kârın dağıtılmayarak yatırıma dönüştürülmesini ve sermaye kazancı ile refahlarını en yüksek seviyeye getirilmesini tercih edebilmektedir. Model, bir şirket yöneticisinin kâr payı dağıtım kararı aldığı anda yatırımcının ihtiyaçlarını da göz önünde bulundurması gerektiğini ileri sürer. Bu sebeple, kâr payı dağıtmak isteyen bir yönetici, yatırımcının hak kaybına uğramadan kâr payı alabilmesi için vergi etkisini de değerlendirerek daha fazla ödeme yapmalıdır. Brennan'ın kâr payları dağıtımında vergi etkisine ve verimliliğe dair bu tespiti, takip eden yıllarda yapılacak bir çok çalışmaya yol göstermiştir.

Brennan modelinin ardından yapılan iki önemli uygulama, Black ve Scholes (1974) ile Litzenberger ve Ramaswamy (1979) tarafından yapılmıştır. Analiz sonuçlarına bakıldığında, bu uygulamalara ait sonuçların birbiri ile açık biçimde çatışmakta olduğu görülmektedir. Black ve Scholes'ün çalışması, kâr payı dağıtımlarıyla, getiri arasında herhangi bir ilişki bulamamıştır. Litzenberger ve Ramaswamy ise, getirilerin pozitif korelasyonla, kâr payı verimi ile ilgili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Black ve Scholes, hisse senetlerinden portföyler oluşturmuş ve riske göre düzeltilmiş beklenen getirilerle kâr payı verimlerinin ilişkisini test etmişlerdir. Bunu yaparken kâr payı verimini yıllık bazda değerlendirmişlerdir. Kâr payı verimi, önceki yılın ödenmiş toplam kâr payı tutarının, yıl sonu hisse fiyatına bölünmesiyle hesaplanmıştır. Gelecek dönem boyunca yüksek getiri beklentisi ile, kâr payı verimlerinin geniş bir şekilde değerlendirildiği bir hisse senedi sınıflandırması yapmışlardır. Black ve Scholes karmaşık bir metodoloji kullanarak, vergi öncesi riske göre düzeltilmiş getirisi pozitif olan, yüksek kâr payı verimli ve düşük kâr payı verimli senetler arasında bir fark olmadığını tespit etmişlerdir. Aynı zamanda, bu senetlerin, vergi sonrası riske göre düzeltilmiş getirilerinde de bir fark bulamamışlardır. Bu kanıta dayanarak, yatırımcılara portföylerini oluştururken kâr paylarını göz ardı etmelerini önermişlerdir (Black ve Scholes, 1974:21).

Litzenberger ve Ramaswamy (1979), Black ve Scholes'un çalışmasından beş yıl sonra "Sermaye varlıklarının fiyatlanmasında kâr payı ve bireysel vergilerin etkisi" başlıklı bir makale yayınlamışlardır. Brennan modelinin (1970), Litzenberger ve Ramaswamy tarafından gerçekleştirilen testi, Black ve Scholes'un (1974) testinden büyük ölçüde farklıdır. Önceki sınıflamada sadece, nakit kâr payı dağıtımı olan aylarda pozitif bir kâr payı verimi söz konusudur. Böylece, bir hisse senedi yatırımcısı için üç aylık kârını,

nakit kâr payı olarak dağıtan bir şirketin kâr payı ödenen ayda pozitif bir kâr payı verimine sahip olduğu, diğer iki ayda ise sıfır kâr payı verimine sahip olduğu kabul edilmektedir. Litzenberger ve Ramaswamy ise, diğer iki ayda da beklenen kâr payı dağıtımlarının getiri üzerinde etkili olduğunu savunmakta ve bu ayların sıfır kâr payı verimli olarak hesaplanmasını kabul etmemektedirler. Litzenberger ve Ramaswamy'ye göre kâr payı dağıtılacak aya ilişkin beklenti yaratmakta ve hisse senedi fiyatı üzerinde bu beklentinin de etkisi olmaktadır. Dolayısıyla üç aylık bir dönem için, sadece kâr payı dağıtılan ayda değil önceki iki ayda da kâr payı verimi değeri hesaplanmalı, kâr payı verimi sıfır kabul edilmemelidir.

Litzenberger ve Ramaswamy'nin testi örneklem olarak 1936-1977 yılları arasını kapsar ve üç aşamayı içerir (Lease vd. 2000;55);

Birinci aşama: Her bir senedin sistematik riski (ya da betası), her bir ay için piyasa modeli regresyonu¹ kullanılarak ayrı ayrı ölçülmüştür. Her ay için, örneklemdeki senetlerin beklenen kâr payı verimleri ölçülmüştür. Böylece, önceki çalışmalarda sadece yıllık olarak hesaplanan kâr payı verimleri aylık olarak hesaplanmıştır.

İkinci aşama: 1936-1977 arasındaki her bir ay için, ilgili ayın benzer beta ve kısa dönemli beklenen kâr payı verimlerinin değerlendirilmesi hakkında aşırı getirili senetlerin (excess stock return) kesitler arası regresyon (cross sectional regression) analizi sonuçlarını içerir.

Üçüncü aşama: Bağımsız değişken katsayılarının istatistiksel olarak önem derecesini hesaplar.

Litzenberger ve Ramaswamy testi, belirgin bir şekilde pozitif bir kâr payı verimi katsayısı ortaya koyar. Bu, kâr payının vergi üzerindeki etkisinin bir sonucu olarak, Brennan'ın modelini doğrulayan bir çalışma olarak açıklanmaktadır.

