

T.C.
BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN DOKTORA PROGRAMI

**TEMETTÜ DUYURULARININ HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE OLAN
ETKİLERİNİN ANALİZİ: BORSA İSTANBUL ŞİRKETLERİNDE BİR
UYGULAMA**

DOKTORA TEZİ

HAZIRLAYAN

AYHAN KIRBAŞ

TEZ DANIŐMANI

PROF. DR. HALİL SARIASLAN

ANKARA-2015

Ayhan KIRBAŞ tarafından hazırlanan “Temettü Duyurularının Hisse Senedi Getirilerine Olan Etkilerinin Analizi: Borsa İstanbul Şirketlerinde Bir Uygulama” adlı bu çalışma jürimizce Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Kabul (sınav) Tarihi: 15/06/2015

(Jüri Üyesinin Unvanı, Adı-Soyadı ve Kurumu):

İmzası

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Halil SARIASLAN, Başkent Üniversitesi (Danışman)

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Nalan AKDOĞAN, Başkent Üniversitesi

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU, Başkent Üniversitesi

Jüri Üyesi : Doç. Dr. Serap YANIK, Gazi Üniversitesi

Jüri Üyesi : Doç. Dr. Fazıl GÖKGÖZ, Ankara Üniversitesi

Onay

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

...../...../20.....

Prof. Dr. Doğan TUNCER

Enstitü Müdürü

ÖZET

Finans literatüründe, şirketlerin temettü politikalarına açıklama getirmeye çalışan pek çok teoriler ve ampirik modeller ortaya çıkmıştır. Literatürdeki bu yoğun çalışmalara rağmen, henüz bu konuda akademik çevrelerde bir görüş birliğine de varılamamıştır. Diğer bir deyişle “Temettü Bilmecesi” henüz çözülebilmemiş değildir.

Temettü dağıtım politikalarının şirket hisse senetlerine olan etkisini inceleyen çalışmalara bakıldığında temel olarak iki yaklaşımın olduğu görülmektedir. Birinci yaklaşım temettü dağıtım politikaları ile şirketin piyasa değeri arasında bir ilişki olmadığını ileri sürerken diğer yaklaşım ise temettü dağıtım politikaları ile şirketin piyasa değeri arasında bir ilişki kurulabileceğini savunur.

Bu tezin amacı, BIST’da işlem gören şirketlere ait verileri kullanarak temettü duyurularının hisse senedi getirilerine olan etkilerini incelemektir. Bu amaçla 2009-2014 yılları arasında toplamda 136 şirketin 548 temettü duyurusu kullanılmıştır. Bu duyuruların duyuru günü civarında oluşturulan olay pencereleri vasıtasıyla hisse senedi getirilerine olan etkisi regresyon analizi ile test edilmiştir.

Çalışmada, nakit temettü, hisse temettü ve melez temettü dağıtım biçimleri için ayrı analizler yapılmıştır. Nakit temettü analizinden elde edilen bulgulara göre, nakit temettü duyurusunun yapıldığı gün ve sonrasındaki günlerde temettü verimi ile anormal getiriler arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu ilişki, duyuru gününde başlamakta ve ilk iki gün içerisinde en anlamlı seviyesine ulaşmakta ve bu bilginin fiyata dönüşme süreci anlamlı bir şekilde en az 15 gün süresince devam etmektedir. Temettünün nominal büyüklüğünden ziyade temettü verimliliği yatırımcı için önemli bir göstergedir. Yatırımcılar, temettü verimi yüksek olan hisseleri tercih etmektedirler. Bunun sonucu olarak da bu hisselerin getirileri piyasa getirisinin göstergesi olan BIST 100 endeksine göre fazla olmaktadır.

Hisse temettü ve melez temettü için yapılan analizlerde anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır. Yatırımcılar, duyuru günü ve çevresindeki günlerde hisse senedi ve melez temettü duyurularına karşı kayıtsızdırlar.

Bütün analizlerde duyuru günü öncesinde anlamlı ilişkiler kurulamamıştır. Dolayısıyla, fiyatları etki edebilecek önemli bir bilgi olan temettü bilgisinin şirket içerisinde piyasaya önceden sızdırılmadığı ve içerden öğrenenler ticaretinin (insider trading) olmadığı sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Temettü, Temettü Politikaları, Temettü Verimi, Açıklama Etkisi, BIST

ABSTRACT

As an attempt to explain dividend policies of firms, many theories and empirical models have been emerged in the finance literature. Although there is an intensive amount of studies on this subject in the literature, still no consensus has been reached among academic circles on this subject. In other words, “Dividend Puzzle” has not been resolved yet.

There are mainly two approaches when looking at studies which are examining effect of dividend distribution policies on company stocks. First approach argues that there is no relationship between dividend policies and the market value of a firm while the other approach defends that a relationship can be built for dividend policies and the market value of a firm.

The aim of this thesis is to examine the effect dividend announcements on stock returns by using companies data registered in BIST. For this purposes, a total of 548 dividend announcements from 136 companies have been used. The effect of those announcements on stock prices has been tested by regression analysis using event date windows created around announcement date. Analyses have been carried out for each cash dividend, stock dividend and hybrid dividend distribution forms.

According to results of cash dividend analyses, there is a significant and positive relationship between dividend yield and abnormal returns for the days after and including announcement date. This relationship starts at the day of announcement, reaches its peak during the first two days, and continues at least 15 days. Dividend yield per se is a better indicator than nominal value of dividend for investors. Investors prefer stocks with high dividend yields. Thus, those stocks have more returns compared to market index of BIST 100 returns.

However, significant relationships could not be reached by stock dividend and hybrid dividend analyses. Investors are indifferent to stock dividend and hybrid dividend announcements around announcement date.

In all analyses, any significant relationships could not been set up in the days before the announcement date. Hence, it has been concluded that dividend information which is

an important information that can effect stock price has not been leaked from inside of the company to market prior to announcement date and hence there is no insider trading.

Key Words: Dividend, Dividend Policies, Dividend Yield, Announcement Effect, BIST

İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
ABSTRACT	iii
İÇİNDEKİLER	v
TABLolar LİSTESİ	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ	viii
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ	ix
GİRİŞ	1
I. BÖLÜM: TEMETTÜ KAVRAMI, DAĞITIM POLİTİKALARI VE ETKİLEYEN FAKTÖRLER	4
1.1. Temettü Kavramının Tanımı ve Kapsamı	4
1.2. Temettü Dağıtım Politikaları	6
1.2.1. Her Yıl Sabit Tutarda Kâr Payı Dağıtılması	8
1.2.2. Sabit Kâr Payı Ödeme Oranı	9
1.2.3. İstikrarlı Gelişme Gösteren Kâr Dağıtımı	10
1.2.4. Düzenli Düşük Sabit Kâr Payı ve Eklemeler	11
1.2.5. Artık Kârın Dağıtılması	12
1.3. Temettü Politikalarını Etkileyen Faktörler	13
1.4. Şirketlerin İzledikleri Temettü Ödeme Yöntemleri	20
1.4.1. Nakit Olarak Ödeme	20
1.4.2. Hisse Senedi Şeklinde Ödeme (Stock Dividend)	22
1.4.3. Hisse Satın Alımı (Stock Repurchase)	23
1.4.4. Melez (Hibrit) Yöntemler	26
1.4.5. Diğer Temettü Ödeme Yöntemleri	27
1.5. Temettü Dağıtımına Yönelik Türkiye'deki Yasal Mevzuat	27
1.5.1. Türk Ticaret Kanunu'na Göre Temettü Dağıtımı	27
1.5.2. Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Temettü Dağıtımı	33
1.5.3. Gelir Vergisi Kanunu'na Göre Temettü Dağıtımı	36
1.6. Uygulamada Temettü Politikası: Türkiye ve Dünyadaki Yönelimler	37
1.6.1. Dünyadaki Yönelimler	37
1.6.2. Türkiye'deki Yönelimler	44

II. BÖLÜM: TEMETTÜ İLE HİSSE SENEDİ FİYATI VE GETİRİLERİNE YÖNELİK LİTERATÜR TARAMASI.....	48
2.1. İlişkısızlık Teorisi.....	48
2.2. Eldeki Kuş Teorisi.....	52
2.3. Vergi Tercih Teorisi.....	56
2.4. Bilgi İçeriği ve Sinyalleme Hipotezi.....	61
2.5. Temsil Maliyeti ve Artık Fonlar Hipotezi.....	64
2.6. Türkiye'deki Çalışmalar.....	68
III. BÖLÜM: TEMETTÜ DUYURULARININ HİSSE SENEDİ GETİRİSİNE OLAN ETKİLERİNİN ANALİZİ: BORSA İSTANBUL ŞİRKETLERİNDE BİR UYGULAMA	72
3.1. Çalışmanın Amacı.....	72
3.2. Çalışmanın Yöntemi.....	73
3.2.1. Nakit Temettü.....	75
3.2.2. Hisse Temettü.....	80
3.2.3. Melez Temettü.....	81
3.3. Veri Seti ve Özellikleri.....	82
3.4. Bulgular.....	87
3.4.1. Nakit Temettü.....	87
3.4.2. Hisse Temettü.....	94
3.4.3. Melez Temettü.....	98
IV. BÖLÜM: GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	100
KAYNAKÇA.....	105
EKLER	110
EK-1. Kâr Payı Dağıtım Tablosu.....	110
EK-2. Vergilendirme Rejimi.....	116
EK-3. Veri Seti.....	117
EK-4. Veri Setinde Olup BIST Mali (XUMAL) ve Sınai (XUSIN) Endekslerinde Yer Alan Şirketler.....	127
EK-5. Nakit Temettü Test Sonuçları.....	128
EK-6. Hisse Temettü Test Sonuçları.....	146
EK-7. Melez Temettü Test Sonuçları.....	160

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1. Kâr Dağıtım Tablosu.....	35
Tablo 3.1. Olay Pencereleeri	74
Tablo 3.2. Nakit Temettü Analiz Aşamaları	79
Tablo 3.3. Hisse Temettü Analiz Aşamaları	80
Tablo 3.4. Nakit Temettü Duyurularının Yıllara Göre Dağılımı.....	83
Tablo 3.5. Nakit Temettü Ödeme Oranlarının Yıllara Göre Özet İstatistikleeri.....	84
Tablo 3.6. Hisse Senedi Temettü Duyurularının Yıllara Göre Dağılımı.....	84
Tablo 3.7 Hisse Olarak Dağıtılan Temettünün Sermayeye Oranının Yıllara Göre Özet İstatistikleeri	84
Tablo 3.8 Melez Temettü Duyurularının Yıllara Göre Dağılımı.....	85
Tablo 3.9. Nakit Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi (1)	87
Tablo 3.10. Nakit Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi (2)	90
Tablo 3.11. Nakit Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi (3)	92
Tablo 3.12. Nakit Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi (4)	93
Tablo 3.13. Hisse Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi (1)	95
Tablo 3.14. Hisse Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi (2)	96
Tablo 3.15. Hisse Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi (3)	97
Tablo 3.16. Melez Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi.....	98

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Firmaların Yaşam Döngüsü.....	16
Şekil 1.2. Temettü Dağıtım Yöntemini Etkileyen Faktörler	41

SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

a.g.e.	: adı geçen eser
BIST	: Borsa İstanbul
CAPM	: Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model)
CAR	: Kümülatif Anormal Getiri (Cumulative Abnormal Return)
DCF	: İndirgenmiş Nakit Akımı (Discounted Cash Flow)
GARCH	: Generalized AutoRegressive Conditional Heteroskedasticity
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
HBK	: Hisse Başı Kazanç
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TMS	: Türk Muhasebe Standartları
TTK	: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
vd.	: ve diğerleri
VUK	: Vergi Usul Kanunu

GİRİŞ

Günümüzde finans yöneticilerinin karşılaştıkları en önemli kararlar yatırım ve finansman kararlarıdır. Yatırım kararları bilançonun varlıklar kısmının büyüklüğü ve kompozisyonunu belirler. Finansman kararları ise bilançonun sermaye ve kaynaklar kısmının yapısını belirler.

Aslında finansman kararlarının içinde yer alan ve şirketler için çok önem arz eden bir kategori daha vardır; temettü kararları. Bu kararlar şirketin kârının ne kadarının şirkette kalacağı ve dolayısıyla ne kadarının da şirket dışına çıkararak hissedarlarına dağıtılacağını belirler. Bu bakımdan, temettü kararları şirketlerin finansal yapılarını da etkilerler.

Teorik olarak şirket yöneticilerinin temel amacı şirketin piyasa değerini dolayısıyla şirket sahiplerinin servetini maksimize etmektir. Şirket sahiplerinin servetinin maksimize olması demek şirketin hisse fiyatının maksimize edilmesi anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, şirket yöneticileri aldıkları her kararın sürekli olarak bu amaca olan katkısını değerlendirmek zorundadırlar.

Bu bağlamda şirketlerin izledikleri temettü politikalarının ve aldıkları temettü kararlarının da şirketin hisse fiyatının maksimize edilmesi amacına hizmet etmesi beklenir. Yöneticilerin temettü politikalarını belirlerken ve temettü kararlarını alırken bu kararların şirketin hisse değerine olan etkisini de dikkate almaları önem kazanır. Ancak, temettü kararları finans fonksiyonunun diğer iki önemli kararı olan yatırım ve finansman kararlarından ayrı düşünülemez. Bu üç karar birbiriyle iç içe geçmiş durumdadırlar. Eğer daha az temettü dağıtılsa yatırım yapmak için şirketin elinde daha fazla fon olacaktır. Ya da tersi durumda daha fazla temettü dağıtılsa yatırımlar için daha az fon şirkette kalmış olacak ve belki bu durumda şirket yatırımlar için ihtiyacı olan fonları dış piyasalardan karşılamak zorunda kalacaklardır.

Temettü politikalarının ve temettü ödeme kararlarının şirketin hisse senedi fiyatına ve dolayısıyla piyasa değerine olan etkisi finans literatüründe uzun bir zamandır önemli bir araştırma konusudur. Bu konuda çok sayıda teoriler ortaya atılmış ve bu teorileri test etmek amacıyla çok sayıda ampirik çalışma yapılmıştır. Ancak bu konuda tam bir görüş birliğine varılamamıştır. Hatta bazı akademisyenler temettü konusunu bir bilmeceye benzetmişlerdir (Dividend Puzzle). Bu konuda görüşler temettü politikalarının herhangi bir etkisi

olmadığından olumlu etkisi olduğu veya olumsuz etkisi olduğuna kadar geniş bir yelpazede dalgalanmaktadır.

Bu çalışmanın amacı bu konuya gerekli katkıyı sağlamaktır. Türkiye için yapılmış önceki çalışmalardan farklı olarak, temettü kararının kamuya açıklandığı gerçek gün esas alınmış ve yönetim kurulu tarihi, genel kurul tarihi veya temettü dağıtım gününden yola çıkılmamıştır. Analizlerde olay günü olarak temettü duyurularının kamuoyuna ilk duyurulduğu tarih alınarak verilerin daha hassas ve sonuçların da daha sağlıklı olmasına yönelik önemli bir adım atılmıştır.

Güncel verilerle nakit, hisse temettü ve melez temettü çeşitleri de dikkate alınarak analizler gerçekleştirilmiştir. Gözlem dönemi olarak 2009-2014 yıllarını kapsayan altı yıllık dönem alınarak en güncel verilerle çalışmanın yapılması ve piyasanın en son durumuyla yansıtılması hedeflenmiştir. Dolayısıyla, çalışmanın bu konuya gerek güncel olması, gerekse varsayım, yöntem ve veri setiyle önemli katkı sağlayacağı öngörülmektedir.

Çalışma dört farklı bölümden oluşmaktadır:

Birinci bölümde; genel olarak temettü kavramı açıklanmış, temettü dağıtım politikaları incelenmiş, temettü politikalarını etkileyen faktörler hakkında bilgi verilmiş ve şirketlerin izledikleri temettü ödeme yöntemleri belirtilmiştir. Sonrasında, Türkiye’de temettü dağıtımına yönelik yasal mevzuat; Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve Gelir Vergisi Kanunu’na göre incelenmiştir. Son olarak, temettü politikası üzerine dünyadaki ve Türkiye’deki uygulamaya yönelik bilgiler paylaşılmıştır.

İkinci bölümde; genel olarak temettü ve temettü ile hisse senedi fiyatı ve getirilerine yönelik literatürde yer alan farklı görüş ve teoriler; İlişkısizlik Teorisi, Eldeki Kuş Teorisi, Vergi Tercihi Teorisi, Bilgi İçeriği ve Sinyalleme Teorisi ve Temsil Maliyeti ve Artık Fonlar Hipotezi başlıkları altında özetlenmiştir. Ayrıca, bu konularda daha önce Türkiye’de yapılan çalışmalar hakkında bilgi verilmiştir.

Üçüncü bölümde; temettü duyurularının hisse getirilerine olan etkisi regresyon analizi ve olay etüdü yönteminden faydalanılarak; Nakit Temettü, Hisse Temettü ve Melez Temettü başlıkları altında analiz edilmiştir.

Dördüncü ve son bölümde ise çalışmanın genel değerlendirmesi yapılmış ve sonuçlar paylaşılmıştır.

I. BÖLÜM

TEMETTÜ KAVRAMI, DAĞITIM POLİTİKALARI VE ETKİLEYEN FAKTÖRLER

1.1. Temettü Kavramının Tanımı ve Kapsamı

Temettü sözlük anlamı olarak kazanç ve kâr payı anlamlarına gelmektedir¹. Yaygın kullanımda ise şirketlerin faaliyet dönemi sonunda elde ettikleri kârdan mevcut ortakların hisseleri oranında pay alma hakkı anlamında kullanılmaktadır. Borsa Terimleri Sözlüğünde ise, “ortaklıkların dönem içinde elde ettikleri kârdan mevcut ortaklıkların pay alma hakkı” olarak tanımlanmıştır. Kâr payını “anonim şirkete konulan sermaye payı için dönem sonunda dağıtılabılır safi dönem kârından veya serbest yedek akçelerden ayrılan ve her ortağa ödenecek para” ve “ortaklar tarafından şirkete getirilmiş sermayenin verimidir” şeklinde tanımlayanlar da olmuştur (Çolak, 2009:15-16)

SPK ise yeni yayımlanan tebliğlerinde sadece kâr payı ibaresini kullanmakta olup halen yürürlükte olan 23 Ocak 2014 tarih ve 28891sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri:II, No.19-1 Kâr Payı Tebliği’nde kâr payını “Genel kurulca belirlenen politika çerçevesinde hesap dönemi itibarıyla net dönem kârı ve kâr dağıtımına konu edilebilecek diğer kaynaklar üzerinden ortaklara ve kâra katılan diğer kişilere genel kurulca dağıtılmasına karar verilen tutar” şeklinde tanımlamaktadır.

Kâr payı, şirketlerin mevcut kârları üzerinden ortaklarına yaptıkları bir varlık dağıtımıdır. Kâr payını elde eden ortak, yatırımı üzerindeki kontrolü ve mülkiyeti kâr payını elde ederek geri kazanır. Ancak kâr payı sahibi, elde ettiği bu tutara karşılık yatırmış olduğu para üzerinden elde edilebilecek kazanç oranını şirkette bırakmaktadır. Şirketler yapılan yatırımlar sonucu üzerinde tasarruf yetkisine sahip oldukları söz konusu tutarları işletme ve bunun karşılığında belirli dönemler itibarıyla yatırımcı statüsünde olanlara kâr payı dağıtmaktadırlar. Buradaki ortaklık ilişkisini oluşturan yatırımın nakdi değer olması gerekmez. Zira konulan aynı sermaye ve hatta gerçek kişilerin harcamakta oldukları emekleri karşılığında kâr payı elde edebilmeleri mümkündür.

¹ TDK, Büyük Türkçe Sözlük. Aralık 2014.
http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.549964b6eeaf90.22386591

Pay sahipleri ile kâra katılan diğer kimselere dağıtılmasına karar verilen kârdan, bu kişilerden her birine düşen payı ifade eden kâr payı, şirkete yapılan yatırımlar üzerinden kazanç elde edilmesinin en basit ve temel yöntemlerinden birisidir. Payı azaltmayan ve aynı pay üzerinden sahiplerine ileriye dönük kâr haklarını devam ettirme imkânı tanıyan işletmelerin pay sahiplerine yaptığı mevcut bir ödeme olan kâr payı, ekonomik olarak bir şirketin sermayesine yapılan yatırımın geri dönüşüdür. Zaten kâr payının sermayenin bir getirisi olması sebebiyle şirketler kâr dağıtımını kararı almadan önce sermaye değerini korumak zorundadırlar. Ancak, bu şartın yerine getirilmesiyle şirketler hesap dönemi sonunda artan bir kâr değeri olmuşsa, bu fazlayı ilişkin kısım dağıtıma konu olabilmektedir (Ateşgaoğlu, 2012:17-18).

Temettünün en temel unsuru kârdır. Kâr, uzun yıllardır tartışılan ve değişik şekillerde tanımlanabilen bir kavramdır. Sözlük anlamı olarak “üretim faktörlerinden biri olan girişimcinin üretimden aldığı pay” ya da “toplam gelir ile toplam maliyet arasındaki pozitif fark” olarak tanımlanmaktadır.² Kâr ya da zararı, TMS1 Finansal Tabloların Sunuluşu standardı ise “toplam gelirden diğer kapsamlı gelir unsurları dışındaki giderlerin indirilmesidir” şeklinde tanımlanmaktadır³. Kârı belli bir hesap dönemi sonunda elde edilen satış hasılatı ile bu hasılatla ilişkin maliyet ve giderler arasındaki olumlu fark olarak tanımlamak mümkün olduğu gibi, VUK 38. maddeye göre işletmenin ilgili hesap dönemi sonundaki öz sermayesinin aynı hesap dönemi başındaki öz sermayesi ile karşılaştırılması sonucu tespit edilen olumlu fark olarak da tanımlamak mümkündür. Teoride her iki yaklaşımında aynı sonucu vereceği varsayılsa bile uygulamada, ticari hukuk ve vergi hukuku hükümlerindeki farklılıklardan dolayı hesaplanan işletme kazançlarında farklılıklar olabilmektedir. *Ticari Kâr*, SPK mevzuatı, TMS ve UFRS uyarınca düzenlenen muhasebe sistemlerinde oluşan kâr iken VUK hükümlerince hazırlanan muhasebe sistemlerinde oluşan kâr *Mali Kâr* olarak adlandırılmaktadır. Bu iki kâr tanımlamasında ve neticesinde oluşan kâr miktarlarında farklılıklar oluşabilmektedir. Bu farklılığın sebepleri temel olarak kanunen indirimi kabul edilen ve/veya edilmeyen giderler, indirim ve istisna kazanç unsurlarıdır.

² TDK, Büyük Türkçe Sözlük . Aralık 2014.

http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.5499679000dd27.56260088

³ TMS 1: Finansal Tabloların Sunuluşu .Aralık 2014. http://www.kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_2014/TMS/TMS1.pdf

Piyasa ekonomilerinde şirketler temel olarak kâr etmek amacıyla kurulurlar ve dolayısıyla kâr birçok açıdan şirketler için hayati önem taşır. Öncelikle olarak, şirketlerin varlıklarını devam ettirebilmeleri için kâr etmeleri gereklidir. Ayrıca, şirketlerin büyümeleri, yeni yatırımlar yapabilmeleri, deneyimli ve yetenekli insan kaynaklarına sahip olmaları ve bu pozisyonlarını devam ettirebilmek ve iyi koşullarda kredi kullanma imkânlarını sahip olabilmek gibi nedenlerle kâr şirketler için çok önemlidir. Kâr, her işletmenin öncelikli amacı olup, birçok analizde temel gösterge olarak kabul edilmektedir. Bunun en önemli nedeni, kârın işletmeler açısından gelişme ve büyüme, üst yönetim bakımından başarı ve çalışanlar bakımından da özendirme ve teşvik aracı şeklinde nitelendirilmesidir (Omağ, 2007:3).

1.2. Temettü Dağıtım Politikaları

Tüm ülkelerde ekonominin temel taşı kabul edilen işletmeler, emek, sermaye ve doğal kaynaklar olarak adlandırılan üretim faktörlerinin mal ve hizmet üretmek amacıyla bir girişimci veya girişimci grubu tarafından bir araya getirilmesiyle kurulmuş birimlerdir. Bu tür bir çabaya katılan, belli bir sermaye koyan ve dolayısıyla bir risk üstlenmiş girişimcinin, şirket sahibinin amacı uzun vadede koyduğu sermayeden daha fazlasını kazanmak ya da daha genel bir ifadeyle kâr etmektir.

İşletmenin kurucusu için öncelikle önemli olan ilk aşamada işletmenin varlığını sürdürebilmesi, orta ve uzun vadede kârını maksimize etmesi ve bunların sonucunda da zamanla birlikte işletmenin değerinin artmasıdır. Görüldüğü gibi, işletmenin birbirine bağlı üç temel amacı vardır: *varlığını sürdürmek* yani zarar edip iflas etmemek, zaman içerisinde hedeflediği kâr oranlarına ulaşmak yani *kârını artırmak* ve sonuçta ortaya konan sermayeden daha fazla bir varlık değerine ulaşmak yani *piyasa değerini artırmak* (Sarıslan ve Erol, 2014:1).

Piyasa ekonomisi sistemlerinin ilk zamanlarında firma kârının maksimum kılınması ya da kârın en üst düzeye çıkarılması şeklinde özetlenebilecek firma amacı yıllar içerisinde değişiklik göstermiştir. Bugün akademik çevrelerde ve iş dünyasında genel olarak hâkim olan görüş firmanın amacının hissedarlarının servetinin maksimum kılınmasıdır. Halka açık (hisse senetleri piyasasında alınıp satılan) şirketlerde işletmenin amacı şirketin hisse fiyatının ve dolayısıyla firmanın piyasa değerinin maksimum kılınması olduğu yönündedir. Mevcut hissedarlarının servetlerinin en yüksek düzeye çıkarılmasını amaçlayan bir

yönetimin hedefi toplam şirket kârını değil hisse başı kazancı (HBK) en yüksek seviyeye çıkarmak olmalıdır. Çünkü toplam kârdaki artış oranının hisse başına kâr oranındaki artışa birebir yansması her zaman mümkün olmayabilir.

Hissedarların servetlerinin maksimum kılınması için HBK maksimizasyonu tek başına yeterli değildir. Diğer faktörlerin de dikkate alınması gerekir. Bu faktörlerden birisi kazançların zamanlamasıdır. Bu bağlamda paranın zaman değeri önemli bir kavramdır. Örneğin, HBK'yı önümüzdeki 5 yıllık süreçte her yıl 1 TL artıracığı öngörülen bir yatırımla, 5 yıllık süreç sonucunda ilk 4 yılda HBK'ya bir etkisi yokken 5. Yılda 7,5 TL artış etkisi yaratacağı öngörülen projelerden hangisinin hissedarların servetinin artıracığı sorusu yatırımcılar için paranın zaman değeriyle ilgili olan bir konudur.

