

## **KÂR PAYI DAĞITIM KARARLARINA YÖNELİK TEORİLER VE TÜRKİYE'DE GEÇERLİLİĞİ ÜZERİNE BİR LİTERATÜR ARAŞTIRMASI**

**Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI<sup>1</sup>**

**Sara FAEDFAR<sup>2</sup>**

**Arş. Gör. Zekiye AKTAŞ<sup>3</sup>**

### **ÖZET**

1970'lerden itibaren araştırmacılar, firmaların neden kâr payı ödemeleri gerektiği konusu üzerine yoğunlaşmış ve yaptıkları çalışmalarda firmaların kâr payı ödeme kararlarına dair farklı önerilerde bulunmuşlardır. Bu teorilerin bir kısmında, kâr payı kararları ve piyasanın buna karşın tepkisi, davranışsal finansa yani yatırımcılar veya yöneticilerin rasyonel davranışlarından sapma durumuna dayandırılırken; diğer kısmı ise firmalardaki davranışsal olmayan kurumsal yönetim üzerine yoğunlaşmıştır. Çalışmada, kâr payı teorileri davranışsal ve davranışsal olmayan teoriler bazında ele alınmış ve devamında söz konusu teorilerin Türkiye'deki uygulanış biçimine yönelik literatür değerlendirilmesi yapılmıştır. Türkiye'de kâr payı teorileri üzerine yapılan çalışmaların sonuçları yabancı literatürde de olduğu gibi ciddi farklılıklar göstermektedir. Genel olarak elde edilen bulgular, Türkiye'deki firmaların kâr payı dağıtım kararlarının sinyalizasyon, ömür döngüsü ve müşteri etkisi teorileri etrafında şekillendiğini göstermektedir. Ancak, yapılan çalışmalarda kâr payı dağıtım kararlarına ilişkin net bir kaniya varılamamakla birlikte kâr payı bilmecesinin devam ettiği görülmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Kâr Payı Teorileri, Davranışsal Kâr Payı Teorileri, Kâr Payı Politikası

## **DIVIDEND POLICY THEORIES AND THEIR VALIDITY IN TURKEY- A LITERATURE RESEARCH**

### **ABSTRACT**

Since the early 1970s, researchers have conducted many studies on why firms should pay dividends and have made different assumptions on dividend decisions. In some theories dividend decisions are assumed based on behavioral finance, which is defined as the irrational behaviors of investors or managers, while others focus on non-behavioral corporate governance decisions. In this study, dividend theories are discussed based on behavioral and non-behavioral theories and the literature review is investigated on the application of these theories in Turkey. The studies conducted on dividend theories in Turkey show considerably different results as in foreign literature. In general, while the findings revolve around the signaling, life-cycle and customer effect theories, a concrete conclusion cannot be made and it is seen that the dividend puzzle continues to challenge researchers.

**Key Words:** Dividend Theories, Behavioral Dividend Theories, Dividend Policy

---

<sup>1</sup> Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF, ORCID: 0000-0002-2416-9340, dagli@ktu.edu.tr

<sup>2</sup> Karadeniz Teknik Üniversitesi, SBE, ORCID: 0000-0002-5237-7948, sarafaedfar@ktu.edu.tr

<sup>3</sup> Karadeniz Teknik Üniversitesi, SBE, ORCID: 0000-0002-4912-0412, zekiyetemizer@ktu.edu.tr

Araştırma Makalesi/Research Article, Geliş Tarihi/Received:28/06/2021–Kabul Tarihi/Accepted: 25/07/2021

## GİRİŞ

Kurumsal finans alanında, finans yöneticileri, yatırım (sermaye bütçeleme) ve finansman kararları olmak üzere iki yönetim kararı ile karşı karşıyadırlar. Sermaye bütçeleme kararı, firmanın hangi reel varlıkları edinmesi gerektiği ile ilgili iken, finansman kararları bu varlıkların nasıl finanse edilmesi gerektiği ile ilgilidir. Bununla birlikte, üçüncü bir karar, firmanın kâr elde etmeye başlaması ile ortaya çıkmaktadır. Burada yöneticiler firmanın faaliyetleri sonucunda elde ettiği kazançları yeni yatırımların finansmanında kullanmak ile tamamen veya kısmen hissedarlara dağıtmak arasındaki tercih sorunları ile karşı karşıya kalabilmektedir. Bishop vd. (2000)'e göre yöneticilerin finansal kararlar alma sürecinde, hissedarların servetini maksimize etmek doğrultusunda hareket etmeleri gerekmektedir. Yöneticiler sadece firma kazancından ne kadarının yatırım için gerekli olduğu sorusunu düşünmekle kalmamalı, aynı zamanda kararlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki olası etkisini de göz önünde bulundurmalıdır (Al-Malkawi vd., 2010: 171).

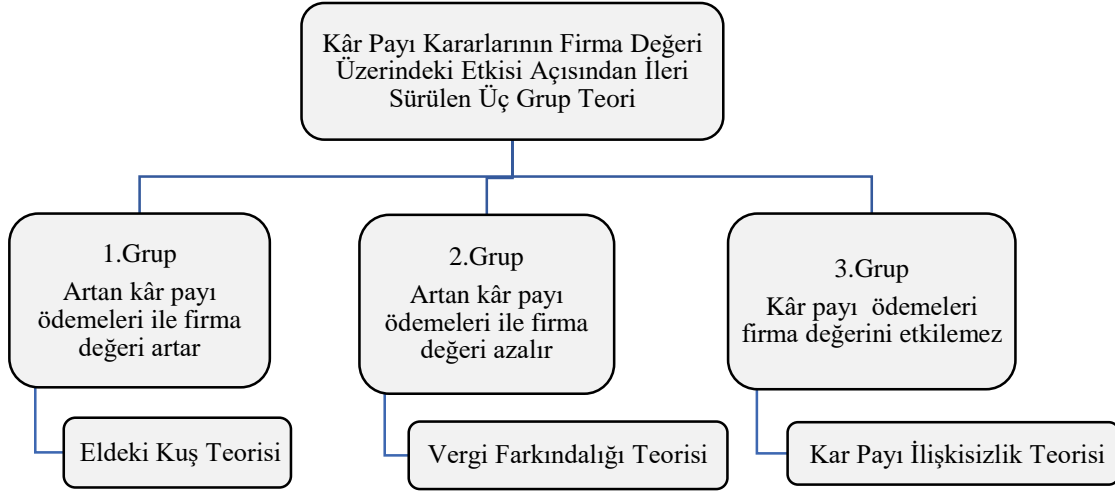
Kâr payı politikası, yönetimin temettü kararları alma sürecinde izledikleri yöntemi veya belirli bir çizgi doğrultusunda hissedarlara zaman içerisinde yapılan nakit dağıtımların tutarını ifade etmektedir (Lease vd. 2000: 29). Kâr payı bilmecesi, 1970'lerden itibaren finans araştırmacılarının odak konusu olmuştur. Bu anlamda bir çok araştırmacı tarafından kâr payı politikası ile ilgili sorunları çözmeye ve kurumsal temettü davranışını açıklamaya yönelik teoriler ve modeller oluşturulmuştur (Al-Malkawi vd., 2010:172).

Kurumsal finans tarihinin ilk aşamalarında, yöneticiler tarafından yüksek ve istikrarlı temettü ödemelerinin önemi fark edilmiş ve bu farkındalığın sağlanmasında, istikrarlı temettü ödemelerinin devlet tahvilleri ile olan benzerliği etkili olmuştur. Tahvilin düzenli ve istikrarlı bir faiz ödeme özelliğine sahip olmasından dolayı yöneticiler, yatırımcıların düzenli ve sabit getirili tahvillere benzer hisse senetlerini tercih ettiklerini gözlemlemişlerdir. Genelde sermaye piyasalarında firma performansı hakkındaki yetersiz bilgilerden dolayı yatırımcılar tarafından temettü politikası, yöneticinin gelecekteki olası performansı hakkındaki görüşlerin tahmini için kullanılmış ve kâr payı ödemelerindeki artışın hisse senedi fiyatlarına yansıtılarak fiyatların artmasına sebep olduğu düşünülmüştür. Ayrıca yatırımcılar tarafından kâr payı ödemelerindeki artış firmaya ilişkin yüksek getiri göstergesi olarak algılanabilmektedir. Böylece, firmaların bu durumun farkına varmaları ile birlikte, yüksek getiri potansiyellerini sinyalleme veya hisse senedi fiyatlarını yükseltmek amaçlı yöneticilerin kâr payı ödeme olasılıkları artmaktadır.