Black ve Scholes, yaptıkları ampirik çalışmada, uzun dönemde riske göre düzeltilmiş vergi öncesi getiriler ile yüksek ve düşük kâr payı verimli hisse senetleri arasında bir ilişki bulamamışlardır. Diğer bir ifade ile yatırımcılar, yüksek verimli senetlerle ilgili olarak aşırı bir uzun dönemli vergi öncesi

1 Piyasa Modeli regresyonu şöyle hesaplanmaktadır:

$$R_{ij} - R_{fi} = a_{ij} + \beta_{ij}(R_{mj} - R_{fi})\epsilon_{ij}$$

Burada:

$j = t-60, \dots, t-1$, burada R_{mj} , piyasa portföyün j dönemi boyunca getirisini,

R_{ij} hisse senedi i 'nin j dönemi boyunca elde ettiği getiri oranını,

β_{ij} hisse senedi i 'nin j dönemi boyunca hesaplanan beta katsayısını,

R_{fi} t dönemindeki risksiz faiz oranını,

ve ϵ_{ij} dönemin hata terimini göstermektedir.

riske göre düzeltilmiş getiri elde edemezler görüşünü ileri sürmektedirler. Tam tersi olarak, Litzenberger ve Ramaswamy diğer aylara oranla, kâr payı dağıtılmayan aylarda da yüksek bir vergi öncesi riske göre düzeltilmiş getiri sağlandığı sonucuna varmıştır.

3.2. 1980-1990 Yılları Arasında Yapılan Çalışmalar

Kâr payı verimi konusunda yapılan temel çalışmalardan biri Marshall E. Blume'a aittir. Blume'un 1980 yılında gerçekleştirdiği çalışmasında, kâr payı verimleri hesaplandıktan sonra çıkan sonuçlara göre yüksek verim oranından düşük verim oranına doğru sıralanan beş portföy oluşturulmuştur. Çalışma, kâr payı verimi temeline göre portföyler oluşturularak verim-getiri ilişkisinin ele alındığı ilk araştırmadır. Blume, New York Menkul Kıymetler Borsası'ndaki hisse senetlerinin getirileri ile kâr payı verimleri arasındaki ilişkiyi üç aylık dönemler halinde ve kesitler arası regresyon yöntemi ile incelemiştir. Örneklem dönemi 1936-1976 olarak belirlenmiş ve çalışmada daha önce özetlenen SVFM'nin temel varsayımları kabul edilmiştir. Blume, Black ve Scholes'in çalışmasındaki kâr payı verimi ölçümünün yıllık olarak yapılmasının doğru sonuçlar vermeyeceğini ileri sürerek Litzenberger ve Ramaswamy'nin modelini benimsemiştir. Blume'un bu çalışmasında Litzenberger ve Ramaswamy'nin modelinden farklı olarak sıfır kâr payı verimine sahip olan şirketleri de kukla değişken olarak kullanarak denkleme dahil etmiştir. Çalışmanın sonucunda kâr payı verimi ile hisse senedi getirileri arasında istatistiki olarak anlamlı ve doğrusal olmayan bir ilişki tespit edilmiştir (Blume, 1980:567-577).

Miller ve Scholes, Litzenberger ve Ramaswamy'nin 1979 yılında yaptığı çalışmanın sonuçlarını kabul etmediklerini, sonuçların sadece bilgi etkisini yansıttığını, 1982 yılında yayınladıkları bir çalışma ile ileri sürerler. Ayrıca Litzenberger ve Ramaswamy'nin, Brennan'ın modelini bilinçli olarak değiştirdiklerini iddia ederler. Miller ve Scholes'e göre, Litzenberger ve Ramaswamy'nin modeli, kâr payı dağıtımını duyurularını göz ardı etmektedir. Duyurular, verileri elde ettikleri Hisse Senedi Fiyatları Araştırma Merkezi tarafından (CRSP-Centre for Research in Security Prices) raporlanmamıştır. Miller ve Scholes'un temel varsayımına göre, önceki döneme göre aynı seviyede veya daha düşük oranda kâr payı dağıtılması, kârlı yatırımların olmadığını ve gelecekte kâr paylarının azalacağını ifade eden, piyasanın kötü haber olarak algıladığı bir ilandır. Kâr payı dağıtım duyurularını göz ardı eden Litzenberger ve Ramaswamy'nin modeli, dağıtım yapılmamış bir ayda kâr payı verimini hesapladığında, negatif aşırı getirinin bu olumsuz sinyalden dolayı ortaya çıkabileceğini göz ardı etmektedir. Bu

durum, Litzenberger ve Ramaswamy modelinde kâr payı verimi ile getiri arasında teknik bir pozitif kesitsel ilişki yaratabilir. Başka bir ifade ile, Miller ve Scholes'a göre ortaya konan kâr payı verimi getiri ilişkisinin açıklaması kâr payı dağıtım ilanlarından kaynaklanan sinyal etkisi olabilir (Lease vd., 200:55-56).

Litzenberger ve Ramaswamy (1982), 1940-1980 yılları arasında New York Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerin kâr payı verimi getiri ilişkisini örneklem dönemini genişleterek yeniden test eder. Litzenberger ve Ramaswamy, sadece geçmiş bilgilere dayanarak ve kısa dönemli beklenen kâr payı verimlerinin alternatif ölçümlerini kullanarak Miller ve Scholes'un eleştirilerine yanıt verir. Bu ölçümler arasında Blume tarafından ilk kez gerçekleştirilen kâr payı verimi temeline göre portföylere ayırma ve kâr payı dağıtmayan sıfır kâr payı verimine sahip olan şirketleri de kukla değişkenlerle denkleme dahil etme de vardır. Yapılan testlerde, farklı düzeylerde kâr payı verimi hesaplanan portföylerin hisse senedi getirileri ile olan ilişkisi ele alınmıştır. Bu testler bir önceki çalışmalarında olduğu gibi, istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir kâr payı verimi katsayısı ile sonuçlanır (Litzenberger ve Ramaswamy, 1982:439-443).