Diğer bir faktör risktir. Firmalar kısa ve uzun vadeli varlıklara yatırım yapmak durumundadırlar. Bu durum, gelecekte sağlanacak faydalar için sermayenin uzun süreli varlıklara yatırılmasını gerekli kılmaktadır. Ancak, yatırılan sermayenin sağlayacağı faydalar, sürenin uzunluğu ve gelecekle ilgili belirsizlikler nedeniyle risk içerir. Dolayısıyla, yatırımlardan beklenen getiri ile bu yatırımın taşıdığı risklerin birlikte değerlendirilmesi zorunludur. İster kısa vadeli, ister uzun vadeli yatırımlar olsun, kararlar daima yatırımın riski ile getirisi karşılaştırılarak verilmelidir. Firmanın yüklendiği projelerden bazıları yüksek getiri beklentisine sahipken yüksek riskte içerebilirler. Bunun sonucunda, hisse fiyatına etkileri düşük riskli düşük getiri beklentili projelere göre daha düşük olabilir. Sonuç olarak, getiri kavramı tek başına yeterli değildir ve risk ile getiri kavramları her zaman beraber değerlendirilmelidir.

Riskle ilgili diğer bir konu da firmaların nasıl finansman sağladıklarıyla ilgilidir. Firmalar borçlanarak ya da öz sermaye yoluyla kaynak sağlarlar. Firmaların yabancı kaynak öz sermaye oranları bu bakımdan önemlidir. Finansmanın ne kadarının öz sermaye ile sağlandığının yanı sıra borçlanmanın ne kadarının kısa vadeli, ne kadarının uzun vadeli olacağı gibi kararlar da önemlidir. Firmaların borçlanarak finansman sağlanması öngörülen HBK'nın artmasına yol açabilir. Ancak, yüksek borç oranları finansman sağlayan kişi ve kurumlarca riskin artması şeklinde yorumlanabilir ve bu da öngörülen ileri tarihli kazançları daha riskli hale getirebilir. Bu bağlamda işletmelerden beklenen, kendi niteliği, sektör koşulları ve ekonominin koşullarına bağlı olarak çeşitli finansman seçenekleri

maliyet ve risk açısından karşılaştırılarak işletmeye en uygun bir sermaye yapısının oluşturulmasıdır.

Önemli diğer bir faktör ise firmaların temettü dağıtım politikalarıdır. Bu politikalar, temel olarak faaliyetlerden sağlanan kârın ne kadarının hissedarlara dağıtılacağı ne kadarının ise işletmede tutulacağı ile ilgili kararlar ve şirket politikalarını içerir. Temettü dağıtılması sonucunda işletmenin azalan fonu yerine sağlanacak ilave fonların neler olacağı, bunların nasıl seçileceği gibi konularında belirlenmesi gerekir. Bir şirket için optimal temettü dağıtım politikası cari temettülerle gelecekteki büyüme arasında denge kuran ve şirketin hisse fiyatını maksimize eden politikadır (Brigham ve Houston, 2014:507).

Özetlemek gerekirse, firmanın hisse senedi fiyatı aşağıdaki faktörlere bağlıdır:

- a) Öngörülen HBK
- b) Kazançların zamanlaması
- c) Öngörülen kazançların riskliliği
- d) Borç kullanımı
- e) Temettü dağıtım politikası

Yukarıda bahsedilen faktörler genel olarak içsel faktörler olarak adlandırılabilir. Bunların dışında şirketin faaliyetlerini devam ettirdiği dış çevre de önemli bir faktördür. Bu çevrede ekonominin genel durumu, vergi kanunları ve hisse senedi piyasasının durumu gibi faktörler hisse fiyatlarını etkilemektedir.

Firmaların hisse fiyatlarına etki eden önemli faktörlerden olan temettü dağıtım politikalarına yönelik uygulamada izledikleri yöntemler genel olarak beş başlık altında incelenebilir.

1.2.1. Her Yıl Sabit Tutarda Kâr Payı Dağıtılması

Genel olarak, kâr payı ödeme oranı (payout ratio) dağıtılan kâr payının net dönem kârına olan oranı şeklinde tanımlanabilir. Bu bağlamda, “sabit tutarda kâr payı dağıtılması” politikasını benimsemiş bir firma her yıl düzenli olarak sabit miktarda kâr payı ödemeyi amaçlamaktadır. Bu politikayı benimseyen firma cari yıldaki net dönem kârından bağımsız olarak belirli bir dağıtım yapmayı hedeflemiş olmaktadır. Bu durum firma açısından

potansiyel olarak bazı sıkıntılar yaratabilecek olsa bile, yatırımcılar ve hissedarlar açısından geleceğe yönelik belirsizliklerin azaldığı ve işlerin iyi gittiği yönünde olumlu bir izlenim yaratabilir. Daha genel anlamda, sabit tutarda kâr payı dağıtımının avantajları şu şekilde sıralanabilir (Erdoğan, 2009:288):

- a) Ne kadar kâr payı dağıtılacağına bilinmesi ve bunun istikrarlı olması, piyasa kapitalizasyon oranının düşük dolayısıyla hisse senedinin fiyatının yüksek olmasını sağlayabilir.
- b) Genellikle kâr payı şeklinde elde ettikleri gelirle yaşayanlar ne kadar kâr payı dağıtacağı önceden bilinen işletmelere yatırım yapmak isterler.
- c) Resmi listelere girebilmenin en önemli şartı, işletmenin istikrarlı ve ara vermeden kâr payı dağıtmış olmasıdır. Resmi listeler, güvenilir bir kurum tarafından hazırlanan ve içerisinde yatırım yapılabilecek şirketlerin isimleri ve menkul kıymetlerin piyasa fiyatları yer alan listelerdir. Bu listeler giren işletmelerin sermaye piyasasında itibarı ve menkul kıymetlerine olan potansiyel talep artar.

Diğer yandan, bu görüşlerden farklı olarak böyle bir politikanın hisse senetlerini bir anlamda sabit gelir getiren bir menkul değere dönüştürdüğünü ve bunun bazı yatırımcılar açısından bu tür hisse senetlerinin cazibesini yitirdiğini ileri süren görüşlerde vardır. Bu görüşlere göre, her yıl sabit tutarda kâr payı dağıtılmasının hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının yükselmesi konusunda kısıtlayıcı bir etkisi olmakta, bu tür kâr payı dağıtan şirketlerin hisse senetlerinin değeri önemli ölçüde artmamaktadır. Dolayısıyla, bu durum yatırımcıların kâr payı getirisi yanında sermaye kazancı beklentisini karşılayamamakta ve bu da bu tür hisselerin çekiciliğini azaltmaktadır. (Akgüç, 2013:790).

1.2.2. Sabit Kâr Payı Ödeme Oranı

Bu politika ile firmalar net dönem kârlarının belli bir yüzdesini yıllar boyunca kâr payı olarak ödemeyi hedeflerler. Diğer bir deyişle sabit bir kâr payı ödeme oranı belirlerler ve yıllar içinde bu oranı uygularlar. Kendi içerisinde otomatik bir uygulamadır. Bu politika da dağıtılan temettünün miktarı yıllar içinde net dönem kârındaki değişikliklere paralel olarak dalgalanmalar gösterebilir.

Genellikle kapalı anonim ortaklıklarda veya yönetimin büyük ortaklara bırakıldığı şirketlerde, küçük ortakların da kârdan pay alabilmelerini garantilemek amacıyla uygulanan bir politikadır (Boztosun, 2006:45). Araştırma konusu şirketlerde 2009-2014 yılları arasında sabit kâr payı ödeme oranı politikası uygulayan bir şirkete rastlanmamıştır.

1.2.3. İstikrarlı Gelişme Gösteren Kâr Dağıtım

Enflasyonun olmadığı zamanlarda “istikrarlı kâr dağıtım politikası” denildiği zaman bu ifadeden firmaların her yıl istikrarlı bir şekilde hisse başına sabit tutarda kâr payı ödemesi anlaşılırdı. Ancak, günümüzde birçok hissedar ve kurumsal yatırımcı şirket temettülerinin de yıllar içerisinde şirket kazançlarının arttığı oranlarda artmasını beklemektedir. Uygulamada firmaların hızla gelişen ve değişen piyasa koşullarından dolayı sabit bir oran veya miktarda temettü dağıtım politikasını benimseyemedikleri gözlenmektedir. Dolayısıyla, bugün artık istikrarlı kâr dağıtım politikası izleme hedefini benimsemiş firmalar istikrarlı ve uzun vadede gittikçe artış eğilimi gösteren bir temettü dağıtım politikası yani “istikrarlı gelişme gösteren kâr dağıtım” politikası izlemektedirler.

Firmaların bu politikayı izlemesinin birçok nedeni vardır. Yatırımcıların, özellikle kurumsal yatırımcıların, genellikle istikrarlı kâr payı dağıtımını yapan, dağıtılan kâr payları düzenli bir artış eğilimi gösteren şirketlerin pay senetlerini yeğledikleri gözlenmektedir. İstikrarlı kâr payı alınması bir yerde riski azalttığı gibi, diğer taraftan da birikim sahiplerinin yıllık gelirlerini artırmaktadır. Dalgalanma gösteren kâr payı alınması, yaşam giderlerini karşılamak için pay senetlerine yatırım yapan birikim sahipleri açısından son derece elverişsiz olmakta, bu tür yatırımcılar, istikrarlı kâr payı dağıtan şirketlerin pay senetlerine prim vermektedirler. Bu nedenle, kâr payı istikrarlı gelişme gösteren şirketlerin pay senetlerinin piyasa değerinin, göreceli olarak, daha yüksek olduğu görülmektedir. İstikrarlı kâr dağıtım politikası, sabit ve güvenli gelir getiren menkul değerlere yatırım yapmayı yeğleyen hayat sigorta şirketleri, emekli sandıkları ve benzer finansman kurumları açısından da pay senetlerini çekici hale getirmekte, pay senetlerinin pazarını genişletmektedir. Piyasa koşullarının hızla değiştiği, kazançların dalgalandığı bir ortamda şirketler için istikrarlı ve düzenli bir artış gösteren kâr payı dağıtmak her zaman kolay bir iş değildir. Bunu gerçekleştirebilmek için şirketlerin almış oldukları önlemlerin başlıcaları şu şekilde özetlenebilir (Akgüç, 2013:790):

- a) Kârları arttığı sürece, kâr payı oranını aşamalı bir şekilde basamak basamak (tedrici olarak) yükseltmek, artan kârın tümünü derhal dağıtmamak,
- b) Kâr artışı süreklilik kazanmadan, cari kâr payı dağıtım oranını yükseltmemek,
- c) Kârlarda uzun süre devam eden önemli düşüşler olmadan kâr payı oranını düşürmemektir.

Yatırımcı açısından “istikrar”, şirketin temettü büyüme oranının tahmin edilebilirliği ve dolayısıyla böyle bir şirkete yatırım yapmaktan elde edeceği toplam gelirin (sermaye + temettü) uzun vadede göreceli olarak ne kadar istikrarlı olacağının bilinebilmesidir. Diğer önemli husus ise, yatırımcının mevcut temettünün istikrarlı bir şekilde büyümese bile en azından yönetimin mevcut temettü miktarlarını düşürmemeye istekli ve muktedir olduğu yönünde makul bir güveninin olmasıdır. En istikrarsız durum ise normal bir iş döngüsünde şirketin kazançlarının ve nakit akışlarının değişkenlik göstermesi ve yatırımcının şirketin mevcut temettü miktarlarını bile koruyabilecek olmasına güvenmemesidir.

Bu temettü dağıtım politikasının dezavantajı uygulanmaya başlandıktan sonra geriye dönüşün yani kâr dağıtım oranlarını artırmak yerine azaltmanın piyasaya olumsuz bir sinyal gönderebileceği ve dolayısıyla şirket hisse fiyatlarının bu durumdan olumsuz etkilenebilecek olmasıdır.

1.2.4. Düzenli Düşük Sabit Kâr Payı ve Eklemeler

Bu tür kâr dağıtım politikasında şirket, asgari bir kâr payı dağıtım oranı veya tutarı saptamakta, her yıl net kârın durumuna göre bu asgari tutar veya orana eklemeler yapmaktadır. Bu tür politikada her yıl dağıtılan kâr payı belli bir sınırın altına düşmemek şartıyla dalgalanmaktadır. Ortaklar açısından her yıl için asgari bir gelir bir anlamda garantilenmekte, bazı yıllar değişik tutarlarda bir kâr payı ödemesi üste eklenmektedir (Akgüç, 2013:791).

Bu temettü politikası daha çok elde edilen kâr tutarının dönemsel olarak dalgalandığı firmalarda tercih edilmektedir. Diğer iki politikanın aksayan yönlerini gidermek amacıyla geliştirilmiş bir politikadır. Dağıtılacak temettünün düşük miktarda tutulup, firma kazancının yüksek olduğu durumlarda ilave temettü dağıtımına gidilmesini öngörür. Bu şekilde bir politika yönetime esneklik sağlar. Yönetim gerekli olduğunu

düşündüğü zaman ilave fonları şirkette tutabilecekken diğer yandan da garantili bir temettü ödemesi isteyen yatırımcıların isteğini de karşılamış olur. Diğer bir deyişle, temettü miktarının düşük tutulması firmayı kazancın yeterli olmadığı durumlarda temettü ödeyememe riski ile karşı karşıya kalmaktan kurtarmakla beraber, ortakların düzenli temettü alabilmelerine imkân sağlamaktadır. Bu politikanın uygulanması halinde ortakların elde edecekleri temettü, firmanın kazançlarına ve fon ihtiyaçlarına paralel olarak dalgalanacaktır. Bu sebeple, ortakların özellikle kârlardaki şiddetli azalmaların firmayı büyük ölçüde etkilediği durumlarda bu tür ilaveleri ve hatta düzenli temettü dağıtımını dahi beklememeleri gerekecektir (Boztosun, 2006:32).

1.2.5. Artık Kârın Dağıtılması

Bu politikayı uygulayan firmalar, faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları eğer kârlı yatırım fırsatları varsa öncelikle bu tür fırsatlar için şirket içinde kullanmak ve eğer bu şekilde kullanılan kârlardan arta kalan olursa bunu temettü şeklinde hissedarlarına dağıtmayı politika olarak benimsemişlerdir.

Firmalar bu politikayı uygularken şu dört aşamayı takip eder (Brigham ve Ehrhardt, 2013:560).

1. Optimal yatırım bütçesi belirlenir. Bu belirlenirken optimal kâr payı ödeme oranının da belirlenmiş olması gerekir.
2. Bu yatırımları gerçekleştirmek için gereken öz sermaye miktarı belirlenmiş olan optimal yatırım bütçesi dikkate alınarak belirlenir
3. Bu öz sermayeyi karşılamak için öncelikle mevcut kârdan ya da şirkette birikmiş olan geçmiş yıllar kârlarından mümkün olduğunca faydalanılır.
4. Eğer optimal yatırım bütçesini desteklemek için gerekli olan fonlardan daha fazlası mevcutsa, bu geriye kalan kâr hissedarlara nakit temettü dağıtımında ya da hisse geri alımında kullanılır.

Firmalar için kazançların ve yatırım fırsatlarının yıllar içerisinde dalgalanma göstereceği göz önüne alındığında, bu temettü dağıtım politikasına sıkı sıkıya bağlanmanın temettü dağıtımlarında dalgalanmalara neden olacağı aşikârdır. Firma bir yılda güzel yatırım fırsatlarıyla karşı karşıya iken belki hiç temettü dağıtmayacak ve başka bir yılda ise yatırım fırsatlarının az olması sebebiyle büyük temettü dağıtımları gerçekleştiriyor

olabilecektir. Benzer şekilde yatırım fırsatlarının istikrarlı olduğu zamanlarda bile kazançlarda dalgalanmalar olabilecek ve bu da dağıtılan temettülerde benzer dalgalanmalara yol açabilecektir.

Bu politika temel olarak yoğunlukla sermaye yatırımı yapan firmalarda, örneğin inşaat firmalarında, uzun dönemli planlamalar açısından faydalı olabilir. Ancak, kısa dönemli uygulamalarda istikrarlı olmayan, değişken temettü ödemelerine yol açabileceği için hissedarlar tarafından tercih edilen bir yöntem olmayabilir.

Bu noktada ayrıca belirtmelidir ki, önceki kısımlarda bahsedilen politikalara ilaveten temettü dağıtmama kararı da bir politika olabilir. Örneğin, BIST'e 2013 yılında giriş yapan Pegasus şirketi kısa ve orta vadede böyle bir temettü dağıtmama politikası uygulayacağını beyan etmiştir.

1.3. Temettü Politikalarını Etkileyen Faktörler

Firmalar açısından uygulanacak temettü politikasına karar vermek çok önemli bir karardır. Bu karar alınırken firmaların dikkate alması gereken birçok faktör vardır. Kuşkusuz temettü politikası kararı sonuçta bir yönetim kararıdır ve pratikte aşağıda belirtilen faktörlerin analizinden elde edilecek sonuçlarla yönetim kendi kararını verecektir.

İşletmenin Likidite Durumu: İşletmenin elde ettiği kâr, finansal bir kaynaktır ve dönem boyunca işletme faaliyetlerinde kullanılmaktadır. Bu yüzden dönem sonunda çok yüksek bir kâr rakamının çıkması nakit varlığının da aynı oranda çok yüksek olacağı anlamına gelmez. Kazançların temettülerin ana belirleyicisi olduğuna dair genel kaniya rağmen nakit akışları temettüler için çok daha belirleyicidir (Brigham ve Houston, 2014:517). İşletmelerin dönem içerisinde kâr elde etmiş olmaları, temettüleri rahatça ödeyebilecek pozisyonda oldukları anlamına gelmemektedir. İşletmelerin likidite pozisyonları, kâr elde edilmiş olmasına rağmen temettü dağıtımına izin vermeyebilir. Kâr dağıtımını işletme açısından nakit çıkışı gerektiren bir işlemdir ve likiditeyi düşürücü niteliktedir. Dolayısıyla, likiditesi düşük olan bir işletmenin, kâr payı dağıtarak, likiditesini daha da düşürmesi, finansal yönetim açısından uygun bir davranış değildir. Ayrıca, Türkiye gibi enflasyonist ekonomilerde faaliyet gösteren işletmeler açısından kâr dağıtımını, işletme sermayesi ihtiyacının da artmasına neden olmaktadır. Enflasyon nedeniyle oluşan

fiktif kârlar, artan işletme sermayesi ihtiyacı ile birlikte kâr dağıtımını daha da güçleştirmektedir (Aydın ve diğerleri, 2014:297)

Kârlar muhasebe uygulamalarından oldukça etkilenirler ve kârlılıkla nakit varlığı benzer eğilimler göstermeyebilir. Şirketler dönem içerisinde kârlarını ihtiyaç duydukları aktiflerin elde edilmesi içinde harcamış olabilir. Ayrıca, enflasyonist dönemlerde firmaların kâr oranlarının yüksek görünmesine rağmen, işletme sermayesi gereksinimleri de artacağından kârlar işletme sermayesi finansmanı için de kullanılmış olabilir. Böyle durumlarda şirketler, görece olarak daha düşük kâr ödeme oranları kullanmaya yönebilirler. Sonuç itibarıyla, kâr payı ödemeleri nakit gerektirir ve eğer şirkette yeterli nakit yoksa yüksek kârlılığa rağmen kâr dağıtılamayabilir.

Kanun ve İşletmelerde Şirket Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler: Şirketler temettü dağıtım politikalarını belirlerken faaliyet gösterdikleri ülkenin yasal mevzuatına ve şirket esas sözleşmesi hükümlerine uymakla yükümlüdürler. Türkiye’de bu yasal mevzuata göre kâr payı ancak safi kârdan ve bu amaçla ayrılmış yedek akçelerden yapılabilir. Diğer bir deyişle firmalar cari yılda veya geçmiş yıllarda elde edilen kârlardan dağıtım yapabilirler. Burada üç ana ilke geçerlidir. Birincisi, net kâr ilkesidir. Bu ilkeye göre geçmiş yıl zararı sonrası ve fakat vergi öncesi safi kâr dikkate alınmalıdır.

İkincisi; esas sermayenin korunması ilkesidir. Bu ilkeye göre esas sermayenin kâr dağıtımından olumsuz etkilenmemesi gerekmektedir. Başka bir ifadeyle, kâr payı sadece işletmenin hesap dönemi sonunda elde ettiği net kârından veya geçmiş yıllarda ettiği kârlardan ayrılan yedek akçelerden yapılmalıdır. Bu sayede esas sermayeye zarar gelmemiş olur. Üçüncüsü ise kâr dağıtacak firmanın borçlarını ödeme gücüne sahip olması ilkesidir. Bu ilke uyarınca, borç tutarı net aktiften daha fazla olan firmalar kâr dağıtımını yapamazlar. Ayrıca, işletmeler geçmiş yıllar zararlarını kapatmadan, kanuni yedek akçelerini ayırmadan kâr dağıtımını yapamazlar.

Gerek Türk Ticaret Kanunu gerekse Sermaye Piyasası Kanunu, özel kanunlar ve şirket esas sözleşmelerinde yer alan hükümler kâr dağıtım politikaları konusunda ilgili yasal çerçeveyi çizmektedirler. Bunlara ilaveten mali ve ekonomik faktörlerinde kâr dağıtım politikaları üzerinde önemli etkileri vardır (Karyağdı, 2014:54).

Türkiye’de kâr dağıtımıyla ilgili yasal düzenlemeler Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili diğer mevzuat ile yapılmıştır. Türk Ticaret Kanunu

Türkiye’de faaliyet gösteren bütün şirketleri kapsarken Sermaye Piyasası Kanunu sadece halka açık şirketler hakkında düzenlemeler içermektedir. İşletmeler kâr dağıtım politikasını belirlemek için esas sözleşmelerine çeşitli hükümler koyabilirler. Ancak bu hükümlerin ilgili kanun hükümleriyle çelişmemesi gerekmektedir.

Borç Ödeme Gereği: Bir firma, evvelce almış olduğu borçların ödenmesi konusunda iki alternatifle karşı karşıyadır; ya yeni borç alarak eski borçları ödemek (röfinansman) ya da faaliyeti sonucu yaratmış olduğu fonları borç ödemede kullanmak. Bu nedenle firma, borçlarını yaratmış olduğu kaynaklarla ya da sağlayacağı yeni dış kaynaklarla ödemeyi planlamak durumundadır. Ağır bir borç yükünün altında bulunan bir firmanın, yaratmış olduğu kaynakları (özellikle elde ettiği kârı) borç ödemede kullanarak, borç yükünü hafifletmeyi kâr dağıtımına tercih etmesi, firmanın varlığı ve geleceği açısından daha sağlıklı bir seçim olabilir (Akgüç, 2013:785).

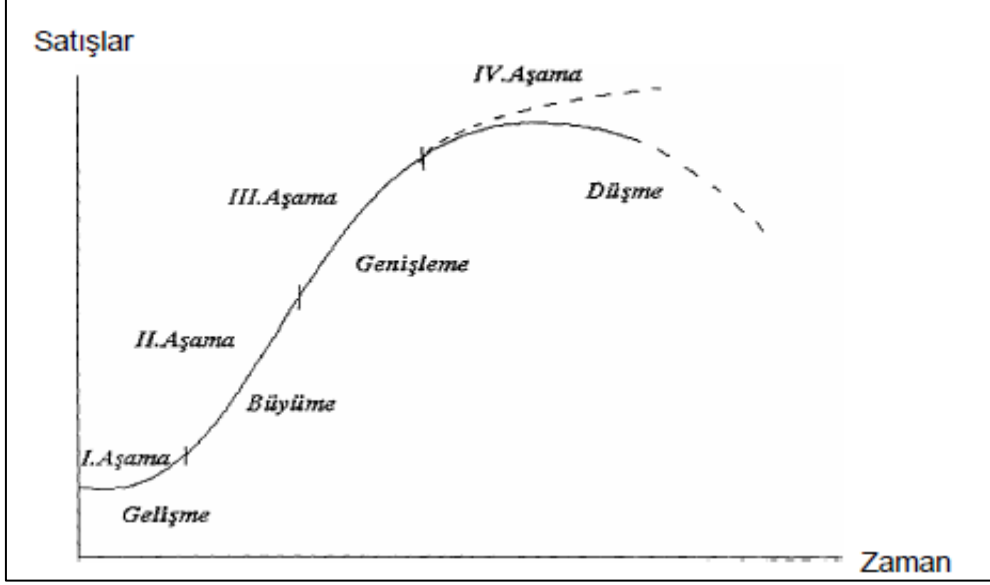
Kredi Sözleşmelerinde Yer Alan Hükümler: İşletmeye kredi veren kuruluşlar verdikleri kredinin geri dönüşünü garanti altına almak için kredi sözleşmelerinde bazı hükümler koymak isteyebilirler. Kredi kuruluşlarının amacı kredinin tamamı geri ödeninceye kadar kâr dağıtımını düşük düzeylerde tutmak suretiyle, firmanın daha sağlıklı bir finansal yapıya sahip olmasını sağlamaktır (Akgüç, 2013:785). Kredi verenler koydukları bu hükümlerle öncelikle kâr dağıtımını etkileyip sınırlamak isterler. Bu sınırlamalar şu şekillerde olabilir (Moyer ve diğerleri, 2014:556) .

- a) Firmanın ödeyeceği toplam temettü miktarına limit konması
- b) Firmanın kazançları belli bir seviyeye ulaşıncaya kadar firmanın temettü ödeyememesi
- c) Kredinin geri ödenmesi için firmanın nakit akışının belli bir kısmının zorunlu olarak bu iş için ayrılması
- d) İşletme sermayesinin veya cari oranın önceden belirlenmiş belli bir seviyeyi geçmediği durumlarda temettü dağıtımının yasaklanması

Aktif Varlıklarda Büyüme Hızı: Bir firmanın finansal gereksinimleri aktif varlıklarda beklenen büyüme hızına bağlıdır. Bir firmanın büyüme hızı ne kadar yüksekse finansman gereksinimleri de o oranda artacaktır. Firmaların temettü ödeme politikaları firmaların yaşam döngüsünde (life cycle) hangi evrede

olduklarıyla da ilgilidir. Firmaların büyüme aşamaları ile kâr dağıtım politikaları arasındaki ilişki Şekil 1.1.'de verilmiştir.

Şekil 1.1. Firmaların Yaşam Döngüsü



Kaynak: (Boztosun, 2006:18)

1. Aşamada, firma daha küçük ve gelişme aşamasında olduğundan, yatırımlarını finanse etmek ve aktiflerini genişletmek için finansmana ihtiyaç duyacaktır. Bu aşamada kâr payı dağıtımını firmayı finansal güçlüğü sokacaktır. Bu nedenle, kârların firma bünyesinde alıkonması gerekir. Firmanın piyasada başarılı olması ile birlikte, ürünlerine olan talep artacak ve satışların yükseldiği, kârların arttığı ve varlıkların genişlediği 2. aşamaya geçilecektir.