Literatürde başlıca birbirine zıt üç grup temettü teorisi yer almaktadır. Şekil 1 'de görüldüğü üzere, bu teorilerin bir kısmı artan temettü ödemelerinin firma değerini arttırdığını savunurken, diğer görüşler yüksek temettü ödemelerinin firma değerini azalttığını savunmaktadır. Üçüncü yaklaşıma göre ise, temettü ile firma değeri arasında herhangi bir ilişki yoktur. Özet olarak, kâr payı kararları ile firma değeri arasındaki ilişki üç teori etrafında şekillenmektedir. Bunlar; kâr payı ödemeleri arttıkça firma değerinin arttırdığını ileri süren “eldeki kuş teorisi”, kâr payı ödemeleri azaldıkça firma değerinin arttığını ileri süren “vergi farkındalığı teorisi” ve kâr payı kararlarının firma değerini etkilemediğini ileri süren “kâr payı ilişkisizlik teorisi” dir.

Ancak kâr payı tartışması bu üç yaklaşım ile sınırlı değildir. Zamanla kâr payı politikasını daha da karmaşık hale getiren başka teoriler de çeşitli araştırmacılar tarafından ileri sürülmüştür (Al-Malkawi vd., 2010: 173).

**Şekil 1:** Kâr Payı Teorilerinin Firma Değeri Bazında Sınıflandırılması



## 1. KÂR PAYI DAĞITIM KARARLARINA YÖNELİK TEORİLER

Firmaların neden kâr payı dağıtmaları gerektiği konusu, 1970'lerden itibaren araştırmacıların ilgi alanına girmeye başlamıştır. Araştırmacılar sadece firmaların kâr payı ödeme nedenleri üzerinde durmamış aynı zamanda firmalar için farklı yaklaşımlar sunmuşlardır. Bu çalışmada Şekil 2'de görüldüğü üzere kâr payı teorileri, davranışsal ve davranışsal olmayan teoriler olmak üzere iki ayrı başlık altında ele alınmış ve teorilerden ayrıntılı bir şekilde bahsedilmiştir.

### 1.1. Kâr Payı Dağıtım Kararlarına Yönelik Davranışsal Teoriler

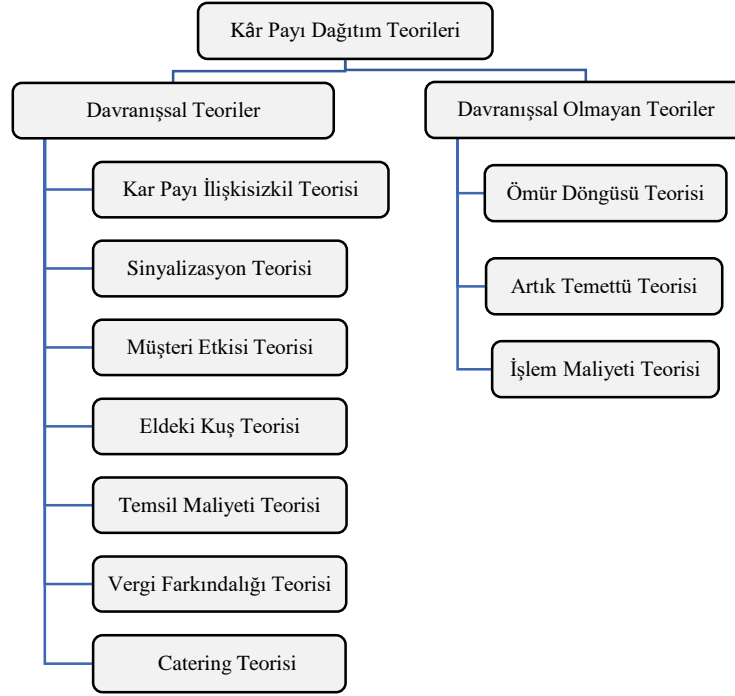
Modigliani ve Miller (1958) kaldıraç ilişkisizliği önerisi ve Miller ve Modigliani (1961) kâr payı ilişkisizlik (MM Teorisi) teorisinden sonra finans ekonomistleri tarafından kaldıraç ve temettü kararlarının firma değerini etkilediği yönünde teoriler gündeme getirilmiştir. DeAngelo ve Masulis (1980), Kim (1989) ve Miller (1986) kaldıraç oranı ve kâr payı politikasının firma değerini, vergi faktöründen dolayı etkilediğini ileri sürmüşlerdir. Myers (1984) ve Ross (1977) ise bu ilişkinin bilgi asimetrisinden yani yöneticilerin yatırımcıların bilmediği bilgilere sahip olduğu gerçeğinden kaynaklandığını tespit etmiştir. Ayrıca Jensen ve Meckling (1976) tarafından öne sürülen ve Rozeff (1982) ile Easterbook (1984) tarafından geliştirilen temsil maliyeti teorisinde, kâr payı kararlarında bireysel ve kurumsal yatırımcı farklılıklarının etkisi vurgulanmıştır (Crutchley ve Robert 1989: 36).

Ayrıca, Black (1976)'in hissedarların kâr paylarına olan ilgisini ve kâr payıödeyen firmaların amacını “kâr payıbilmececi” olarak nitelendirmesi ile araştırmacılar firmaların neden kâr payı ödediklerine ilişkin görüşlerde bulunmuşlardır. Bhattacharya (1979), John ve Williams (1985), Miller ve Rock (1985) ve Allen ve Michaely (2003) çalışmalarında; hissedarlara yönelik bilgi sinyalizasyonu ve farklı müşterilerin kâr payı taleplerini karşılama eğilimine dayalı görüşler ortaya atmışlardır. Easterbrook (1984) ise temettülerin, yöneticiler için mevcut fonları sınırlayarak, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki temsil sorunlarını azaltabileceğini ifade etmiştir. Ancak DeAngelo vd. (2004) ABD'deki temettülerin giderek sayı olarak azınlıkta olan ve büyük tutarlarda kâr payı ödeyen firmalar arasında yoğunlaştığını ileri sürerek, sinyalizasyon ve müşteri etkisinin kâr payı politikalarının esas belirleyicileri olduğu konusunda şüphe uyandırmıştır. DeAngelo vd. (2006) alternatif bir bakış açısı ile, Jensen (1986) temsil maliyeti teorisini geliştirerek yatırım fırsatlarına dayalı ömür döngüsü teorisini öne sürmüş ve optimal kâr payı politikasının, firmanın serbest nakit akışlarını dağıtma ihtiyacından kaynaklandığını ifade etmiştir. Ancak Denis vd. (1994) ve Yoon ve Starks (1995)' in elde ettiği bulgular bu görüşün karşısında yer almaktadır.

Öte yandan kâr payıbelirsizliklerini daha da karmaşık hale getiren Fama ve French (2001) yaptıkları çalışmada, kâr payı ödeme eğiliminin 1978 ile 1999 yılları arasında önemli ölçüde azaldığını tespit etmişlerdir. Ayrıca elde edilen bulgular, borsada işlem gören firmaların kâr payı ödeme oranlarının 1978'de %66.5 iken bu oranın 1999'da %20.8'e indiğini göstermiştir. Fama ve French (2001), ödeme eğilimdeki düşüşün kısmen firma özelliklerinden kaynaklandığını ifade etmişler ancak bu özelliklerin kontrol altına alınması ile bile kâr payı ödeme eğiliminin önemli ölçüde düştüğünü savunmuşlardır. Böylece “temettü bilmececi” daha da karmaşık hale gelmiştir. Çalışmanın devamında, literatürde en çok yer alan ve önem arz eden davranışsal kâr payı teorileri kapsamlı bir şekilde irdelenmiştir.

### **1.1.1. Kâr Payı İlişkisizlik Teorisi**

MM (1961), kâr payıpolitikasının tam rekabet koşulları altında ve vergi belirsizliğin olmadığı bir ortamda firma değerini etkilemediğini ve firma değerini belirleyen faktörlerin yatırım politikası, firmanın kâr elde etme gücü ve faaliyet riski olduğunu öne sürmüşlerdir. Bu teoride esas varsayım yöneticinin her dönem %100 oranında kâr payı dağıtmasıdır (Hussainey vd., 2011: 59).