Keim (1985), 1931-1978 yılları arasında New York Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerin kâr payı verimleri ile getirilerini incelemiştir. Keim, yakın dönemde ve aynı örneklem kümesinde Blume'un tespit ettiği kâr payı verimi getiri ilişkisini dönemsel ve büyüklük etkisi bakımından da incelemiştir. Bu amaçla örneklem döneminde bulunan Ocak ayları ve şirketin piyasa değeri büyüklüğü bağımsız değişkenler arasına eklenmiştir. Sıfır kâr payı verimine sahip olan şirketlerden oluşan portföy ve şirketlerin piyasa değeri büyüklüğünün ele alınması portföy sayısının beşten otuza çıkmasına sebep olmuştur. Kâr payı verimi değerine göre altı ana portföy oluşturulurken (Sıfır kâr payı verimi, en az, 2.,3.,4. ve en çok kâr payı verimine sahip portföyler), bu portföyler piyasa değeri büyüklüğüne göre kendi içlerinde beş alt portföye ayrılmıştır. Çalışma sonucunda, uzun dönemli kâr payı verimleri ile kâr payı verimi temeline göre oluşturulmuş portföylerin getirileri arasında doğrusal olmayan bir ilişki tespit edilmiştir. Sonuçlar, kâr payı veriminin getiri üzerinde dönemsel bir etkisinin olduğunu göstermektedir. Bu etki Ocak ayında belirgin olarak ortaya çıkmaktadır. Şirket büyüklüğü ve kâr payı verimi – getiri ilişkisi üzerinde Ocak ayı etkisini test eden çalışma, küçük şirketlerin Ocak ayındaki getirilerinin büyük şirketlerin getirilerinden anlamlı bir düzeyde daha yüksek olduğunu tespit etmiştir. Keim'e göre Ocak ayı gözlemleri göz ardı edildiğinde verim-getiri ilişkisi

belirgin biçimde anlamlı olmamaktadır. Ocak ayında belirgin bir ilişki çıkmasının temel nedeni yatırımcıların vergi dönemi sonu olan aralık ayında hisse senetlerini satmaları ve ocak ayında kâr payı verimi yüksek olan hisse senetlerini yeniden satın almaları olarak açıklanmıştır. Burada, varlıkları vergi sonrası fiyatlandırma modeli, formel bir test aracılığı ile yürütülmemesine rağmen pozitif bir verim katsayısı bulunmuş ve belirgin bir Ocak ayı etkisi ortaya konmuştur. Bu kanıt Brennan (1970) ile Litzenberger ve Ramaswamy (1979)'nin basit vergi modelini de desteklemektedir (Keim, 1985:478-487).

3.3. 1990-2000 Yılları Arasında Yapılan Çalışmalar

Kalay ve Michaely (1993), aylık olarak hesaplanan kâr payı verimlerini haftalık olarak hesap ederek geliştirilmiş bir Litzenberger ve Ramaswamy testi uygulamışlardır. Çalışmalarını, Miller ve Scholes'un eleştirilerini de göz önünde bulundurarak kâr payı ilanı ve çıkarımlarını içeren haftaları örneklemelerinden çıkarmışlardır. Örneklem bu şekilde belirlenmesiyle kâr payı ilanının ve çıkarımların hisse senedi getirisi üzerindeki etkileri en aza indirilmeye çalışılmıştır. Sonuç olarak, belirgin bir pozitif kâr payı verimi katsayısı bulunmuşlardır. Bu katsayı, hemen hemen Litzenberger ve Ramaswamy'nin aylık getirileri kullanarak elde ettiği sonuçlara yakındır. Amprik bulgular Miller ve Scholes'un, "pozitif bir kâr payı getiri katsayısı yanlılığına neden olan bilgilerin sonucudur" ifadesi ile çelişmektedir (Lease vd. 2000;56).

Goetzmann ve Jorion (1993) da kâr payı verimleri ile hisse senetlerinin uzun dönem getirilerinin tahmin edilebilmesi üzerine çalışmalar yapmışlardır. Örneklem dönemi 1927-1990 yılları olan, S&P 500 Endeksi'nde gerçekleştirdikleri bu çalışmalarında daha önceki çalışmalarda kullanılmayan, önyükleme (bootstrap) metodolojisi ve ek simülasyonlar kullanmışlardır. Ayrıca daha önceki çalışmalarda sıklıkla kullanılan en küçük kareler yöntemi (EKK) ile genelleştirilmiş momentler metodundan (GMM) da yararlanmışlardır. Sonuç olarak, kâr payı verimlerinin, hisse senedi getirisinin tahmini için kullanılabileceğine ilişkin güçlü bir istatistiksel kanıt bulamamışlardır (Goetzmann ve Jorion; 1993:663). Ancak güçlü olmamakla birlikte uyguladıkları teknikte zayıf düzeyde bir ilişki tespit etmişlerdir.

Gombala ve Liu (1993a), Compustat PDE² veri setinden yararlanarak 1969-1984 yılları arası için yapmış oldukları çalışmada, boğa ve ayı piyasalarında (bull and bear markets) kâr payı verimi- getiri ilişkisindeki süreklilik arz eden değişimleri incelemektedir. Bu değişimler, Ocak ayı etkisi, şirket büyüklüğü ve sistematik risk olarak belirlenmiştir. Gombala ve Liu Ocak ayı

² Faaliyette olan ve olmayan toplam 1.500 ABD ve Kanada şirketinden oluşan S&P'nin hazırladığı veri seti.