2. Aşamada satışlar ve varlıklar üzerinden kârlar artan bir oranla büyüdüğünden, hisse senedi şeklinde kâr payı ödeme yoluna gidilmelidir. Bu aşamanın sonlarına doğru düşük oranda da olsa nakit kâr payı yoluna gidilebilir.

3. Aşamada, satışlardaki büyüme azalan bir oranla devam etmektedir. Yatırımların kârlılığı piyasaya yeni firmaların girmesiyle azalmaktadır. Bu aşamada varlıklardaki büyüme hızı düştüğünden ve dış kaynaklardan fon sağlama imkânı arttığından firma oldukça fazla nakit kâr payı ödeme yeteneğine sahip olup kâr payı ödeme oranı firmanın durumuna göre değişmekle beraber % 40'lara çıkabilir.

4. Aşama olan olgunlaşma döneminde ise, firma sabit büyüme oranını sürdürür. Bu dönemde büyümeyi artırıcı yönde farklılaşmaya gidilmez ve yeniliklere başvurulmazsa firmanın kârlılığı düşecektir. Firma kâr payı ödeme oranı, endüstriden endüstriye değişmekle beraber %40-60 civarında seyrederek (Karaca, 2007:134-135).

Yeni Yatırım Planları: İşletmeler büyüyebilmek için yeni yatırımlar yapmak zorundadırlar. Bunu yapabilmek içinde finansman kaynaklarına ihtiyaç duyarlar. İşletme açısından borçlanmanın uygun olmadığı ya da zor olduğu, yeni hisse çıkartılmasının ise hem zor ve maliyetli hem de hissedarlar tarafından hoş karşılanmayacağı durumlarda, elde edilen kârın büyük kısmının dağıtılmayarak işletme bünyesinde bırakılması ile istenen fon sağlanır. Bu durum özellikle sermaye piyasasından fon sağlama imkânı sınırlı olan işletmelerde daha da geçerli bir durumdur.

Dağıtılmayan kârların yeni yatırımlarda kullanılması yaklaşımı, bu yatırımların uzun dönemde, işletmenin piyasa değerini ve dolayısıyla da hissedarların kazançlarını arttıracığı şeklindeki beklenti sonucunda Kabul gören bir yaklaşımdır. Aksi takdirde, gerekçesiz bir biçimde kâr dağıtımının yapılmaması, yatırımcılar nezdinde bir güvensizlik sorunu yaratabilecektir (Aydın ve diğerleri, 2014:297-298).

Kârlılık Oranı ve İstikrarı: Kâr dağıtım kararı finans yöneticileri için, yatırım kararlarını ve sonuçta işletmenin piyasa değerini etkiler. Bu nedenle istikrarlı kâr paylarının dağıtılması hisse sahipleri nezdindeki güven açısından önemlidir. Şirketler açısından elde ettikleri kârlar ne kadar öngörülebilir ve istikrarlı ise, kâr payı ödemelerinin yapılması da o kadar kolay olmaktadır. Bu istikrarı sağlamak için, yüksek kâr edilen dönemlerde daha fazla yedek akçe ayrılmasına; düşük kâr elde edilen dönemlerde ise, kararlı düzeye geri dönmek için önceki yıllarda ayrılan yedek akçenin kâr payı olarak dağıtılmasına başvurulabilir (Aydın ve diğerleri, 2014:298)

Geçmiş dönemlerde satış ve kârları istikrarlı olan bir firma, gelecek dönemlerde elde edeceği kârı daha sağlıklı bir şekilde tahmin etmek olanağına sahiptir. Bu nedenle kârları istikrarlı olan firmalar, satış ve kârları büyük dalgalanmalar gösteren firmalara göre, kârlarının daha büyük bölümünü kâr payı olarak dağıtabilirler. Kârı istikrarsız olan firmalar, gelecekte ümit ettikleri kârı sağlayıp sağlayamamak konusunda emin olamadıklarından, yukarıda da belirtildiği gibi, yüksek kâr sağladıkları yıllarda, kârın büyük bölümüne yedek akçe olarak ayıracaklar; buna karşılık kârın az olduğu dönemlerde, bu

amaçlarla ayırmış oldukları yedek akçeleri kâr dağıtımında kullanabileceklerdir (Akgüç, 2013:286).

Sermaye Piyasasına Başvurma Olanakları: İşletmelerin kâr dağıtım politikasını etkileyen bir diğer faktör de, para ve sermaye piyasalarından fon sağlama yetenekleridir. Halka açık olmayan bir işletmenin fon sağlama kapasitesi oldukça kısıtlıdır. Gerek işletme sermayesi gerekse de yatırımlar için ihtiyaç duyulan fonlar ancak para piyasasından ve dönem içerisinde elde edilen kârlardan karşılanabilmektedir. Dolayısıyla, bu tür işletmelerde, kâr dağıtımını daha düşük bir oranda yapılacaktır. Büyük işletmelerde ise finansman sağlama olanakları daha esneklerdir. Özellikle halka açık anonim şirketlerde ise, müşteri ve piyasa etkisinden dolayı daha yüksek oranlarda kâr payı dağıtılabilmektedir (Aydın ve diğerleri, 2014:298).

Büyük şirketler, kâr dağıtım oranlarını saptarken, kâr dağıtımının şirketin sermaye piyasasından kaynak sağlama kapasitesine olabilecek etkisine büyük önem verirler. Sermaye piyasasına başvuracakları dönemlerde kâr dağıtım oranını daha yüksek tutabilirler. Buna karşılık, nispeten küçük ve/veya yeni kurulmuş şirketler, yatırımcıların gözünde daha riskli oldukları için, sermaye piyasasından fon sağlamaları çok zordur. Dolayısıyla bu tür firmaların oto-finansmanı yeğlemeleri bir tercihten ziyade zorunluluktur. Bu nedenle, büyük, tanınmış şirketlerde, diğer şartlar aynı kalmak koşuluyla, kâr dağıtım oranının, küçük ve/veya yeni kurulmuş şirketlere kıyasla daha yüksek olması beklenir (Akgüç, 2013:786).

Kontrol Yetkisini Koruma: Eğer bir firma kârının büyük bir kısmını temettü olarak dağıtım politikasını benimsediye, zaman zaman yeni hisse çıkarmak suretiyle potansiyel olarak kârlı gördüğü yeni yatırımlara girebilmek için gerekli olan fonları sağlama yoluna gidebilir. Eğer mevcut hissedarlar, bu yeni çıkarılan hisseleri bir şekilde mevcut hissedarlıkları oranında alamıyorlarsa, bu hissedarların şirketteki hissedarlık oranları düşecektir. Dolayısıyla, bazı firmalar böyle bir riskle karşılaşmamak için, kazançlarının büyük kısmını şirket bünyesinde tutarken kalan küçük kısmını temettü olarak dağıtmayı seçebilirler. (Moyer ve diğerleri, 2014:560).

Özellikle kapalı aile şirketleri böyle bir politikayı şirket yönetimindeki egemenliklerini kaybetmemek için seçebilirler. Böyle bir finansman politikası, yeni pay senedi satarak sermayeyi artırma, mevcut ortakların hem kâr oranlarını hem de şirket

yönetimindeki egemen durumlarını tehlikeye sokar gerekçesiyle savunulabilir. Borçlanma da finansman riskini artırabileceğinden, kapalı aile şirketlerinin kâr dağıtmayarak veya sınırlı olarak dağıtarak büyümeyi finanse etme alternatifini seçmeleri, kendilerine hâkim olan bu görüş ve eğilimlerle açıklanabilir (Akgüç, 2013:786-787).

Şirketin Ortaklık Yapısı: Firmaların ortaklık yapısı ve bu ortakların tercihleri de temettü dağıtım politikalarını etkileyebilmektedir. İşletmenin dağıttığı kâr ile bünyesinde tuttuğu kâr farklı vergi oranlarına tabii olabilir. Ortakların tabi oldukları vergi oranları ve hisse senetlerinin satışından doğan sermaye kazancının vergilendirilmesi farklı olabilir Bu durumda dağıtılmamış kârlar daha düşük oranda vergilendiriliyorsa ortakların kâr payı almak yerine kârı şirkette bırakmayı tercih etmeleri beklenir. Diğer bir deyişle, kâr dağıtıldığında eğer ortak yüksek kâr diliminde vergilendiriliyorsa, yüksek bir gelir vergisi ödemek zorunda kalacaktır. Hâlbuki aynı ortak kârı şirkette bırakabilme imkânına sahip olsaydı, bu sayede artan yedek akçeler şirketin piyasa değerini, diğer şartlar aynı kalmak üzere, yükseltebilecekti. Ortak piyasa değeri artan hisseleri sattığında, hiç vergi ödemeyecek ya da daha düşük vergi ödemek durumunda olacak ise, bu sayede vergiden kaçınma olanağı bulabileceği için, kâr payı dağıtılmamasını tercih edecektir (Akgüç, 2013: 787).

Az sayıda hissedarın olduğu kapalı küçük şirketlerde yönetim hissedarlarının tercihine göre temettü dağıtım politikasını kolaylıkla belirleyebilir. Ancak bir şirketin hisse senetleri geniş kitlelere yayılmışsa, bu durumda yönetimin ortakların tercihine göre bir kâr dağıtım politikası belirlemesi imkânsıza yakındır. Bu durumda, şirket ortaklarının vergi durumunun kâr dağıtımını belirleyen bir etken olması zayıflamaktadır. Yüksek vergi ödeme diliminde olan bazı ortaklar kâr şirket bünyesinde kalıp ileride sermaye kazancı hedeflerken, bazıları da ya geçimlerini sağladıklarından ya da daha düşük bir vergi ödeme diliminde olduklarından yüksek kâr dağıtım oranını talep ediyor olacaklardır. Şirketlerin bu durumda, ortakların vergi durumları yerine, yatırım fırsatları, nakit ihtiyaçları, sermaye piyasalarına ulaşım ve diğer faktörleri dikkate alarak bir kâr dağıtım politikası belirlemeleri daha uygundur.

Ayrıca, vergi avantajları veya kârların holding bünyesinde toplanması gibi düşüncelerle kurulan holding kuruluşların, kontrolleri altında bulunan bağlı şirketleri kâr dağıtım konusunda etkilemeleri, yönlendirmeleri de son derece doğaldır. Dolayısıyla, eğer

şirket bir holding kuruluşu bağlıysa bunun şirketin temettü politikalarını etkilemesi doğaldır (Akgüç, 2013:789).

Piyasa Koşulları: Son zamanlarda firmaların temettü dağıtım politika kararlarını açıklamaya yönelik geliştirilen teorilerden birisi Aktarma Teorisidir (Catering Theory). Bu teoriye göre yatırımcıların temettü talebi zaman içerisinde dalgalanmaktadır. Örneğin, ekonomik refahın, hisse fiyatlarındaki yükselmeye beraber, hızla arttığı (economic boom) dönemlerde, yatırımcılar sermaye kazancı yüksek olan hisselerin çekimine daha fazla kapılabilirler. Ekonominin zayıf olduğu ve hisse senetlerinde düşüşlerin de görüldüğü dönemlerde ise yatırımcılar temettünün güvenliğini tercih edebilirler. Bu teori, firmaların, yatırımcıların temettüye yönelik tercihinin güçlü olduğu dönemlerde ya temettü vermeye ya da mevcut temettü ödeme oranlarını artırmaya daha eğilimli olduklarını önermektedir (Gitman ve Zutter, 2012:576-577).

1.4. Şirketlerin İzledikleri Temettü Ödeme Yöntemleri

İşletmelerin izledikleri temettü ödeme yöntemleri genel olarak aşağıdaki başlıklar altında toplanabilir.

- a) Nakit Olarak Ödeme
- b) Hisse Senedi Şeklinde Ödeme (Stock Dividend)
- c) Hisse Satın Alımı (Stock Repurchase)
- d) Melez (Hibrit) Yöntemler
- e) Diğer Temettü Ödeme Yöntemleri

İşletmeler hem kendi iç koşullarını hem de içinde faaliyet gösterdikleri çevrenin koşullarını dikkate alarak bu yöntemler arasında tercih yapabilirler.

1.4.1. Nakit Olarak Ödeme

Nakit olarak temettü ödeme yöntemi isminden de anlaşılacağı gibi hissedarlara temettü ödemelerinin para ile gerçekleştirilmesidir. Temettü ödeme yöntemleri içerisinde en yaygın olarak uygulanan yöntemdir. III. Bölüm kapsamında analizi yapılacak toplam 136 şirketten 95'inin (yaklaşık %70) bu yöntemi kullandığı görülmüştür.

Daha önceki bölümlerde de belirtildiği gibi bu tür ödeme yönteminde en önemli konu şirketin likiditesinin elverişli olup olmadığıdır. İşletmenin dönem kârının yüksek olması nakit ve nakit benzeri kaynakların da aynı oranda yüksek olacağı anlamına gelmemelidir. Bazı durumlarda şirketler açısından çok avantajlı görünmese bile yatırımcılarını memnun etmek için nakit kâr dağıtımına gidebilirler.

Yatırımcılar, elde ettikleri gelirler ellerine geçmedikçe kendilerini kazanmış gibi hissetmezler. Ancak nakit kâr payı ödemesinde yatırımcılar gelirlerini elde ederler ve bu durumdan memnuniyet duyarlar. Hem yaptıkları yatırımın getirisini elde etmiş olurlar hem de firmanın böyle bir ödeme yapabilmesi yatırımcıları psikolojik açıdan olumlu yönde etkiler. Bu durum firmalarının finansal durumunun iyi olduğuna dair bir gösterge olarak algılanır ve yatırımcılar tarafından da bu firmanın hisselerinin tercih edilmesine neden olur (Belkayalı, 2004:83).

Şirketler, nakit temettü dağıtma kararı aldıklarında temettü tutarlarını hisse başı temettü (dividend per share), piyasa fiyatının yüzdesi (dividend yield) ya da hisse başı kazancın bir yüzdesi (dividend pay out) olarak ifade edilebilir. Temettü ödemesi şirket tarafından ilan edildikten sonra artık bu durum şirket için hissedarlarına karşı bağlayıcı bir yükümlülük anlamına gelir ve şirketlerin bu karardan geri adım atmaları çok zordur. Şirket ilan edilen tarihte temettü ödemelerini hissedarların hesabına nakit olarak yapar.

Yürürlükte olan SPK Kâr Payı Tebliği'ne (II-19.1) göre halka açık şirket tarafından mevcut ortaklara nakit temettü dağıtımının, hesap dönemini izleyen 5. Ayın sonuna kadar tamamlanması zorunludur. Firmaların temettü dağıtımına yönelik ilanları KAP aracılığı ile kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Türkiye'de şirketlerin temettü dağıtımına yönelik yönetim kurulu kararlarını genellikle Mart ve Nisan aylarında aldıkları gözlenmiştir. Şirketler bu açıklamalarında, kâr payının nakit ve/veya bedelsiz olarak dağıtılacağı hususunda da bilgi verirler.

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıkların kâr payını tam ve nakit olarak dağıtmaları zorunludur. Dağıtım işlemine en geç dağıtım kararı verilen genel kurul toplantısının yapıldığı hesap dönemi sonu itibarıyla başlanmalıdır. Aynı şekilde, kâr payı, dağıtımına karar verilen genel kurul toplantısında karara bağlanmak şartıyla eşit veya farklı tutarlı taksitlerle ödenebilir. Taksit sayısı genel kurul tarafından veya genel kurul

tarafından açıkça yetkilendirilmesi şartıyla yönetim kurulu tarafından belirlenir. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar taksitle kâr dağıtımını yapamaz.

Türkiye’de hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin kar dağıtımını ile ilgili işlemlerini MKK tarafından geliştirilmiş uygulamalar üzerinden elektronik olarak gerçekleştirebilmektedirler. MKK ayrıca temettü dağıtımları öncesinde ihraççılara, ödenecek tahmini temettü tutarına ilişkin raporlama hizmeti vermektedir⁴.

1.4.2. Hisse Senedi Şeklinde Ödeme (Stock Dividend)

Bazı işletmeler, ortaklarına kâr dağıtımında nakit yerine hisse vermektedir. Hisse senedi şeklinde yapılan temettü ödemesi, aslında dağıtılmayan kârlardan sermaye hesabına yapılan bir nakil işlemidir. Hisse senedi şeklinde yapılan temettü ödemesi, hisse senetlerinin itibari değerinde herhangi bir değişik meydana getirmemekle birlikte işletmenin öz sermaye bileşiminin değişmesine neden olmaktadır. Kâr payı ödemesinin hisse senedi şeklinde gerçekleştirilmesi, işletmeden nakit çıkışı gerektirmediğinden, elde edilen kâr hem bünyede bırakılmakta hem de dağıtılmaktadır (Aydın ve diğerleri, 2014:307-308).

Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımının şirket ve hissedarlar açısından üstün yönleri şu şekilde özetlenebilir (Karaca, 2007:162-163):

- a. Büyüme sürecindeki firmaların nakit ihtiyaçları fazla olduğundan, bu firmaların nakit durumlarını muhafaza etmek istemeleri nedeniyle, böyle bir dağıtıma gitmeleri, nakit çıkışı meydana getirmeden kâr payı dağıtımlarını sağlar. Böylece, işletme hem kârı firma bünyesinde bırakarak kâr dağıtımına gitmekte hem de kârlı yatırım fırsatlarının finansmanı için fon elde etme imkânı sağlamaktadır.
- b) Şirketler, genellikle sermaye artışına gittikleri dönemlerde artırılan sermayenin bir bölümünü bedelsiz hisse senedi vermek suretiyle gerçekleştirmekte; bu şekilde sermaye artışına katılma ortaklar açısından daha çekici hale gelmektedir.
- c) Şirket mülkiyetinin daha geniş tabana yayılması açısından, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımını önemli bir araçtır. Bu şekilde kâr payı dağıtımına giden

⁴ MKK Web Sitesi.erişim 29 Aralık 2014. <https://www.mkk.com.tr/wps/portal/MKK/UyeHizmetleri/HakKullanim>

şirketlerdeki ortak sayısının, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtmayan şirketlere oranla daha fazla olduğu görülmektedir.

- d) Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımının diğer bir faydası hisse senetlerinin piyasa değerlerinin alım-satımının daha fazla yapılabilirdiği bir sınır içinde tutulmasını sağlamasıdır. Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımına gidilerek bedelsiz hisse senedi verilmesi, piyasa fiyatları aşırı derecede yüksek olan ve bu nedenle piyasada dolaşımı azalan hisse senetlerinin fiyat artışlarını durdurarak, psikolojik bir etki yaratmakta ve tasarruf sahipleri açısından alınabilme olanağını artırmaktadır.
- e) Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımını firmanın daha önce uyguladığı nakit kâr payı dağıtım oranını muhafaza etmesine ilaveten yapılırsa ortakların nakit gelirini artırır.

Bu politikasının sakıncası olarak, hisse senetlerinin piyasa fiyatını ve hisse başına kazancı düşüreceği ileri sürülmektedir. Bu yöntemle, dolaşımdaki hisse sayısı artmakta dolayısıyla hisse fiyatı ve HBK düşmekle beraber, hissedarların elindeki hisse sayısı artacağından hissedarın sahip olduğu hisselerin toplam piyasa değerinde ve toplam kâr payı gelirinde bir değişiklik olmayacaktır. Şirketler bu şekilde alıkoyduğu fonları kârı yüksek yatırımlarda kullandığı takdirde, gelecek yıllarda nakit olarak dağıtabileceği kâr payı oranları da yükselecek, dolayısıyla ortakların gelirindeki düşüş bir yana, uzun sürede artış dahi olabilecektir.

1.4.3. Hisse Satın Alımı (Stock Repurchase)

İşletmelerin, kendi hisse senetlerini geri satın almaları da alternatif bir kâr payı ödeme yöntemidir. Literatür ve uygulamaya bakıldığında şirketlerin kendi hisselerini ekonomik ve finansal nedenlerden dolayı geri aldıkları görülmektedir. Bunlar arasında, yeni yatırım olanaklarının olmadığı durumlarda atıl durumdaki nakdin ortaklara dağıtılması, borçlanma yolu ile kendi hisse senetlerini geri alarak sermaye yapısını uygun bir orana getirmek istemesi, tedavüldeki hisse senedi sayısını azaltarak hisse başına kazanç tutarını artırmak istemesi ve hisse senedinin fiyatıyla ilgili sinyal göndermek istemesi sayılabilir. Ekonomik ve finansal nedenler haricinde firmalar kendi hisse senetlerini geri alarak kendilerini olası bir satın alma hedefi olmaktan koruyabilirler (Günay, 2012).

Şirketlerin hisselerini geri satın almaları yoluyla temettü dağıtımları bir örnekle açıklanmaya çalışılmıştır.

ABC şirketinin net dönem kârı 4,4 Milyon TL'dir ve bu kârın %50'sinin ortaklara dağıtılması düşünülmektedir. Dolaşımdaki hisse senedi adedi 1.100.000'dir. ABC şirketinin cari hisse fiyatı 20 TL'dir. ABC şirketi 2,2 milyon TL'yi (4,4 milyon TL'nin %50'si) nakit temettü olarak dağıtmak isterse hisse başı 2 TL temettü dağıtabilecektir. Diğer bir alternatif, şirketin bu 2,2 milyon TL'yi pay alım teklifi yöntemiyle hisse başı 22 TL'den 100,000 adet hisseyi geri satın almasıdır. Bu durumda hissenin yeni fiyatı şu şekilde belirlenebilir.

$$\begin{aligned}\text{Cari Hisse Başına Kazanç(HBK)} &= \text{Net Dönem Kârı} / \text{Hisse Senedi Sayısı} \\ &= 4,4 \times 10^6 / 1,1 \times 10^6 = 4 \text{ TL}\end{aligned}$$

$$\text{Cari Fiyat /Kazanç Oranı (F/K)} = 20/4 = 5 \text{ TL, bu oranın sabit kalacağı varsayılacaktır.}$$

Geri satın alma sonrası ise;

$$\text{HBK} = 4,4 \times 10^6 / 1 \times 10^6 = 4,4 \text{ TL}$$

$$\text{Beklenen Hisse Fiyatı} = (F/K) \times \text{HBK} = 5 \times 4,4 = 22 \text{ TL}$$

$$\text{Beklenen sermaye kazancı} = 22 - 20 = 2 \text{ TL}$$

Örnekten görüldüğü gibi hissedarlar, hisse başı 2TL'lik getiriden, nakit temettü veya hisse fiyatının 2 TL artması şeklinde faydalanabilmektedir. Tabi burada önemli olan iki varsayım vardır.

a) Hisselerin geri satın alınması 22 TL'den gerçekleşmiştir

b) F/K oranını değişmemiştir

Eğer, hisse geri satın alınması 22TL'den daha az bir fiyatta gerçekleşirse bu durum kalan hissedarlar için daha avantajlı olacakken, tersi durumda yani hisselerin 22TL'den daha fazla bir fiyata geri alınması durumu kalan hissedarlar için dezavantajlı olacaktır. Ayrıca, F/K oranı da geri satın alma sonucunda değişebilir. Eğer piyasa bu durumu olumlu algılıyorsa F/K oranı artacak, ya da tersi durumda azalacaktır.

Bu politika özellikle A.B.D. gibi gelişmiş ülkelerde son zamanlarda popüler olmaya başlamıştır. Bu politikanın avantajları şu şekilde sıralanabilir (Brigham ve Houston, 2014:527-528) .

- a) Genellikle yatırımcılar tarafından olumlu algılanır. Çünkü piyasada genellikle bu tür politikalar yönetimin şirketin hisse fiyatının piyasada olması gerekenden daha düşük değerlendirildiğine olan inancıyla uygulamaya konulduğuna dair bir kanı vardır.
- b) Hissedarların bu durumda tercih hakları vardır satabilirler de satmayabilirler de. Hâlbuki şirket temettü dağıtımına karar verdiğinde hissedarların başka seçenekleri yoktur. Şirket ne dağıtırsa almak zorundadırlar. Dolayısıyla, hisse satın alımı durumunda nakde ihtiyacı olan hissedarlar bundan faydalanmak isteyip ellerindeki hisselerin bir kısmını ya da tamamını şirkete geri satma imkânını kullanabilirlerken ilave nakit istemeyen hissedarlarda hisseleri satmayacaklardır. Olaya vergi açısından bakıldığında da her iki tür yatırımcıda istediklerini elde etmiş olacaklardır.

Sermaye yapısında kısa dönemde önemli değişiklikler hedefleyen firmalar satın alma yöntemiyle bu hedeflerine daha kısa sürede ulaşabilirler. Diğer durumlarda şirketin hedeflediği sermaye yapısına ulaşılması belki de yıllar alacaktır.

Temettüler kısa dönemde hızla değişmezler çünkü yöneticiler ileride de sürdürebilir olmayan bir sebepten dolayı temettüleri hızla yükseltmek ya da düşürmek istemezler. Örneğin, herhangi bir duran varlık satışından bir seferliğine gelmiş olan fazla nakdi gelecekte sürdürülemeyecek bir nakit temettü ödemesine yapmak yerine hisse satın alımı için kullanmayı yeğlerler.

Şirketler Artık Temettü Dağıtım Modelini (Politikasını) hisse satın alma opsiyonlarıyla birlikte daha esnek ve etkin bir biçimde kullanabilirler. Öncelikle kendilerine uzun dönemli sürdürülebilir bir hedef nakit dağıtım oranı belirlerler. Sonrasında ise bunu temettü ve satın alma bileşenlerine bölerler. Temettü ödeme oranı göreceli olarak az olabilir ancak bu uzun vadede istikrarlı olan ve aynı zamanda hisse satın alımı nedeniyle azalan dolaşımdaki hisse sayısı ile birlikte artan hisse fiyatlarıyla belli bir artışı da olan bir yaklaşımdır. Bu şekilde şirketler bütün temettü dağıtımının nakit olması

durumuna göre daha çok esnekliğe sahip olurlar çünkü hisse satın almalar yıldan yıla dalgalanma gösterebilir olmasına rağmen yatırımcıya olumsuz sinyaller göndermezler.

Çalışanlarına hisse edindirme programı uygulayan firmalar eğer çalışanları bu opsiyonu uygularsa ikincil piyasadan kendi şirketlerinin hissesini temin edip bunu ilgili çalışanlarına verebilirler. Bu şekilde firmalar yeni hisse çıkarmaktan ve dolayısıyla da kazançlarını sulandırmaktan sakınmış olurlar.

Hisse geri satın almalar temel olarak aşağıdaki şekillerde gerçekleştirilebilir (Brigham ve Houston, 2014:528).

