

FİRMA YÖNETİCİLERİNİN TEMETTÜ DAĞITIMLARINA DAİR ALGILARI

Özgür ARSLAN*

Öz

Bu çalışma İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda işlem görmekte olan temettü ödeyen firmaların yöneticilerinin temettü dağıtımlarına dair algılarını araştırmaktadır. Dolayısıyla da 2003 ila 2006 yılları arasında en az bir defa temettü dağıtmış olan 67 adet firmaya anket uygulanmıştır. Söz konusu anketten elde edilen sonuçlardan firma yöneticilerinin temettü politikalarını oluştururken göz önünde bulundurduğu unsurların önem sırasına göre temettülerin ödenme süresi, temettü ödemelerinin firma değerine etkisi ve temettü ödemelerinin sürekliliği olduğu tespit edilmiştir. Ancak temettü dağıtımının zamanlamasına ilişkin firma yöneticilerinden anlamlı bir bulgu elde edilememiştir. Firma yöneticilerinin görüşlerinden hareketle temettü dağıtım politikalarının kurumsal finansman literatüründe geliştirilmiş olan ömür döngüsü teorisi, aktarma teorisi ve sinyalleme teorisini desteklerken, eldeki kuş teorisi ve vekalet maliyetleri teorisini desteklememekte olduğu sonucuna varılmıştır.

Anahtar Sözcükler: Temettüler, yöneticiler, İMKB.

Abstract

Perceptions of Managers for Dividend Distributions

This study investigates perception of dividend payments by managers of dividend distributing firms listed on the Istanbul Stock Exchange (ISE). Therefore a survey is conducted on the 67 firms that have paid dividends at least for once between the years 2003 and 2006. Following issues, which are stated respectively according to their importances, are found to be considered by managers while establishing their dividend policies; period of dividend payments, impact of dividend payments on firm value and persistence of dividend payments. In the light of the views of the managers it is also deduced that among the dividend distribution theories established by corporate finance literature, their dividend distribution policies support life cycle theory, catering theory and signalling theory however do not support bird in the hand theory and agency costs theory.

Keywords: Dividends, Managers, ISE

* Öğr.Gör.Dr., Hacettepe Üniversitesi, İşletme Bölümü, Beytepe, ANKARA 06800, arslan@hacettepe.edu.tr

GİRİŞ

Temettü politikaları ile ilgili olarak ilk teori Miller ve Modigliani (1961) tarafından oluşturulmuştur. Yazarlar, vergi ve iflas maliyetlerinin bulunmadığı varsayıldığı bir dünyada yatırımcının temettü ödemeleri yoluyla temin etmiş olduğu gelir ile elde edilen karın firma sermayesine eklenmesi arasında kayıtsız kaldıklarını, dolayısıyla da temettü politikalarının firma değerini etkilemediğini göstermişlerdir. Günümüze kadar yapılan başlıca çalışmalar¹ söz konusu varsayımların ortadan kaldırılmasıyla temettü ödemelerinin firma değerine herhangi bir etkisi olmaması durumunun da kaybolacağını ortaya koymuşlardır. Ancak, günümüze değin neden halka açık firmaların temettü dağıtmakta olduklarına dair net bulguya ulaşılamamıştır. Nitekim, Black (1976) tarafından temettü politikalarının firma üzerindeki etkisinin belirsizlik taşımasına “temettü bulmacası (dividend puzzle)” adı verilmiştir.

Temettü dağıtımının yapılıp yapılmaması veya ne kadar yapılması gerektiğine dair alınan kararlar temettü politikası olarak adlandırılmaktadır. Firmalarda temettü politikaları bizzat firma yöneticileri tarafından verilmektedir. Baker, Saadi, Dutta ve Gandhi (2007)'ye göre temettüler üzerine yapılan çalışmaların belirsizlik taşımasının, diğer bir deyişle temettü bulmacasının, temel sebebi firma yöneticilerinin temettü dağıtımlarını nasıl algılamakta olduklarını piyasa verileri ile tespit etmenin mümkün olmamasıdır. Dolayısıyla da yazarlar söz konusu algının ancak yöneticilerin subjektif değerlemelerini göz önünde tutmaya olanak sağlayan anket yöntemi ile araştırılabileceğini vurgulamışlardır.

Dolayısıyla, bu çalışmanın amacı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda işlem görmekte olan firmaların yöneticilerinin temettü dağıtımının süreci, sürekliliği, firma değerine olan etkisi ve zamanlamasına ilişkin görüşlerini anket yöntemi vasıtasıyla elde etmektir. Bu çalışmanın bir diğer amacı ise, anket sorularına verilmiş olan cevaplar doğrultusunda yöneticilerin temettü dağıtımına ilişkin günümüze kadar kurumsal finansman literatüründe geliştirilmiş olan başlıca teorilere ne derecede destek vermekte olduklarını tespit etmektir.