**Şekil 2: Kâr Payı Dağıtım Kararlarına Yönelik Davranışsal ve Davranışsal Olmayan Teoriler**

MM teorisinin diğer varsayımları bu şekilde ifade edilebilir. Birincisi, sermaye piyasası etkindir ve vergi-işlem maliyetleri yoktur. Menkul kıymet işlemlerinde tek bir alıcı veya satıcının piyasa fiyatını etkileme gücüne sahip olmamasının yanısıra tüm alıcı ve satıcılar piyasaya yönelik tüm bilgilere eşit ve maliyetsiz bir şekilde ulaşabilmektedir. İkincisi, dağıtılmış karlar, dağıtılmamış karlar, nakdi kâr payı ve sermaye kazancı arasında vergi farklılığı yoktur. Üçüncü olarak, piyasa rasyonel yatırımcılardan oluşmaktadır. Rasyonel yatırımcı hisse senetlerini iskontolu gelecek nakit akışları üzerinden değerlendirip her zaman daha fazla kazancı düşük kazanca tercih etmektedir ve elde ettiği kazanç artışının, nakdi veya sermaye kazancı olması konusunda kayıtsızdır. Dördüncüsü, yöneticiler hissedarları en iyi ve tarafsız şekilde temsil etmektedir. Son olarak, piyasada tam belirlilik koşulu hakimdir ve firmaların yatırım politikası ile gelecek nakit akışlarına yönelik belirsizlik söz konusu değildir. Ayrıca yatırımcı, firmanın gelecekteki kârlılık ve yatırım planını güven ölçütü olarak algılamaktadır ve bu güvence faktörü sayesinde, fon kaynağı olarak hisse senetleri ve tahviller arasında ayırım yapmaya gerek yoktur. Bu da firmaların sadece tek bir tür finansal aracı yani hisse senetlerini kullandıkları anlamına gelmektedir (Pontoh, 2015: 2; Hussainey vd., 2011: 59).

### 1.1.2. Sinyalizasyon Teorisi

MM kâr payı ilişkisizlik teorisinde yönetici ve yatırımcıların firma hakkında tam bilgiye sahip oldukları varsayımı bazı araştırmacılar tarafından eleştirilmiştir. Sinyalizasyon teorisine göre firmayı işleten yönetici, firmanın dışında bulunan yatırımcılara göre firma hakkında daha değerli ve güncel bilgilere sahiptir. Bu durum yönetici ve yatırımcılar arasında bilgi asimetrisinin oluşmasına yol açmaktadır.

Söz konusu asimetriyi kısmen ortadan kaldırmak amacıyla yöneticiler kâr payı ödeyerek özel bilgileri hisse senedi sahiplerine aktarmakla birlikte yatırımcılara firmanın gerçek değerini yansıtabilmektedir (Almalkawi, 2007: 47).

Firma getirisinin kâr payı politikasını etkilediği görüşü ilk kez Lintner (1956) tarafından ileri sürülmüştür. Lintner'e (1956: 106) göre, yöneticiler firma getirisinin sabit bir oranla arttığını gözlemledikleri durumda firmanın kâr payı dağıtım oranı artacaktır. Daha sonra MM (1961) piyasanın etkin olmadığı şartlarda kâr payının, firmanın gelecek nakit akışları hakkında bilgi içerdiğini öne sürmüştür. MM'ye göre, kâr payındaki artışların bilgi içermesinin yanısıra ödenen kâr payları gelecek dönemlerin getiri oranı hakkında açık sinyaller vermektedir. Ayrıca kâr payındaki artışın yatırımcılar tarafından gelecek kârlılık oranının yüksek olacağı şeklinde algılanmasıyla birlikte hisse senedi fiyatları bu duruma karşı olumlu reaksiyon gösterebilmektedir. Aynı şekilde kâr payındaki azalma firmanın gelecekteki zayıf ve verimsiz performansı şeklinde algılanmaktadır ve hisse senedi fiyatlarında düşüşe yol açmaktadır. Bu durum yöneticilerin neden kâr payı oranını azaltma kararlarında isteksiz davrandıklarını açıklamaktadır. Diğer taraftan, kâr payı dağıtımını katlanılan maliyetler açısından güvenilir bir sinyalizasyon aracı olarak kabul edilmektedir. Bu bağlamda, Bhattacharya (1979) sinyalleme maliyetinin dış finansman işlem maliyeti ile eşit olduğunu ileri sürmüştür. John ve Williams (1985)'e göre sinyalizasyon maliyeti optimum yatırım kararlarına bağlı fırsat maliyetidir. Miller ve Rock (1985)'a göre ise sermaye kazançları ve kâr paylarına uygulanan vergi farkıdır (Al-Malkawi vd., 2010: 186-187). Dolayısıyla sadece uzun vadeli kaynaklara sahip yöneticiler hisse senetlerinin aşırı düşük değerlendirildiğine inandıkları durumda yatırımcılara sinyal gönderebilmektedir. Aksi takdirde yanlış sinyalleme maliyetini kısa vadeli kaynaklardan faydalanarak telafi etmek mümkün değildir (Goergen vd., 2005: 4). Kâr payı dağıtımındaki artış, firmanın uzun vadeli sürdürülebilir getiriye sahip olduğu anlamına gelmektedir ve yönetici dağıtılan kâr payının gelecekte elde edilecek getiri ile finanse edileceğine inanmadığı sürece kâr payı dağıtımına başlamayacaktır (Lipson vd., 1998: 44).

### 1.1.3. Müşteri Etkisi Teorisi

Sermaye piyasasında bazı yatırımcılar düşük veya normal orandan vergilendirmeye tabi tutulan yatırımcılar olarak, farklı vergi pozisyonlarında yer almaktadırlar. Easterbrook (1984) "müşteri etkisi"ni, farklı yatırımcı gruplarının kâr payı ödemeleri için farklı tercihler yapmaları şeklinde tanımlamıştır. Dolayısıyla yüksek vergilendirilmiş yatırımcılar sermaye kazancını tercih ederken, düşük vergilendirilmiş kesim ise sermaye kazancı veya pay şeklindeki ödemeler arasında kayıtsız kalmaktadır (Easterbrook, 1984: 652). Ancak kâr payları, yeni yatırımlardan elde edilen sermaye kazançlarına göre daha az risk taşımasından dolayı yatırımcılar için en önemli faktörlerden biri sayılmaktadır (Baker ve Haslem, 1974: 1259). Ayrıca MM (1961) yatırımcıların bir kısmının yüksek kâr payı dağıtan firmaları ve diğer kısmının ise düşük kâr payı dağıtan firmaları tercih ettiğini belirtmiştir. Bu farklı müşteri gruplarının davranış şekli müşteri etkisi olarak ifade edilmiştir.

Yatırımcıların bir kısmı sermaye kazancına öncelik tanıyarak düşük kâr payı ödeyen payları; diğer kısım ise cari kâr payı gelirin odaklanarak yüksek kâr payı ödeyen payları tercih etmektedir. Firmanın kâr payı politikasının değişmesi durumunda, mevcut hissedarların bir kısmı kâr payı beklentilerini karşılayan diğer firmalara yönelmektedir ve sonuç olarak, firmanın hisse senedi değerlerinde geçici olarak düşüş meydana gelmektedir. Firmanın uyguladığı yeni kâr payı politikasını tercih eden yatırımcılar ise, payların düşük değerlenmesi ile paylara olan taleplerini arttırmaktadır ve firmanın hisse senedi fiyatları tekrar eski seviyesine dönmektedir (Dağlı, 2001: 431). Al-Malkawi (2007) ise müşteri etkisini, vergi etkisinden ve işlem maliyetinden kaynaklanan iki farklı grup için değerlendirmiştir. Bu durumda yüksek vergiye tabi tutulan müşteriler daha az kâr payı ödeyen veya hiç kâr payı ödemeyen firmaları tercih ederken işlem maliyetini üstlenemeyen müşteriler ise cari kâr payı ödemelerini tercih etmektedirler. Diğer taraftan daha az kâr payı ödeyen, büyüme sürecindeki firmalar sermaye kazancını talep eden müşterileri cezbederken yüksek oranda kâr payı ödeyen olgun firmalar ise kâr payı şeklinde hızlı elde edilen getiriye tercih eden müşterileri cezbetmektedir (Al- Malkawi, 2007: 46).

#### 1.1.4. Eldeki Kuş Teorisi

Eldeki kuş teorisine göre, yatırımcılar için, risk faktöründen dolayı gelecekteki sermaye kazancına kıyasla bugün elde edilecek olan kâr payları daha değerlidir (Lintner 1962; Gordon ve Shapiro, 1956: 109; Walter, 1963: 285; Bhattacharya, 1979: 259). Belirsizliklerin ve bilgi asimetrisinin hakim olduğu bir ortamda, nakit kâr payı ve gelecek sermaye kazancı farklı değerlendirilmektedir. “Eldeki bir kuş çalıdaiki iki kuştan daha iyidir” mantığına dayanarak, yatırımcı gelecek nakit akışlarındaki belirsizlikler sebebiyle genelde nakit kâr payını, sermaye kazancına tercih etmektedir (Al-malkawi, 2007: 46). Bu teorinin esas varsayımları; yatırımcıların firmanın kârlılık durumu hakkında eksik bilgiye sahip olması; hisse senedi satışından elde edilen sermaye kazancına kıyasla nakit kâr paylarına daha yüksek vergi uygulanması; ve kâr paylarının gelecek nakit akışları hakkında sinyal verme özelliğine sahip olması şeklinde ifade edilmiştir (Hussainey vd., 2011: 59-60).