- a) Piyasadaki bir aracı kurum vasıtasıyla şirketler kendi hisselerini piyasadan satın alabilirler
- b) Piyasadan satın alma için ihale açar ve sabit bir fiyat üzerinden belirli bir zaman sürecinde teklif toplayabilirler. Bu teklifler açık-eksiltme (Dutch Auction) şeklinde de olabilir.
- c) Şirket, hisselerini blok halinde büyük bir hissedarından pazarlık etmek suretiyle satın alabilir.

1.4.4. Melez (Hibrit) Yöntemler

Nakit ve hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımının birlikte yapılması durumudur. Bu tip kâr payı dağıtımında, kâr paylarının dağıtım oranları önemli değildir. Melez kâr payları, içeriğindeki kâr payının ağırlığına göre, nakit kâr paylarına verilen tepkilere benzer tepkiler verir.

Türkiye’de melez kâr payı dağıtımı yaygın olarak görülmemektedir. Araştırmada kullanılan 136 şirketten sadece 26’sı bu tip temettü dağıtımını benimsemiştir. Ancak bu kâr payı tipini tercih eden yönetici grubunun düşüncesinin, her iki kâr payı dağıtım şeklini tercih eden yatırımcı kitlesinin bu hisselerle yönelmesini sağlamak olduğu düşünülmektedir. Şirketlerin sadece nakit kâr payı dağıtım şeklini tercih etmesi, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımını tercih eden yatırımcı kitlesini kaybetmesi anlamına gelmektedir.

Ayrıca şirketin melez kâr payı dağıtımı, dağıtılacak kâr payı oranının da şirket isteğine göre ayarlanabilmesini sağlar. Melez kâr payı dağıtımında ne oranda nakit ne

oranda hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtılacağına dair bir yaptırım yoktur. Bu sayede şirket eğer likidite sıkıntısı içindeyse, bu sıkıntısını arttırmayacak oranda nakit, geri kalanı hisse senedi şeklinde dağıtarak, hem kendi hem de müşteri memnuniyetini sağlayabilir (Belkayalı, 2004:116).

1.4.5. Diğer Temettü Ödeme Yöntemleri

Yaygın olmamakla birlikte başka ülkelerde, Seçmeli Temettü Dağıtımı (Optional Dividend), Bono Temettü (Scrip Dividend), Ayni Olarak Temettü Ödemesi (Property Dividend), Tasfiyeden Temettü (Liquidating Dividend), İntifa Senedi Temettü, Mal olarak Kâr Payı Ödemeleri gibi temettü dağıtım yöntemlerine rastlanmaktadır. Bazı kaynaklar Hisse Bölünmesini de (Stock Split) bu kapsamda değerlendirmektedirler.

1.5. Temettü Dağıtımına Yönelik Türkiye'deki Yasal Mevzuat

Temettü Dağıtımına Yönelik Türkiye'deki Yasal Mevzuat üç başlık altında incelenebilir. Bunlar, Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve Vergi Kanunlarıdır.

1.5.1. Türk Ticaret Kanunu'na Göre Temettü Dağıtımı

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na (TTK) göre, sermaye şirketlerinin pay sahiplerine dağıtacakları kâr, ticaret hukuku ilkelerine göre tespit edilen kârdır. Kâr dağıtım kararının verilebilmesinin ilk koşulu, genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri doğrultusunda düzenlenmiş bir bilançoya göre kâr elde edilmiş olması ya da önceki yıllar kârından bu amaç için kullanılabilir yedek akçelerin bulunmasıdır (TTK Md. 507-509). Eğer bir hesap döneminde zarar meydana gelmişse, bu zarar kapatılmadığı sürece kâr dağıtımına karar verilemez. Kâr dağıtım kararının uygulanabilmesi için Türk Ticaret Kanunu, Kurumlar Vergisi Kanunu, Gelir Vergisi Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu (Sermaye Piyasası mevzuatına tâbi şirketlerde) ve ana sözleşmenin amir hükümlerinin yerine getirilmesi gereklidir.

Kâr dağıtımını yapılabilmesi için mutlaka ilgili dönemde kazanç elde edilmiş olması gerekmez. Zira kâr dağıtımını ilgili dönem kazancından yapılabileceği gibi;

- Önceki dönemlerde elde edilmiş kârların dağıtılmayan kısımlarından,
- Kâr dağıtımına istikrar kazandırmak amacıyla ayrılan yedek akçelerden,

- Belli bir amaca tahsis edilmemiş olağanüstü yedek akçelerden,
- İhtiyari yedek akçelerin dağıtılması mümkün olan kısımlarından da yapılabilir

Anonim şirketler için, yeni TTK'nun 507'nci maddesine göre, her pay sahibi veya ortak, kanun ve esas sözleşme hükümlerine göre pay sahiplerine dağıtılması kararlaştırılmış “net dönem kârına” payı oranında katılma hakkına sahiptir. Bu düzenlemeye göre, ister kanun hükmü, ister esas sözleşme olsun; dağıtım için yetkili organların karar alması gereklidir. Gerek eski TTK, gerekse yeni TTK'da hissedarlara kâr payı dağıtılması ve ödenmesi Genel Kurul yetkisindedir. Genel Kurul, şirket faaliyetlerine bağlı olarak kâr dağıtılması yerine, kaynakları şirket bünyesinde tutmaya karar verebilir⁵.

Türk Ticaret Kanunu'nda yer alan kâr dağıtım ilkeleri şu şekilde özetlenebilir (Karyağdı, 2014:160-162).

1. Yasal ve isteğe bağlı (ihtiyari) yedek akçelerle TTK ve esas sözleşme gereğince ayrılması gereken diğer paralar ayrılmadıkça kâr payı dağıtılamaz (T.T.K. Md-253). TTK ve esas sözleşme gereğince ayrılması gereken paralar şunlardır:
 - 1'nci Tertip Yasal Yedek Akçe (Genel Kanuni Yedek Akçe) (TTK Md-519/1)
 - Esas sözleşme gereğince ayrılan ihtiyari yedek akçe niteliğindeki fonlar (TTK Md-521)
 - Esas Sözleşme gereğince çalışanlar için yardım amaçlı vakıf ya da kooperatiflere ayrılan yedek akçeler (TTK Md-522)
2. Şirketin devamlı surette gelişimi, mali bünyesinin korunması ve güçlendirilmesi, istikrarlı kâr dağıtımını yapabilmesi amacıyla, TTK ve esas sözleşmede yer alan hükümlerin dışında olmak üzere, genel kurul tarafından yedek akçe ayrılmasına karar verilebilir. Kanunda ya da esas sözleşme dışında yedek akçe ayrılmasına karar verilebileceği gibi yasal veya esas sözleşmeye dayanan yedek akçelerin oranlarının arttırılması mümkündür.
3. TTK.'nun 519'ncü maddesinin 1'nci fıkrası uyarınca limited şirketlerin ve anonim şirketlerin her yıl net dönem kârının (kanunda yıllık kâr tabiri yer

⁵ KPMG Yeni Türk Ticaret Kanunu. 25 Aralık 2014.

<http://www.kpmgvergi.com/Blog/Pages/FullBlog.aspx?article=187>

almaktadır) %5'ini ödenmiş sermayenin %20'sini buluncaya kadar ayırdıkları yasal I. tertip yedek akçenin yanı sıra;

- Yeni payların çıkarılması neticesinde sağlanan primin, çıkarma masrafları indirildikten sonra, itibari kıymetten fazla olarak elde edilen hasılatın itfalara veya yardım ve hayır işlerine sarf edilmeyen kısmı (TTK Md-519/2-a)
- Iskat sebebiyle iptal edilen pay senetlerinin bedellerine mahsuben yapılan ödemelerin, bunların yerine çıkarılan senetlerin çıkarılma giderleri düşüldükten sonra, artan kısmı (TTK Md-519/2-b)
- Net dönem kârından I'nci tertip yasal yedek akçeden başka pay sahipleri için %5 oranında kâr payı ayrıldıktan sonra, kârdan pay alacak kişilere (pay sahibi ve kâra iştirak eden diğer kimselere) dağıtılması kararlaştırılan kısmın %10'u,

Tutarında ödenmiş sermayenin %20'siyle sınırlı olmaksızın ilave yedek akçe ayırmaları gerekmektedir.

4. Ortaklara kârdan ayrılan ilk pay olan I'nci temettü özü itibariyle sermayeye verilen pay (faiz) olarak nitelendirildiğinden ortaklar ödemiş oldukları sermaye üzerinden I. temettü ayrılması ve TTK'da açıkça belirtildiği üzere ödenmesi zorunludur (TTK Md-519/2-c).
5. Kurucu ortaklara kuruluş dönemindeki çalışmalarına ilişkin olmak üzere kârdan belli oranda pay verilmesi esas sözleşmede kararlaştırılabilir (TTK Md-348,502)
6. Yönetim kurulu üyelerine, yasal yedek akçe ayrıldıktan ve pay sahiplerine %5 oranında (esas sözleşmede bu oran daha yüksek bir oranda belirlenebilir) temettü verildikten sonra kâr payı verilebilir.
7. İmtiyazlı paylara genel kâr payı dağıtımını sıralamasında birinci temettüden sonra dağıtılacak kârdan pay ayırmak mümkündür.

Yedek Akçe Kavramı: TTK incelendiğinde yedek akçeye ilişkin genel bir tanıma rastlanmaz. Kanun'da ancak yedek akçenin ayrılışına dair bir takım hususlar düzenlenmiştir.

İşletme kârlarından, gelecekte ortaya çıkacak riskleri karşılamak (zarar olması durumunda; konulmuş sermayenin azalmasını önlemek) veya otofinansman sağlamak

amacıyla ayrılan bölümlere “yedekler” veya “ yedek akçe” denir (Sevilengül, 2011:594). Yedek akçe teoride, elde edilen şirket kârının dağıtılmayarak işletme bünyesinde bırakılan kısmı olarak tanımlanabilir. Bir başka şekilde yedek akçeyi, öz sermaye aşan net mal varlığı olarak da tanımlamak mümkündür (Karyağdı, 2014:165)

Yedek akçeyi genel olarak üçe ayırmak mümkündür. Bunlar Yasal yedek akçe, isteğe bağlı yedek akçe ve olağanüstü yedek akçe şeklinde sıralanabilir.

Yasal Yedek Akçe (yasal yedekler veya genel kanuni yedek akçe): TTK 519’uncu madde uyarınca anonim ve limited şirketlerin kanunen ayırmak zorunda oldukları yedek akçelerdir. Pay sahiplerine kâr dağıtabilmesinin, yönetim kurulu üyelerinin kârdan kazanç payı alabilmelerinin temel koşulu yasal yedek akçenin ayrılmış olmasıdır. Konuyla ilgili TTK Md-519 şu şekildedir:

1. Yıllık karın yüzde beşi, ödenmiş sermayenin yüzde yirmisine ulaşmıncaya kadar genel kanuni yedek akçeye ayrılır.
2. Bu sınıra ulaşıldıktan sonra da;
 - a) Yeni payların çıkarılması dolayısıyla sağlanan primin, çıkarılma giderleri, itfa karşılıkları ve hayır amaçlı ödemeler için kullanılmamış bulunan kısmı,
 - b) Iskat sebebiyle iptal edilen pay senetlerinin bedeli için ödenmiş olan tutardan, bunların yerine verilecek yeni senetlerin çıkarılma giderlerinin düşülmesinden sonra kalan kısmı,
 - c) Pay sahiplerine yüzde beş oranında kar payı ödendikten sonra, kardan pay alacak kişilere dağıtılacak toplam tutarın yüzde onu genel kanuni yedek akçeye eklenir
3. Genel kanuni yedek akçe, sermayenin veya çıkarılmış sermayenin yarısını aşmadığı takdirde; sadece zararların kapatılması, işlerin iyi gitmediği zamanlarda işletmeyi devam ettirme, işsizliğin önüne geçmeye ve sonuçlarını hafifletmeye elverişli önlemler alınması için kullanılabilir
4. İkinci fıkranın (c) bendi ve üçüncü fıkra hükümleri, başlıca amaçları başka işletmeler katılmaktan ibaret olan holding şirketler hakkında uygulanmaz.
5. Özel kanunlara tâbi olan anonim yedek akçelerine ilişkin hükümler saklıdır.

İsteğe Bağlı (ihtiyari) Yedek Akçe(statü yedekleri): Esas sözleşmede hüküm koymak suretiyle otofinansman sağlamak üzere ayrılan yedek akçelerdir. Genel amaçlarla yedek akçe ayrılabilmesi gibi esas sözleşmede özel bir kullanıma tahsis edilmek üzere de isteğe bağlı yedek akçe ayrılabilir.

Olağanüstü Yedek Akçe: TTK veya esas sözleşmede herhangi bir hüküm bulunmamasına rağmen sadece genel kurul kararıyla, yasal yasal yedek akçe ve temettüleri ayrıldıktan sonra kalan kârın işletmede bırakılan, dağıtılmayan kısmıdır.

Diğer taraftan genel kurul kararıyla, belirli amaçların gerçekleştirilmesi ya da başka mevzuat gereğince ayrılan olağanüstü yedek akçeler de vardır ki bunlar “özel yedek akçeler ve fonlar” olarak adlandırılırlar (örneğin yatırım indirimi fonu, yenileme fonu, işçilere ödenecek tazminat fonları vb.) (Karyağdı, 2014:166).

Anonim Şirketlerde Kâr Payı İle yedek akçeler arasındaki ilgi TTK Md-523 kapsamında aşağıdaki şekilde düzenlenmiştir.

1. Kanuni ve esas sözleşmede öngörülen isteğe bağlı yedek akçeler ayrılmadıkça pay sahiplerine dağıtılacak kâr payı belirlenemez.
2. Genel kurul;
 - Aktiflerin yeniden sağlanabilmesi için gerekliyse,
 - Bütün pay sahiplerinin menfaatleri dikkate alındığında, şirketin sürekli gelişimi ve olabildiğince kararlı kâr payı dağıtımını yönünden haklı görülüyorsa,

Kanunda ve esas sözleşmede öngörülenlerden başka yedek akçe ayrılmasına da karar verebilir.

3. Esas sözleşmede hüküm bulunmasa bile, genel kurul, şirketin işçileri için yardım sandıkları ve diğer yardım örgütleri kurulması veya bunların sürdürülebilmesi amacıyla veya diğer yardım ve hayır amaçlarına hizmet etmek üzere, bilanço kârından yedek akçe ayrılabilir.

Kâr Payı Avansı: Yeni TTK ile birlikte de kâr payı avansına yönelik çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Daha önce sadece Sermaye Piyasası Kanunu’na tâbi halka açık anonim şirketler için geçerli olan hesap dönemi kapanmadan kâr payı avansı dağıtma

imkânı yeni Türk Ticaret Kanunu ile Sermaye Piyasası Kanunu'na tâbi olmayan şirketler içinde getirilmiştir. Şirketlerin kâr payı avansı dağıtabilmeleri için;

- Şirket genel kurulunca kâr payı avansı dağıtılmasına ilişkin karar alınması,
- Kâr payı avansı dağıtılacak hesap döneminde hazırlanan üç, altı veya dokuz aylık ara dönem finansal tablolara göre kâr edilmiş olması gereklidir.

Bugüne değin halka açık anonim şirketlere özgü bir imkân artık genelleştirilerek kapalı şirketlerde de kullanılabilir. Böylece, Sermaye Piyasası Kanunu'na tâbi olmayan, anonim, limited şirketler ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler kâr payı avansı dağıtabilecek olup bu konudaki Gümrük ve Ticaret Bakanlığı'nca Kâr Payı Avansı Dağıtım Hakkındaki Tebliğ, 09.08.2012 tarih ve 28379 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

Hisse Geri Alım: Türkiye'de şu anda şirketlerin tüzel kişilik olarak kendi hisselerini geri satın alması yeni kabul edilen TTK ile mümkün hale gelmiştir. Daha öncesinde, mecburi veya zaruri olarak nitelendirilebilecek bazı özel durumlar haricinde çağrı yoluyla veya piyasadan alım yapmak kanunen mümkün değildi. 6762 sayılı eski TTK 329. maddesinde belirtilen istisnalar haricinde şirketlerin, ortaklık paylarını temsil eden hisse senetlerini satın alamayacağı gibi rehin olarak da kabul edemeyeceği açıkça hükme bağlanmıştır.

Anonim ortaklıkların kendi paylarını iktisap etmeleri durumu yeni kanunda, eski kanuna nazaran daha ayrıntılı bir şekilde düzenlenmiştir. Yeni TTK, 6762 sayılı eski TTK'nun 329. Maddesinde yer alan hükümleri esnetmektedir. 6102 sayılı yeni TTK Madde 379 birinci fıkrasında “Bir şirket kendi paylarını, esas veya çıkarılmış sermayesinin onda birini aşan veya işlem sonunda aşacak olan miktarda, ivazlı olarak iktisap ve rehin kabul edemez. Bu hüküm, bir üçüncü kişinin kendi adına, ancak şirket hesabına iktisap ya da rehin olarak kabul ettiği paylar için geçerlidir.” denilmekte, bir anonim şirketin esas veya çıkarılmış sermayesinin % 10'unu aşmamak kaydıyla kendi hisselerini iktisap edebilmesine imkân tanınmaktadır. Burada, bir anonim şirketin kendi paylarını iktisabı; satın alma, bir alacağa karşılık alma ya da hiçbir karşılık ödmeden (ivazsız) elde edilmesi anlamlarına gelmektedir. Aynı maddenin diğer fıkralarında da iktisabın gerçekleşebilmesi için genel çerçeve çizilmiştir. Örneğin, üçüncü fıkrada “ iktisap edilecek payların bedelleri düşüldükten sonra kalan net aktif, en az esas veya çıkarılmış sermaye ile kanun ve esas

sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamı kadar olmalıdır” denilmektedir. Dolayısıyla, iktisap edilecek paylar için ödenecek bedel çıkarıldıktan sonra şirket yine net aktife sahip olmalı ve bu net aktif tutarı, şirketin esas veya çıkarılmış sermayesi ile kâr dağıtımına konu edilmeyecek öz kaynak toplamı kadar olmalıdır. Bunlara ek olarak, 380. Maddede, şirketin, paylarını iktisap etmek amacıyla üçüncü kişilere avans, ödünç veya teminat vermesi yasaklanırken, 381. Maddede “bir şirket yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak için gerekli olduğu takdirde kendi paylarını genel kurul kararı olmadan da iktisap edebilir “ denmektedir. Ayrıca, 520. Madde ile anonim ortaklıkların iktisap ettikleri kendi pay senetleri için iktisap değerlerini karşılayan tutarda yedek akçe ayırma zorunluluğu getirilmiştir (Otlu ve diğerleri, 2014).

1.5.2. Sermaye Piyasası Kanunu’na Göre Temettü Dağıtımı

Ülkemizde halka açık anonim şirketlerin kâr dağıtımına ilişkin düzenlemeler Sermaye Piyasası Kanununa göre yapılmaktadır.

SPK’nın yayımladığı Kâr Payı Tebliği’ne (II-19.1)⁶ istinaden SPK tarafından yayımlanan Kâr Payı Rehberi’ne⁷ göre *Kâr Payı Dağıtımına İlişkin Genel Esaslar* aşağıda belirtilmiştir:

- a) Ortaklıklar, kârlarını genel kurulları tarafından belirlenecek kâr dağıtım politikaları çerçevesinde ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak genel kurul kararıyla dağıtır.
- b) Kâr dağıtım politikasında; kâr payı dağıtılıp dağıtılmayacağına, dağıtılacak ise ortaklar ve kâra katılan diğer kişiler için belirlenen kâr payı dağıtım oranlarına ve bu oranların uygulanacağı hesap kalemine (örneğin net dönem kârı ya da sermaye) yer verilir.
- c) Kâr dağıtım politikasında, kâr payının nakit ve/veya bedelsiz olarak dağıtılacağı hususunda da bilgi yer alır. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıkların kâr payını tam ve nakit olarak dağıtmaları zorunludur. Dağıtım işlemine en geç

⁶ 23 Ocak 2014 Tarih ve 28891 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır

⁷ Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni No:2014/02’de yayımlanmıştır.

dağıtım kararı verilen genel kurul toplantısının yapıldığı hesap dönemi sonu itibarıyla başlanmalıdır.

- d) Kâr payı, dağıtımına karar verilen genel kurul toplantısında karara bağlanmak şartıyla eşit veya farklı tutarlı taksitlerle ödenebilir. Taksit sayısı genel kurul tarafından veya genel kurul tarafından açıkça yetkilendirilmesi şartıyla yönetim kurulu tarafından belirlenir. Taksitli ödemede II-19.1 sayılı Kâr Payı Tebliği'nin (Tebliğ) 5 inci maddesinde yer alan hükümlere uyulur. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar taksitle kâr dağıtımını yapamaz.
- e) 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'na (TTK) göre ayrılması gereken yedek akçeler ile esas sözleşmede veya kâr dağıtım politikasında pay sahipleri için belirlenen kâr payı ayrılmadıkça; başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine, ortaklık çalışanlarına ve pay sahibi dışındaki kişilere kârdan pay dağıtılmasına karar verilemez. Ayrıca kâr dağıtım politikasında pay sahipleri için belirlenen kâr payı nakden ödenmedikçe bu kişilere kârdan pay dağıtılamaz.
- f) 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 136 ncı maddesinin beşinci fıkrası uyarınca, payları halka arz yoluyla satılan bankaların dağıtacakları kâr payına ilişkin esaslar kendi özel mevzuatına tabidir.
- g) Dağıtılması öngörülen kâr payı tutarının tamamı, ancak yasal kayıtlarda (Vergi Usul Kanunu'na göre tutulan kayıtlarda) mevcut net dağıtılabılır kârdan veya diğer kaynaklardan karşılanabildiği sürece dağıtılabilecektir. Bir başka deyişle, dağıtılacak kâr payı tutarında üst sınır, yasal kayıtlarda yer alan ilgili kâr dağıtım kaynaklarının dağıtılabılır tutarıdır.
- h) Tebliğin 7 nci maddesinin üçüncü fıkrasında yer alan ve payları Borsada işlem görmeyen ortaklıkların kar payı dağıtım muafiyetine ilişkin hesaplamada, yasal kayıtlarda yer alan net dağıtılabılır dönem karının Kurulumuz düzenlemeleri uyarınca düzenlenen finansal tablolar üzerinden hesaplanan birinci kar payı tutarından düşük olması durumunda, yasal kayıtlarda yer alan net dağıtılabılır dönem karının da dikkate alınması gerekmektedir.

Söz konusu Kâr Payı Rehberi'ndeki örnek Kâr Dağıtım Tablo açıklamalarıyla birlikte Ek-1'de verilmiştir. Yine söz konusu rehberde bahsi geçen Kâr Dağıtım Tablosu Tablo 1.1.'de verilmiştir.

Tablo 1.1. Kâr Dağıtım Tablosu

	GRUBU	TOPLAM DAĞITILAN KÂR PAYI		TOPLAM DAĞITILAN KÂR PAYI / NET DAĞITILABİLİR DÖNEM KÂRI	1 TL NOMİNAL DEĞERLİ PAYA İSABET EDEN KÂR PAYI	
		NAKİT (TL)	BEDELSİZ (TL)	ORANI (%)	TUTARI (TL)	ORANI (%)
NET	A					
	B					
	TOPLAM				-	-

Pay Geri Satın Alma: SPK ayrıca şirketlerin pay satın alma işlemlerine yönelik düzenlemeleri de Geri Alınan Paylar Tebliği⁸ (II-22.1) ile yapmıştır. Buna göre, ortaklıkların bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde geri alınan paylarının nominal değeri, daha önceki alımlar dâhil ortaklıkların ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşamaz.

Ayrıca, şirketlerin geri alım amacını, geri alım için ayrılan fonun tutarını ve kaynağını, geri alınabilecek azami hisse sayısını, hisselerle ödenecek alt ve üst fiyat limitlerini ve daha başka hususları da içerecek şekilde bir geri alım programı hazırlamalarını ve bunu şirket yönetim kurulu onayına sunmadan en az 15 gün evvel şirket internet sitesi aracılığıyla kamuya duyurmalarını istenmektedir. Genel kurul, bu program üzerinde değişiklik yaptığı takdirde yine yapılan değişikliklerin de kamuya duyurulması zorunludur. Ayrıca, genel kurul onayından geçmiş olan geri alım programı üzerinde geri alım sürecinde şirket genel kurulu tarafından değişikliğe gidildiği takdirde de özel durum

⁸ 03 Ocak 2014 Tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

açıklaması ile bu hususlar yine kamuya paylaşılacak zorundadır. Şirketin geri alım programı sona erdikten sonra yine şirketin geri alınan hisselerin sayısı, tutarı, ne kadar fiyat ödendiği gibi hususları 5 iş günü içerisinde kamuya paylaşması istenmiştir. Bunun dışında program sürecinde de geri alım işlemi yapıldığı günlerde bu işlemlerin detayı hakkında kamuya bilgi verilmesi şart koşulmuştur. Geri alım işlemlerine başlanmasından 2 gün önce de yine şirketin kamuya bilgilendirme yapması istenmiştir

Şirketlerin hisse geri alım emirleri verirken uymaları gereken işlem kuralları da özellikle ABD'deki güvenli liman kuralları ile benzerlikler göstermektedir. SPK getirdiği düzenlemeyle şirketlerin açılış seansı ve 1. seansın son 15 dk. sı ile 2. seansın ilk ve son 15 dakikasında geri alım vermelerini yasaklamıştır. Ayrıca, geri alım için verilen fiyat emrinin mevcut fiyat emirlerinden veya hissenin en son gerçekleşen satış fiyatından yüksek olması da engellenmiştir. Son olarak, şirket tarafından bir günde geri alımı yapılacak hisse miktarı, hisselerin son üç aydaki günlük işlem miktarı ortalamasının en fazla %25'i ile sınırlanmıştır (Aktan, 2012, p. 131).

SPK Kanunu'yla belirlenen diğer bir hususta hisseleri elinde tutan şahıs veya kurumların ne zaman temettü elde etmeye hak kazanacağı konusudur. Daha önce açıklandığı gibi, temettünün dağıtımını genel kurul kararı ile yasal hale gelmektedir. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 19. maddesinde yer alan "Halka açık ortaklıklarda kâr payı, dağıtım tarihi itibarıyla mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit olarak dağıtılır" ifadesi bu duruma açıklık getirmektedir.

1.5.3. Gelir Vergisi Kanunu'na Göre Temettü Dağıtım

Ülkemizde, zaman zaman kâr payından ve sermaye kazancında elde edilen gelirlere yönelik değişiklikler yapılabilmektedir. 2014 Yılı sonu itibarıyla yürürlükte olan GVK Madde 94/6 hükümlerine göre tevkifat (kesinti) uygulamaları şu şekilde olmaktadır.