Temettü politikaları ülkelerin iktisadi ve kurumsal yapıları çerçevesi içerisinde şekillenmektedir. Örneğin; La Porta vd. (1997) yatırımcıların haklarının göreceli olarak daha fazla korunduğu ülkelerde firmaların da göreceli olarak daha fazla temettü dağıtmakta olduklarını tespit etmişlerdir. Diğer taraftan La Porta vd. (2000) Fransız hukuk sistemini benimseyen ülkeler ile kıyaslandığında Anglo-Sakson hukuk sistemini benimseyen ülkelerde yöneticilerin büyüme fırsatları ile karşılaştıklarında temettü dağıtımından

vazgeçmeye daha yatkın olduklarını ortaya koymuşlardır. Dolayısıyla da, Fransız hukuk sistemini benimseyen ve gelişmekte olan bir ülke olarak Türk firmalarının temettü politikalarını incelemek, özgün sonuçların elde edilmesi açısından önem taşımaktadır.

Bu çalışmada kullanılan anket Baker ve Powell (2000) tarafından oluşturularak ABD firmalarının yöneticileri üzerinde tatbik edilmiş olup daha sonra ise Baker vd. (2007) tarafından geliştirilerek Kanada firmalarının yöneticileri üzerinde uygulanmıştır. Dolayısıyla da elde edilen sonuçların ABD ve Kanada firmaları için varılan sonuçlar ile karşılaştırılması mümkün kılınmıştır. Gerek Türkiye'nin farklı iktisadi ve kurumsal yapısı gerekse de söz konusu ülke firmaları ile kıyaslandığında Türk firmalarının sermaye sahipliğinin farklılıklar göstermesi² göz önünde tutulduğunda varılan sonuçların öncekiler ile farklılıklar içermesi beklenmektedir.

Çalışmanın geri kalan kısmı şu şekilde oluşmaktadır; ikinci bölümde temettü politikaları ile ilgili literatür ortaya konulacaktır. Üçüncü bölümde yer alan araştırma metodolojisinin tanıtımını dördüncü bölümde yer alan anket sonuçlarının belirtildiği kısım takip edecektir. Son olarak beşinci bölümde ise elde edilen bulgular değerlendirilecektir.

1. ÖNCEKİ ÇALIŞMALAR

Temettü ödemeleri ile ilgili teorilerin temelini Lintner (1956)'ın çalışması oluşturmaktadır. Yazar, yöneticilerin sabit bir temettü dağıtım politikası güttüklerini ve de hedeflerindeki temettü dağıtım oranına yaklaşım gösterdiklerini ortaya koymuştur. Lintner'in çalışması Baker, Farelly ve Edelman (1985), Pruitt ve Gitman (1991) ve Baker ve Powell (2000) tarafından anket metodolojisi uygulanarak yapılan araştırmalar ile onaylanmış ve temettü dağıtımlarının firma performansını sinyalleme gücü tespit edilmiştir. Söz konusu sinyalleme rolü Michaely, Thaler ve Womack (1995) tarafından hisse senedi fiyat artışının (azalışının) temettü artışlarını (azalışlarını) takip etmekte olduğunu ortaya koyması ile doğrulanmıştır.

Son on yıl içerisinde ise kurumsal finansman literatüründe gelişmekte olan ülkelerde uygulanan temettü politikaları gerek gelişmekte gerekse de gelişmiş ülkelerde uygulanan politikalar ile beraber mukayese edilerek incelenmektedir. Aivazian, Booth ve Cleary (2003) gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde temettü ödemelerinin göreceli olarak istikrarlı bir durum gösterdiğini ancak Türkiye'nin de dahil olduğu sekiz adet gelişmekte olan ülkede ise temettü ödemelerinin nispeten daha istikrarsız olduğunu tespit etmişlerdir. Dolayısıyla da yazarlar, finansal kurumların göreceli olarak daha az

gelişmiş olduğu gelişmekte olan ülkelerde temettü ödemelerinin firma niteliğini sinyalleme gücünün de nispeten daha zayıf olduğunu belirtmişlerdir. Glen, Karmokolias, Miller ve Shah (1995) ise Türkiye'nin de dahil olduğu yedi adet gelişmekte olan ülkede yaptıkları çalışmalarında firmaların temettü dağıtım oranından ziyade temettü dağıtım tutarına önem verdiklerini dolayısıyla da temettü dağıtımının gelişmekte olan ülkelerde daha fazla istikrarsızlık göstermekte olduğunu ortaya koymuşlardır. Adaoğlu (2000) da İMKB firmaları üzerine yapmış olduğu çalışmasında firmaların temettü politikalarını etkileyen en önemli etmenin o yıl içerisinde elde edilen gelir olduğunu dolayısıyla da temettü ödemelerinin istikrarsızlık gösterdiğini ve bu durumun da İMKB firmaları için temettü ödemelerinin sinyalleme gücünü azaltmakta olduğunu belirtmiştir.

Öte yandan, Chay ve Suh (2005) Türkiye'nin de dahil olduğu 24 adet ülkede temettü ödemeleri ile nakit akımlarının belirsizliği arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir. Yılmaz ve Gülay (2006) ise İMKB firmalarının nakit temettü ödemelerinin hisse senedi piyasası üzerinde fiyat ve işlem hacmi açısından anlamlı bir etkisinin bulunduğu sonucuna varmışlardır.