için, Keim'in çalışmasındaki sonuçları destekler nitelikte istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulmuştur. Ancak Keim'in aksine, büyüklüğün kâr payı verimi üzerinde etkisinin son derece zayıf olduğunu ileri sürmüşlerdir. Çalışma sonucunda, kâr payı veriminin, ayı piyasalarında getirile pozitif yönlü bir ilişkiye, boğa piyasalarında ise negatif yönlü bir ilişkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile ayı piyasalarında yüksek kâr payı verimine sahip olan şirketlerin aşırı getiri elde ettikleri gözlemlenirken, boğa piyasalarında bu ilişki tam ters yönde gerçekleşmektedir. Kâr payı verimi ve hisse senedi getirisi arasındaki zamana göre değişen (time-varying) bu ilişki, daha önceki çalışmalarda ortaya çıkan çelişkili sonuçları da açıklamaya yardımcı olmaktadır. Çalışmanın önemli sonuçlarından biri de; yüksek kâr payı verimine sahip hisse senetlerinin ayı piyasalarındaki performansının, sabit katsayılı (constant-coefficient) bir piyasa modeli ile daha iyi tahmin edilebileceğinin ortaya konulmasıdır. Bu sonuç, yüksek kâr payı verimine sahip hisse senetlerinin borsadaki düşüslere, düşük kâr payı verimine sahip olanlardan daha dayanıklı oldukları tezini desteklemektedir (Gombala ve Liu, 1993a: 303, 324,325).

Gombala ve Liu'nun (1993b) bir diğer makalesi, kâr payı verimi-getiri arasında bir ilişki araştıran geçmiş dönem çalışmalarının, uzun dönemli kâr payı istikrarını göz ardı etmeleri üzerinedir. Kısa dönemli kâr payı verimlerine yoğunlaşan çalışmaların aksine makale uzun dönemli hisse senedi getirilerinin gerçekte homojen olmadığını, fakat yüksek getiri ve istikrarlı kâr payı verimi sağlayan hisse senetlerinin, sadece yüksek getiri sağlayanlardan farklı olduklarını ortaya koymaktadır. Bu farklılık şirket büyüklüğü göz önüne alındığında bile ortaya çıkmakta, yüksek getiri ve istikrarlı kâr payı dağıtan hisse senetleri için ayırt edici risk tanımlamasını akla getirmektedir. Çalışma örneklem olarak S&P 500 endeksindeki 1.080 şirketin, 1969 ile 1984 yılları arasındaki verilerini incelemiştir (Gombala ve Liu, 1993b:139).

Gombala ve Liu'nin (1993b) bu çalışmasının bir diğer önemli noktası ise, regresyon yöntemiyle, kâr payı istikrarını o güne kadar değerlendiren ilk araştırma olmasıdır. Yazarlar, kâr payı dağıtım istikrarını hem potansiyel sinyal etkisi hem de düşük ticarî risk göstergesi olarak incelemiş ve yüksek kâr payı getirili ABD hisselerinin, yatırım-getiri beklentisi bakımından homojen bir grup olarak görülmemesi gerektiği sonucuna varmışlardır. Geçmişte göreceli olarak istikrarlı kâr payı dağıtım yapmış yüksek getirili hisse senetlerinin yine yüksek getirili ama düzenli olmayan kâr payı dağıtım politikasına sahip hisselerle oranla farklı kazanç davranışına sahip olduklarını ortaya koymuşlardır (Gombala ve Liu, 1993b:140).

Goetzmann ve Jorion (1995), uzun dönemli hisse senedi getirisini tahmin etmede, kâr payı verimlerinin yeterli olup olmadığını iki yıl sonra bir kez daha araştırmıştır. Ancak bu sefer 1871 yılında başlayan iki yeni veri seti kullanılmıştır. Bunlardan birisi ABD için aylık veriler, diğeri ise İngiltere için yıllık verilerdir. 122 yıllık araştırma dönemini içeren analiz sonucunda, her iki ülke için de, kâr payı verimlerinin, uzun dönemli hisse senedi getirilerini tahmin etmede sadece marjinal bir yeterliliğe sahip olduğu tespit edilmiştir. Ancak, uzun dönemli testlerin yapıldığı analizlerde, hataların ortaya çıkma olasılığının yüksek olduğunu kendileri de kabul etmekte ve vurgulamaktadırlar (Goetzmann ve Jorion, 1995:505).

Kothari ve Shanken'in (1997) çalışmasında, hisse senetlerinin beklenen getirilerinin tahmininde, Defter Değeri/Piyasa Değeri Oranı ile kâr payı verimi oranlarının açıklama gücü zaman serileri analizi yardımı ile karşılaştırılmıştır. Veriler CRSP'den alınmış ve örneklem dönemi olarak 1926-1991 yılları belirlenmiştir. Örneklem dönemi, 1926-1991, 1941-1991, 1963-1991 olmak üzere üç dönemde incelenmiştir. 1926-1991 yılları arasında ele alınan dönemde büyük buhranın³ olumsuz etkilerinden dolayı beklenen getirilerin tahmin edilmesinde defter değeri/piyasa değeri oranının kâr payı verimi oranına göre daha açıklayıcı bir güce sahip olduğu belirlenmiştir. Ancak, büyük buhrandan sonraki 1941-1991 ve 1963-1991 dönemlerinde hisse senetlerinin beklenen getirilerinin tahmininde kâr payı veriminin Defter Değeri/Piyasa Değeri Oranı'na göre, daha açıklayıcı bir güce sahip olduğu ortaya çıkmıştır. Bunun temel nedenlerinden biri büyük buhran döneminde şirketlerin kâr elde edememesi olarak açıklanmıştır (Kothari ve Shanken, 1997:200).