1. Tam mükellef Kurumlarda Gelir Vergisi Tevkifatı Uygulaması:

- a) Tam mükellef kurumlar tarafından sadece tam mükellef gerçek kişilere dağıtılacak kâr paylarından tevkifat yapılmaktadır.
- b) Tam mükellef kurumlardan tam mükellef kurumlara dağıtılacak kâr payları iştirak kazancı niteliğinde olmalarından dolayı tevkifata konu değildir.

- c) Kurum kazançlarından istisna olsun olmasın tevkifat, kârın dağıtılması aşamasında yapılmaktadır (GVK 94. md 1-6).
- d) Halka açık ya da halka açık olmayan şirketlerden elde edilen kâr paylarına uygulanan tevkifat oranı, 23.07.2006 tarihinden itibaren %15'dir.

2. Tam Mükellef Kurumlar Tarafından Dağıtılan Kâr Paylarının Tarafları

- a) Tam mükellef gerçek kişilere,
- b) Gelir ve kurumlar vergisi mükellefi olmayanlara,
- c) Gelir ve kurumlar vergisinden muaf olanlara,
- d) Dar mükellef gerçek kişilere,
- e) Gelir vergisinden muaf olan dar mükelleflere,

dağıtılan kâr payları %15 oranında gelir vergisi tevkifatına tabidir. 2014 Yılı sonu itibariyle geçerli vergi oranlarına ilişkin tablolar Ek-2'de verilmiştir.

1.6. Uygulamada Temettü Politikası: Dünyadaki ve Türkiye'deki Yönelimler

Bu bölümde dünyada ve Türkiye'de şirketlerin uygulamada hangi temettü dağıtım politikalarını ve yöntemlerini benimsedikleri, bu kararları etkileyen faktörler ve genel yönelimleri belirlemeye yönelik yapılan çalışmalardan örnekler verilecektir.

1.6.1. Dünyadaki Yönelimler

Yöneticilerin temettü kararlarına yönelik ilk ve en önemli anketlerden birisi Lintner (1956) tarafından gerçekleştirilmiştir. Lintner akademik ve popüler finans literatüründen derlediği bilgilerle temettü kararlarında önemli olduğunu düşündüğü firmanın büyüklüğü, ekipman harcamaları, dış kaynak kullanma istekliliği, hisse temettülerin kullanılması, kazançların istikrarı ve kontrol gruplarının sahipliği gibi 15 adet parametre belirlemiştir.

Sonrasında, borsada işlem gören 600'den fazla sınıai şirket belirlemiştir. Bu şirketlerden 28 tanesini seçtiği parametreleri test etmek için kullanmıştır. Söz konusu şirketlerin temettü kararlarını veren finanstan sorumlu genel müdür yardımcıları, direktörleri gibi üst düzey yöneticileri ile bir dizi görüşmeler yapmıştır (Ronald ve diğerleri, 2000:122-126).

Bu görüşmelerde sorduğu sorulardan temettülerdeki değişimin, kendisinin temettünün boyutundan daha önemli bir parametre olduğu sonucuna varmıştır. Ayrıca, yöneticilerin temettüleri değiştirmek konusunda ve temettülerin gereğinden fazla artırılması konusunda belirgin bir tutuculukları olduklarını gözlemlemiştir. Yöneticilerin ortak görüşü yatırımcıların istikrarlı bir oranı tercih ettikleri ve istikrarlı büyüyen şirketlere karşı primli bir değerlendirme içinde oldukları şeklindedir. Benzer şekilde, yöneticiler yatırımcıların temettülerde düşüşleri de olumlu değerlendirmediklerini düşünmektedirler. Temettüde artış sadece yönetimin bu durumun gelecekte de sürdürülebilir olduğuna inandığı zaman yapılabileceğine inanılmaktadır. Bu nedenle, cari dönemdeki temettü kararının da geleceğe dönük kazanç tahminleri önemli bir rol oynamaktadır. Temettülerdeki azalış ise ancak yönetimin şirketin içinde bulunduğu olumsuz şartların kısa sürede üstesinden gelemeyeceğini düşündüğü durumlarda uygulanabilir. Diğer durumlarda, yöneticiler temettülerde ki azalışa karşı isteksizdirler.

Lintner kazançların, temettü kararlarındaki yatırım gereklilikleri de dâhil bütün faktörler arasında en baskın faktör olduğu sonucuna varmıştır. Ayrıca, Lintner mülakatları sırasında şirketlerin çoğunluğunun ideal ya da hedef ödeme oranları belirlediklerini anlamıştır. Bu ödeme oranların da hissedarların hisse sahipliği oranında temettülerden de makul bir oranı sahip olması gerektiği inanişından yola çıkarak hisse başı temettünün hisse başı kazancına oranı şeklinde olabileceğine yönelik genel bir kanı olduğunu keşfetmiştir. Lintner, bu hedef ödeme oranlarının %20 ile %80 arasında değiştiğini ancak 50%' nin en yaygın oran olduğunu bulmuştur.

Hedef ödeme oranlarının yanı sıra, şirketler bu hedef oranlara ulaşmak için belli bir ayarlama hız faktörü de kullanmaktadırlar. Bu ayarlama oranları 1/6 ile 1/2 arasında değişmektedir. Bu konu bir örnekle şöyle açıklanabilir. ABC şirketinin bir önceki yıl hisse başına 6,25 TL olan kazancından 2,50 TL'sini temettü olarak dağıttığını varsayalım. ABC şirketinin hedef ödeme oranının %40 ve ayarlama hızının da 30% olduğunu da varsayalım. Eğer ABC şirketinin cari yıldaki hisse başına kazancı 8,00 TL'ye çıkmışsa; $8,00 \text{ TL} \times$ hedef ödeme oranı $= 8 \times 0,40 = 3,20 \text{ TL}'yi$ hedef temettü olarak dağıtması gerekirdi. Ancak, şirket bu durumda öngörülen 0,70TL'lik artışın $(3,20 - 2,50)$ ancak ayarlama hız faktörü kadar olan kısmı yani $0,70 \times 0,30 = 0,21 \text{ TL}'lik$ kısmı kadar daha önceki temettüde artış yapmayı hedeflemektedir. Sonuç olarak, şirket cari yılda $2,50 \text{ TL} + 0,21 \text{ TL} = 3,71 \text{ TL}'lik$ bir hisse başı temettü ödemeyi hedefleyecektir.

Yöneticiler, hedef ödeme oranlarını ve ayarlama faktörlerini zamanla geliştirmektedirler. Bu parametreler, başka faktörler birlikte, şirketin büyüme imkânları, yatırım fırsatlarının dönemsel hareketleri, çalışma sermayesi ihtiyaçları ve iç nakit akımları gibi faktörler dikkate alınarak belirlenmektedir. Bu parametreler bir kere belirlendikten sonra yöneticiler bu oranları mümkün olduğunca uzun süre korumaya çalışmaktadırlar. Lintner, iç nakit akımlarının hem temettüleri hem de yatırım gerekliliklerini karşılayamadığı durumlarda yöneticilerin söz konusu yatırımcıların gerekliliğini ciddi anlamda sorguladıklarını sonucuna ulaşmıştır. Yöneticiler yatırımları dış kaynaklarla finanse edebilirler, erteleyebilirler hatta iptal edebilirler. Bu gözlemler birlikte, Lintner, temettü kararlarının yatırım kararlarının bir yan ürünü olmadığı başlı başına önemli ve aktif bir karar olduğu sonucuna varmıştır.

Lintner bu çalışmasının sonucunda temettü karar prosesini temsil eden matematiksel bir model geliştirmiştir. Bu regresyon modeli aşağıda verilmiştir.

$$\Delta D_{it} = A_i + C_i (r_i E_{it} - D_{i(t-1)}) + U_{it}$$

Burada;

ΔD_{it} = i firması için, t-1 ile t dönemi arasında hisse başı temettüde görülen değişiklik

A_i = i firması için sabit terim

C_i = i firması için ayarlama hızı

r_i = i firması için hedef ödeme oranı

E_{it} = i firması için t döneminde hisse başı vergi sonrası kâr

$D_{i(t-1)}$ = i firması için bir önceki dönemde ödenen hisse başı temettü

U_{it} = i firması için t dönemindeki hata terimi

Lintner geliştirdiği bu modeli, gerçekleşmiş kurumsal temettü verileriyle test etmiş ve bu modelin yıldan yıla temettü değişimindeki varyasyonunu %85 oranında açıklayabildiğini göstermiştir ($R^2=\%85$). Önemli bir sonuçta sabit terimin (A_i) anlamlı ve pozitif çıkmasıdır. Bu yöneticilerin kazançlar düşse bile bilinçli bir şekilde temettüde

azaltmaya gitmemeye çalıştıkları göstermektedir. Bu sonuç, Lintner'in gözlemleriyle de uyumludur.

Sonuç olarak, modelinde gösterdiği gibi yöneticiler temettü konusunda şunları yapmaktadırlar.

- Mümkün olduğunca istikrarlı ve kademeli sürdürülebilir artışlar
- Uygun bir hedef ödeme oranı oluşturmak
- Mümkün olduğunca temettü azaltışlarından kaçınmak

Lintner, bu modelini değişik zaman dilimleri içinde test etmiş ve benzer sonuçlara ulaşmıştır. Diğer bir deyişle, model sadece özel bir zaman dilimde değil çok daha geniş bir zaman diliminde de geçerliliğini koruyabilmektedir.

Henri Serveas ve Peter Tufano⁹ tarafından 2006 yılında yapılan “The Theory and Practice of Corporate Dividend and Share Repurchase Policy”¹⁰ adlı çalışma kapsamında dünyanın çeşitli bölgelerinde faaliyet gösteren firmalarla bir anket gerçekleştirilmiştir (Serveas ve Tufano, 2006). Anket sonuçları aşağıda özetlenmiştir.

- a) Dünya genelinde, düzenli nakit temettüler en önemli dağıtım yöntemi olmaya devam etmektedirler. Ankete katılan 204 firmaya yöneltilen son beş yılda hangi temettü dağıtım yöntemini en az bir kere uyguladınız soruna firmaların %93’ü düzenli nakit temettü ödediklerini belirtirken, %39’u da hisse geri alım yöntemine başvurmuşlardır. Aynı şekilde, firmaların %25’i özel temettüler ödediğini, %13’ü hisse bölünmesi (split) ve ya ters bölünme (reverse split) yöntemi uyguladıklarını ve sadece %8’i hisse şeklinde temettü dağıttıklarını belirtmişlerdir.¹¹ Ankette ayrıca bölgesel farklılıklar da dikkat çekmektedir. Örneğin, Kuzey Amerika’da, hisse geri alım yöntemi (%95) neredeyse düzenli nakit ödeme yöntemiyle (%85) aynı öneme sahiptir.
- b) Firmalar dağıtım yöntemini seçerken aşağıdaki beş faktöre yaklaşık olarak aynı oranlarda ağırlık vermektedirler.

⁹ Henri Serveas, London Business School; Peter Tufano, Harvard Business School

¹⁰ Kasım 2014. <http://faculty.london.edu/hserveas/Corporate%20Dividend%20Policy%20-%20Full%20Paper.pdf>

¹¹ Not: Ankete katılan firmalar birden fazla seçeneği seçebilmektedirler.

- Sermaye piyasasına yollanan sinyal,
- Dağıtım mekanizmasının sağladığı esneklik,
- Muhasebe ile ilgili konular,
- Alternatiflerin vergi açısından verimlilikleri,
- Değişik yatırımcılar için cazip olabilmek.

Anket sonuçlar Şekil 1.2.'de gösterilmiştir.

Şekil 1.2. Temettü Dağıtım Yöntemini Etkileyen Faktörler

Factors	%4 or 5	N
Signalling	39%	152
Flexibility in changing level of distribution	36%	151
Tax efficiency of the alternatives	31%	156
Attractiveness to different investors	30%	149
Accounting implications	29%	154

Q5.3: "How important are the following factors in your choice between paying Regular Dividends, paying Special Dividends and Repurchasing Shares?" Scale is Not Important (0) to Very Important (5).

Kaynak: a.g.e. s.25

- c) Temettü ödeyen firmaların %75'inden fazlasının hedef temettü ödeme oranları vardır. Fakat temettü seviyesi belirlenirken bu oranlardan sapabilme konusunda isteklidirler. Firmalar temettü seviyelerini bu oranları düşürmek zorunda kalmayacakları seviyelere ayarlamaktadırlar. Ayrıca, firmalar açısından hisse başına temettü oranlarını istikrarlı ya da büyüyen seviyelerde tutmak önemlidir.
- d) Firmalar, küresel olarak yetersiz nakit akışlarıyla yüz yüze kaldıkları zaman, öncelikle olarak temettüleri kesmek, sonrasında ötelenebilir yatırımları durdurmak/ertelemek ve kredi limitlerine kadar borçlanmak gibi tepkiler vermektedirler. Temettülerin kesilmesi, temettü ödemelerinin hisse geri satın almalarına göre göreceli olarak sinyal gücünü azaltmaktadır.
- Bu konuda dikkate değer bir istisna Kuzey Amerika bölgesidir. Temettülerin kesilmesi sadece bütün diğer alternatifler bittikten sonra dikkate alınmaktadır.
- e) Firmalar ellerinde fazlalık olan fonları (excess funds) özel temettü olarak hissedarlarına dağıtmaktadırlar.

f) Firmaların hisse geri alım kararlarına etkileyen faktörler olarak aşağıdaki faktörler sıralanmaktadır:

- Fazlalık olan fonları hissedarlarına geri vermek
- Finansal kaldıracı arttırmak
- Kendi hisse senetlerinin geçici de olsa yanlış fiyatlanmış olma durumundan faydalanmak

Konuyla ilgili olarak JP Morgan yatırım bankası tarafından 2011 yılında yayımlanan “Dividends: The 2011 Guide To Dividend Policy Trends And Best Practices”¹² isimli çalışmada ise firmaların sınıfında en iyi temettü politikalarının oluşturulması için aşağıda belirtilen konuları dikkate almaları gerektiği belirtilmiştir.

- a) *Sermaye Planlaması (Capital Planning)*: Temettü ödemeleri ileri daha fazla artırımlara imkân vermeyecek şekilde yüksek belirlenmemelidir. Yatırımcıların istikrarlı seri artırımları ileride daha fazla artırımlara yer bırakmayacak şekilde yapılan bir büyük bir artırıma tercih edeceklerine inanılmaktadır.
- b) *Uzun dönemli sürdürülebilirlik (Long-Term Sustainability)*: Tahmin edilebileceği üzere, yatırımcılar istikrarlı temettü dağıtım politikası izleyen firmaları tercih etmektedirler. İstikrarlı temettü ödemediği kastedilen temettülerin düzenli bir şekilde arttığı ve kesilme riskinin az olduğu durumlardır. Temettülerin istikrarlı olup olmadığının anlaşılması için firmanın tarihi nakit akışları, simülasyon tabanlı firmaya özel zarar/dezavantaj analiziyle birlikte değerlendirilmelidir. Firmalar fazlalık olan fonlarını likiditeyi attırmak, borçlarını ödemek, hisse geri alımı yapmak ve nadir durumlarda da özel temettüler için kullanabilirler.
- c) *Yatırımcı tercihleri (Investor Preferences)*: Yatırımcı tercihleri, ülkeden ülkeye, sektörden sektöre, farklı vergi uygulamalarına ve zaman göre değişiklik gösterebilmektedir. Yatırımcıların cari dönemdeki tercihleri firmanın uzun dönemli politikalarını dikta etmemeli ancak karar vericiler cari dönemlerde ki tercihleri de dikkate almalıdırlar. Firmaların izlediği temettü politikaları,

¹² Ocak 2015.

https://www.jpmorgan.com/cm/BlobServer/Dividends_The_2011_Guide_to_Dividend_Policy_Trends_and_Best_Practices.pdf?blobkey=id&blobnocache=true&blobwhere=1320534214692&blobheader=application%2Fpdf&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs

zamanla temettüye bağımlı bir yatırımcı portföyü oluşturabilir. Temettülerin kesilmesi, bu yatırımcılar tarafından olumsuz olarak algılanacaktır. Firmanın içinde bulunduğu nakit akışı, sürdürülebilirlik gibi koşullar daha düşük bir temettü ödeme politikasını gerektiriyorsa, izlenecek en iyi yaklaşım, temettü ödeme oranlarını hemen düşürmeyerek, hedeflenen ödeme oranına zamana yayılan düşüşlerle ulaşmaktır.

- d) *Temettünün Büyüklüğü:* Temettü veriminin uzun dönemli bir temettü politikasının göstergesi olarak kullanılması, yöneticilerin fiyat değişimleri üzerinde kontrolü olmamasından dolayı tavsiye edilmemektedir. Temettü ödemelerinin başlatılmasında ya da arttırılmasında temettü ödemelerinin büyüklüğü değerlemeye etki edecek oranlarda olması gerektiğine inanılmaktadır.
- e) *Benzer firmalarla karşılaştırmalı değerlendirme (Benchmarking to peers):* Karşılaştırmanın, gelecekteki kazançlar ve nakit akımları üzerinden belirlenecek ödeme oranı, temettü verimi ve temettüye karşılık hisse geri alımı gibi parametreler dikkate alınarak yapılması tavsiye edilmektedir. Ayrıca, karşılaştırma yapılırken benzer büyüklük, büyüme ve finansal esnekliğe sahip firmalar dikkate alınmalıdır.

Bu konuda son zamanlarda yapılan çalışmalardan birisi de Alon Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey ve Roni Michaely'in 2003 yılında 384 finans yöneticisiyle görüşmeler yaparak temettü ve hisse geri alım politikalarına yönelik temel faktörleri belirlemeye yönelik "Payout Policy In The 21st Century" adlı çalışmadır. Bu çalışmanın sonuçlarına göre, yöneticiler için temettülerin sürdürülmesi temettülerin arttırılması ya da temettü verilmeye başlanması kararlarına göre çok daha önem arz etmektedir. Genel olarak, sermaye bütçeleme kararının yanında nakit temettü ödemesi kararı çok daha önemsiz bir karar olarak görülmektedir. Bu çalışmanın sonuçlarına göre, yöneticiler, artık zamanla istikrarlı hale gelmiş, artışlarının uzun dönemli sürdürülebilirliğe bağlandığı temettülerin kesilmesine karşı eski dönemlere göre son derece isteksizlerdir.

Temettüleri arttırmak yerine birçok firma hisse geri satın alımını bir alternatif olarak kullanmaktadırlar. Birçok yönetici hisse geri satın alım yoluyla temettü ödemesinin yatırımların optimize edilmesine daha iyi fırsat verdiği düşüncesiyle daha esnek olduğuna inanmaktadır. Yöneticiler hisselerinin düşük değerlendirildiğini düşündükleri zamanda

hisse başı kazanç oranını etkilemek amaçlı olarak hisse geri alım programları uygulamaktadırlar bunun piyasaya pozitif bir sinyal gönderdiğini düşünmektedirler.

Finans yöneticileri özellikle küçük yatırımcı olarak tanımlanabilecek yatırımcı sınıfının vergi dezavantajına rağmen temettüyü hisse geri alımına tercih ettiklerine inanmaktadırlar. Diğer yandan ise, kurumsal yatırımcıların, temettü ile hisse geri alma arasından belirgin bir tercihleri olmadığına inanmaktadırlar (Brav ve diğerleri, 2005).

1.6.2. Türkiye'deki Yönelimler

1988-2002 yılları arasında IMKB 30¹³ endeksine dahil olan şirketlerle yapılan bir diğer çalışmada ise ampirik araştırmalar, gözlemler ve finans yöneticileriyle yapılan söyleşiler, firmaların temettü dağıtım oranlarını ve tutarlarını belirlerken aşağıda sıralanan faktörleri göz önünde bulundurduklarını ortaya koymaktadır (Tuncer, 2007:628-630).

1. *Yatırım Fırsatları:* Yüksek büyüme oranına sahip ve elinde pozitif Net Bugünkü Değerli bol sayıda proje olan firmalar, yatırım fırsatları sınırlı olan firmalara oranla çok daha az temettü dağıtırlar. Öte yandan, büyüme oranı düşük, net nakit girişleri ise yüksek olan firmaların temettü dağıtım oranları yüksek olur.

2. *Faaliyet (iş) riski derecesi:* şirketler temettü ödemelerinde kesinti yapmayı sevmeyizler. O nedenle satışları ve faaliyetlerden sağlanan nakit girişleri ciddi, konjonktürel dalgalanmalar gösteren firmalar temettü oranını düşük tutar. Bunun nedeni durgunluk ve kriz dönemlerinde temettü miktarını azaltma zorunluluğunu en aza indirmektir. Bu nedenle satışları ve kârları istikrarlı olan firmalar daha fazla temettü dağıtabilirler.

3. *Şirketin hissedar kompozisyonu:* Firmanın temettü politikası hissedarların temettü-sermaye kazancı tercihlerine uygun olmalıdır. Her müşteri grubu, en az öteki müşteri grubu kadar iyi kabul edilse bile, mevcut hissedarlar sermaye kazancını tercih eden (ki bunlar kişisel gelir vergisi oranları yüksek olan hissedarlardır) kişiler ise bunlara yüksek tutarlı temettü dağıtmanın hiçbir anlamı yoktur.

4. *Likidite durumu:* Firmanın likidite durumu temettü dağıtımını üzerinde son derecede etkilidir. Dolayısıyla likit varlıkları fazla olan ve para ve sermaye piyasalarından fon sağlamada zorluk çekmeyen firmalar daha cömert temettü dağıtım oranlarına sahip

¹³ Bugünkü BIST 30

olabilirler. Kârlılık ve büyüme oranları çok yüksek olan öyle firmalar olabilir ki, bunlar fonlarını duran varlıklara ve stoklara bağlamış olduklarından likidite sorunu yaşıyor olabilirler. Bu gibi firmaların temettü oranları düşük olacaktır.

5. *Firmanın kontrolü:* Bir şirketin mevcut hissedarları şirket yönetimini ellerinde tutmak istiyorsa, temettü dağıtım oranı azalacaktır. Zira temettü dağıtıldığı takdirde, yeni hisse senedi çıkarmak zorunluluğu ile karşılaşmak olasılığı yüksektir. Bu durumda ise mevcut hissedarların şirketi kontrol gücünde bir azalma olacaktır.

1986-2007 yılları arasında İMKB’de işlem gören sanayi şirketlerinde temettü ödeyen şirketlerin sayısındaki değişimler, temettü ödemelerinde şirket büyüklüğünün etkisi ve kazanç ve temettü yoğunlaşması gibi konuların araştırılması amacıyla Adaoğlu (2008) tarafından gerçekleştirilen çalışmada şirket büyüklüğü etkisi ve yüksek fakat istikrarlı olmayan bir temettü ve kazanç yoğunluğu bulunmuştur. Örneğin, 2006 yılında temettü ödemesi yapan 83 şirket arasında ödedikleri temettü tutarı açısından ilk beş sırada bulunan şirketler toplam ödenen temettünün % 49,50’sini ödemişlerdir. Bu oran ilk 10 şirket dikkate alındığında %62,45’e çıkmaktadır.

Bunun yanı sıra, ilgili dönemde temettü ödeyen şirketlerin toplam şirketlerin içerisindeki payında önemli düşüşler gözlenmiştir. Bu durum özellikle 1994-2003 mali yıllarında daha da belirgindir. 1994 yılında temettü ödeyen şirketler toplam şirketlerin %80’ini oluştururken, bu oran 2003 yılında % 22’ye kadar düşmüştür. Diğer bir deyişle, söz konusu dönemde borsada işlem gören şirketlerin sayısında önemli artış olmakla birlikte temettü ödeyen şirketlerin sayısında aynı seviyelerde bir artış gözlenmemektedir. Bu sayıca azalmaya karşın, yüksek kazanç ve temettü yoğunluğu sonucunda, artan kazançlarla beraber 2003 mali yılından itibaren nominal ve reel toplam temettü seviyesinde önemli bir artış tespit edilmiştir. Örneğin, 2002 yılında ödenen 753 Milyon TL temettüye karşılık 2006 yılında 2.854 Milyon TL temettü ödenmiştir.¹⁴ Bu bulgular, dünyada özellikle A.B.D. gibi gelişmiş ülkelerdeki bulgularlar benzerdir.

Söz konusu çalışmanın diğer bulgularından birisi de 1994 yılından itibaren uygulanmaya başlanan hisse temettü uygulamasının nakit temettünün yerini ikame edemediğini ve şirketlerin bilançolarında zarar olmaları durumunda herhangi bir şekilde

¹⁴ Mayıs 2003 reel fiyatlarıyla

temettü vermemeyi tercih ettikleri yönündedir. Bu durum İMKB’de işlem gören sanayi şirketlerinin temettü ödeme politikalarında kazançlardaki oynamalar nedeniyle bir istikrarsızlık olduğu ve temettü ödemelerinin cari yıldaki kazançlara son derece bağımlı olduğu inancını desteklemektedir.

2003-2006 yılları arasında İMKB’de işlem gören ve temettü ödeyen firmaların yöneticilerinin temettü dağıtımlarına dair algılarını belirlemek üzere Arslan (2008) tarafından yapılan anket çalışmasında ise firma yöneticilerinin temettü politikalarını belirlerken en önemli unsurun temettü süreci olduğunu ortaya konulmuştur. Burada temettü süreci ile firma yöneticilerinin piyasanın temettü dağıtım oranının istikrarlı olmasından çok temettü dağıtım miktarının istikrarlı olmasını değerli buldukları, firmanın temettülerinin firma gelirlerinin sürdürülebilir değişimlerine dayalı olarak değişim gösterebileceği ve temettü ödemelerinin istikrarlı bir seyir izlemesi gerektiğine yönelik inançları kastedilmektedir.

Söz konusu çalışmada diğer unsurlar olarak temettü ödemelerinin firma değerine etkisi ve temettü ödemelerinin sürekliliği belirlenmiştir. Ancak, firmanın yatırımlarını tamamladıktan sonra temettü dağıtması ve yeni sermaye yatırımlarına yaptığı harcamaların genel olarak dağıtılan temettü miktarını etkilediği gibi alt başlıklardan oluşan temettü ödemesinin zamanlamasının önemli bir kıstas olduğuna dair bir anlamlı bir bulgu elde edilememiştir.

Bu konuda son zamanlarda Türkiye’de yapılan çalışmalardan birisi de Cizre (2013) tarafından, şirketlerin temettü politikalarını belirleyen etmenlerin araştırılmasına yönelik çalışmadır. Söz konusu çalışma 1989-2010 yılları arası 22 yıllık dönemde Türkiye’deki halka açık şirketlerin nakit temettü ödemelerinin frekans, hacim ve belirleyicileri üzerine ampirik bulgu sunmaktadır. Ampirik bulgular İMKB’de temettü politikasının başlıca belirleyicisinin o yıl elde edilen gelir olduğunu göstermektedir. Birinci temettü dağıtımı ile ilgili yasal düzenlemeler ve geçmiş yıl zararları nakit temettünün zaman eğilimini açıklığa kavuşturmaktadır. Temettünün yaşam döngüsü teorisine uygun olarak İMKB’de büyük, kârlı, kazanılmış sermayesi ve nakdi daha çok, borçluluğu daha az olan şirketler ödeme yapmaktadır. Temettü ödeyen şirketlerin yatırım olanaklarının daha az olduğu gözlenmekle beraber temettü ödeme kararı ile yatırım olanakları arasındaki ilişki ön plana

çıkılmamaktadır. Temettü ödeme kararı halka açıklık oranına dayanmamakta, yabancı pazar yatırımcısı payı ile ilişki göstermektedir.