Araştırmanın ikinci kısmında İMKB firmaları yöneticilerinin görüşlerinin başlıca temettü teorilerine ne derecede destek vermekte olduğu araştırılmakta olup söz konusu teorilerin ilkini “vekalet maliyetleri teorisi (agency costs theory)” oluşturmaktadır. Vekalet maliyetleri teorisine göre firmanın yönetimi ile sahipliliğinin birbirinden ayrılmasından dolayı oluşan vekalet maliyetlerini azaltmanın bir yolu da temettü dağıtımlarıdır (Easterbrook, 1984; Jensen, Soberg, ve Zorn 1992). Bir diğer teori ise “ömür döngüsü teorisi (life cycle theory)” dir. Bu teoriye göre firmanın ömrü içerisinde geçirdiği dönemlere (yükselme dönemi, olgunlaşma dönemi, vb) dayalı olarak nispeten daha fazla önem kazanan koşullar yöneticilerin temettü politikalarını etkilemektedir (Lease, Kalay, Loewenstein ve Sarig, 2000). Üçüncü teori ise “aktarma teorisi (catering theory)” olup yöneticiler sermayedarların temettü isteyip istememelerine dayalı olarak temettü dağıtımlarını gerçekleştirmektedirler (Li ve Lie, 2006; Ferris, Sen ve Yui, 2006). Dördüncü teori olan “sinyalleme teorisi (signalling theory)” ne göre ise sermayedarlar ile firma yöneticileri arasında bilgi asimetrisinin yüksek olduğu durumlarda firmalar temettü dağıtımını yoluyla gerçek niteliklerini sinyalledebilmektedirler (Bhattacharya, 1979). DeAngelo, DeAngelo ve Skinner (2004) ve Denis ve Osobov (2007)'un çalışmalarında ABD firmaları için sinyalleme etkisi doğrulanmazken, Baker ve diğ. (2007) çalışmalarında ise Kanada firmaları için sinyalleme etkisi tespit edilmiştir. En son teori ise kurumsal finansman literatürünün en eski teorilerinden biri olan “eldeki kuş teorisi (bird in the hand theory)” dir. Bu teoriye göre yatırımcılar şimdi elde edecekleri kazançları ileride elde edeceklerine yeğledikleri için, sermayedarlar elde edilen karın sermayeye eklenip yatırımlara

yönlendirilmesinden ziyade temettü olarak kendilerine dağıtılmasını tercih ederler (Walter, 1963).

2. ARAŞTIRMA METODOLOJİSİ

Baker vd. (2007)'nin çalışmalarında dört sene içerisinde en az bir defa temettü dağıtımını yapmış olan firmalar örneklem içerisinde dahil edilmiştir. Dolayısıyla da, bu çalışma 2003 ile 2006 yılları arasında en az bir defa temettü dağıtımını gerçekleştirmiş olan İMKB firmaları üzerinde uygulanmıştır. Söz konusu dönem dahilinde en az bir defa temettü dağıtımında bulunmuş olduğu tespit edilen 165 adet firmanın yöneticilerine direkt olarak e-posta ve faks yolu ile 8 Nisan 2007 tarihinden itibaren çalışmanın anketi gönderilmiştir. Dört aylık süre içerisinde 71 adedi tarafımıza geri dönmüş ve içlerinden 67 adedi değerlendirmeye alınmıştır. Dolayısıyla anket için elde edilen dönüş oranı yaklaşık %40 olup böylesine yüksek bir oranın yakalanmasının temel nedeni anket sorularının kısa olması ve firma isimlerinin kesinlikle açıklanmayacağına yönelik yazılı garantinin sağlanmış olmasıdır³. Öte yandan Baker ve diğ. (2007)'nin çalışmalarından hareket edilerek finansal firmalar da analizlere dahil edilmişlerdir.

Kullanmış olduğumuz anket ilk olarak Baker ve Powell (2000) tarafından oluşturulmuş ve uygulanmadan önce yazarlar tarafından çeşitli güvenilirlik testlerine tabi tutulmuştur. Söz konusu anket daha sonra ise Baker, Veit ve Powell (2001) tarafından ABD firmalarına ve Baker ve diğ. (2007) tarafından ise Kanada firmaları üzerine tatbik edilmiştir. Anket'te bulunan 22 adet soru kapalı uçlu ifadeleri içermekte olup soruları oluşturan beşli skala şunlardır; kesinlikle katılmıyorum = -2, katılmıyorum = -1, kararsızım = 0, katılıyorum = +1, kesinlikle katılıyorum = + 2. Bu skala ilk olarak Lintner (1956) tarafından kurumsal temettü politikalarının geliştirilmesindeki davranışsal model çerçevesinde oluşturulmuştur.

Tablo-1, anket katılımcılarının sektörel dağılımlarını göstermektedir. Tablo'dan görüldüğü üzere örnekleme oluşturan başlıca sektörler inşaat, kimya, çimento ve cam ile ulaşım otomotiv, makina ve teçhizatdır. Nitekim sözkonusu sektörlerin toplam örneklem içerisindeki payları sırasıyla yaklaşık %27 ve %21 dir

Tablo 1: Firmaların Sektörel Dağılımları

Sektörler	Örneklem Sayısı	Örneklem Yüzdesi
Finansal Kurumlar ve Bankalar	4	5.97
Enerji ve Madencilik	6	8.96
Sağlık	2	2.99
Gıda ve İçecek	6	8.96
Tekstil ve Dokuma ve İplik	7	10.45
İnşaat, Kimya, Çimento ve Cam	18	26.87
Kağıt ve Ağaç İşleri	5	7.46
Hizmet	5	7.46
Ulaşım, Otomotiv, Makina ve Techizat	14	20.90
Toplam	67	100

3. SONUÇLAR

3.1 Temettü Ödemelerine Dair Genel Yargılar

Tablo 2, yöneticilerin temettü ödemelerine ilişkin genel yargılarını yansıtmaktadır. Tablo içerisinde bulunan her bir panel temettü dağıtımlarının farklı yönlerini ele almakta olup söz konusu paneller içerisinde yer alan sorular yöneticilerin vermiş oldukları onayların yüksekliği nispetinde sıralanmaktadır.