Easterbook (1984)’a göre yatırımcı nakit kâr paylarını tüketim veya hazine bonusu satın almak gibi harcamalarda kullandığı takdirde eldeki kuş teorisi etkili olacaktır. Ancak elde edilen nakit kâr payı, aynı veya farklı bir firmada yeniden yatırım amaçlı kullanıldığı durumda eldeki nakit tekrar aynı risk düzeyinde bir yatırım için harcanacaktır. Bu durumda firmanın yatırım politikasında herhangi bir değişiklik söz konusu değil ise eldeki kuş teorisi geçersiz sayılmaktadır (Easterbrook, 1984: 652). Diğer taraftan yatırımcıların nakit kâr payı taleplerine ilişkin firmaya baskı yapmamaları onların nakit kâr payı için isteksiz oldukları anlamına gelmemektedir. Bu durum, özellikle hızlı büyüme sürecinde, iyi yatırım fırsatlarına sahip firmalarda yasalar tarafından korunan hisse sahiplerinin gelecekte elde edecekleri kâr payı için bekledikleri anlamına gelmektedir. Aksine yasalar tarafından korunmayan yatırımcılar yatırım fırsatlarını dikkate almadan mümkün olduğu kadar firmadan kâr payı almaya çalışabilmektedir. Bunun sebebi ise firmanın yanlış yatırım kararlarından kaynaklanan sermaye kaybı riski olarak gösterilmiştir (La porta vd., 2000: 27).

### 1.1.5. Temsil Maliyeti Teorisi

Temsil maliyeti teorisi Jensen ve Meckling (1976) tarafından öne sürülmüş ve Rozeff (1982) ve Easterbook (1984) tarafından geliştirilmiştir. Temsil maliyeti, yönetim ve hisse sahipleri arasında olan çıkar çatışması maliyetidir. Bu durum yönetimin hissedarlarını temsil etmekten ziyade doğrudan veya dolaylı bir şekilde kendi çıkarları doğrultusunda hareket ettikleri durumda ortaya çıkmaktadır (Ross vd., 2008; Hussainey vd., 2011: 60). Bu teori kâr payı ödemelerinin temsil maliyetini düşürdüğünü, aynı zamanda dış finansman ihtiyacının artışına bağlı olarak işlem maliyetlerinin de artırılması gerektiğini ileri sürmektedir. Ayrıca firma ve yönetim faaliyetlerini denetlemek, temsil maliyetlerini azaltmak ve piyasayı yöneticilerin pozisyonlarını kötüye kullanma konumunda olmadıklarına ikna etmede yardımcı olduğu fikrine dayanmaktadır (Manos, 2002: 1-2). MM'nin (1961) "yöneticiler hisse senedi sahiplerinin mükemmel temsilcisidir ve aralarında herhangi bir çıkar çatışması söz konusu değildir" görüşüne karşı bazı araştırmacılar firma sahipleri ve yöneticilerin ayrı bireyler olmasından dolayı bu görüşün tartışmaya açık olduğunu iddia etmiştir. Yönetici hisse senedi sahipleri için maliyetli sayılan faaliyetlerde bulunmak zorunda kalabilmektedir. Örneğin, yöneticiler kendilerine aşırı yüksek getiri sağlayan, kâr amacı gütmeyen yatırımlar yapabilir veya gereksiz yüksek yönetim tazminatı gibi hissedarlar için maliyetli sayılabilecek bazı faaliyetlerde bulunabilmektedir (Al-Malkawi, 2007; Hussainey vd., 2011: 60). Aynı şekilde Jensen (1986) ve Baumol (1959) yöneticilerin firma varlıklarını kullanarak kendi şahsi çıkarları doğrultusunda ve hissedarlar için kârlı olmayan, büyüme ve çeşitlendirme gibi yatırım stratejileri izleyebileceklerini ifade etmiştir (Jensen, 1986: 328; La Porta vd., 2000: 3). Jensen (1986) yöneticilerin, yönettikleri firmayı optimal büyüklükten daha fazla büyütme ve genellikle firma büyüklüğü ile ilgili olan tazminatları arttırmaya eğilimli olduklarını belirtmiştir. Dolayısıyla fazla nakit akışına sahip firmalarda gereksiz yatırım problemi daha da fazla göze çarpmaktadır ve yönetici negatif NBD'e sahip yatırım projelerini kabul edebilmektedir ki bu da temsil maliyetinin artmasına sebep olmaktadır (Al-Malkawi vd., 2010: 191). Easterbrook (1984) çalışmasında bu maliyeti, yöneticilerin denetim maliyeti ve yöneticiler açısından riskten kaçınma maliyeti olarak ikiye ayırmıştır. Easterbrook'a göre bu sorunun çözümü kâr payı dağıtım oranının artırılmasıdır (Easterbrook, 1984: 653). Temsil maliyetleri hissedarlar tarafından karşılandığı için aşırı yüksek serbest nakit akışına sahip firmalarda hissedarlar yüksek kâr payı ödemeleri talep etmektedirler (Hussainey vd., 2011: 60).

Temsil maliyeti için önerilen diğer çözüm yollarından biri ise yasalardır. Yasalar, yatırımcılara hissedarlar da dahil olmak üzere, yatırımlarının yöneticiler tarafından el konulmasına karşı korunmasını sağlayacak bazı yetkiler vermektedir. Bu haklar hissedarlar arasında hisse başına aynı temettüyü alma hakkından, yönetici seçimi de dahil olmak üzere önemli kurumsal konularda oy kullanma hakkı ve fiilen tazminat davası açma hakkına kadar kapsamaktadır. Ortak hukuk sistemi uygulanan ülkelerde azınlık hissedarlar yasal olarak en iyi şekilde korunmaktadır. Ancak medeni hukuk ülkeleri ve özellikle Fransız Medeni Hukuk ülkeleri en zayıf korunmalara sahiptir.



Yatırımcı haklarının korunma kalitesi firmalardaki mülkiyet yoğunluğuna ve ülkelerdeki sermaye piyasalarının değerlendirilmesine ve büyüklüğüne yansıtılmaktadır. Hissedarların daha iyi korunduğu ülkelerde faaliyet gösteren firmalar daha yüksek oranda kâr payı ödemektedir. Yasal olarak korunan hissedarların temettülerini beklemeye istekli olmalarından dolayı, bu ülkelerde daha yüksek büyüme oranına sahip firmalar, kârlı yatırım fırsatları mevcut olduğu durumda düşük büyüme oranına sahip firmalardan daha düşük kâr payı ödemektedir. Öte yandan, az korunan hissedarlar yatırım fırsatlarını göz ardı ederek alabilecekleri en yüksek kâr payı oranını talep etmektedirler. Bu anlamda yatırımların yanlış tahsis edilmesinin, yatırımcıların zayıf yasal korunmasından kaynaklanan temsil maliyetinin bir parçası olduğu düşünülmektedir (La Porta vd., 2000: 3-4).

### 1.1.6. Vergi Farkındalığı Teorisi

MM teorisinde etkin piyasa şartlarında sermaye kazancı ve kâr payı kazancı arasında vergi faktörü göz ardı edilerek bir farklılığın söz konusu olmadığı ileri sürülmüştür. Ancak gerçek piyasa koşulları altında bu varsayım gerçeği yansıtmamaktadır. Vergi etkisi modellerinde, yatırımcıların kâr payı ödeyen hisse senetlerinden güvenilir ve yüksek oranda beklenen getiri talep ettikleri tahmin edilmektedir. Temettülere vergi yükümlülüğü konulması, hissedarların vergi öncesi getirilerini arttırmak için kâr payı talep etmelerine neden olmaktadır. Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeli'ne göre yatırımcılar temettülerin gelecekte uygulanabilecek vergi yükümlülüğü nedeniyle kâr payı ödeyen hisse senetleri için daha düşük fiyat sunmaktadır (Frankfurter ve Wood, 2002: 112). Bu nedenle kâr payı getirisi ve sermaye kazancı arasında uygulanan farklı vergi oranları farklı müşteri gruplarının oluşmasına yol açmaktadır (Elton ve Gruber, 1970: 73; Miller ve Scholes, 1978; Baker ve Powell, 2012: 81).