Görüldüğü gibi Türkiye’de de dünyadakine benzer yönelimler vardır. Örneğin, nakit temettü ödemesi genel olarak diğer bütün ödeme şekillerinden daha yaygın bir biçimde kullanılmaktadır. Ayrıca, dünyadaki yönelimlere benzer olarak, Türkiye’de de temettü ödeyen firmaların borsalarda işlem gören toplam firma sayısına olan oranı zamanla azalmaktadır. Diğer bir deyişle, az sayıda kazancı yüksek olan firma, ödenen temettülerin büyük kısmını karşılamaktadır. Ancak, bu durum dünya genelinde olduğu gibi Türkiye’de de işlem görmeye başlayan yeni firmaların henüz yaşam döngülerinin başında olmaları sebebiyle sermaye ihtiyaçlarının fazla olması ve dolayısıyla temettü dağıtımına sıcak bakmamaları ve büyümeye odaklanmalarından kaynaklandığı ileri sürülebilir. Bunlara ek olarak, yasal düzenlemelerdeki değişikliklerin de bu oran üzerinde etkisi olduğu düşünülebilir.

Yönelimlerdeki benzerliklerin yanı sıra bazı farklılıkların olduğu da gözlenmektedir. Örneğin, A.B.D. gibi gelişmiş piyasalarda hisse geri alım programları son yıllarda popülaritesini hızla arttırmışken Türkiye’de bu konu henüz daha başlangıç aşamasındadır. Diğer bir farklılıkta, gelişmiş ülkelerde istikrarlı temettü dağıtım politikaları uygulamalarının yaygınlıkla görülmesine karşın, Türkiye’de kazançlardaki dalgalanmalara paralel olarak temettü ödemelerinde farklılıklar görülebilmektedir. Bu durum, Türkiye gibi son 20 yılda birçok ekonomik krizle karşılaşmış bir ülke için normal karşılanabilir.

II. BÖLÜM

TEMETTÜ İLE HİSSE SENEDİ FİYATI VE GETİRİLERİNE YÖNELİK LİTERATÜR TARAMASI

Finans literatüründe kâr dağıtım politikasının hisse senedi değerini etkileyip etkilemediği konusu halen tartışmalı konulardan birisidir. Bu konuyla ilgili birçok değerlendirme modelleri ve teoriler geliştirilmiştir. Literatür incelendiğinde bu konuda temel olarak iki temel görüşün olduğu görülmektedir. Bunlardan birincisi kâr dağıtım politikasının hisse senedinin fiyatını ve dolayısıyla şirketin piyasa değerinin etkilemediğini ileri süren Merton Miller ve Franco Modigliani'nin İlişkisizlik Teorisi (Dividend Irrelevance Theory) olarak adlandırılan görüşleridir. Diğeri ise, bu görüşün tam tersini ileri sürerek kâr dağıtım politikasının hisse senedinin fiyatı üzerinde etkili olduğunu savunan John Lintner ve Myron Gordon'un görüşleridir.

Bunlara ilaveten Vergi Tercihi Teorisi'nde ise temettüden alınan vergilerin aynı fonların şirket içinde bırakılması durumunda daha az vergilendirilmiş olacağı varsayımıyla, düşük temettü ödemeleri yapmanın şirketin hisse değerine olumlu etki yapacağı savunulmaktadır. Ayrıca, literatürde bu görüşlerinin yanı sıra temettü politikalarının diğer unsurlarını da inceleyen bir nevi yukarıda belirtilen görüşleri tamamlayan, temettü konusunun başka yönlerine de açıklamaya çalışan çeşitli çalışmalarda vardır.

Temettü üzerine çalışmalar, özellikle temettü politikalarının hisse senedi fiyatlarına olan etkileri altmış yıla yakın bir süredir araştırma konusu olmakla beraber bu hususta halen tam bir görüş birliği bulunmamaktadır.

2.1. İlişkisizlik Teorisi

Modigliani ve Miller (1961) ("MM") tarafından öngörülen İlişkisizlik Teorisi'ne göre mükemmel sermaye piyasası (perfect capital markets), rasyonel davranış (rational behavior) ve mükemmel belirlilik (perfect certainty) ile tanımlanabilecek ideal bir ekonomide temettü politikasının şirketin değerine bir etkisi olmayacağını savunmuşlardır (Miller ve Modigliani, 1961). Yukarıda belirtilen ideal ekonomi varsayımlarını ise aşağıdaki şekilde tanımlamışlardır.

Mükemmel Sermaye Piyasası: Hiç bir hisse alıcısı ya da satıcısının hisselerin mevcut fiyatını önemli derecede etkileyecek büyüklükte bir işlem yapma yeteneğinin olmadığı, bütün piyasa oyuncularının, hisselerin mevcut fiyatlarına ve hisselerin ilgili tüm diğer karakteristiklerine yönelik tam, eşit ve ücretsiz erişiminin olduğu, alım satım veya yeni hisse çıkarma işlemleri için herhangi bir komisyon ya da herhangi bir ücret ödenmesinin söz konusu olmadığı, ya da başka bir deyişle aracılık maliyetlerinin olmadığı, kârların şirket içinde bırakılması, temettü olarak dağıtılması ve kişilerin temettü kazancı veya sermaye kazancı arasında vergi farkının olmadığı ya da kısaca vergilerin olmadığı bir sermaye piyasası olduğu varsayılmaktadır.

Rasyonel Davranış: Yatırımcılar her zaman daha fazla refahı daha az refaha tercih ederler ve aynı zamanda yatırımcılar açısından kendi refahlarının artmasının nakit kâr payı ödenmesi veya sahip oldukları hisselerin piyasa değerlerinin artması şeklinde olması arasında bir fark yoktur.

Mükemmel Belirlilik: Yatırımcılar piyasadaki tüm şirketlerin gelecek yatırım programları ve gelecek kârlarının ne olacağını tam olarak öngörebilmektedirler.

Ayrıca, yatırım politikalarının temettü politikalarından bağımsız olduğu diğer bir ifadeyle yatırımların sabit kabul edildiği de varsayımlar arasında sayılabilir.

Yukarıda bahsedilen varsayımların ışığında Modigliani ve Miller, herhangi bir hisse senedinin fiyatı belirlenirken her bir hisse senedinin getirisinin (temettü ve sermaye kazancı toplamı) bütün hisse senetleri için belirli bir zaman aralığında aynı olması gerektiği prensibiyle hareket edilmesi gerektiğini belirtmişlerdir. Bu yaklaşıma da temel değerlendirme prensibi (fundamental principle of valuation) demişlerdir. Bu prensip aşağıdaki şekilde formüle edilmiştir.

$d_j(t)$ = j şirketi tarafından, t zaman diliminde hisse başı ödenen temettü,

$p_j(t)$ = j şirketinin t zaman dilimi başındaki hisse senedi fiyatı, (t-1'deki temettü hariç)

ise j firmasından bağımsız, her bir j şirketi ve t zaman dilimi için aşağıdaki formülün geçerli olması gerekir.

$$\frac{[d_j(t) + p_j(t+1) - p_j(t)]}{p_j(t)} = \rho(t) \quad (1)$$

veya

$$p_j(t) = \frac{[d_j(t) + p_j(t+1)]}{1 + \rho(t)} \quad (2)$$

Tersi durumda, düşük getirili hisse senetlerini ellerinde tutanlar refah düzeylerini arttırmak için bu hisseleri satarak elde ettikleri gelirleri getirisi daha yüksek olan hisse senetlerinin alımı için kullanabilirler. Bu süreç düşük getirili hisse senetlerinin fiyatlarını düşürürken benzer şekilde getirisi yüksek hisse senetlerinin fiyatlarını da yükseltecektir. Bu süreç getiriler arasındaki farklar elimine edilene kadar devam edecektir.

Yukarıdaki 2 numaralı eşitlik hisse senedinin değerini göstermekte olup eğer şirketin toplam değeri gösterilmek istenirse, j firmasından bağımsız, 2 numaralı eşitlik yeniden aşağıdaki gibi düzenlenebilir.

$n(t)$ = t zaman dilimi başındaki kayıtlı hisse senedi miktarı,

$m(t+1)$ = t zaman diliminde, temettü hariç $p(t+1)$ kapanış fiyatından satılan yeni hisse sayısı (eğer varsa)

$$n(t+1) = n(t) + m(t+1)$$

$V(t)$ = $n(t) p(t)$, şirketin toplam değeri

$D(t)$ = $n(t) d(t)$, t zaman diliminde hissedarlara ödenen toplam temettü miktarı

ise

$$V(t) = \frac{[D(t) + n(t) p(t+1)]}{1 + \rho(t)}$$

$$V(t) = \frac{[D(t) + V(t+1) - m(t+1) p(t+1)]}{1 + \rho(t)} \quad (3)$$

olmaktadır.

Söz konusu eşitliğin bu şekilde yazılmasının avantajı, cari temettülerin üç şekilde şirketin cari değerini $V(t)$ ya da şirketin hisse senedi fiyatını $p(t)$ nasıl etkilediğinin daha açık şekilde gösterilebilmesidir.

Cari temettüler, şirketin cari değerini açık bir şekilde eşitlikteki ilk terim olan $D(t)$ vasıtasıyla direkt olarak etkilemektedir. Ayrıca, eşitlikten görülebileceği gibi temettü kararı

hisse fiyatını “ $-m(t+1)p(t+1)$ ” terimi vasıtasıyla ters yönde etkilemektedir. Buradan da temettü dağıtım probleminin neden var olduğu anlaşılabilir.

Bu durumda, yatırım kararının temettü politikasından bağımsız olduğu veya diğer bir deyişle sabit kabul edildiği varsayımıyla, şirket için yatırımı finanse etmek için en iyi strateji hangisi olacaktır: Temettüleri düşürmek ve yedek akçelere güvenmek mi yoksa temettüleri yükseltmek ve yeni hisseler çıkarmak mı?

Yukarıda tanımlanmış olan ideal dünyada bu soruların cevabı aslında basittir. Her iki etki birbirini götürülecek ve sonuçta t zaman diliminde uygulanacak temettü dağıtım politikası hisse fiyatının üzerinde herhangi bir etkisi olmayacaktır. Bunun gösterilmesi için $m(t+1)p(t+1)$ çarpımının $D(t)$ bakımından ifade edilmesi gerekmektedir.

$I(t)$ = Şirketin yatırım miktarı (sabit) ya da duran varlıklardaki artış, t zaman diliminde

$X(t)$ = Şirketin toplam kârı, t zaman diliminde

Dışarıdan temin edilmesi gereken sermaye

$$= m(t+1)p(t+1)$$

$$= I(t) - [X(t) - D(t)] \quad (4)$$

Eğer (3) numaralı eşitlikte (4) numaralı eşitliği kullanırsak $D(t)$ yok olacak şirketin t zaman dilimi başlangıcındaki değerini aşağıdaki şekilde elde edebileceğiz.

$$V(t) = n(t)p(t)$$

$$V(t) = \frac{[X(t) + I(t) + V(t+1)]}{1 + \rho(t)} \quad (5)$$

Görüldüğü gibi yukarıdaki eşitlikte $D(t)$ direk olarak görülmemekte ve $X(t)$, $I(t)$, $V(t+1)$ ve $\rho(t)$ terimleri $D(t)$ 'den bağımsız oldukları için (ya varsayım olarak ya da doğal olarak) şirketin cari değerinin şirketin cari temettü kararından bağımsız olduğu sonucuna ulaşılabilir. Bu şekilde devam edilerek $V(t)$ 'nin gelecekteki herhangi bir temettü kararından etkilenmeyeceği de gösterilebilir (Miller ve Modigliani, 1961:414).

MM ayrıca mükemmel belirlilik varsayımını kaldırdıklarında ya da belirsizlik durumunda alternatif olarak kullanılabilir olan borçlanma olasılığının olması durumunu da incelemişler ve aynı sonuçlara ulaşmışlardır. Yani, mükemmel belirliliğin olmadığı

durumda da şirketin izlediği temettü politikasının şirketin hisse senedi fiyatına ve dolayısıyla şirketin piyasa değerine bir etkisi yoktur (Miller ve Modigliani, 1961:428-429).

Black ve Scholes (1974), yaptıkları çalışmada yüksek temettü verimi olan şirketlerle düşük temettü verimi olan şirketlerin vergi öncesi ve sonrası beklenen getirilerini incelemişler ve sonuç olarak her iki şirket kategorisinde de beklenen getirinin diğerinden daha iyi olacağını gösterilemeyeceği sonucuna ulaşmışlardır (Black ve Scholes, 1974).

Modigliani-Miller yaklaşımına birçok eleştiri gelmiştir. Öncelikle olarak, bu teori belirtilen varsayımlar dâhilinde geçerlidir ve bu varsayımlar pratikte ve gerçek hayatta geçerli değildirler. Kâr payları ve sermaye kazançlarının farklı vergi oranlarına sahip olması, kâr paylarının hisse senedinin geri toplanarak dağıtılmasına neden olur. Hisse senedi alım satımında vergi ve benzeri yükümlülüklerden oluşan aracılık maliyetleri, işletmelerin finansman gereksinimlerini karşılamak için sermaye piyasasını kullanması ile oluşur. Bu maliyetlerin yüksekliği hisse senedi fiyatını olumsuz etkiler. Bu nedenle, kâr payı dağıtım politikasındaki değişimler, işletmenin pazar değerinin değişmesine neden olur. İkinci olarak, asimetrik bilginin olmaması tam rekabet piyasaları için geçerli olmaktadır. Ancak, piyasalar tam anlamı ile mükemmel olmadığından yöneticiler ve işletme ile ilgilenen diğer gruplar arasında önemli çıkar uyumsuzlukları olabilmektedir.

Piyasaların tam mükemmel olmamasına neden olan diğer unsurlar, sermaye yapısı ve temini ile ilgili koşullar ve sınırlamalar, temsil problemleri ile hissedarların farklı beklentileri olarak sıralanmaktadır. Bu sebeple, kâr paylarını kullanarak, dışarıdaki grupların asimetrik bilgiden doğan dezavantajları giderilmekte ve piyasanın doğurduğu olumsuz koşullar engellenebilmektedir (Omağ, 2007:117).

2.2. Eldeki Kuş Teorisi

Miller and Modigliani (1961) bir önceki alt bölümde de belirtildiği gibi yaptıkları çalışmalarda o yıllarda geçerli olan anlayışa karşı olarak temettü dağıtımının hisse senedi getirisinde bir etkiye sahip olmadığını ileri sürmüşler ve bu görüşleri söz konusu makalenin yayınlandığı yıllarda oldukça yankı bulmuştu. Finans teorisyenleri ve kurumsal yöneticiler yatırımcıların temettü kazancını sermaye kazancına tercih ettiklerini ve şirketlerin hisse senetlerinin piyasa fiyatını cömert bir temettü dağıtım politikası

belirleyerek artıracaklarını ya da en azından bunu destekleyebileceklerini düşünmekteydiler. O yıllarda temettü politikaları için en popüler olan düşünce “Eldeki Kuş” (Bird-in-the-Hand) teorisiydi. Bu teoriye göre eldeki kuş daldaki kuş’tan daha iyidir çünkü daldaki kuş (şirkette bırakılan kârlar) uçabilir/kaçabilir dolayısıyla garantisi yoktur ama eldeki kuş (dağıtılan temettü) garantidir ve yatırımcılar tarafından tercih edilir (Rodoplu, 2008:16).

Gordon (1963) ve Lintner (1962) Eldeki Kuş Teorisi’ni destekleyenler arasında en bilinen akademisyenlerdendir. MM’e karşı en büyük eleştirileri yatırımcıların temettü kazancı ile sermaye kazancı arasında kayıtsız olduğuna dair varsayımlarıdır. Eldeki Kuş Teorisi’ne göre yatırımcılar açısından temettü eldeki kuş, sermaye kazancı ise daldaki kuştur ve her zaman eldeki bir kuş, daldaki kuştan daha iyidir çünkü gelecek belirsizlik içerir. Yöneticilerin şirkette bırakılan fonları daha kârlı alanlara yatırım yapacaklarına dair kuşkular, gelecekte ekonomide oluşabilecek olumsuzluklar gibi yatırımcı açısından yatırımlarının riskini artıran birçok faktör zaman içerisinde gerçekleşebilecektir. Dolayısıyla, yatırımcılar, belirsizlik durumunda ya da diğer bir deyişle Mükemmel Belirliliğin olmadığı durumlarda bugün dağıtılan temettüyü gelecekteki potansiyel sermaye kazançlarından daha az riskli görmektedirler ve temettü kazancını sermaye kazancına tercih etmektedirler. Bunun doğal sonucu olarak yüksek temettü dağıtan şirketlere olan talep artmakta ve bu şirketler daha değerli hale gelmektedir.

Gordon (1963:265-266), MM’in söz konusu teorisinin kendi varsayımları altında doğru olabileceğini ancak öncelikli olarak belirsizlik durumunda daha öncede belirtildiği gibi sermaye kazancı ile temettü kazancı arasında kayıtsız kalmayacağını ve ayrıca MM’in aksine $t = 1$ zamanında yeni hisselerin çıkarılacağı beklentisinin $t=0$ zamanındaki fiyatlara olumsuz yansıtacağını ileri sürmüştür.

Bir şirketin $t = 0$ ile biten zaman diliminde Y_0 kadar kazanç elde ettiğini ve bu kazancın tamamını temettü olarak dağıttığı ve bu durumun aynı şekilde sonraki yıllarda da devam edeceği ve dışardan bir finansman kullanmayacağı varsayımıyla şirketin hisse senedinin değerine yönelik aşağıdaki formül kurulabilir¹⁵.

¹⁵ Bu formül, bir hissenin değeri gelecekte vereceği temettülerin net bugünkü değerine eşittir şeklinde açıklanabilecek Gordon Büyüme (Growth) Model’ine dayanmaktadır.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{Y_0}{(1+k)^t} = \frac{Y_0}{(1+k)^1} + \frac{Y_0}{(1+k)^2} + \dots \quad (1)$$

Burada,

P_0 = Hisse senedinin $t = 0$ anındaki değeri

k = yatırımcıların hisseden bekledikleri kâr oranı ya da P_0 fiyatını Y_0 ile eşleyen iskonto oranı olarak tanımlanabilir.

Şirketin $t = 0$ zamanında $Y_1 = Y_0$ kadar kazancını temettü olarak dağıtmayıp şirket içinde tutacağını ve $t = 1$ zamanında bununla yatırım yapıp, bu yatırımdan $k = Y_0 / P_0$ oranı kadar getiri sağlayacağını ve sonraki dönemlerde ($t = 1$ dahil) bütün kazancını temettü olarak dağıtacağı varsayılarak yukarıdaki formül tekrar aşağıdaki şekilde yeniden yazılabilir.

$$P_0 = \frac{0}{(1+k)^1} + \frac{Y_0 + kY_0}{(1+k)^2} + \frac{Y_0 + kY_0}{(1+k)^3} + \dots \quad (2)$$

Bu şekilde temettülerin dağıtımı zaman içerisinde değişmiş oldu. Yukarıdaki eşitlikteki kY_0 teriminin k ile iskonto edilmesi sonucunu verecektir. Dolayısıyla, temettülerin zamanlamasının değişmesinin fiyat üzerinde bir etkisi olmayacak ve P_0 değişmeyecektir. Genel olarak, bir işletme hisse fiyatlarında bir değişiklik olmadan, yatırım getirisi (r) yatırımcıların hisse senedinden beklediği getiriye (k) eşit olma şartıyla belirtilen herhangi bir dönemde kazançlarının belli bir bölümünü temettü olarak dağıtmayıp yatırıma yönlendirebilir. Eğer herhangi bir yatırım için $r > k$ ise, P_0 yükselecek, ancak bu durumda yükselişin sebebi temettü dağıtımlarının zamanlamasının değişimi değil yatırım kârlılığı olacaktır.

Bu iki temel önermeden yola çıkarak yatırımcının t zaman dilimindeki temettüyü t 'den bağımsız olmayan bir k_t iskonto oranıyla indirgediği önerilebilir. Ayrıca, riskin yeterince büyük olduğu ve/veya risk zamanla yeterince hızla artarsa, k_t , t ile birlikte artar.

Dolayısıyla, bu durumda $k_t > k_{t-1}$ olacaktır. Sonuçta, temettü politikası hisse fiyatını etkilemektedir. Yukarıdaki (2) numaralı eşitliktekine benzer bir yaklaşımda bu durumda hissenin fiyatının aşağıdaki gibi olduğu söylenebilir.

$$P_0^* = \frac{0}{(1+k_1)^1} + \frac{Y_0 + kY_0}{(1+k_2)^2} + \frac{Y_0 + kY_0}{(1+k_3)^3} + \dots \quad (3)$$

Yatırımcı $t=0$ zamanında Y_0 'dan vazgeçmiş ve karşılığında her yıl kY_0 almış ancak bu durumda, almış olduğu kY_0 'leri k_t ($t=2 \rightarrow \infty$) iskonto oranından indirgemiş sonuç olarak, daha önceki durumlardan farklı olarak, eline Y_0 'dan daha düşük bir değer geçmiştir. Dolayısıyla, $P_0^* < P_0$ ve temettü politikası fiyatı etkilemiştir. Ayrıca, söz konusu k_t 'lerin averajının da k 'dan büyük olduğu gösterilebilir. Genel olarak, yakın temettülerin düşürülüp uzak temettülerin artırılması k_t 'lerin ağırlığını değiştirmiş ve bu da onların averajını arttırmıştır (Gordon, 1963:266-268).

Eldeki Kuş teorisi hem yatırımcı hem de şirket için olmak üzere iki fırsat oranı (marjinal yatırım oranı) olduğu esasıyla çalışmaktadır. Eğer şirketin fırsat oranı, yatırımcının fırsat oranından büyükse, şirketin kazançlarının %100'ünü şirket içinde bırakması gerekir. Diğer yandan, yatırımcının fırsat oranı, şirketin fırsat oranından yüksek ise bu durumda da şirketin kazançlarının tamamını temettü olarak yatırımcılarına ödemesi gerekir. Eğer bu iki oran mükemmel sermaye piyasalarında olduğu gibi eşit ise, temettü ödeme oranının bir sonucu yoktur. Sonuç olarak, söz konusu iki oranın eşit olduğu mükemmel sermaye piyasaları varsayımından dolayı MM İlişkisizlik Teorisi'nin Eldeki Kuş Teorisi'nin özel bir durumu olduğu söylenebilir (Rodoplu, 2008:20).

Gordon bu ilişkiyi aşağıdaki varsayımlar dâhilinde şu şekilde göstermiştir.

- Şirket her bir gelecek zaman diliminde kazançlarının b kadar oranını şirkette bırakacaktır
- Her bir gelecek zaman diliminde yatırımlardan r kadar getiri elde edecektir
- Mevcut sermaye yapısı korunacaktır (borç/öz sermaye oranı)
- Dışardan bir fonlama olmayacaktır

$$P_0 = \frac{(1-b) Y_0}{k-br}$$

Ayrıca, k 'nin b 'den bağımsız olduğu ve yatırımın kârlılığını nötrleştirmek için $r = k$ varsayılın. Bu modelde temettü b oranıyla temsil edilmektedir. Yukarıdaki eşitlikte $r = k$ konursa;

$$P_0 = \frac{(1 - b) Y_0}{k - bk}$$

$$P_0 = \frac{(1 - b) Y_0}{(1 - b)k}$$

$$P_0 = \frac{Y_0}{k}$$

elde edilir.

Görüldüğü gibi, tıpkı MM İlişkısizlik Teorisi'nin savunduğu gibi hisse fiyatı P_0 temettü b 'den bağımsızdır (Gordon, 1963:270).

Gordon (1959:102), ayrıca temettü politikası ve firma değeri arasındaki ilişkiyi fiyat ile temettü ve şirkette bırakılan kazançlar arasında regresyon analiziyle araştırmıştır. Temettü değişkeni için istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir katsayı bulmuş ve temettüler ile firma değeri arasında pozitif bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Eldeki Kuş Teorisi'ni destekleyici yönde başka çalışmalar da yapılmıştır. Örneğin, Litzenberger ve Ramaswamy (1982:429), CAPM kullanarak temettü ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemişler ve beklenen getiri ile temettü verimi arasında pozitif ve lineer olmayan bir ilişki bulmuşlardır.

Diğer yandan, bu teoriye yönelik ciddi eleştirilerde olmuştur. Miller ve Modigliani (1961:414) ve Bhattacharya (1979), Gordon'la aynı fikirde olmayıp, bu teoriyi "Eldeki Kuş Hikâyesi" (bird-in-the-hand fallacy) olarak nitelendirmişlerdir.

2.3. Vergi Tercih Teorisi

Temettü politikalarının hisse fiyatlarına etkisi olduğunu savunan diğer bir teori ise Litzenberger ve Ramaswamy (1979) tarafından geliştirilen vergi etkileri üzerine dayanan Vergi Tercih Teorisi'dir (Tax Preference Theory). Aslında bu teori, daha önce Miller ve Modigliani (1961) tarafından ilk defa bahsedilen Müşteri Etkisi (Clientele Effect) hipotezinin vergi boyutunu ele alan bir yaklaşımdır.

Temettü dağıtım politikasının etkisine vergilendirme oranı açısından bakan bu görüşe göre, yatırımcılar sağlayacağı vergi avantajı nedeniyle düşük kâr payı ödemesini tercih edebilirler. Yatırımcı vergi öncesi kârdan çok vergi sonrası eline geçecek gelirlere ilgilendirir. Bazı ülkelerde uygulanan vergi yasalarına göre, kâr payı ödemelerinden, sermaye gelirinine göre yüksek oranda vergi alınabilir. Kişiler kâr payı ödemelerinden yüksek oranda vergi vermektan kaçınmak amacı ile kârın işletmede alıkonarak daha düşük vergi oranı uygulanan sermaye gelirleri olarak kendilerine ödenmesini tercih edebilirler. Her iki gelir arasında ödenecek vergi oranı açısından önemli ölçüde fark olmasa da kâr payı karşılığında ödenecek vergi kâr payı dağıtıldığı an ödenirken, sermaye geliri için vergi ödemesi ancak hisse senetleri satıldığı an gerçekleşir. Bu gerekçe de kişilerin daha düşük oranda kâr payı almayı tercih etmelerine neden olabilir. Yatırımcı hisse senetlerini satmayarak sermaye kazançlarının gerçekleşmesini erteleyebilir (Karaca, 2007:105-106). Yatırımcının böyle bir ertelemeyden kazancı, vergi oranlarının ileride de aynı oranlarda olacağı varsayımıyla, efektif sermaye kazancı vergi oranının paranın zaman değerinden dolayı düşmesidir. Efektif sermaye kazancı oranı, mevcut oranların elde tutulacak ilave yıllar boyunca vergi sonrası risksiz faiz oranıyla iskonto edilmesiyle bulunabilir (Berk ve DeMarzo, 2007: 542).