Tablo'da yer alan Panel A'da yöneticilerin temettü sürecine ilişkin görüşlerine yer verilmiştir. Sürece ilişkin sorular arasında yöneticiler tarafından en fazla kabul gören konu; piyasanın temettü dağıtım oranının istikrarlı olmasından ziyade temettü dağıtım miktarının istikrarlı olmasını daha değerli bulmakta olmasıdır. Söz konusu konuya yöneticilerin yaklaşık %92'si katılmaktadırlar. Bu konuya Kanada firmalarının yöneticilerinin katılım düzeyi ise %83'dür (Baker vd., 2003). Elde edilen sonuç Glen vd. (1995)'nin tespit etmiş olduğu gelişmekte olan ülkelerin nispeten temettü dağıtım oranından ziyade tutarına önem vermekte olduğu bulgusunu doğrulamaktadır. İkinci sırada önemli olarak tespit edilen konu ise firma yöneticilerinin yaklaşık %83'ünün firmaların temettü dağıtımlarının firma gelirlerinin sürdürülebilir değişimlerine dayalı olarak değişim göstermesini onaylamalarıdır. Firma yöneticilerin onay hiyerarşisi içerisinde üçüncü sırada yer alan konu ise temettü ödemelerinin istikrarlı bir seyir izlemeleridir. Nitekim yöneticilerin yaklaşık %77'si bu konuyu onaylamaktadırlar. Baker vd. (2007)'nin çalışmasında ise istikrar argümanı Kanada firmaları için ikinci sırada önemli olarak tespit edilmiş ve yöneticilerin yaklaşık %85'i tarafından onaylanmıştır.

Tablo 2: Temettü Politikalarına İlişkin Firma Yöneticilerinin Görüşleri

Soru	Onaylama Seviyesi (%)				Kesinlikle Katılıyorum (+2)	t istatistiği
	Kesinlikle Katılmıyorum (-2)	Katılmıyorum (-1)	Kararsızım (0)	Katılıyorum (+1)		
Panel A: Temettü Süreci						
Piyasa, temettü dağıtım oranının istikrarlı olmasından ziyade temettü dağıtım miktarının istikrarlı olmasını daha değerli bulmaktadır.	1.00	2.38	4.62	22.87	69.13	4.64***
Firmanın temettüleri, firma gelirlerinin sürdürülebilir değişimlerine dayalı olarak değişim göstermelidir.	1.81	3.79	11.87	24.40	58.13	5.29***
Temettü ödemeleri istikrarlı bir seyir izlemelidir.	2.04	3.15	18.52	22.58	53.71	3.02***
Firmalar temettü dağıtım hedefi oluşturarak mevcut temettü dağıtımlarını söz konusu hedeflerine yakınlaştırmalıdır.	2.88	15.32	19.71	26.65	35.44	1.42
Panel B: Temettü Ödemelerinin Sürekliliği						
Temettü dağıtımlarında meydana gelen değişimler genellikle gelirlerdeki değişimi takip etmektedir.	3.82	5.99	11.43	47.32	31.44	3.81***
Firmanın gelirleri ile mukayese edildiklerinde temettü ödemeleri daha istikrarlı bir seyir gösterirler.	2.98	15.65	21.76	41.49	18.14	1.28
Panel C: Temettü Ödemelerinin Firma Değerine Etkisi						
Optimal bir temettü politikası, mevcut temettü miktarları ile büyüme fırsatları arasında denge kurar.	1.12	2.84	12.91	30.77	52.36	5.27***
Firmaların yatırım, finansman ve temettü kararları birbirleri ile ilişkilidir.	0.00	4.97	17.68	33.14	48.21	3.50***
Firma, temettü politikasını sermayedarlarına azami değeri sağlayacak şekilde formüle etmelidir.	1.01	6.74	14.98	37.02	40.25	2.914***
Firmanın nakit temettü dağıtımında değişiklik yapması firma değerini etkiler.	0.00	2.54	18.74	48.29	30.43	1.96**
Firmaların sermaye maliyetleri genel olarak temettü politikalarından etkilenmektedir.	3.01	20.95	34.49	26.18	15.37	0.93
Panel D: Temettü Dağıtım Zamanı						
Firma, istenilen yatırımları tamamladıktan sonra temettü dağıtmalıdır.	10.35	19.83	36.17	24.51	9.14	0.35
Firmanın yeni sermaye yatırımlarına yaptığı harcamalar genel olarak dağıtılan temettü miktarını etkilemektedir.	5.23	18.28	40.05	29.15	7.29	1.04

Notlar: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyesinde anlamlılık düzeylerini göstermektedir

Son olarak hedef temettü oranına ilişkin anket sorusuna verilen cevabın t-testi sonucunda istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Gelişmekte olan bir ülke olarak, Türkiye’de belirsizliklerin yüksek olması firmaların hedef belirlemelerini zorlaştıran bir unsurdur. Öte yandan, bu soru için %62 düzeyinde elde edilen onay, bu grubun hiyerarşisi içerisinde en alt sırada yer almaktadır.