Naranjo'nun (1998) çalışmasında, uzun dönemli kâr payı verimi, cari ve geçmiş dönem olarak iki farklı hesaplama ile incelemiştir. Genel olarak kâr paylarının verimi hesaplanırken, on iki ay öncesine ait hisse senedi fiyatı baz alınırken, bu çalışmada geleneksel yöntemin yanında, daha sağlıklı sonuçlar elde edebilmek için, kâr payları cari dönemdeki hisse senedi fiyatı baz alınarak yeniden hesaplanmıştır. Örneklem, 1963-1994 yılları arasında New York Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketler olarak belirlenmiştir. Çalışmanın sonucunda, kâr payı verimi büyüklüğü ile uygulanan vergi oranlarının düzeyi arasında bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir. Bunun yanında, getiri-kâr payı verimi ilişkisinin varlığı ve bu ilişkinin büyük şirketlere göre küçük şirketler üzerinde daha fazla bir etkiye sahip olduğu ortaya konulmuştur (Naranjo vd., 1998: 2031-2032, 2055).

³ ABD'de 1929'da başlayıp 1930'ların sonlarına kadar süren ve dünyaya yayılan büyük buhran dönemi.

Thomas vd.'nin (1998) yaptığı çalışmada, vergi temelli bir yaklaşımla kâr payı verimi ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmıştır. Bunun için Londra Menkul Kıymetler Borsası'ndaki şirketlerin 1975-1993 yılları arasındaki verilerinden yararlanılmıştır. Çalışma aynı zamanda, ilk kez Londra Menkul Kıymetler Borsası verileri ile kâr payı dağıtmayan şirketlerin sınıflandırıldığı bir model oluşturması bakımından önemlidir. Yine, bu çalışmada dönersellik etkisi ele alınmış ve Ocak, Nisan, Eylül aylarında herhangi bir anomalinin olup olmadığı araştırılmıştır (Thomas, McManus ve Gwilym 1998:406).

Çalışma sonucunda, Ocak ve Nisan ayında, kâr payı verimlerinin getiriler üzerinde pozitif bir etkisinin bulunduğu, Eylül ayında ise, negatif bir ilişkinin varlığı üzerinde durulmuştur. Bu sonuç ile birlikte, yüksek kâr payı verimine sahip olan şirketlerin, riske göre düzeltilmiş getirilerinin yüksek; düşük kâr payı verimine sahip olan şirketlerin ise getirilerinin negatifli değerlerde olduğu tespit edilmiştir. Sıfır kâr payı verimine sahip olan şirketlerde ise, doğrusal olmayan bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca, şirket büyüklüğü ve piyasa riski ile kâr payı verimi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu da sonuçlar arasında yer almaktadır. 1998 yılında yapılan bu çalışmada, kâr payı verimi ve getiri ilişkisinde vergi etkisinin bulunmadığı da elde edilen bulgular arasında yer almaktadır (Thomas, McManus ve Gwilym 1998:421). Thomas vd. bu çalışmalarında, Keim'in 1985 yılında kâr payı verimi temelinde yaptığı modeli, İngiltere özelinde uygulamışlardır. Aynı zamanda, bu çalışmanın bir diğer özelliği de, kâr payı verimi konusunda daha sonraki yıllarda yayınlayacakları üç çalışmanın da ilki olmasıdır.

Mehmet Şen'in 1999 yılında hazırladığı doktora tezinde, İMKB'de işlem gören şirketlerin 1990-1997 yıllarına ait aylık kâr payı verimi-getiri ilişkisi incelenmiştir. Keim'in (1985) modelini temel alan çalışmada otuzlu portföyler oluşturularak Jensen Alfası⁴ yardımıyla portföylerin performansları karşılaştırılmıştır. Çalışma sonucuna göre yüksek kâr payı verimine sahip olan hisse senetlerinden oluşan portföy gruplarının düşük kâr payı verimine sahip hisse senetlerinden oluşturulan portföy gruplarına kıyasla daha yüksek performans sergilediklerini saptanmıştır (Şen, 1999:2).

4 Jensen Alfası'nın denklemi:

$$r_p - r_f = \alpha_p + \beta_p (M_t - r_f) + u$$

Burada:

r_p = Portföyün beklenen getirisini,

r_f = Risksiz faiz oranını,

α = Gerçekleşen ve beklenen getiri arasındaki fark, portföyün alfasını,

β_j = Portföyün betasını,

M_t = Pazar portföyünün getirisini,

u = Hata terimini göstermektedir.

3.4. 2000 Yılı ve Sonraki Dönem Çalışmalar

Thomas vd.'nin 2000 yılında yayınlanan çalışması, Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda 1975 ve 1997 yılları arasında işlem gören bütün hisse senetleri kullanılarak yapılmıştır. Çalışmada kâr payı istikrarı, kâr payı verimi ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişki incelemektedir. Yazarlar "Dağıtılan kâr payının miktarı ve istikrarı bir şirketin gelecekteki potansiyel durumu hakkında aydınlatıcı bilgi verir" görüşünü (Sinyal Etkisi) savunmuşlardır. Çalışma, kâr payı verimi oranından yararlanarak, kâr payı dağıtımında istikrar ve kâr paylarının getiriler üzerindeki dönemsel etkisi üzerine odaklanmıştır. Çalışmada, sistematik risk (beta) ve istikrarlı kâr payı dağıtan şirketlerin hisse senedi getirileri arasında ters yönde bir ilişki olduğu, sıfır kâr payı verimine sahip hisse senetlerinin Ocak ve Nisan aylarında daha güçlü getirilere sahip olduğu ortaya konulmuştur. Kâr payı verimi hesaplanabilen şirketlerin ise sadece Ocak ayı için anlamlı bir kâr payı verimi-getiri ilişkisinin bulunduğu tespit edilmiştir. Thomas vd.'nin (2000) temel aldığı model, Keim (1985) ve Gombola ve Liu (1993)'un kullandığı deneysel modellere benzemektedir (Thomas vd., 2000:262-278).