Sermaye kazancının temettü kazancına göre daha yüksek vergilendirildiği durumlarda, hissedarlar şirketlerin nakit temettü dağıtmak yerine hisse geri alımlarıyla daha az vergi ödeyebilirler. Temettü dağıtmak yerine hisse geri alım politikasının uygulanması neticesinde vergiden edilen tasarruf şirket değerini artırır. Sonuç olarak, bu durumda optimal temettü politikası hiç nakit temettü ödemesi yapılmamasıdır (Berk ve DeMarzo, 2007:543).

Söz konusu vergi tasarrufu, şirketin sermaye maliyeti açısından da açıklanabilir. Şöyle ki, nakit temettü ödemesi yapan firmalar hisse geri alımı uygulayan firmalarla aynı tutarda vergi sonrası getiri sağlayabilmek için, riskin aynı olduğu durumda, daha çok vergi öncesi getiri sağlamak zorundadırlar. A.B.D.'de birçok şirket söz konusu vergi dezavantajına rağmen nakit temettü ödemelerine devam etmiş ve bu durum Black (1976) tarafından "Temettü Bilmecesi" (Dividend Puzzle) olarak adlandırılmıştır.¹⁶

¹⁶1971 ve 1978 yılları arasında A.B.D.'de uygulanan sermaye kazancı vergi oranı %35 iken nakit temettü vergi oranı %70'dir

Temettü hakkında vergi ilişkili literatürün temel amacı vergi etkisinin varlığını araştırmak olmuştur. Vergilerin kâr payı ödemelerini etkilemesi ile ilgili olarak finans literatüründe iki tür yaklaşım bulunmaktadır. İlk yaklaşım, CAPM'e dayalı çalışmalardır. Bu yaklaşımda, yüksek kâr payı dağıtan hisse senetleri ile düşük kâr payı dağıtan hisse senetleri karşılaştırılır. Ayrıca, yüksek kâr payı dağıtan hisse senetlerinin yüksek vergi öncesi getiriye sahip olup olmadıkları konusu incelenir. Bunun nedeni, nakit kâr payı gelirinin yüksek efektif vergiye tabi olmasıdır. Bu yaklaşım temel alınarak yapılan çalışmalar belirli bir sonuca ulaşamamıştır. Bununla beraber, ampirik çalışmaların varlığına rağmen, nakit kâr payı ödemelerinin hisse senetlerinin vergi öncesi beklenen getirisinde artışa neden olduğu halde yöneticilerin tercihlerinin bu yönde oluşması konusunda da yeterli sonuç elde edilememiştir. Bu çerçevede, kâr paylarının dağıtılmaması, hisse senetlerinin fiyatlarının yükselmesini ve öz sermaye maliyetinin azalmasını sağlar (Omağ, 2007:125-126) .

CAPM tabanlı bu çalışmalar literatürde ayrıca Statik Müşteri Modelleri olarak da adlandırılmaktadırlar. Bu modellerde yatırımcı sadece bir kez işlem yapabilmektedir. Dolayısıyla, yatırımcı, diğer her şeyin sabit tutulduğu durumda, vergiyi minimize etmek için yatırımları için uzun dönemli bir karar vermek zorundadır. Bu konuda “al ve tut” CAPM tabanlı çalışmalara örnek olarak, Litzenberger ve Ramaswamy (1979), Litzenberger ve Ramaswamy (1982), Black ve Scholes (1974), Miller ve Scholes (1982), ve Elton ve Gruber (1970) verilebilir. Statik yaklaşımda, yatırımcıların sadece bir kez işlem yapma hakkı vardır, ya temettüsüz işlem günü (ex-day) ya da bir önceki günde (cum-day) işlem yapabilirler. Bu yaklaşımda, işlem masraflarının çok fazla olduğu ya da vergi ödemelerinin sıfıra düşürüldüğü durumlarda daha uygundur (Allen ve Michaely, 2003:358-359).

Yukarıda da belirtilen vergisel farklardan dolayı, yatırımcıların bu vergisel farkların etkisini minimize etmek için uygulayabilecekleri bazı stratejiler vardır. Örneğin, yüksek temettü vergisi ödeyecek olan yatırımcılar temettüsüz gün öncesi ellerindeki hisseleri satıp, temettüsüz günde tekrar alabilirler. Düşük vergi diliminde olanlar ya da hiç vergi vermeyenler tersini yapabilirler. Dolayısıyla, özellikle temettüsüz gün ve öncesinde hisse senetleri fiyatları ve işlem hacimlerinde aşırı bir hareketlenme görülebilir. Ancak, hisse senetlerinin satılması konusunda belirli bir yatırımcı tercihinin olmaması ve piyasanın dengede olabilmesi için hisselerin öyle fiyatlanmaları gerekir ki yatırımcıların her iki

durumda da aynı getiriye sağlayabiliyor olmaları ve bireylerin marjinal vergi yükümlülüklerinin her iki stratejide de aynı olmalıdır. Elton ve Gruber (1970), yatırımcıların, işlem masraflarının olmadığı ve risk nötr oldukları varsayımıyla aşağıdaki denklemi oluşturmuşlardır:

$$P_B - t_g(P_B - P_0) = \bar{P}_A - t_g(\bar{P}_A - P_0) + D(1 - t_d)$$

Burada;

P_B = Hisse fiyatı, temettüsüz gün öncesi (cum-dividend)

\bar{P}_A = Beklenen hisse fiyatı, temettüsüz gün (ex-dividend)

P_0 = Hissenin ilk edinildiği zamanki fiyatı

D = Temettü tutarı

t_g = yatırımcının sermaye kazancı vergi oranı

t_d = yatırımcının temettü kazancı vergi oranı

Denklemin sol tarafı, yatırımcının hisseyi P_0 değerinden aldığı varsayımıyla, hisseyi temettüsüz gün öncesi satması durumunda eline geçecek geliri göstermektedir. Sağ taraf ise hisseyi temettüsüz günde satması durumunda eline geçecek geliri göstermektedir. Denklem sadeleştirilerek aşağıdaki hale getirilebilir.

$$\frac{P_B - \bar{P}_A}{D} = \frac{1 - t_d}{1 - t_g}$$

Yukarıda eşitliğin sağlandığı durumda, yatırımcılar vergi etkisini minimize etmek için temettüsüz gün öncesi almak/satmak ve temettüsüz günde satmak/almak gibi herhangi bir işlem yapmak konusunda kayıtsız olacaklardır. Ancak, \bar{P}_A 'nın çok yüksek veya düşük olması durumunda potansiyel alıcı ve satıcılar alım ve satış işlemlerinin zamanlamasını piyasadaki fiyatlar dengeye gelinceye kadar değiştirecekler. Fiyat düşüşünün kâr payına oranı, $\frac{P_B - \bar{P}_A}{D}$, marjinal hissedarların marjinal vergi durumlarının iyi bir göstergesi olarak alınabilir ve bu oran izlenerek vergi oranları hakkında kestirimlerde bulunabilir.

Elton ve Gruber (1970), bu denklemi ve fiyat düşüşünün kâr payına oranını kullanarak yaptıkları çalışmalarda vergi etkisi olduğuna dair kuvvetli kanıtlara ulaşmışlardır. Litzenberger ve Ramaswamy (1982) temettünün firma değeri üzerinde

etkisi olduđu sonucuna ulařmıřken, Black ve Scholes (1974) aynı sonuca varamamıřtır. Black ve Scholes (1974) ve Miller ve Scholes (1982), sermaye kazancının daha dűřük vergilendirildiđi durumlarda bile temettű ile hisse getirisi arasında herhangi bir iliřkinin olmayacađını savunmuřtur.

İkinci yaklařım, hisse senedi fiyatının temettűsűz iřlem tarihindeki deđiřimini konu almaktadır. Temettűsűz iřlem tarihinden önce alınan hisse senetleri, sahibine sonraki dönemde ödenecek kâr payını almayı sađlar. Hisse senetlerinin temettűsűz iřlem tarihinden sonra alınması durumunda, hisse senedinin önceki sahibi kâr payını almaktadır. Buna paralel olarak, hisse senetlerinin temettűsűz iřlem tarihine yakın bir zamanda satılması durumunda vergilendirme problemi ortaya çıkmaktadır. Bunun nedeni, temettűsűz iřlem tarihinden önce satılacak hisse senedinin kâr payı ile birlikte sermaye kazancı sađlarken, bu tarihten sonra satılacak hisse senedinin fiyatının dűřmesi ile nakit kâr payı getirisi sađlamasıdır. Hisse senedi fiyatında, kâr payı ödemesi kadar dűřű olduđu takdirde, hisse senedi temettűsűz iřlem tarihinden önce satılmaktadır. Böylece, sermaye kazancı elde edilirken, vergi öncesi getiri de artırılmıř olmaktadır. Kâr payı veya sermaye kazancı tercihi, temettűsűz iřlem tarihinde, hisse senedini fiyatının, kâr payı ödemesinden daha az dűřmesi durumunda önemini kaybetmektedir. Dolayısıyla, yatırımcıların kr payından elde ettikleri yűksek vergi öncesi getiri, kâr paylarının vergilemeden dođan olumsuz etkisini dengeleyen bir unsur olarak ön plana çıkmaktadır. Temettűsűz iřlem gűnűnde, hisse senedi fiyatlarındaki dűřűn kâr payı miktarından az olması, kâr payı deđerlemede verginin etkili olduđunu göstermektedir (Omađ, 2007:126).

Bu tűr yaklařım dinamik model yaklařımı olarak da adlandırılabilir. Yukarıda bahsi geçen dinamik modellerden farklı olarak bu modellerde yatırımcı deđiřik zamanlarda farklı pozisyonlar alabilmektedir. Bu modeller risk, vergi ve iřlem masraflarını da dikkate almaktadırlar. Bu konuyla ilgili ilk alıřma Miller ve Scholes (1978) tarafından yapılmıřtır. Miller ve Scholes (1978) yatırımcıların vergi yűkűmlűlűklerinden kaçınmak için uygulayabilecekleri stratejiler bulunduđunu ve műkemmел sermaye piyasalarında vergilerden tamamen kaınılabileceđini ileri sűrműşlerdir. Bu gözlem temettű politikalarının iliřkisizliđini hatırlatır gibi grűnse de pratikte bu tűr stratejileri uygulamanın maliyeti bunları ampirik olarak anlamlı yapmak için çok yűksektir.

Ampirik olarak dinamik modellerin en çok ilgili olduğu alan temettüsüz gün civarında yapılan alım ve satımlardır. Kalay (1982) ile başlayarak birçok çalışmada bu stratejilerin etkileri incelenmiştir. Bu çalışmalarda elde edilen kanıtlar vergilerin önemli olduğu ve riskin tamamen önlemediği ve işlem maliyetlerinin yüksek olduğu durumlarda temettü ödemelerinin düşürülmesi gerektiği ve sadece vergi açısından bakılırsa temettü ödemelerin minimize edilmesi gerektiğini söylemektedir. Ayrıca bulgular salt temettüyle ilişkili bir vergi müşterisinin olmadığını göstermektedir (Allen ve Michaely, 2003:368-369).

Şu ana kadar bahsedilen üç teori de tamamen farklı görüşleri savunmaktadır. MM temettü politikasının önemsiz olduğunu, Eldeki Kuş Teorisi temettülerin artırılması gerektiğini, Vergi Tercihi Teorisi ise temettüleri düşürmenin şirketin hisse senedi ve dolayısıyla piyasa değerini arttıracaklarını savunmaktadırlar. Bu birbirinden tamamen farklı görüşlerin hangisinin doğru olduğuna yönelik yapılan çalışmalarda kesin bir sonuca ulaşılamamıştır (Brigham ve Ehrhardt, 2013:555-556)

2.4. Bilgi İçeriği ve Sinyalleme Hipotezi

MM'in İlişkisizlik Teorisi'nin varsayımlarından birisi piyasadaki yatırımcılar ve şirket yöneticileri dâhil bütün oyuncuların şirketin gelecek yatırım programları ve gelecek kârlarının ne olacağı hakkında tam bilgiye sahip olduğu yönündeki varsayımdır. Gerçekte ise, yatırımcıların gelecekteki temettü ödemelerinin seviyesi ve belirlilik derecesi hakkında birbiriyle uyumlu olmayan fikirleri vardır. Bunun aksine, şirket yöneticileri ise şirketin gelecekteki kârlılığı ve temettü ödemeleri hakkında daha çok iyi bilgiye sahiptirler. Dolayısıyla, şirket yöneticileri ve yatırımcılar arasında gelecekteki temettüler ve şirketin geleceği hakkında asimetric bir bilgi durumu vardır.

Temettüdeki artışların genel olarak hisse fiyatlarını arttırdığı ve temettüdeki düşüşlerin ise hisse fiyatlarını azalttığı gözlemlenmiştir. Bu gözlem, yatırımcıların temettü kazancını sermaye kazancına tercih ettikleri şeklinde yorumlanabilir. Ancak, MM bu duruma farklı bir yorum getirmiştir. MM, çok yaygın bir kanı olan şirketlerin temettü azaltmalarına gitmek konusunda isteksiz oldukları dolayısıyla gelecekte yüksek kazanç öngörmedikçe temettüleri artırmayacaklarından yola çıkarak beklenilenden yüksek bir temettü artışının yatırımcılar için şirket yönetimin gelecekte daha iyi kazançlar öngördüğüne yönelik olumlu bir "sinyal olduğunu ileri sürmüşlerdir. Ters durumda ise

yani temettülerdeki beklenilenin altında artış veya daha kötüsü düşüş, şirket yönetiminin gelecekteki kazançlar konusunda kötümser olduğuna dair olumsuz bir sinyaldir. MM yatırımcıların temettü politikasındaki değişikliklere olan reaksiyonlarının yatırımcıların temettü dağıtılmasını kârların dağıtılmayıp şirket içinde kalmasına tercih ettikleri anlamına gelebileceğini savunarak temettü duyurularında önemli derecede bilgi, sinyal ve içerik olduğunu ileri sürmüşlerdir (Brigham ve Houston, 2014:557).

Bilgi İçeriği ve Sinyalleme Hipotezi, ya da bazı kaynaklardaki adıyla Bilgi İçeriği ve Sinyalleme Teorisi, temettüdeki değişikliklerin firmaların gelecekteki kazançları hakkında bilgi içerdiğini savunmaktadır. Bu görüşe göre, yöneticiler, temettüyü şirketin gelecekteki kârlılığı ve nakit akımları hakkında yatırımcılara bilgi vermek amaçlı kullanmaktadırlar. Temettü değişiklikleri firmanın gelecekteki kalıcı kazançlarında değişiklik olacağına dair önemli ve değerli bilgiyi yatırımcılara iletmektedir. Bu nedenle, temettü açıklaması hisse fiyatına yansımaktadır.

Temettünün bilgi içerdiği görüşü daha sonra Bhattacharya (1979), John ve Williams (1985) ve Miller ve Rock (1985) tarafından Sinyalleme Teorisi olarak formüle edilmiştir. Bu üç çalışmanın da altında yatan temel düşünce firmaların temettülerini firmanın gelecekteki beklentilerini sinyalleme için ayarladıkları varsayımdır. Temettüdeki artışlar genel olarak firmanın daha iyi performans göstereceğini sinyallerken, düşüşler iyi daha kötü bir performans göstereceğini sinyallemektedir. Bu modeller, genel olarak piyasadaki gözlemlerle uyumlu olup, firmaların neden kazançlarının büyük bir kısmını temettü olarak hissedarlarına dağıttıklarını açıklamaya yardımcı olabilirler (Allen ve Michaely, 2003:378).

Bhattacharya'ya (1979) göre temettü şirketin gelecekteki kazanç ve nakit akımları hakkında pay sahipleri ile yöneticiler arasındaki asimetric bilginin ortadan kaldırılması için kullanılan maliyetli bir mekanizmadır. Temettü artış açıklamaları firmanın gelecekteki kazanç ve nakit akımlarının artacağına bir göstergesidir (Gunalp ve diğerleri, 2010:51-52). Bu mekanizma maliyetlidir çünkü eğer firma öngördüğü seviyelerde kazançlara ulaşamazsa, daha maliyetli olan dışarıdan fon sağlama yoluna gitmek zorunda kalabilirler.

Miller ve Rock (1985), firmanın temettü, yatırım ve finansman kararlarından oluşan standart finans modelini, alım-satım (trading), asimetric bilgi ve firma yöneticilerinin firmanın cari kazançları hakkında firma dışındaki yatırımcılardan daha fazla bilgi sahibi

olduğu parametrelerini ekleyerek daha da geliştirmişlerdir. Geliştirdikleri modelle, bu eklenen parametrelerle birlikte tutarlı bir sinyalleme dengesinin oluşabileceğini ve bunun da genellikle standart bilgi ve/veya alım satımın olmadığı durumdaki optimal ulaşılabilir yatırım seviyesinin altında bir yatırıma yol açabileceğini göstermişlerdir. Bu durumda piyasa, temettü ödemelerini olumlu yorumlamakta ve bu da firma için optimal yatırım seviyesinin altında yatırım yapmak ve daha fazla temettü ödemek için teşvik edici bir unsur olmaktadır.

John ve Williams (1985) vergi faktörünü de dikkate alarak bir model geliştirmişler ve bu modelde de firma içindekilerin temettüleri optimal bir şekilde kontrol ettiği, firma dışındakilerin ise firmanın hisse senedi için doğru fiyatı ödedikleri bir sinyalleme dengesine ulaşılabilceğini göstermişlerdir. Bu modelle likidite ihtiyacı olan yatırımcıların vergilendirilmelerine rağmen hâlâ temettü ödemelerine önem verdiklerini göstermişlerdir.

Bilgi İçeriği ve Sinyalleme Teorisi'nin yapılan akademik çalışmalarda iki şekilde test edildiği görülmektedir. Birinci yöntemde, temettü ile gelecekteki kazanç ilişkisi analiz edilmektedir. Temettünün bilgi içeriği konusunda yapılan ilk ampirik çalışmalardan olan Watts (1973) beklenmedik temettü değişiklikleri ile gelecekteki kazançlar arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışma, beklenmedik temettü değişiklikleri ile gelecekteki kazançlar arasında zayıf da olsa bir ilişkiyi ortaya koymuştur. Bu teoriyi test eden çalışmalara, Fama vd. (1969), DeAngelo vd. (1996), Bernartzi vd. (1997) ve Grullon vd. (2002, 2005) örnek olarak gösterilebilir.

İkinci yöntemde ise temettü kararının açıklamasının normalüstü getiriye, diğer bir ifade ile fiyat değişikliğine neden olup olmadığı araştırılmaktadır. Aharony ve Swary (1980), Kalay ve Loewenstein (1985), Akhigbe ve Madura (1996) ve Travlos vd.'nin (2001) çalışmalarında temettü açıklamalarının önemli ölçüde fiyat etkisi yarattığı tespit edilmiştir. Watts (1973) ise temettü açıklamalarının normalüstü getiriye sebep olduğu sonucuna ulaşamamıştır. Ancak, çalışmasındaki verilerin günlük değil aylık olması ve kullandığı modelin uygun olmaması buna gerekçe olarak gösterilmektedir. Diğer taraftan Bernartzi vd. (1997) tarafından yapılan kapsamlı bir çalışmada, temettü artış açıklamalarının pozitif normalüstü getiriye ve temettü azalış açıklamalarının ise negatif normalüstü getiriye neden olduğu bulunmuştur. Temettünün açıklama etkisini test ederken karşılaşılan en önemli sorunun temettü açıklamalarının, eşanlı veya çok yakın zamanda

açıklanmış olan kâr veya hisse temettü açıklamalarından ayrıştırılamamasıdır. Aharony ve Swary (1980) bu sorunu aşacak ayrıştırmayı yaparak gerçekleştirmiş oldukları analizde temettünün önemli ölçüde fiyat etkisi yarattığını tespit etmişlerdir (Günalp ve diğerleri, 2010:52).

Temettülerdeki artış genellikle yönetimin şirketin geleceğiyle ilgili iyimser olduğunun sinyali olarak düşünülse bile, bu ayrıca yatırım fırsatlarının azlığının da bir sinyali olabilir. Örneğin, Microsoft'un 2003 yılında temettü dağıtmaya başlaması, piyasa tarafından, şirketin gelecekteki kazançlarının artacağından çok büyüme imkânlarının azaldığı şeklinde yorumlanmıştı. Benzer bir şekilde, bir firma temettülerini yeni pozitif Net Bugünkü Değer'li yatırım imkânlarından faydalanmak için kesiyor olabilir. Bu durumda, temettülerin azalması hisse fiyatlarında olumsuz değil de olumlu bir etki yapabilir. Genel olarak, temettüler yönetimin ne tip yeni bir bilgiye sahip olduğu bağlamında bir sinyal olarak değerlendirilmelidir (Berk ve DeMarzo, 2007:558).

Tıpkı temettü politikasına yönelik ortaya atılan diğer görüşlerde de olduğu gibi sinyalleme konusunda da yapılan ampirik çalışmalar karışık sonuçlar vermektedir. Temettü duyurularında bir bilgi içeriği olduğu açıktır. Ancak, temettü değişikliklerini takip eden fiyat değişikliklerinin sadece sinyalleme ya da hem sinyalleme hem de temettü tercihiyle açıklamaya çalışmak zordur. Bununla birlikte, şirketler temettü politikalarında bir değişiklik yapmayı düşündükleri zaman sinyalleme etkilerini de dikkate almalıdırlar (Brigham ve Houston, 2014:558)

2.5. Temsil Maliyeti ve Artık Fonlar Hipotezi

Özellikle A.B.D.'de yapılan çalışmalarda genellikle firmaların temettü ödemeleri yaptıkları zamanla eş zamanlı ya da yakın zamanlı olarak yeni hisse senedi çıkardıkları veya dışarıdan yeni borç aldıkları gözlemlenmiştir. Yeni hisse çıkarmanın ya da firma dışından fon temin etmenin maliyetli bir işlem olduğu düşünüldüğünde toplam kurumsal maliyetlerin minimize edilmesi ancak firma kazancının firma içerisinde daha iyi getiri getirecek yatırım fırsatlarının olmadığı durumlarda kazancın sadece temettü ödemesi yoluyla dağıtılmasıyla sağlanabilir. Daha önce de bahsedildiği gibi bu durumu açıklamaya yönelik çalışmalardan birisi temettülerin sinyal içeriği olduğunu savunan Bilgi İçeriği ve Sinyalleme Teorisi idi. Bu konuya açıklama getirilen bir diğer yaklaşım ise Temsil Maliyetleri ve Artık Fonlar Hipotezi olarak adlandırılacak yaklaşımdır. Bu yaklaşıma

yönelik yapılan en önemli çalışmalar, Jensen (1986) ve Easterbrook (1984) tarafından gerçekleştirilmiştir. Her iki çalışma da daha önce Jensen ve Meckling (1976) tarafından dile getirilen temsil problemi üzerine önemli gelişmeler kaydetmişlerdir.

Jensen'in de (1986) belirttiği gibi günümüzün kurumsal yöneticileri ile hissedarlar ve paydaşlar arasında karşılıklı bir çıkar çatışmasından bahsedilebilir. Söz konusu çatışmaları analiz eden ve Temsil Teorisi (Agency Theory) olarak adlandırılan çalışmalar finans ve iktisat literatüründe önemli bir yer tutmaktadır. Bu teoriye göre, yöneticiler hissedarların servetini maksimize etmek hedefini göz ardı edip kendi yönetsel hedeflerine öncelik verebilirler. Örneğin yöneticilerin ana hedeflerinin şirketlerini büyütmek olduğunu ileri süren görüşler vardır. Bu şekilde şirketlerini hızla büyüyen ve büyük organizasyonlara çeviren yöneticiler;

- a) Kendi iş garantilerini artıracaklar ve muhtemel bir satın alınmadan kendilerini koruyacaklar.
- b) Kendi güçlerini, statülerini ve maaşlarını artıracaklar ve
- c) Orta ve alt düzey yöneticileri için daha fazla pozisyonlar açılmasını sağlayacaklardır.

Yöneticileri, hissedarların çıkarlarına uygun hareket etmeye yönlendirecek bir takım yöntemler vardır. Örneğin, teşvik programları, kısıtlamalar ve cezalandırmalar. Bu tür uygulamalar yürürlükte olsa bile hissedarların yine de yöneticilerin hareketlerini tam olarak denetleyebilmeleri mümkün değildir. Hissedarlar bir takım ilave denetim mekanizmalarına ihtiyaç duyarlar. Kuşkusuz, bu tür ilave kontrollerin bir maliyeti vardır. Bu maliyetler, literatürde Temsil Maliyeti (Agency Cost) olarak adlandırılmaktadır. Genel olarak Temsil Maliyetleri üç başlık altında sınıflandırılmaktadır.

- a) Denetim masrafları
- b) Yöneticilerin davranışlarını sınırlamak için organizasyonun yapılandırılmasına yönelik yapılan harcamalar. Örneğin, dışarıdan yönetim kuruluna yatırımcılardan temsilci alınması
- c) Hissedarların uyguladığı birtakım kısıtlamalardan dolayı örneğin bazı kararların alınabilmesi için hissedarların onayının alınması gerekliliği gibi sınırlamalardan

dolayı yönetimin hissedarların faydasına olabilecek bir takım fırsatları kaçırmamasıyla oluşabilecek fırsat maliyetleri

Eğer hissedarlar hiç bir temsil maliyetine katlanmak istemezlerse yani sıfır temsil maliyeti yaklaşımını benimserlerse yöneticilerin bazı uygun olmayan kararlarından dolayı bir takım kayıplarla karşılaşmaları mümkündür. Tersi durumda ise yani hissedarların yöneticilerin bütün hareketlerini denetleyici bir yönetim tarzını belirlemeleri durumunda ise temsil maliyetleri artacak ve bu da sonuçta hissedarların servetlerinin azalmasına yol açacaktır. Dolayısıyla, her durumda hissedarların servetini maksimize edecek bir optimal temsil maliyetinin bulunması ve uygulanması gereği vardır.

Easterbrook' a göre (1984), şirketlerin temettü politikaları sermaye, vergi ve temsil maliyetlerini minimize edecek şekilde tasarlanmalıdır. Dolayısıyla, temettü politikaları temsil maliyetlerinin azaltılmasına etkin olarak kullanılabilir bir yöntemdir. Eastbrook (1984) yöneticilerin mükemmel bir temsilci olmadıkları varsayımıyla, hissedarların birtakım temsil maliyetine katlanmak durumunda olduklarını ve bu maliyetlerin en önemlilerinin denetleme maliyeti ve yöneticilerin riskten kaçınma yaklaşımlarının neden olduğu maliyetler olduğunu belirtmiştir.