Panel B’de temettü ödemelerinin sürekliliğine ilişkin sorulmuş olan sorulara yöneticiler tarafından verilen cevaplar yer almaktadır. Öncelikle, firma yöneticilerinin %58.75’i temettü dağıtımlarında meydana gelen değişimlerin genellikle gelirlerdeki değişimi takip etmekte olduğu görüşüne katılmaktadırlar. Elde edilen bu sonuç, Adaoğlu (2000)’nun o yıl içerisinde kazanılan gelirin temettü politikasını etkilediği bulgusuna zayıf bir destek sağlamaktadır. Öte yandan, firmanın gelirleri ile mukayese edildiklerinde temettü ödemelerinin daha istikrarlı bir seyir göstermekte olduğuna dair görüş için sadece yaklaşık %60 seviyesinde onay elde edilmiş olup ancak söz konusu sonucun istatistiksel olarak sıfırdan farklı olmadığı tespit edilmiştir.

Panel C’de yöneticilere temettü ödemelerinin firma değerine olan etkisi çerçevesi içerisinde sorulmuş olan sorulara yöneticiler tarafından verilen cevaplar yer almaktadır. Sorulan sorular arasında firma yöneticileri tarafından en fazla onay alan konu optimal bir temettü politikasının mevcut temettü miktarları ile büyüme fırsatları arasında denge kurmakta olduğu sonucuna ulaşılmasıdır. Firma yöneticilerinin yaklaşık %83’ü söz konusu soruya onay vermek suretiyle temettü dağıtımlarının büyüme fırsatlarını engellenmeden yapılması gerektiğine dair inançlarını yansıtmışlardır. Öte yandan firma yöneticilerinin yaklaşık olarak %81’i firmaların yatırım, finansman ve temettü kararlarının birbirleri ile ilişkili olduğunu onaylamaktadır. Firmanın temettü politikasını sermayedarlarına azami değeri sağlayacak şekilde formüle etmesi konusunda yöneticilerden sağlanan onay %77 seviyesindedir. Aynı soru için Kanada firmalarının yöneticilerinden elde edilen onay seviyesi ise %85’ dir (Baker vd., 2007). Türk firmalarının nispeten daha sermaye yoğun bir sahiplilik yapısı özelliği göstermeleri elde edilen onay yüzdesinin de göreceli olarak daha düşük olmasını açıklayabilmektedir. Firma yöneticilerinin yaklaşık %79’u firmaların nakit temettü dağıtımında değişiklik yapmalarının firma değerini etkilemekte olduğunu onaylamaktadır. Bu konunun Panel C’nin hiyerarşisi içerisinde dördüncü sırada yer almasının temel sebebi bu soruya katılanların sayısı örneklem dahilinde %48.29 iken kesinlikle katılanların sayısının ise %30.43 olmasıdır. Son olarak, firmaların sermaye maliyetlerinin genel olarak temettü politikalarından etkilenmekte olduklarına dair yöneltilen soru için elde edilen cevapların istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.

Panel D’de firma yöneticilerine temettü ödemelerinin zamanlamasına ilişkin yöneltilen sorulara verilen cevaplar belirtilmektedir. Bu panel içerisinde

yer alan, firmanın istenilen yatırımları tamamladıktan sonra temettü dağıtması gerektiği ve firmanın yeni sermaye yatırımlarına yaptığı harcamaların genel olarak dağıtılan temettü miktarını etkilemekte olduğuna dair konulara verilen onaylar tıpkı Baker vd., (2007) çalışmasındaki gibi istatistiksel olarak anlamlılık taşımamaktadır. Dolayısıyla da firma yöneticilerinden temettü ödemelerinin zamanlamasına ilişkin anlamlı bir bulgu elde edilememiştir.

3.2. Temettü Dağıtımlarına Yapılan Açıklamalara İlişkin Yöneticilerin Görüşleri

Tablo 3, yöneticilerin temettü dağıtımlarına yapılan açıklamalara ilişkin görüşlerini göstermektedir. Tablo içerisinde yer alan her bir panel temettü dağıtımlarına ilişkin kurumsal finansman literatüründe ortaya konan farklı temettü teorilerini ele almakta olup söz konusu paneller içerisindeki sorular yöneticilerin vermiş oldukları onayların yüksekliği nispetinde sıralanmaktadır.