Dempsey (2001), geleneksel vergi tercihi kuramından hareketle, kâr payları üzerinden alınan kişisel vergi oranlarının, sermaye kazançları üzerinden alınan vergi oranından daha az olduğu ülkelerde, yatırımcıların daha yüksek kâr payı verimine sahip olan şirketleri yüksek fiyatlandıracağını iddia eder. Bu nedenle, kârlarının çoğunu sermaye kazançlarına dönüştüren şirketlerle kâr payı dağıtan şirketlerin getirileri karşılaştırıldığında, kâr payı dağıtan şirketlerin getirilerinin daha az olduğu görülür. Dempsey'in bu çalışmasında, Thomas vd.'nin 1998 yılında yayınladığı makaledeki hisse senetlerinin riske göre düzeltilmiş getirileri ile kâr payı verimleri arasındaki ilişki yeniden ele alınmıştır. Thomas vd.'nin çalışmasında, kâr payı verimi ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkide vergi temelli bir etkinin bulunmadığı belirtilirken Dempsey bunun tam aksine, vergi oranlarının kâr payı verimi-getiri ilişkisinde etkili olduğunu savunmaktadır. Dempsey yaptığı ampirik çalışmada, sermaye kazançları üzerinden alınan bireysel vergi oranının kâr payı kazançları üzerinden alınan vergi oranından daha yüksek olması durumunda, şirketlerin kâr payı dağıtma yolunu seçerek, sermaye kazancına daha az önem vereceklerini ileri sürmektedir. Bu durumun aynı zamanda geleneksel vergi hipotezi ile de uyumludur (Dempsey,2001:1682).

Thomas vd.'nin (2004) bir diğer makalesinde, kâr payı dağıtım oranının kâr payı verimi-getiri ilişkisine olan etkisi ortaya koymaya çalışılır, bunun için örneklem dönemi olarak 1958-1997 yılları arasında Londra Hisse Senedi Fi-

yatları Veritabanı'ndan (London Share Price Database-LSPD) yararlanmışlardır. Dört bölümden oluşan çalışmanın ilk bölümünde, kâr payı dağıtım oranı ile getiri, kâr payı verimi, dönemsellik ve büyüklük ilişkisi açıklanmıştır. İkinci bölümde, kâr payı dağıtmayan şirketlerin getiri, kâr payı verimi ve kâr payı dağıtım oranı arasındaki ilişki test edilmiştir. Üçüncü bölümde ise, şirket büyüklüğü değişkeni ile ilgili sonuçlar ele alınmıştır. Elde edilen sonuçların, LSPD verilerine dayandırılarak önceki çalışmalardan çok daha anlamlı bulgular ortaya koyduğu ileri sürülmektedir. Son bölümde de, tüm bu bağımsız değişkenlerin birbiri ile olan ilişkisi istatistiksel olarak analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda kâr payı ile ilgili yapılan ampirik çalışmalarda bugüne kadar önemsenmeyen kâr payı dağıtım oranının hisse senetlerinin aşırı getirilerini açıklamada önemli bir etkisinin bulunduğu ortaya konmuştur. Ayrıca, kâr payı dağıtmayan şirketlerle ilgili yapılan analizlerde, büyüklüğün getiriler üzerinde etkisinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır (Thomas vd., 2004:1356:1358).

Thomas vd.'nin kâr payı verimi konusunda gerçekleştirdikleri son çalışma 2005 yılında yayınlanmıştır. Bu çalışmada Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın verileri kullanılmış ve örneklem dönemi olarak 1980-2001 tarihleri seçilmiştir. Şirketler borsadaki en büyük ilk 100 şirket, ilk yüzden sonra gelen 250 şirket ve tüm şirketler (350 şirket) olarak üç farklı gruba ayrılmıştır. Kâr payı verimi-getiri ilişkisinde, risk ve işlem maliyetleri (transaction cost) belirlenen dönem içinde dikkate alınmıştır. Bu iki değişken göz önünde bulundurulduğunda yüksek getirili portföylerde fazla getirinin bir çoğunun ortadan kalktığı ve büyük şirketlerden oluşan portföylerin daha iyi performans gösterdiğini saptamıştır (Thomas vd., 2005:69-71).

Jiang ve Lee'nin (2007) çalışmasında, gelecekteki (uzun dönemli) hisse senedi kazançlarını tahmin edebilmek için Eş-anlı Log-lineer (Loglinear Cointegration) bir denklem modeli oluşturmuştur. Bu yöntemle hem defter değeri/piyasa değeri hem de kâr payı verimi oranlarının logaritmik değerleri kullanılarak karma bir model oluşturulmuştur. Kurulan modelle, kâr paylarının istikrarlı olmamasından kaynaklanan daha önceki modellerde ortaya çıkan tahminleme hataları giderilmiş ve önceki modellere göre daha anlamlı sonuçlar elde edildiği ileri sürülmüştür. Örneklem, 1946-2004 yılları arasındaki S&P'nin endüstriyel endeksindeki şirketlerden oluşmaktadır. Çalışma sonucunda, beklenen aşırı getirilerle kâr payı verimi ve piyasa değeri/defter değeri arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir (Jiang ve Lee, 2007: 455-456).

4. Kâr Payı Verimi ile İlgili Yapılan Temel Çalışmaların Özet Bilgileri

1974-2007 yılları arasında yapılan, kâr payı verimi ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi açıklamaya yönelik 20 adet çalışmaya ilişkin özet bilgiler, Tablo 1'de yer almaktadır. Uygulaması olan makalelerden hazırlanan tabloda sırasıyla, ilgili çalışmanın yazarları, araştırma konusu, örneklem periyodu ve temel bulgular ile sonuçlara yer verilmiştir.