Vergi farkındalığı teorisine göre sermaye kazançları ve kâr payı getirisinin farklı dönemlerde elde edilmesi ve farklı vergi oranlarının uygulanması firma değerini etkilemektedir. Sermaye kazançları hisse senedi satıldıktan sonra elde edilirken, genelde kâr payı kazançları dönem sonunda belirlenmektedir. Ayrıca her ülkede uygulanan ekonomi politikalarından dolayı farklı vergi oranları uygulanabilmektedir. Örneğin sermaye birikimini teşvik etmek amacıyla kâr payı kazançlarına daha fazla oranda vergi uygulanabilmekte veya aksine kâr payı dağıtımını teşvik etmek amacıyla dağıtılmamış karlara daha fazla vergi uygulanabilmektedir. Bu anlamda vergi farklılığı teorisi bu farklılıkların firma değeri üzerindeki etkisini incelemektedir (Ercan ve Ban, 2010: 263-264).

### 1.1.7. Catering Teorisi

Literatürde yer alan kâr payı teorilerine ek olarak, catering kâr payı teorisi Baker ve Wurgler (BW) tarafından 2004 yılında öne sürülmüş ve bunun üzerine birçok piyasada ampirik ve teorik çalışmalar yapılmıştır. Catering, BW teorisine göre piyasada kâr payı ödeyen hisse senedi fiyatları, kâr payı ödemeyen hisse senetlerine oranla daha yüksek olduğu durumda yöneticiler kâr payı ödeyerek bu kârlılık sürecini başlatmaya veya devam ettirmeye çalışıp ve aksine piyasadaki yatırımcıların tercihi kâr payı ödemeyen hisse senetlerinden yana ise, yöneticiler kâr payı ödemeye son vermektedirler (Baker ve Wurgler, 2004: 1125).

Bu teori sadece kâr payı ödeyip ödememe ile ilgilidir ve nakit kâr payındaki değişiklik ve değişim olasılığı söz konusu değildir. 2006 yılında catering teorisi Li ve Lie tarafından geliştirilerek nakit kâr payı ödemelerindeki artış ile azalış olasılığı ve değişim oranı büyüklüğü ise bu teoriye dâhil edilmiştir. Bu çalışmada ödenen kâr paylarındaki artış ve azalış ele alınarak catering teorisini destekleyen güçlü kanıtlar tespit edilmiştir (Li ve lie, 2006:295). Catering teorisi üç temel bileşenden oluşmaktadır; Birincisi, psikolojik veya kurumsal nedenlerden dolayı, eksik bilgiye sahip bazı yatırımcılar, nakit kâr payı ödeyen firmaların hisse senetlerini talep etmektedir ve bu talep zamanla değişebilmektedir. İkincisi, arbitrajdaki limitler bu talebin kâr payıödeyen ve ödemeyen firmaların cari hisse senedi fiyatlarını etkilemesini sağlamaktadır. Ve üçüncü olarak, yöneticiler rasyonel bir şekilde yatırımcının talebine karşılık vermektedirler. Burada yöneticiler kâr payı politikasına karar verme sürecinde, hızlı bir şekilde kâr payı dağıtım kararının hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini ve bunun uzun vadede maliyetlerini göz önünde bulundurarak rasyonel bir şekilde değerlendirmektedir (Baker ve Wurgler, 2004: 1127).

### 1.2. Kâr Payı Dağıtım Kararlarında Davranışsal Olmayan Teoriler

Davranışsal kâr payı dağıtım teorilerinin yanı sıra literatürde davranışsal olmayan kâr payı dağıtım teorileri de yer almaktadır. Bu bölümde ömür döngüsü teorisi, artık temettü teorisi, işlem maliyeti teorisilerine yer verilmiştir.

#### 1.2.1. Ömür Döngüsü Teorisi

Ömür döngüsü teorisi (life cycle theory), firmaların buldukları yaşam döngüsündeki evrenin firmanın kâr payı politikası üzerinde etkili olduğunu öne sürmektedir. Genel olarak ömür döngüsü her firma için; başlangıç, hayatta kalma, büyüme, gelişme ve olgunluk aşamalarından oluşmaktadır (Garengo vd., 2007: 679). Olgunluk evresindeki firmalar kurumsal ihtiyaçlarını tanımlayabilmekte ve daha iyi performans göstermektedir. Temettü kararları ile ilgili Grullon vd. (2002) olgunluk aşamasında olan firmaların daha fazla kâr payı ödemeye eğilimli olmalarının nedenini; yatırım fırsatlarında düşüş meydana gelmesi, büyüme hızının yavaşlamaya başlaması, sermaye harcamalarının azalması ve kârlılık oranındaki büyüme ile firma için büyük oranda serbest nakit akışının sağlanması, şeklinde ifade etmiştir.

Ayrıca büyüme evresinde olan firmalar çok sayıda pozitif NBD (Net Bugünkü Değer)'e sahip yatırım projeleri olması sebebiyle büyük oranlarda kâr elde etmektedir, yüksek sermaye harcaması ve düşük serbest nakit akışına sahiptir ve getiri oranında hızlı bir şekilde büyüme yaşanmaktadır. Bu firmalar büyümeye devam ettikçe, yüksek rekabet piyasası koşulları altında geçiş aşamasına girmekte ve firmanın piyasa payı ve kârlılık oranında düşüş yaşanmaktadır. Bu aşamada firmalar olgunluk evresindeki firmalar gibi özelliklere sahip olmaya başlamaktadır (Grullon vd., 2002: 421-423). Benzer şekilde DeAngelo vd. (2006) olgun firmaların, yüksek kârlılık ve daha az yatırım fırsatlarına sahip olmaları sebebiyle temettü ödeme eğiliminde olduklarını ancak genç firmaların, sınırlı kaynaklar ve geniş yatırım fırsatları sebebiyle, kaynakları temettü olarak dağıtmak yerine yeniden yatırım faaliyetlerinde kazanç sağlama eğiliminde olduklarını belirtmiştir (Budiarso ve Pontoh, 2016: 55; DeAngelo vd., 2006: 228).

Ömür döngüsünün kâr payı politikası üzerindeki etkisini araştıran çalışmalarda, özellikle kâr payı ödeyen firmaların daha büyük, kârlı ve yeterli düzeyde birikmiş kâra sahip olduklarını, ancak kâr payı ödemeyen firmaların kârlılık oranı düşük ve küçük çapta firmalar olduğu belirtilmiştir. Bu nedenle bir firmanın büyüme oranında bir düşüş beklendiği takdirde firma tarafından kâr payı ödemelerine başlanacaktır. (Mueller, 1972; DeAngelo vd., 2006; Fama ve French, 2001: 15; Baker ve Kapoor., 2015: 184). Aynı şekilde Denis ve Osobov (2008) ise büyük ve kârlı firmalarda kâr payı dağıtım oranının daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir (Denis ve Osobov, 2008: 64).

### 1.2.2. Artık Temettü Teorisi

Artık temettü teorisine göre, firmanın kâr payı kararları, yatırım politikasının doğrudan sonucudur. Burada, firma NBD kuralını göz önünde bulundurarak yalnızca geride kalan fazla kâr tutarını dağıtmaktadır. Bu teoriye göre, bir proje gereken getiri oranından daha fazla kazanç elde etmediği sürece, yani proje pozitif bir NBD'e sahip değilse, firma faaliyetlerinden elde ettiği nakit akışlarını firma bünyesinde tutmaktan kaçınmaktadır. Artık temettü politikasının sürekli olarak uygulanması, doğal olarak oldukça değişken kâr payı kararlarına ve bazen sıfır temettü ödemesine yol açmaktadır. Böyle bir politika gelecekteki temettülerin tahminini zorlaştırmaktadır. Ancak yatırımcıların değişken temettülere kayıtsız kalmaları durumunda uygulanabilmektedir. Çoğu firmada yatırımcıların temettü öngörülebilirliği konusundaki açık tercihleri nedeniyle artık temettü politikasının uygulanma olasılığı düşüktür (Baker ve Smith, 2006: 1-2).

Firmalar yüksek oranda kâr payı dağıttığı durumda nakit ihtiyacını gidermek amacıyla dış kaynaklardan borçlanmak veya hisse senedi ihraç etmek zorunda kalmaktadır. Hisse senedi ihracı ve borçlanma otofinansmana kıyasla daha maliyetlidir. Firmanın kendi faaliyetleri sonucunda elde ettiği kaynakların kullanılmasının daha düşük maliyetli olması firma değerini arttırmaktadır. Artık temettü teorisi firmalarda yatırımların iç kaynaklardan yararlanarak finanse edilmesinden sonra geri kalan tutarın temettü olarak dağıtılmasını önermektedir (Brigham, 1986: 541; Pekkaya, 2012: 193).