Tablo'da yer alan Panel A, yöneticilerin vekalet maliyetleri teorisine ilişkin yöneltilmiş olan sorulara vermiş oldukları yanıtları içermektedir. Ancak yöneticilerin gerek "temettü ödemeleri firma yöneticilerini sermayedarların menfaatine uygun bir şekilde hareket etmelerini teşvik edici bir rol oynamaktadır" gerekse de "temettü ödemeleri firmaları daha fazla dış kaynak arayışına ittiği için firmalar yatırımcılar tarafından daha yakından takip edilmektedirler" önermelerine vermiş oldukları cevapların istatistiksel olarak anlamlı olmadıkları tespit edilmiştir. Dolayısıyla da, Baker vd., (2002)'nin ABD firmaları için ve Baker vd., (2007)'nin de Kanada firmaları için elde etmiş oldukları bulguların tersine İMKB firmalarının yöneticileri için vekalet maliyetlerini destekleyen bir sonuç elde edilememiştir.

Panel B firma yöneticilerinin ömür döngüsü teorisine ilişkin görüşlerini yansıtmaktadır. Yöneticilerin yaklaşık %62'si ödenen nakit temettülerin miktarının genellikle firmanın ömür döngüsü içerisinde değişiklik göstermekte olduğunu onaylamaktadır. Dolayısıyla da güçlü olmasa da söz konusu teoriyi İMKB firmalarının yöneticilerinin desteklemekte olduklarına dair anlamlı bir sonuca varılmıştır.

Panel C ise firmaların aktarma teorisine ilişkin cevaplarını göstermektedir. Yöneticilerin yaklaşık %59'u firmaların yatırımcıların temettü tercihlerine duyarlı davranmaları gerektiği konusunu onaylamaktadırlar. %5 seviyesinde anlamlı bulunan bu sonuç İMKB firmalarının temettü dağıtımlarını açıklayan aktarma teorisine zayıf bir destek sağlamaktadır.

Tablo 3: Temettü Dağıtımlarına Yapılan Açıklamalara İlişkin Yöneticilerin Görüşleri

Soru	Onaylama Seviyesi (%)					t istatistiği
	Kesinlikle Katılmıyorum (-2)	Katılmıyorum (-1)	Kararsızım (0)	Katılıyorum (+1)	Kesinlikle Katılıyorum (+2)	
Panel A: Vekalet Maliyetleri Teorisi						
Temettü ödemeleri firma yöneticilerini sermayedarların menfaatine uygun bir şekilde hareket etmelerini teşvik edici bir rol oynamaktadır.	5.14	17.94	29.43	31.25	16.24	1.37
Temettü ödemeleri firmaları daha fazla dış kaynak arayışına ittiği için firmalar yatırımcılar tarafından daha yakından takip edilmektedirler.	17.73	34.67	28.48	11.37	7.75	-0.73
Panel B: Ömür Döngüsü Teorisi						
Ödenen nakit temettülerin miktarı genellikle firmanın ömür döngüsü içerisinde değişiklik göstermektedir.	0.00	7.11	31.15	41.28	20.46	3.29***
Panel C: Aktarma Teorisi						
Firmalar yatırımcıların temettü tercihlerine duyarlı davranmalıdır	1.20	9.18	30.15	43.45	15.32	2.11**
Panel D: Sinyalleme Teorisi						
Yatırımcılar genel olarak temettü ödemelerini firmanın gelecekte beklenmelerinin bir yansıması olarak algılamaktadırlar.	2.34	3.09	10.57	42.72	41.28	3.61***
Firma beklenmedik bir şekilde temettü dağıtımını azaltırsa genel olarak hisse senedi fiyatı düşme göstermektedir.	0.00	3.28	16.74	44.51	35.47	1.83*
Firma beklenmedik bir şekilde temettü dağıtımını azaltırsa genel olarak hisse senedi fiyatı düşme göstermektedir.	1.82	2.11	20.09	35.62	33.36	2.19**
Yatırımcılar firmanın hisse senetlerinin değerini biçmek için genelde temettü bildirimlerini kullanmaktadır.	1.00	8.08	27.05	34.38	29.49	1.69*
Firma neden temettü seviyesinde değişikliğe gitmekte olduğunu yeterli bir şekilde yatırımcılarına bildirmelidir.	0.00	7.84	31.74	38.89	21.53	4.55***
Temettü artışları, büyüme potansiyelini yansıtabileceği gibi yatırım fırsatlarının bulunmadığını da işaret edebileceği için karmaşık bir anlam ifade etmektedirler.	4.20	20.16	43.38	19.51	12.75	0.39
Panel E: Eldeki Kuş Teorisi						
Genelde yatırımcılar belirsiz bir gelecekte elde edecekleri gelirden ziyade bugün alacakları nakit temettüyü tercih etmektedirler.	2.10	25.91	34.72	26.91	8.26	0.25

Notlar: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyesinde anlamlılık düzeylerini göstermektedir