Tablo 1. Kâr Payı Verimi - Getiri İlişkisini Gösteren Literatür Taramasına İlişkin Tablo

Yazarlar	Araştırma Konusu	Örneklem Periyodu	Temel Bulgular ve Sonuçlar
Black ve Scholes (1974)	Vergi öncesi ve sonrası riske göre düzeltilmiş yüksek getiri oranlı hisse senetlerinin düşük getiri oranlı hisse senetleri ile kâr payı verimi temelinde karşılaştırılması.	1947-1966	Hem vergi öncesi hem de vergi sonrası dönemdeki getirileri kullanarak istatistiki olarak anlamsız kâr payı verimi katsayısı bulunmuştur.
Litzenberger ve Ramaswamy (1979)	Kâr payı ödemesi yapılan aylar boyunca riske göre düzeltilmiş getiri oranının ödeme yapılmayan aylar boyunca riske göre düzeltilmiş getiri oranı ile karşılaştırılması.	1936-1977	Pozitif ve istatistiki olarak anlamlı kâr payı verimi katsayısı bulunmuştur.
Blume (1980)	Kâr payı verimi katsayıları analiz edilmiştir.	1936-1976	Pozitif ve istatistiki olarak anlamlı kâr payı verimi katsayısı bulunmuştur.
Litzenberger ve Ramaswamy (1982)	Farklı kâr payı verimi seviyesine sahip hisse senetleri için kâr payı verimi-getiri ilişkisi incelenmiştir.	1940-1980	Pozitif ve istatistiki olarak anlamlı kâr payı verimi katsayısı bulunmuştur.
Miller ve Scholes (1982)	Farklı kâr payı verimi seviyesine sahip hisse senetleri için kâr payı verimi-getiri ilişkisi incelenmiştir.	1940-1978	İstatistiki olarak anlamsız negatif ve pozitif kâr payı verimi katsayıları ve düşük kâr payı getirili hisse senetler için yüksek katsayılar bulunmuştur.
Keim (1985)	Kâr payı verimi ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişki ve dönemsellik etkisi incelenmiştir.	1931-1978	Pozitif ve istatistiki olarak anlamlı kâr payı verimi katsayısı bulunmuştur. Ayrıca belirgin bir Ocak ayı etkisi tespit edilmiştir.
Goetzman ve Jorion (1993)	Kâr payı verimleri ile hisse senetlerinin uzun dönemli getirilerinin karşılaştırılması.	1927-1990	İstatistiki olarak anlamlı ve güçlü bir kâr payı verimi katsayısı bulunamamıştır.
Kalay ve Michealy (1993)	Yüksek kâr payı verimli senetlerin riske göre düzeltilmiş getiri oranı ile düşük kâr payı verimli senetlerin riske göre düzeltilmiş getiri oranlarının karşılaştırılması.	1936-1988	Pozitif ve istatistiki olarak anlamlı kâr payı verimi katsayısı bulunmuştur.

Gombala ve Liu (1993a)	Ayı ve Boğa piyasalarında kâr payı verimi- getiri ilişkisi incelenmiştir.	1969-1984	Yüksek kâr payı verimine sahip şirketlerin performansının düşümlere karşı düşük kâr payı verimine sahip olanlardan daha dayanıklı olduğu bulunmuştur.
Gombala ve Liu (1993b)	Kâr payı verimi -getiri ilişkisinde istikrarlı kâr dağıtım politikalarının etkisi araştırılmıştır.	1969-1984	Kâr payı politikaları istikrarlı olan yüksek kâr payı verimine sahip şirketlerin sadece yüksek kâr payı verimine sahip olanlara göre daha fazla aşırı getirisi olduğu bulunmuştur.
Goetzman ve Jorion (1995)	Kâr payı verimleri ile hisse senetlerinin uzun dönemli getirilerinin tahmin edilebilirliğinin araştırılması.	1871-1993	Kâr payı verimlerinin hisse senedi getirilerini tahmin etmede sadece marjinal bir etkisinin olduğu bulunmuştur.
Kothari ve Shanken (1997)	Hisse senetlerinin beklenen getirilerin tahmininde, Defter Değeri/Piyasa Değeri Oranı ile kâr payı verimi oranının kıyaslanması.	1926-1991	Hisse senetlerinin beklenen getirilerinin tahmininde kâr payı veriminin Defter Değeri/ Piyasa değerine göre daha açıklayıcı bir güce sahip olduğu ortaya çıkmıştır
Naranjo (1998)	Kâr payı verimi, cari ve geçmiş dönem olarak iki farklı hesaplama ile incelemiştir.	1963-1994	Pozitif ve istatistiki olarak anlamlı kâr payı verimi katsayısı bulunmuştur. Bunun yanında kâr payı veriminin büyük şirketlere göre küçük şirketler üzerinde daha fazla bir etkiye sahip olduğu ortaya konmuştur.
Thomas vd. (1998)	Kâr payı verimi ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişki ve dönemsel etkisi incelenmiştir.	1975-1993	Pozitif ve istatistiki olarak anlamlı kâr payı verimi katsayısı bulunmuştur. Ayrıca, Ocak ve Nisan ayında, kâr payı verimlerinin getiriler üzerinde pozitif bir etkisinin bulunduğu, Eylül ayında ise negatif bir ilişki tespit edilmiştir.
Şen (1999)	Kâr payı verimi ile getiriler arasındaki ilişki incelenmiştir.	1990-1997	Yüksek kâr payı verimine sahip portföylerin getirilerinin diğerlerine göre daha yüksek olduğu bulunmuştur.
Thomas vd. (2000)	Kâr payı verimi ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişkide dönemseliğin ve istikrarlılığın etkileri incelenmiştir.	1975-1997	Kâr payı verimi hesaplanabilen şirketlerin sadece Ocak ayı için anlamlı bir kâr payı verimi- getiri ilişkisinin bulunduğu, sistematiik risk ve istikrarlı kâr payı dağıtan şirketlerin hisse senedi getirileri arasında ters yönde bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.
Thomas vd. (2004)	Kâr payı dağıtım oranının kâr payı verimi-getiri ilişkisine olan etkisi incelenmiştir.	1958-1997	Kâr payı dağıtım oranının hisse senetlerinin aşırı getirilerini açıklamada önemli bir etkisinin olduğu bulunmuştur.