### 1.2.3. İşlem Maliyeti Teorisi

İşlem maliyeti teorisi ise artık temettü teorisine benzer bir şekilde, düşük maliyetli ve kolay erişilebilir iç fonları muhtemel yatırım projeleri için elde tutmak yerine kâr payı ödemek için kullanmanın, firmalarda ekstra maliyetlere neden olacağını ve böylece kâr payı ödemelerinden sonra yatırım gereksinimlerini karşılamak için maliyetli dış fonlara yönelmek zorunda kalabileceğini belirtmektedir (Baker vd., 2018).

Coase (1992) işlem maliyetlerini, profesyonel yöneticilerin yönetim işlemleri sürecinde ortaya çıkabilecek ve yapılması gereken pazarlıklar, sözleşmeler, denetimler, düzenlemeler ve çözülmesi gereken anlaşmazlıkların maliyeti olarak tanımlamıştır.

### 1.2.4. Diğer Teoriler

Literatürdeki temel temettü politikası teorilerine ek olarak; örneğin, basit vergi mükellefi modeli, düzeltilmiş vergi modeli, iki taraflı vergi modeli, vergiden kaçınma modeli, asimetrik bilgi yaklaşımı, acenta maliyetleri yaklaşımı (vekil yönetim maliyetleri) ve finanslama kaynağını veya gelir kaynağını dönüştürmenin maliyetli olması yaklaşımı vb. olmak üzere farklı teoriler de yer almaktadır. Ancak literatürde yeterince önem arz etmemesinden dolayı bu çalışmada söz konusu teorilerden bahsedilmemiştir.

## 2. TÜRKİYE'DE KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI

Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören firmalar, Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) Sermaye Piyasası Kanununa tabidir. Bu kanun kâr dağıtım politikasına ilişkin düzenlemeleri ve mevzuatları belirlemektedir. Türkiye'de kâr payı politikası iki kısımda ele alınmıştır. İlk zorunlu temettü ödeme politikası 1985-1994 yılları arasında uygulanmıştır. İkinci zorunlu temettü ödeme politikası ise 2001 yılında başlatılmış ve 2003 yılında yeniden uygulanmıştır. Esasında zorunlu temettü ödemelerinin arkasındaki amaç azınlık hissedarların haklarını korumaktır. Türk firmaları, yüksek derecede merkez odaklı örgüt yapısına sahiptir ve bir grup şirkete bağlı, aile şirketlerinden oluşmaktadır. Burada kontrol edici hissedarlar genellikle firmada kontrol güçlerini arttırmak için piramit yapılar veya iki sınıflı hisse senetleri kullanmaktadır. Türkiye piyasasında işlem gören firmalarda Kıta Avrupa'sı Sistemine (Medeni Hukuk) dayalı Türk Ticaret Kanunu (TTK) uygulanmaktadır. La Porta vd. (1999) medeni hukuka tabi ülkelerin, yatırımcı haklarının korunması bakımından zayıf kaldığını belirtmiştir. Ancak Sermaye Piyasası Kurulu bu zorunlu kâr dağıtım politikasını azınlık hissedarlarını çoğunluk hissedarlara karşı korumak amacıyla uygulamıştır. İkinci zorunlu temettü ödeme politikası ise 2001 yılında düzenlenmiştir. 2001 tarih ve 24582 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: IV No: 27 sayılı "Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ'in dördüncü maddesi "Ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur.

Ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kârın %20'sinden az olamaz" şeklinde belirtilmiştir (www.resmigazete.gov.tr). Ayrıca bu maddeye göre yönetim kurulunun alacağı kararlara bağlı olarak temettüler nakit, hisse senedi veya ikisinin karışımı şeklinde dağıtılabilir. Ancak 2003 yılında Türk muhasebe sistemi değişmiştir. Ayrıca 2004 yılında enflasyon muhasebesi uygulanmış ve BİST'de işlem gören bazı firmalar 2003 yılında gönüllü olarak Uluslararası Finansal Raporlama Sistemi'ni (IFRS) uygulamaya başlamıştır. Finansal raporlama ortamındaki değişiklikler dikkate alınarak, SPK 2003 yılında tebliği yeniden düzenlemiş ve aynı %20'lik zorunlu temettü ödeme oranı şartı ile 2004 yılında uygulamıştır (Seri XI, no. 25) (www.spk.gov.tr; Kirkulak ve Kurt, 2010: 40; La Porta vd., 2000: 10). Ayrıca BİST'te işlem gören halka açık anonim ortaklıklarda kâr payı dağıtılıp dağıtılmayacağı, dağıtılacak ise ortaklar ve kâra katılan diğer kişiler için belirlenen kâr payı dağıtım oranı firmanın genel kurulu tarafından belirlenmektedir (www.borsaistanbul.com).

BİST'te işlem gören firmalarının yüksek orandaki merkezi mülkiyet yapısının doğası ve banka odaklı finansman özellikleri ve ilişkileri, bilgi asimetrisinin azalmasına ve böylece nakit temettüleri sinyal olarak kullanılma ihtiyacının önem kaybetmesine yol açmıştır. Bunun yanı sıra, katı ve zorunlu temettü politikası düzenlemelerinin uygulanması ise kâr payı sinyalizasyon rolünün azalmasında etkili bir faktör sayılmaktadır (Adaoğlu, 2000).

SPK 2000'li yılların başında bankacılık sektörünün şeffaflığını ve kalitesini artırmak amacıyla büyük değişiklikler yapmış ve BİST yöneticilerini daha şeffaf finansman uygulamalarına teşvik ederek hisse senedi piyasasına yönelmelerini sağlamıştır (IIF, 2005) ve sonucunda firmaların temettü kararları dahil olmak üzere kurumsal finans politikaları muhtemel değişimlere uğramıştır. Bununla birlikte, SPK'nın 2003 yılındaki büyük reformlar uygulamasıyla daha esnek politika düzenlemeleri sağlanmış ve 2009 mali yılından itibaren, kâr payı dağıtım mevzuatı kapsamındaki asgari limit zorunluluğuna son verilmiştir. Ödeme oranı ve zorunlu asgari temettü ödeme yasağının kaldırılmasıyla yöneticiler kendi temettü politikası kararlarını verme özgürlüğüne sahip olmuştur. Söz konusu gelişmelerin, firmaların temettü politikası kararları ve sinyalizasyon rolünün artması üzerine etkili olacağı varsayılmaktadır (Baker vd., 2018).

Türkiye'de kâr payı dağıtım teorileri üzerine çeşitli çalışmalar yapıldığı ve birbirinden farklı sonuçların elde edildiği görülmektedir. Bu anlamda, Baker vd., (2018), anket yöntemi kullanarak yöneticilerin temettü politikasına ilişkin görüşlerini incelemiştir. Anket sonuçları, sinyalizasyon, catering ve ömür döngüsü teorilerinin geçerliliğini tespit ederken, elde edilen sonuçların temsil maliyeti, vergi farkındalığı ve artık temettü politikasını desteklemediği görülmüştür. Ancak Aydoğan ve Muradoğlu (1998) bedelsiz hisse senedi şeklindeki kâr payı ilanlarından sonra hisse senedi değerlerinde sistematik bir fiyat tepkisinin bulunmadığını tespit ederken, Batchelor ve Orakcioglu (2003) nakit temettü ödemelerinin firma getirisi üzerinde önemli bir etkisi olduğunu savunmuştur.