Tabloda yer alan Panel D, firma yöneticilerinin temettülerin sinyalleme teorisine ilişkin görüşlerine yer vermektedir. Panelde yer alan beş adet soru içerisinde yöneticiler tarafından en fazla onaylanan konu yatırımcıların genel olarak temettü ödemelerini firmanın gelecekte beklenen bir yansıması olarak algılamakta olmalarıdır çünkü bu konuya yöneticilerin yaklaşık %84'ü katılmaktadır. Öte yandan ikinci sırada onaylanan konu ise, istatistiksel olarak düşük düzeyde anlamlı bir sonuç olsa da, firmanın beklenmedik bir şekilde temettü dağıtımını azaltması durumunda genel olarak hisse senedi fiyatının düşme göstermekte olmasıdır. Nitekim bu konuya yöneticiler tarafından sağlanmış olan katılım yaklaşık %80 düzeyindedir. Sinyalleme teorisi dahilinde onay hiyerarşisi içerisinde üçüncü sırada bulunan konu ise firmanın beklenmedik bir şekilde temettü dağıtımını azaltmasının genel olarak hisse senedi fiyatının düşmesi ile sonuçlanması olup bu konuya olan katılım ise yaklaşık %69 dur. Yöneticilerin %64 düzeyindeki bir katılımı dördüncü sırada önem verdikleri unsur yatırımcıların firmanın hisse senetlerinin değerini biçmek için genelde temettü bildirimlerini kullanmakta olduklarıdır. Ancak söz konusu sonuç sadece %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlılığa sahiptir. Beşinci sırada öneme sahip olan konu ise firmanın temettü seviyesinde değişikliğe gitme sebebinin yeterli bir şekilde yatırımcılarına bildirmesi gerektiğidir. Bu konuya yöneticiler tarafından sağlanan onay yaklaşık %60 seviyesinde olup, elde edilen sonuç aynı zamanda da yöneticilerin temettüler söz konusu olduğunda yatırımcılara ne dercede şeffaf olma eğiliminde olduklarını da yansıtmaktadır. Nitekim, Baker vd., (2007)'nin Kanada firmaları için yapmış oldukları çalışmalarında aynı konu için elde etmiş oldukları söz konusu seviye yaklaşık %89 dur. Son olarak temettü artışlarının büyüme potansiyelini yansıtabileceği gibi yatırım fırsatlarının bulunmadığını da işaret edebileceği için karmaşık bir anlam ifade etmekte olduğuna ilişkin yöneticilerden elde edilmiş olan cevaplar istatistiksel olarak anlamlılığa sahip değildir. Özetle, elde edilen sonuçlar temettülerin Türkiye firmaları için sinyalleme niteliğine sahip olduğunu göstermekte olup sinyalleme teorisini desteklemektedir. Dolayısıyla da, Adaoğlu (2000)'nin IMKB firmaları için temettü dağıtımlarının sinyalleme gücünün zayıf olduğuna dair bulgusuna bu çalışma tarafından destek sağlanamamaktadır.

Panel E'de elde edilen sonuçlar teorisine ilişkin yöneticilerin vermiş oldukları onay yer almaktadır. Türkiye ekonomisinin gelişmekte olan ülke ekonomileri ile kıyaslandığında daha fazla belirsizliğe sahip olmasından dolayı söz konusu teorisinin Türkiye firmaları için geçerli olması beklenmektedir. Ancak beklentilerin aksine, bu panel dahilinde yöneticilere yöneltilmiş olan genelde yatırımcıların belirsiz bir gelecekte elde edecekleri gelirden ziyade bugün alacakları nakit temettüyü tercih etmekte olduklarına dair konuya ilişkin cevaplar istatistiksel olarak anlamlılık taşımamaktadır. Dolayısıyla da söz konusu teorisinin Türkiye firmaları için geçerli olmadığı görülmektedir.

4. DEĞERLENDİRMELER

Bu çalışmanın amacı İMKB'ye kote olan firmaların yöneticilerinin temettü dağıtımına ilişkin algılarını araştırmaktır. Dolayısıyla da 2003 ila 2006 yılları arasında en az bir defa temettü dağıtımını gerçekleştirmiş olan söz konusu firmalar analiz edilmiştir.

Baker ve diğ. (2007) literatürde temettü bulmacası olarak nitelendirilen sorunun kökeninin temettü dağıtım kararını doğrudan veren birimlerin subjektif algılarının test edilememesinden dolayı kaynaklandığını dolayısıyla da temettü algısının en uygun olarak anket yöntemi ile ortaya konulabileceğini belirtmişlerdir. Dolayısıyla da bu çalışmada örneklem firmalarına, Baker ve Powell (2000) tarafından geliştirilen ve daha sonra Baker vd., (2007) tarafından da kullanılan, yöneticilerin temettü dağıtımına ilişkin algılarını ölçmeyi amaçlayan bir anket uygulanmıştır.

Kullanılan anketin ilk bölümünde İMKB firmaları yöneticilerinin temettü dağıtımının süreci, sürekliliği, firma değerine olan etkisi ve zamanlamasına ilişkin sorular yer almaktadır. Söz konusu anketin ikinci kısmında ise yöneticilerin görüşlerinin temettü dağıtımına dair kurumsal finansman literatüründe geliştirilmiş olan teorileri ne derecede desteklemekte olduğunu açıklamayı amaçlayan sorular bulunmaktadır.

Anketin ilk kısmında elde edilen sonuçlardan firma yöneticilerinin temettü politikalarını oluştururken gözönünde bulundurduğu unsurların önem sırasına göre şunlar olduğu tespit edilmiştir; temettünün ödenme süresi, temettü ödemelerinin firma değerine etkisi ve temettü ödemelerinin sürekliliği. Ancak temettü dağıtımının zamanlamasına ilişkin cevapların istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.