Thomas vd. (2005)	Kâr payı verimi-getiri ilişkisinde, risk ve işlem maliyetlerinin etkisi incelenmiştir.	1980-2001	Yüksek getirili portföylerde fazla getirinin bir çoğunun ortadan kalktığı ve büyük şirketlerden oluşan portföylerin daha iyi performansı gösterdiği bulunmuştur.
Jiang ve Lee (2007)	Defter Değeri/Piyasa Değeri ile kâr payı verimi oranlarının gelecekteki hisse senedi kazançlarını tahmin etme gücü incelenmiştir.	1946-2004	Beklenen aşırı getirilerle kâr payı verimi ve Piyasa Değeri/ Defter Değeri arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

KAYNAKÇA

BLACK, Fisher, SCHOLLES, Myron, (1974) "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns", **Journal of Financial Economics**, Vol.:1.

BLUME, Marshall E., (1980) "Stock Returns and Dividend Yields: Some More Evidence", **The Review of Economics and Statistics**, Vol.: 62, No: 4.

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., MARCUS J. Alan, (1997) **İşletme Finansmanının Temelleri**, McGraw-Hill-Literatür Ortak Yayını, İstanbul.

BRENNAN, Michael J, (1970) "Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy", **National Tax Journal**, Vol.:23.

CEYLAN, Ali ve KORKMAZ, Turan, (2006) **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Ekin Kitabevi, Bursa.

DEMPSEY, Michael J., (2001) "Investor Tax Rationality and the Relationship between Dividend Yields and Equity Returns", **Journal of Banking and Finance**, Vol.:25.

GOETZMANN, William N. JORION, Philippe, (1995) "Longer Look at Dividend Yields", **The Journal of Business**, October.

GOMBALA, Micheal.J., LIU, LIU, Feng Ying, (1993a) "Dividend Yields and Stock Returns: Evidence of Time Variation Between Bull and Bear Markets", **Financial Review**, August.

GOMBOLA, Micheal.J., LIU, Feng Ying, (1993b) "Considering Dividend Stability in the Relation Between Dividend Yields and Stock Returns", **Journal of Financial Research**, Vol.: 16.

GWILYM, Owain Ap, GWILYM Morgan, THOMAS, Stephen.H., (2000) "Dividend Stability, Dividend Yield and Stock Returns: UK Evidence", **Journal of**

Business Finance & Accounting, Vol.: 27, No: 3&4.

GWILYM, Owain Ap, SEATON, James, THOMAS, Stephen, (2005) "Dividend Yield Investment Strategies, the Payout Ratio, and Zero-Dividend Stocks", **Journal of Investing**, No:14.

HIGGINS, Robert C., (1995) **Analysis For Financial Management**, McGraw Hill Irwin Inc., New York.

JIANG, Xiaoquan, LEE, Bong-Soo, (2007) "Stock Returns, Dividend Yield, And Book-To-Market Ratio", **Journal of Banking & Finance**, Vol.:31.

KALAY, A., MICHEALY R, (1993) "Dividends and Taxes: A Reexamination" Working Paper, University of Utah, Salt Lake City, Utah.

KARAN, Baha, (2001) **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara.

KEIM, Donald B., (1985) "Dividend Yields and Stock Returns: Implications of Abnormal January Returns", **Journal of Financial Economics**, Vol.: 14.

KOTHARI, Smitu P., Jay SHANKEN, (1997) "Book-to-market, Dividend Yield, And Expected Market Returns: A Time-Series Analysis", **Journal of Financial Economics**, Vol.:44.

LEASE, Ronald C., KOSE, John, KALAY Avner, LOEWENSTEIN Uri ve SARIG Oded H., (2000) **Dividend Policy**, Harvard Business School Press, USA.

MCMANUS Ian, GWILYM, Owain Ap, THOMAS, Stephen, (2004) "The Role of Payout Ratio in the Relationship Between Stock Returns and Dividend Yield", **Journal of Business Finance & Accounting**, 31(9) & (10).

MERTON, Miller H., MYRON Scholles, (1982) "Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence", **The Journal of Political Economy**, Vol.: 90, No. 6.

MILLER, Merton H., MODIGLIANI, (1961) "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", **Journal of Business**, Vol.:34.

MORGAN, Gwilym and Stephen.H. THOMAS, (1998) "Taxes, Dividend Yields and Returns in the UK Equity Market", **Journal of Banking and Finance**, Vol: 22.

NARANJO Andy, NIMALENDRAN M., RYNGAERT, Mike, (1998) "Stock Returns, Dividend Yields, and Taxes" **The Journal of Finance**, Vol.: 53, No. 6.

RAMASWAMY, Krishna, LITZENBERGER, Robert H., (1979) "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence", **Journal of Financial Economics**, Vol.:2.

RUTTERFORD, Janette, (1993) **Introduction to Stock Exchange Investment**, Macmillan Pres.

SEVİL, Güven, ŞEN, Mehmet, (2001) “Aktif Portföy Yönetim Stratejisi Çerçevesinde Kâr Payı Verimi Temeline Göre Oluşturulan Portföylerin Performansının Belirlenmesinde İformation Oranının Kullanımı:1990-1998 İMKB Uygulaması” **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**.

ŞEN, Mehmet, (1999) “Kâr Payı Verimlerinin Hisse Senedi Performans Seviyesine Etkisinin Portföy Yaklaşımı Açısından Analizi”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Eskişehir.