Böylece, temettü ilanından sonra, daha yüksek temettü ödeyen hisse fiyatlarının yükseldiği ve daha düşük temettü ödeyenlerin hisse fiyatlarının düştüğü tespit edilmiştir. Diğer taraftan, Günalp vd. (2010), kâr payı dağıtım bildirimlerinin yatırımcılar tarafından negatif bir şekilde algılandığını ve bunun müşteri etkisi teorisi ile ilgili olduğunu tespit etmiştir. Buna karşılık, Ünlü vd. (2009) ve Barak ve Demireli (2006) çalışmalarında, sırasıyla temettü kararları ve hisse performansı arasında ve temettü verimi ile hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Pekkaya (2006) ise, kâr payı dağıtım kararları ile firma değeri arasındaki ilişkiye yönelik tam bir netliğin bulunmadığını ifade etmiştir. Karaca (2007) çalışmasında, Türkiye'de yatırımcıların genelde yatırım kararlarında sermaye kazancına önem verdiklerini ve kâr payı dağıtım ilanından sonra, elde etmeleri gereken getiriler gerçekleşir gerçekleşmez hemen hisselerini satma eğiliminde olduklarını tespit etmiştir. Bu durum firmaların temettü ödemelerini artırmaları durumunda bile hisse senetleri fiyatlarında artış gerçekleşmeyeceğini göstermektedir. Çalışmada kâr payı ödeme şekillerinin (nakit, bedelsiz hisse senedi veya melez kâr payı) firma değeri üzerinde etkili olduğu, ancak yatırımcıların hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtım ilanına tepkisiz kaldıkları savunulmuştur. Çelik (2013) Türkiye üzerine yaptığı bir çalışmada ömür döngüsü teorisinin geçerliliğini tespit ederken, Zeren (2017) kâr payı dağıtımını ve firma değeri arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişkiye rastlanmadığını belirtmiştir. Zeren Türkiye piyasalarının etkin olmadığı yönündeki literatür bulgularına dayanarak elde edilen sonuçlar için MM kâr payı ilişkisizlik teorisinin geçerli olmadığını ve yalnızca müşteri etkisi teorisinin geçerli olduğunu ifade etmiştir. Baker ve Kılıncarslan (2019) ise Türkiye'deki firmaların kâr payı ödememeye eğilimli olduklarının nedenini, nakit akışı kısıtlamaları, büyüme fırsatları, düşük kârlılık ve kazanç oranı ile dış finansman maliyetleri olarak belirtmiş ve büyük hissedarların temettü ödeme olasılığını ve sıklığını olumsuz yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Buda Gursoy ve Aydoğan(1999) ile Yurtoglu(2003)'nun Türkiye'deki kurumsal mülkiyetin oldukça merkezi olduğu ve çoğunlukla, yasal bir "holding şirketi" bünyesinde iş gruplarına sahip ailelerin hakim olduğu şeklindeki yorumu ile uyumludur. Çalışmada ayrıca temettü ödemeyen şirketlerin yaşam döngüsünün ilk aşamalarında yani yüksek yatırım fırsatlarına sahip küçük çaptaki nispeten daha genç firmalar olduğunu ve buna karşılık, yüksek kârlı, olgun ve büyük ölçekli şirketlerin nakit temettü ödemeye daha yatkın oldukları gösterilmiştir. Bu anlamda, elde edilen sonuçlara dayanarak yaşam döngüsü teorisinin geçerliliğinin tespit edildiği görülmektedir. Buna karşılık Aivazian vd. (2003) Türkiye başta olmak üzere gelişmekte olan piyasalarda, firmaların ABD'deki emsallerinden daha yüksek temettü ödediğini ileri sürmüştür.

Kâr Payı dağıtımını etkileyen faktörelere yönelik Al-Najjari ve Kılıncarslan (2018), kârlılık ile kaldıraç oranının, büyüme fırsatlarının, firmanın yaşı ve büyüklüğünün BİST'te işlem gören firmaların nakit temettü ödeme kararlarını belirleyen firma bazındaki en önemli özellikler olduğunu tespit etmişlerdir. Çalışmada, ömür döngüsü teorisi ile uyumlu olarak; daha kârlı, olgun ve daha büyük ölçekli firmaların temettü ödeme olasılığının daha yüksek olduğunu, buna karşın daha yüksek büyüme fırsatları ve daha fazla borcu olan firmaların temettü ödeme olasılığının daha düşük olduğu gösterilmiştir. Görüldüğü üzere, Türkiye'de kâr payı teorileri üzerine yapılan çalışmaların sonuçları yabancı literatürde olduğu gibi ciddi farklılıklar göstermektedir.

Ancak genel olarak çalışma bulguları; sinyalizasyon, ömür döngüsü ve müşteri etkisi teorilerinin geçerliliği üzerine yoğunlaşmaktadır.

## SONUÇ

Kâr payı dağıtım politikası, kurumsal finans literatüründe en tartışmalı konulardan biridir. Son zamanlarda, “yatırımcının tam rasyonellik varsayımı”nın önem kaybetmesi, “davranışsal finans” kavramının ortaya çıkmasına yol açmıştır. Kâr payı kararlarını içeren “davranışsal finans” ile ilgili soruları daha iyi yanıtlayabilmek için bir takım teorik çalışmalar yapılmış ve bu çalışmaların çoğu, genel kabul görmüş kurallardan sapmalar olarak tanımlanan anomalilerin, finansal piyasaların davranışı üzerindeki etkisine yoğunlaşmıştır. Bununla birlikte, bu anomaliler davranışsal olmayan teorilere ilave olarak kâr payı kararlarına ilişkin vergi farkındalığı, sinyalizasyon, temsil maliyeti, müşteri etkisi vb. olmak üzere çeşitli davranışsal kâr payı politikası teorilerinin geliştirilmesine yol açmıştır. Onlarca yıldır devam eden araştırmalar sonucunda ortak bir karara varılmamış ve hatta aynı yaklaşım üzerine yapılan çeşitli çalışmalar arasında dahi ciddi anlaşmazlıklar olduğu görülmektedir. Buna karşılık, bilmeceyi çözmeye ilişkin bazı öneriler ileri sürülmüştür. Örneğin Baker ve Weigand (2014) literatürde mevcut olan çok sayıda ampirik düzenliliği açıklamak amacıyla daha zengin, daha tümleşik ve kompleks bir temettü politikası teorisinin geliştirilmesi gerektiğini savunmuştur ve böyle bir bütünsel modelin, modern finans teorilerini, firma ve piyasa özelliklerini ve ayrıca davranışsal ve psikolojik etkileri birleştirebileceğini ifade etmiştir.

Yabancı literatürde özellikle yasal, politik, sosyal ve finansal düzenlemeler açısından farklı olan gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar üzerine yapılan çalışmaların farklı sonuçlara yol açtığı ve kâr payı bilmeceğini daha da karmaşık hale getirdiği görülmektedir. Türkiye’de ise yabancı literatür sonuçlarına benzer bir şekilde kâr payı teorileri üzerine yapılan çalışmaların birbirinden farklı olduğu; ancak genel olarak çalışmaların bulguları sinyalizasyon, ömür döngüsü ve müşteri etkisi teorilerinin geçerliliği etrafında yoğunlaştığı görülmektedir. Bu bilgiler ışığında, Miller ve Modigliani (1961) ilişkisizlik teorisinden sonra firmaların neden kâr payı dağıttığı sorusunun önemli teorik tartışmalara konu olduğu ve günümüze kadar da devam ettiği görülmektedir. Bu alanda yapılan çalışmalar kapsamında bazı yaklaşımlar (örneğin Lintner veya Rozeff modelleri) birçok araştırmacı tarafından güçlü bir şekilde desteklenmiş olsa da, kâr payı dağıtım kararlarına yönelik net bir kanıya varılmamıştır ve kâr payı politikası hala “temettü bilmece” olarak nitelendirilmektedir.

## KAYNAKÇA

- Aivazian, Varouj vd. (2003), "Dividend policy and the organization of capital markets.", *Journal of multinational financial management*, 13(2), 101-121.
- Allen, Franklin ve Michaely, Roni (2003), “Payout policy. Handbook of the economics of finance”, *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 337-429.

- Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar (2007), "Determinants of corporate dividend policy in Jordan: an application of the Tobit model", *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 23(2), 44-70.
- Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar vd. (2010), "Dividend policy: A review of theories and empirical evidence", *International Bulletin of Business Administration*, 9(1), 171-200.
- Al-Najjar, Basil ve Kilincarslan, Erhan (2018), "Revisiting firm-specific determinants of dividend policy: evidence from Turkey.", *Economic issues*, 23(1).
- Aydogan ve Muradoglu (1998), "Do markets learn from experience? Price reaction to stock dividends in the Turkish market.", *Applied Financial Economics*, 8(1), 41-49.
- Baker, H. K., ve Weigand, R. (2015). Editorial introduction to the special issue on dividends and dividend policy. *Managerial Finance*, 41(2), 126-144.
- Baker, H. Kent vd. (2018), "Dividend policy in Turkey: Survey evidence from Borsa Istanbul firms.", *Global Finance Journal*, (35), 43-57.
- Baker, H. Kent ve Haslem, John A. (1974), "Toward the Development of Client-Specified Valuation Models", *The Journal of Finance*, 29(4), 1255-1263.
- Baker, H. Kent ve Kapoor, Sujata (2015), "Dividend policy in India: new survey evidence", *Managerial Finance*, 41(2), 182-204.
- Baker, H. Kent ve Powell, Gary E. (2000), "Determinants of corporate dividend policy: a survey of NYSE firms", *Financial Practice and education*, 10, 29-40.
- Baker, H. Kent ve Smith David M. (2006), "In search of a residual dividend policy", *Review of Financial Economics*, 15(1), 1-18.
- Baker, Kent vd. (2018), "Dividend policy in Turkey: Survey evidence from Borsa Istanbul firms.", *Global Finance Journal*, 35,43-57.
- Baker, Kent ve Kilincarslan, Erhan (2019), "Why companies do not pay cash dividends: The Turkish experience.", *Global Finance Journal*, 42, 100419.
- Baker, Malcolm ve Wurgler, Jeffrey, (2004), "A catering theory of dividends", *The Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165.
- Batchelor ve Orakcioglu (2003), "Event-related GARCH: the impact of stock dividends in Turkey.", *Applied Financial Economics*, 13(4), 295-307.
- Baumol, William J. "Business behavior, value and growth." (1959).
- Bhattacharya, Sudipto (1979), "Imperfect information, dividend policy and the bird in the hand fallacy", *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.
- Bishop, Steve, vd. "Corporate finance." (2004).
- Black, Fischer (1976), "The dividend puzzle", *Journal of portfolio Management*, 2(3), 5-8.
- Brigham, E. F. (1986), "Fundamentals of Financial Management", 4. Baskı, CBS College Publishing, New York.
- Budiarso, Novi S. ve Pontoh, Winston (2016), "firm's dividend decision in Indonesia: cater or mature?", *Journal of Life Economics*, 3(3), 53-66.
- Çelik, Sibel (2013), "Kar Payı Politikası ve Yaşam Döngüsü Teorisi: İMKB İmalat Sektöründe Ampirik Bir Uygulama.", *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 13(2)
- Crutchley, Claire E. ve Hansen, Robert S. (1989), "A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends", *Financial Management*, 18(4), 36-46.



- Dağlı, Hüseyin (2001), "Finansal Yönetim", ikinci Baskı, Derya Kitabevi, Trabzon.
- DeAngelo, Harry vd. (2006), "Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory", *Journal of Financial economics*, 81(2), 227-254.
- DeAngelo, Harry vd. (2004), "Dividend policy, agency costs, and earned equity", *National Bureau of Economic Research*, <http://www.nber.org/papers/w10599> (2018.08.12).
- DeAngelo, Harry ve Masulis, Ronald. W. (1980), "Optimal capital structure under corporate and personal taxation", *Journal of financial economics*, 8(1), 3-29.
- Denis, David J. ve Osobov, Igor (2008), "Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy", *Journal of Financial economics*, 89(1), 62-82.
- Denis, David vd. (1997), "Agency problems, equity ownership, and corporate diversification.", *The journal of finance*, 52(1), 135-160.
- Easterbrook, Frank H. (1984), "Two agency-cost explanations of dividends", *The American economic review*, 74(4), 650-659.
- Elton, Edwin J., ve Martin J. Gruber (1970), "Marginal stockholder tax rates and the clientele effect", *Investments and Portfolio Performance*, 52(1), 68-74.
- Ercan, Metin Kamil ve Ban, Ünsal (2010), "Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim", 6. Baskı, Gazi Kitabevi.
- Fama, Eugene F., ve Kenneth R. French (2001), "Disappearing Dividends Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- Frankfurter, George M. ve Wood Jr., Bob G., (2002) "Dividend policy theories and their empirical tests", *International Review of Financial Analysis*, 11(2), 111-138.
- Garengo, Patrizia vd. (2007), "Understanding the relationship between PMS and MIS in SMEs: An organizational life cycle perspective", *Computers in industry*, 58(7), 677-686.
- Goergen, Marc vd. (2005), "When do German firms change their dividends?", *Journal of corporate finance*, 11(1-2), 375-399.
- Grullon, Gustavo vd. (2002), "Are dividend changes a sign of firm maturity?", *The journal of Business*, 75(3), 387-424.
- Günel, B., E. Kadioğlu ve Kılıç, S (2010), "Information content of the cash dividend: an empirical study on Istanbul stock exchange.", *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 28(2), 47-69.
- Gürsoy, Güner ve Aydoğan, Kürşat (2002), "Equity ownership structure, risk taking, and performance: an empirical investigation in Turkish listed companies.", *Emerging Markets Finance & Trade*, 6-25.
- Hussainey, Khaled vd. (2011), "Dividend policy and share price volatility: UK evidence", *The Journal of risk finance*, 12(1), 57-68.
- Jensen, Michael C., ve Meckling, William H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- John, Kose ve Williams, Joseph (1985), "Dividends, dilution, and taxes: A signalling equilibrium", *The Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070.
- Karaca, Serdar (2007), "Şirketlerin kâr dağıtım politikası ve kâr payı ödeme şekillerinin firma değerine etkisinin analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda bir inceleme."
- Kim, E. Han., (1989), "Optimal capital structure in Miller's equilibrium", *Financial markets and incomplete information: Frontiers of modern financial theory*, (2), 36-48.

- Kirkulak, Berna ve Kurt, Guluzar (2010), "Are dividends disappearing or shrinking? Evidence from the Istanbul Stock Exchange.", *Emerging Markets Finance and Trade*, 46(2), 38-52.
- La Porta, Rafael vd. (2000), "Agency problems and dividend policies around the world", *The journal of finance*, 55(1), 1-33.
- La Porta, Rafael vd. (2000), "Investor Protection: origins, consequences, reform", *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Lease, Ronald C. vd. (2000), "Dividend Policy: Its Impact on Firm Value", Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.
- Li, Wei ve Lie Erik (2006), "Dividend changes and catering incentives", *Journal of financial economics*, 80(2), 293-308.
- Lintner, John (1956), "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes", *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Lipson, Marc L. vd. (1998), "Dividend initiations and earnings surprises", *Financial Management*, 27(3), 36-45.
- Manos, Ronny (2002), "Dividend policy and agency theory: Evidence on Indian firms", Institute for Development Policy and Management, University of Manchester, working paper, <http://www.man.ac.uk/idpm> (2019.06.05).
- Miller, Merton H. (1986), "Behavioral rationality in finance: The case of dividends", *Journal of Business*, 59(4), S451-S468.
- Miller, Merton H. ve Modigliani, Franco (1961), "Dividend policy, growth, and the valuation of shares", *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Miller, Merton H., ve Myron S. Scholes (1978), "Dividends and taxes", *Journal of financial economics*, 6(4), 333-364.
- Miller, Merton H., ve Rock, Kevin (1985), "Dividend policy under asymmetric information", *The Journal of finance*, 40(4), 1031-1051.
- Modigliani, Franco ve Miller, Merton H. (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, (48), 261-297
- Mueller, Dennis C. (1972), "A life cycle theory of the firm." *The Journal of Industrial Economics*, 20(3), 199-219.
- Myers, Stewart C. (1984), "The capital structure puzzle", *The journal of finance*, 39(3), 574-592.
- Nowak, vd. (2018), "Determinants of Dividend Smoothing: The Case of the Turkish Stock Market.", *Finance and Sustainability*, 135-148.
- Pekkaya, Mehmet (2012), "Kâr payı dağıtımının şirket değeri üzerine etkisi: İMKB 30 endeks hisselerine bir analiz", *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 2(4), 183-209.
- Pontoh, Winston (2015), "Signaling, bird in the hand, and catering effect in Indonesia", *Journal of Life Economics*, 2(3), 1-24.
- Ross, Stephen (1977), "The determination of financial structure: the incentive-signaling approach", *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Ross, Stephen A. vd. (2008), "Modern Financial Management", 8. Baskı, McGraw-Hill, New York, NY.
- Rozeff, Michael S. (1982), "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios", *Journal of financial Research*, 5(3), 249-259.

- Ulaş, Ünlü vd. (2009), "Hisse senedi endeks getirileri ve temettü verimi: İMKB 100 ve S&P 500 endeksleri üzerine bir uygulama.", Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 11(1), 143-158.
- Yoon, Pyung Sig ve Starks, Laura T. (1995), "Signaling, investment opportunities, and dividend announcements.", The Review of Financial Studies ,8(4), 995-1018.
- Yurtoglu, Burcin (2003), Corporate governance and implications for minority shareholders in Turkey. No. 2003/7. Discussion paper, 2003.
- Zeren, Feyyaz (2017), "Kar payı bilmecesinin araştırılması: BİST Temettü-25 Endeksi üzerine bir uygulama.", Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 6(5), 172-183.