Anketin ikinci kısmında yöneticilerin temettü dağıtımına dair görüşlerinin ömür döngüsü teorisini desteklemekte olduğuna ilişkin güçlü bir bulgu elde edilmiştir. Ancak yöneticilerin görüşlerinin aktarma teorisine sağlamış olduğu destek göreceli olarak daha zayıf olduğu görülmektedir. Öte yandan elde edilen sonuçlar sinyalleme teorisinin Türk firmalarının yöneticileri için önemli olduğunu göstermektedir. Asimetrik bilginin daha yüksek olduğu piyasalarda temettülerin firmaların gerçek niteliğini yansıtmaya gücü daha da artmaktadır, dolayısıyla da elde edilen sonuç beklentiler ile uyumludur. Buna karşın, firma yöneticilerinin görüşlerinin eldeki kuş teorisi ve vekalet maliyetleri teorisini desteklememekte olduğu görülmektedir. Nitekim, vekalet maliyetleri teorisine ilişkin elde edilen sonuç, yoğun sermaye yapısına (az sayıdaki sermayedarın firmanın sermaye sahipliğinin çoğunu elinde bulundurmasına) sahip olan Türkiye firmalarında temettü ödemelerinin vekalet maliyetlerini azaltma etkisinin elde edilemediğine işaret etmektedir.

KAYNAKÇA

- Adaoğlu, C. (2000) "Instability in the Dividend Policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations: Evidence from an Emerging Market", **Emerging Markets Review**, 1, 252-270.
- Aivazian V., L. Booth and S. Cleary (2003) "Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S. Firms?", **Journal of Financial Research**, 26(3), 371-387.
- Baker, H.K., G.E. Farrelly and R.B. Edelman (1985) "A Survey of Management Views on Dividend Policy", **Financial Management**, 14, 78-84.
- Baker, H.K. and G.E. Powell (2000) "Determinants of Corporate Dividend Policy: A Survey of NYSE Firms", **Financial Practice and Education**, 10, 29-40.
- Baker, H.K., E.T. Veit and G.E. Powell (2001) "Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms", **The Financial Review**, 36(3), 19-38.
- Baker, H.K., S. Saadi, S. Dutta and D. Ghandi (2007) "The Perception of Dividends by Canadian Mangers: New Survey Evidence", **International Journal of Managerial Finance**, 3, 70-91.
- Baker, M. and J. Wurgler (2004) "A Catering Theory of Dividends", **Journal of Finance**, 59, 3, 1125-1165.
- Black, F. (1976) "Dividend Puzzle", **Journal of Portfolio Management**, 2, 5-8.
- Bhattacharya, S. (1979) "Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird in the Hand Fallacy", **The Bell Journal of Economics**, 10(1), 259-270.
- Chay, J.B. and J. Suh (2005) "Cross-Sectional Determinants of Dividend Payments International Evidence", **Working Paper**, No: 20050804, www.fma.org
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and D. Skinner (2004) "Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings", **Journal of Financial Economics**, 72(3), 425-456.
- David, D., J. Osobov, V. Igor (2007) "Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy", **Working Paper**, No: 887643, <http://www.ssrn.com>
- Fama, E.F. ve K.R. French (2001) "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", **Journal of Financial Economics**, 60, 3-43.
- Glen, J.D., Y. Karmoklias, R.R. Miller and S. Shah (1995) "Dividend Policy and Behavior in Emerging Markets", **World Bank-International Finance Corporation Series**, No: 26.

- Jensen, G.R., D.P. Soberg, and T.S. Zorn (1992) “Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies”, **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 27(2), 247-263
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny (1997) “Legal Determinants of External Finance”, **Journal of Finance**, 52, 1131-1150.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny (2000) “Agency Problems and Dividend Policy around the World”, **Journal of Finance**, 55, 1-33.
- Lease, R.C., K. John, A. Kalay, U. Loewenstein and O.H. Sarig (2000) “Dividend Policy: Its Impact on Firm Value”, **Harvard Business School Press**, www.fma.org
- Lintner, J. (1956) “Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes”, **American Economic Review**, 46(2), 97-113.
- Michaely, R., R.H. Thaler and K.L. Womack (1995) “Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?”, **The Journal of Finance**, 50(2), 573-608
- Miller, M. and F. Modigliani (1961) “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”, **Journal of Business**, 34, 411-433.
- Miller, M. and K. Rock (1985) “Dividend Policy under Asymmetric Information”, **Journal of Finance**, 40, 1031 -1051.
- Pruitt, S.W. and L.J. Gitman (1991) “The Interactions between the Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major U.S. Firms”, **The Financial Review**, 26(3), 409-430.
- Walter, J. (1963) “Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise”, **The Journal of Finance**, 18(2), 280-291.
- Yılmaz, M.K. and G. Gülay (2006) “Dividend Policies and Price-Volume Reactions to Cash Dividends on the Stock Market: Evidence from the Istanbul Stock Exchange”, **Emerging Markets Finance and Trade**, 42(2), 19-49.
- Yurtoglu, B.B. (2000) “Ownership Structure of Turkish Listed Firms”, **ISE Finance Award Series**, 1, 55-84.

NOTLAR:

¹ Bakınız, Miller ve Rock (1985), Fama ve French (2001), Baker ve Wurgler (2004).

² Bakınız, Yurtoglu (2000).

³ Aynı anket için Baker vd. (2007) Kanada firmalarından % 35,4 oranında bir geri dönüş sağlamışlardır.