Çok fazla hissedarı olan büyük firmalar için, bütün hissedarların tek tek veya bir araya gelerek yöneticilerin hareketlerini denetlemeye çalışmaları hem zordur hem de maliyetlidir. Bunun yerine, hissedarlar adına yetkili üçüncü kişilerin bu denetimi yapması hissedarların servetini artıcı bir etkiye yol açabilir.

Yatırımcılar değişik şirketlere yatırım yaparak risklerini çeşitlendirirken yöneticiler kendi servetlerinin büyük çoğunluğunun çalıştıkları firmaya bağlı olması nedeniyle yatırımcılardan daha farklı bir risk profiline sahip olabilirler. Dolayısıyla, bu tür yöneticiler riskli projelere göre getirisi daha düşük ama daha güvenli olan projelere yatırım yapmayı tercih edebilirler. Bunun yanı sıra, yöneticiler, firmanın risk seviyesini borç sermaye oranını da değiştirerek kontrol edebilirler. Düşük borç seviyeleri firmanın riskini dolayısıyla firmanın iflas etme ihtimalini azaltacaktır.

Eğer firma, sıklıkla dışarıdan fon bulmak zorunda kalırsa, söz konusu denetim ve riskten kaçınma sorunu azalacak ve firma daha az maliyete maruz kalacaktır. Firma dışarıdan borç aldığı veya yeni hisse senedi çıkardığı durumda, firmanın operasyonları, finansal durumu, yeni yatırımcılar, borsa aracı kurumları, düzenleyici kurumlar, analistler

ve borç temin edecekleri kuruluşlar tarafından sorgulanacaktır. Bu durum yöneticiler üzerinde ister istemez bir disiplin oluşturacaktır. Bu durumda, dışarıdan devamlı fon bulmak zorunda bırakılan yöneticilerin kendi çıkarları yerine hissedarların çıkarlarını gözeten bir yaklaşım izleme olasılığı bu durumda olmayan yöneticilere göre artacaktır. Sonuç olarak, firmanın yatırımlarının sabit olduğu varsayımıyla firma ne kadar çok temettü dağıtırsa daha çok dışarıdan fon bulmak zorunda kalacaktır. Dolayısıyla, yüksek temettü dağıtma oranları firmaları daha sıklıkla dış sorgulama ve denetime zorlayacak ve bu da temsil problemini azaltacaktır.

Jensen (1986) tarafından geliştirilen Artık Fonlar Hipotezi'ne göre artık fonlar, firmanın uygun sermaye maliyetiyle indirgenmiş pozitif net bugünkü değerli projelere fon ayırdıktan sonra elinde kalan fonlardır. Yöneticilerle hissedarlar arasındaki temettü dağıtma konusundaki çıkar çatışması özellikle çok miktarda artık fon üreten firmalarda daha fazladır. Daha öncede belirtildiği gibi çeşitli nedenlerle yöneticiler artık fonları tamamen kendileri kontrol etmek isterler. Yöneticilerin kontrolünde fazla artık fon bulunması, yöneticilerin gücünü arttırmakta ve negatif net bugünkü değere sahip projelere yatırım yapılması nedeniyle aşırı yatırım problemine neden olmaktadır. Ayrıca, artık fonlar, yöneticileri kendi çıkarları için gereksiz harcama yapmaya ve fonların şirket içerisinde verimsiz bir şekilde kullanılmasına yönlendirebilmektedir.

Dolayısıyla, sorun yöneticilerin kontrollerindeki fonları sermaye maliyetinin altında getiri sağlayacak projelere yatırım yapmaktan veya organizasyon içinde verimsiz işler için kullanmaktan caydırıp onları isteksizde olsalar fonları geri vermeleri için nasıl motive edileceğinin belirlenmesidir. Jensen (1986) temettünün yöneticilerin kontrolünde olan artık fonları azaltması ve dolayısıyla aşırı yatırım imkânlarının azaltılması nedeniyle temsil maliyetini düşüreceğinin ve firmanın piyasa değerini artıracaklarını ileri sürmüştür. Benzer şekilde dışarıdan borçlanmanın da tıpkı temettüye benzer bir etkisi olacağını yani bu bağlamda borcun temettüyü ikame edebileceğini de savunmuştur.

Konuyla ilgili bir diğer çalışma ise Rozeff (1982) tarafından gerçekleştirilen çalışmadır. Bu çalışmada Rozeff geliştirdiği modelle yüksek temettü ödemelerinin temsil maliyetini düşüreceğini ve aynı zamanda ise dışarıdan fon sağlama maliyetine sebep olacağını tespit etmiştir. Dolayısıyla, firmalar temsil maliyetlerindeki düşüş ile dışarıdan

fon sağlamanın getirdiği maliyet artışlarını minimize edecek optimal bir temettü dağıtım politikası belirlemelidirler.

DeAngelo ve DeAngelo (2000) tarafından Times Mirror şirketine yönelik yapılan çalışmada ise hipotezi destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır. La Porta vd. (2000) tarafından yapılan değişik ülkelerden birçok firmayı kapsayan çalışmada ise azınlık hissedarlarının haklarının etkin olarak korunduğu piyasalarda firma yöneticileri daha yüksek oranlarda temettü dağıtım politikası izlemeye yönelimlidirler. Diğer bir deyişle, azınlık hissedarlarının korunduğu yasal çerçevenin gücüyle temettü dağıtım oranları arasında pozitif bir ilişkinin varlığından söz edilebilir.

2.6. Türkiye’deki Çalışmalar

Konuyla ilgili birçok yabancı kaynaklı çalışma olmasına rağmen Türkiye’de bu konuyla ilgili yapılan çalışmalar oldukça sınırlıdır. Aydoğan ve Muradoğlu (1998), çalışmalarında hisse senedi temettüsü ve beraberindeki rüçhan hakkı duyurularının 1988-1993 dönemi için İMKB’deki hisse senedi fiyatlarına olan etkilerinin analizini yapmışlardır. Söz konusu analizde piyasanın gelişmişlik düzeyinin etkilerini de ölçebilmek içinde örneklem dönemi iki alt zaman dilimine ayırmışlardır. Birinci dönem, işlem hacimlerinin düşük olduğu, açıklamaya yönelik kurallarda belirsizliğin olduğu ve şirketlerin temel bilgilerine yönelik bilgilerin kıt olduğu bir zaman dilimi şeklinde tanımlanmıştır.

İkinci dönem ise, piyasanın muhasebe standartları açısından yüksek bir gelişme gösterdiği ve şirketlerin temel bilgilerini açıklamaya yönelik kurallarda da gelişmelerin olduğu bir zaman dilimi olarak tanımlanmıştır. Söz konusu dönemlerde, bu çalışma ancak anket yoluyla firmalardan ilgili bilgilerin toplanması yöntemiyle gerçekleştirilebilmiştir. İMKB’de işlem gören bütün firmalara gönderdikleri anketlere cevap veren 49 şirketin 35’i birinci alt dönemde olmak üzere toplamda 109 olayını incelemişlerdir. Olay günü (event date) olarak, temettü kararının alındığı yönetim kurulu veya genel kurul tarihini almışlardır. Olay gününün 30 gün öncesi ve 30 gün sonrası her bir alt dönem için dikkate alınarak analizler gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın sonucunda, birinci dönemde önemli ölçüde pozitif fiyat etkisi tespit etmiş ve normalüstü getiri gözlemlemişlerdir. Piyasanın daha geliştiği ikinci alt dönemde ise buna benzer etkiler görülmemiş ve bu durum piyasanın daha da etkinleştiğinin sinyali şeklinde yorumlanmıştır.

Muradoğlu ve Aydoğan (2003), daha önceki çalışmalarının devamı olacak şekilde İMKB’de yer alan 169 şirketin 513 olayını hisse senedi temettüsü ve rüçhan hakkı duyurularının hisse senedi fiyatlarına olan etkilerini 1988-1994 dönemi için incelemişlerdir. Bu çalışmalarında, Aydoğan ve Muradoğlu (1998) ile benzer bir yöntem kullanmışlardır. Çalışma dönemini tarihsel olarak 1988-1989, 1990-1992 ve 1993-1994 olmak üzere üç döneme bölüp analizlerini gerçekleştirmişlerdir. Sonuç olarak, özellikle çalışma döneminin sonuna doğru önemli ölçüde fiyat etkisi gözlemlenmiştir. Normalüstü getiriler bütün çalışma dönemi boyunca görülmekle beraber bunun en önemli nedeninin özellikle 1993-1994 döneminde gözlemlenen normalüstü getiriler olduğu sonucuna varmışlardır. 1988-1989 döneminde sadece $t = 0$, yani olay gününde normalüstü getiri gözlemlenirken, 1990-1992 döneminde $t = 0$ ve $t = 2$ olay penceresinde, 1993-1994 döneminde ise $t = -4$ ile $t = 30$ olay penceresinde önemli normalüstü getiriler gözlemlenmiştir. Muradoğlu ve Aydoğan (2003), bu normalüstü getirilerin temel nedeni olarak kurumsal yatırımcılardan bireysel yatırımcılara doğru değişmekte olan yatırımcı profilindeki değişimi ileri sürmüşlerdir.

Batchelor ve Orakçioğlu (2003) ise 1990-1994 dönemini kapsayan ve İMKB’de yer alan en büyük piyasa büyüklüğüne sahip 20 şirketle hisse senedi temettünün ve nakit temettünün, hisse senedi fiyatlarına olan etkisini olay bağlantılı sabit terimli GARCH süreci yöntemiyle test etmişlerdir. Olay penceresi olarak olay öncesi 30 gün ve olay sonrası 30 gün kullanmışlardır. Olay günü olarak ise temettü ödeme günü alınmıştır. Sonuç olarak, nakit temettü ödemelerinin temettü ödeme günü civarında önemli normalüstü getirilere yol açtığı sonucuna varmışlardır. Temettü ödeme günü öncesinde sistematik bir hareket gözlenmemekle birlikte, ödeme gününden sonra, temettü ödemesinde daha öncesine göre artış olan hisselerin fiyatlarında artış görülürken, temettü ödemelerinde azalış görülen hisse senetlerinin fiyatlarında ise düşüş gözlenmiştir. Diğer yandan, hisse senedi temettülerinde ise ödeme öncesi veya sonrası getirilerde önemli bir etki bulamamışlardır. Hisse senedi temettülerinde yatırımcıların genellikle rasyonel davranmadıklarını ve nakit temettü ve hisse temettüyü bazen birbirinin ikamesi olarak gördüklerini belirtmişlerdir.

Karaca (2007) tarafından yapılan çalışmada ise İMKB-100 Endeksinde yer alan şirketler kullanılarak 2000-2005 döneminde temettü dağıtım şekillerinin şirketlerin değeri üzerinde etkisinin olup olmadığı anlaşılması için temettüler nakit, hisse senedi, melez (nakit+hisse senedi), bedelli ve bedelsiz olmak üzere 5 ayrı grupta toplanarak

incelenmiştir. Olay günü olarak temettü dağıtım tarihi alınmış ve bu tarihin öncesindeki 60 gün ve sonrasındaki 30 gün aralığındaki veriler piyasa modeli kullanılarak incelenmiştir. Yapılan incelemeler sonucunda kâr dağıtım şekillerinin firma değerine etkisi olduğu tespit edilmiştir. Çalışma sonuçlarına göre, nakit temettü duyuruları hisse senedi fiyatını olumlu etkilemektedir. Diğer yandan, yatırımcılar hisse senedi temettü duyurularına ise kayıtsız kalmaktadırlar. Melez kâr dağıtımında ise hisse senedi sahipleri dağıtım tarihine kadar pozitif getiri elde etme şansına sahipken, bu tarihten sonra getirilerde önemli düşüşler gözlenmiştir. Hem bedelli sermaye artırımını hem de bedelsiz sermaye artırımını genel olarak piyasa tarafından olumsuz karşılanmaktadır.

Günel vd. (2010) çalışmalarında nakit temettü bilgisinin hisse senedi getirisi üzerine önemli bir etkisi olup olmadığını, açıklama etkisi aracılığıyla ve 2003-2007 döneminde İMKB’de işlem gören 83 şirkete ait 321 adet veriyle, olay günü olarak yönetim kurulu tarihlerini kullanarak regresyon yöntemiyle test etmişlerdir. Riske göre düzeltilmiş piyasa getirisi modeli kullanılarak gerçekleştirilen bu testler sonrasında temel olarak üç önemli sonuca ulaşmışlardır.

Bu sonuçların birincisi, nakit temettünün açıklanması sonrasında oluşan hisse başına nakit temettü oranıyla kümülatif normalüstü getiri arasında istatistiksel olarak anlamlı negatif bir ilişki vardır. Dolayısıyla, nakit temettü duyurusu hisse fiyatlarını etkileyebilecek önemli bir bilgidir. İkinci sonuç, fiyatın bilgiye ayarlanma süreci olay günü itibarıyla başlamakta ve olay gününden en az 15 gün sonrasına kadar devam etmektedir. En güçlü etki ilk üç günde görülmektedir. Üçüncü olarak, nakit temettü duyurusu öncesinde anlamlı bir fiyat hareketinin olmaması, fiyatı etkileyebilecek önemli bir bilgi olan nakit temettü kararının şirket içinden piyasaya sızmadığı yani içerden bir ticaret olmadığı (insider trading) sonucuna varılabileceğini belirtmişlerdir.

Ayrıca, çalışmalarının sonuçlarının genel olarak Vergi Müşteri Etkisi hipotezini destekler nitelikte olduğunu savunmuşlardır. Türkiye’de genel olarak sermaye kazancına uygulanan vergi temettü kazancına uygulanan vergiden daha düşük olduğu için yatırımcılar kârın dağıtılmayarak şirkette bırakılmasını tercih etmekte dolayısıyla temettü dağıtım kararının kamuya açıklanması da bu tür yatırımcılar tarafından olumsuz olarak değerlendirilmektedir.

Yılmaz ve Selçuk (2010) piyasanın şirketlerin nakit temettü ödemelerinde bir önceki yıla göre değişkenliklerine nasıl tepki verdiğini ölçmek amacıyla, 2005-2008 yılları arasında BIST’de işlem gören 46 şirketin toplamda 184 temettü duyurusunun olay etüdü yöntemiyle incelemiştir. Sonuçlar piyasanın nakit temettü artışlarına olumlu, düşüslere ise olumsuz tepki verdiğini göstermiştir. Herhangi bir değişikliğin olmadığı durumlarda ise piyasanın da herhangi bir tepkisinin olmadığını göstermiştir. Ayrıca, azalan temettü durumlarında piyasaya önceden bilgi sızdırıldığını da tespit etmişlerdir.

Başkaya (2012) kâr paylarına ilişkin duyuruların firmanın hisse senedi getirilerine nasıl bir etki yaratacağını olay etüdü yöntemiyle incelemiştir. 2008-2010 yılları arasında istikrarlı bir şekilde temettü dağıtan şirketlerden oluşturulan örnekleme şirketler kâr payı ödemeleri arttıran ve azaltan şeklinde gruplamış ve bu gruplardaki şirketlerin hisse senetlerinin olay pencereleri boyunca normalüstü getiriler getirip getirmediğine yönelik analizler gerçekleştirilmiştir. Kâr paylarını arttıran şirketlerin hisse senedi fiyatlarında olay günü civarında normalüstü getiriler gözlenmiştir Geçmiş dönemlere göre kâr paylarını azaltan şirketlerin hisse senedi fiyatlarında ise özellikle duyurunun hemen sonrasında önemli düşüşlerin yaşandığı gözlenmiştir. Dolayısıyla, firmanın kâr payı ödemelerini geçmiş döneme göre artıracığını ya da azaltacağına yönelik duyurularının hisse senetleri fiyatları üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

III. BÖLÜM

TEMETTÜ DUYURULARININ HİSSE SENEDİ GETİRİSİNE OLAN ETKİLERİNİN ANALİZİ: BORSA İSTANBUL ŞİRKETLERİNDE BİR UYGULAMA

3.1. Çalışmanın Amacı

Temettü ile hisse fiyatları ve getirileri arasındaki ilişki uzun bir süredir finans literatüründe araştırma konusudur. Bu konuda bir çok teoriler geliştirilmiş ve ampirik çalışmalar yapılmış olmakla birlikte konu üzerinde tam bir mutabakat sağlanmış değildir. Bahsi geçen çalışmaların birçoğu yurtdışında yapılmış olup ülkemizde bu konularda yapılan çalışmalar diğer ülkelere göre oldukça azdır.

Bu çalışmanın temel amacı Türkiye’de 2009-2014 döneminde BIST’de kote olmuş temettü dağıtan şirketlerin verilerinden faydalanıp temettü duyurularının hisse fiyatlarına ve dolayısıyla hisse getirilerine olan etkilerini belirlemek ve değerlendirmektir. Bu etkiler araştırılırken temettü duyuruları temettü dağıtım şekillerine göre nakit temettü, hisse temettü ve melez temettü olmak üzere üç grupta değerlendirilecektir. Bu bakımdan da çalışma benzerlerinden daha geniş kapsama sahip olacaktır. Bu bağlamda, nakit temettü grubunda temettü günü civarında oluşan anormal hisse getirileri ile nakit temettü oranı ve nakit temettü verimi arasındaki ampirik ilişki araştırılacaktır.

Hisse senedi grubunda ise anormal getirilerle hisse senedi temettünün sermayeye oranı arasında benzer bir ilişki aranmaktadır. Benzer şekilde melez temettü grubunda anormal getiriler ile nakit temettü verimi ve hisse senedi temettünün sermayeye oranı arasındaki ampirik ilişki aranmaktadır. Gerçekleştirilecek bu analizler sayesinde her bir temettü dağıtım grubunda temettü duyurularına piyasanın verdiği tepkinin yönü ve boyutuyla ilgili ampirik bulgulara ulaşılabilmesi hedeflenmiştir.

Çalışmanın birçok açıdan doğru, hassas ve geniş kapsamlı bir çalışma olması amaçlanmıştır. Bunun için de temettü duyurularının yapıldığı tarihin doğru tespit edilmesi, temettü duyurusunun salt etkisini ölçebilmek amacıyla bu duyurunun diğer bilgi etkilerinden ayrıştırılması gerekliliği ve sektör etkisi gibi birçok faktör analizlerde dikkate alınmıştır.

3.2. Çalışmanın Yöntemi

Çalışmada temettü duyurularının hisse senedi getirilerine olan etkilerinin araştırılması için Olay Etüdü (Event Study) yönteminden ve regresyon analizinden faydalanılacaktır.

Olay Etüdü yöntemi genel olarak şirkete özel bir durumun örneğin kâr, birleşme, satın alma ve temettü gibi duyuruların hisse senedi fiyatları ve dolayısıyla getirilerine olan etkilerinin analizine yönelik finans ve ekonomi çevrelerinde sıkça kullanılan bir yöntemdir. Bu yöntemde duyurunun yapıldığı yani piyasa tarafından ilk defa öğrenildiği gün merkez alınarak, bu günün etrafında olay pencereleri oluşturulmakta ve duyuruların bu olay pencereleri boyunca hisselerin fiyatında normalin dışında bir getiri performansına yol açıp açmadığının tespit edilmektedir. Bu yöntemde en önemli unsurlar olay gününün ve olay pencerelerinin belirlenmesi ve anormal (abnormal) getirilerin ölçülmesidir.

Daha önce de belirtildiği gibi çalışmamızda olay günü olarak söz konusu temettü duyurusunun KAP'da açıklandığı ilk tarih alınacaktır. Bu bakımdan çalışma önceki çalışmalardan daha doğru bir olay günü bilgisiyle donatılmıştır. Olay pencerelerine yönelik olarak olay gününü merkez alan günlük dilimler bazında halinde dokuz farklı olay penceresi oluşturulmuştur. Tablo 3.1.'de bu olay pencereleri açıklamaları, başlangıç ve bitiş günleriyle beraber verilmiştir. Tabloda olay günü 0 ile gösterilmekte olup, olay gününden önceki günler eksi (-) değerler ile gösterilirken, sonraki günler ise pozitif (+) değerlerle gösterilmektedir. Örneğin, başlangıcı -1 ve bitişi -5 olan olay penceresi olay gününden yani çalışmamızdaki anlamıyla temettü duyurusu yapılmasının bir gün öncesiyile beş gün öncesindeki zaman dilimine karşılık gelmektedir. Benzer şekilde başlangıcı 0 ve bitişi 2 olan olay penceresi olay günüyle olay gününden iki gün sonrası zaman dilimini kapsamaktadır.

Olay pencerelerinin oluşturulmasındaki amaç piyasanın söz konusu olaya verdiği tepkinin bu pencereler süresince etkisinin kümülatif olarak değerlendirilebilmesidir. Bu arada olayın etkisi ise hesaplanacak anormal getiriler ile ölçülecektir. Çalışmada olay gününün beş gün öncesi (-5) ve 15 gün sonrası (+15) kapsayacak bir analiz yapılmıştır.

Tablo 3.1. Olay Pencerelemi

Olay Pencerelemi		Açıklamalar
Başlangıç	Bitiş	
-5	-1	Temettü duyurularına yönelik bilginin içeriden öğrenilip öğrenilmediğinin (insider trading) test edilmesi. Bu tür bilgiler özellikle piyasa düzenleyicileri için önem arz etmektedir.
-2	-1	
0	0	Olay Günü
0	+1	Temettü duyurularının hisse fiyatlarına olan etkisinin ve bu bilginin fiyata uyarlanma sürecinin test edilmesi. Bu tür testler piyasanın etkinliğine yönelik sonuçlar da verebilmektedir.
0	+2	
0	+3	
0	+5	
0	+10	
0	+15	

Olay Etüdü yönteminde diğeri bir önemli hususta anormal getirilerin nasıl ölçüleceğidir. Bu konuda literatürde değişik yöntemler vardır. Çalışmada, anormal getirilerin hesaplanması için endeks modeli (index model) ya da diğeri adıyla düzeltilmiş piyasa getirisi modeli (market-adjusted return model) kullanılacaktır. Bu model, BIST’de bu tür bir çalışma yapmak için uygun olarak tanımlanan modeller arasında yer almaktadır (Başdaş, 2013).

Bu modelde, anormal getiriler aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Formülde;

AR_{it} : i hissesinin t günündeki anormal getirisi

R_{it} : i hissesinin t günündeki getirisi

R_{mt} : t günündeki piyasanın getirisi; çalışmada piyasa getirisi olarak BIST 100 endeksinin getirileri kullanılmıştır.

Çalışmada hisse senetlerinin ve BIST 100 endeksinin günlük getirileri aşağıdaki formüle göre hesaplanmıştır.

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

Burada;

R_{it} : i hissesinin t günündeki getirisi

P_{it} : i hissesinin t günündeki kapanış fiyatı

P_{it-1} : i hissesinin t gününden bir gün öncesindeki ($t-1$) kapanış fiyatı

Benzer hesaplama yöntemi BIST 100 endeksinin günlük getirileri için de kullanılmıştır.

Ayrıca, olay pencereleri boyunca her bir penceredeki kümülatif anormal getiriyi hesaplamak içinde aşağıdaki formül kullanılmıştır.

$$CAR_T = \sum_{j=a}^T AR_{it}$$

Formülde;

CAR_T : i hissesinin $j=a$ ile $j=T$ arasındaki olay penceresindeki kümülatif anormal getirisi ($a = -5, -2, 0$ ve $T = -1, 0, +1, +2, +3, +5, +10, +15$)

AR_{it} : i hissesinin t günündeki anormal getirisi ($t = -5, \dots, +15$)

Çalışmanın sonraki aşamasında ise elde edilen kümülatif anormal getirilerle açıklayıcı değişkenlerin ilişkisi regresyon yöntemiyle araştırılmıştır. Regresyon analizinde nakit temettü, hisse temettü ve melez temettü grupları için aşağıda belirtilen yöntemler uygulanmıştır.

3.2.1. Nakit Temettü

Bağımlı değişkenin her bir olay penceresi için hesaplanan kümülatif anormal getirilerin olduğu ve bağımsız değişkenin (açıklayıcı değişkenin) ise hisse başına net nakit temettülerin oluşturduğu bir regresyon analizi yapılmıştır. Çalışmada net (vergi sonrası) nakit temettüler kullanılmıştır. Bu şekilde, oluşan anormal getirinin net hisse başına nakit temettü ile olan ilişkisi ya da kısaca nakit temettü oranının anormal getirileri açıklayabilirliği analiz edilmiştir. Benzer analiz, bağımsız değişkenin net nakit temettü verimi olarak değiştirilmesiyle tekrarlanmıştır. Her iki analizde de temettü duyurusunun

salt kendi başına etkisini ölçebilmek için olay gününde bilanço/kâr açıklaması gibi diğer bilgi içerikli duyuruların yapılıp yapılmadığının da ayrıca analize dâhil edilmesi gereklidir. Bu da kukla değişkenler kullanılmak suretiyle gerçekleştirilmiştir.

Yukarıda belirtilen kümülatif anormal getiri formülüne göre her bir olay penceresinde 436 adet duyuru için 436 adet kümülatif anormal getiri ve bunlara karşılık gelen hisse başına net nakit temettü ve aynı gün bilanço/kâr açıklaması olup olmadığı bilgisi kullanılarak 436 adet bağımsız değişkenlerin ve 436 adet bağımlı değişkenin yer aldığı aşağıdaki regresyon modeli oluşturulmuştur:

$$CAR_T = \alpha + \beta_1 DPS_T + \beta_2 BKA_T + \varepsilon \quad (1)$$

Burada;

CAR_T : T olay penceresindeki kümülatif anormal getiriyi,

DPS_T : T olay penceresindeki hisse başı net nakit temettüyü (net),

BKA_T : T olay penceresindeki bilanço/ kâr açıklaması bilgisini,

ε : Sıfır ortalama ve sabit varyanslı hata terimini göstermektedir.

Her bir duyuruda bilanço/kâr açıklaması bilgisi için:

$BKA = 1$, eğer bilanço/kâr açıklaması temettü duyurusuyla aynı gündeysen,

$BKA = 0$, tersi durumda,

değerleri kullanılmıştır.

Bir örnek vermek gerekirse; $[0,+1]$ olay penceresinde yani başlangıcı olay günü olan ve bitişi olay gününden bir gün sonrası olan olay penceresinde Adel Kalemcilik şirketi için 07 Mart 2014 tarihli temettü duyurusuna istinaden olay günü 07 Mart 2014 ve olay gününden bir gün sonrası ise 08 Mart 2014 tarihidir. Bu olay penceresinde hesaplanan kümülatif anormal getiri % 1,79 ve hisse başına net nakit temettü oranı ise % 215,90'dır. Olay gününde bilanço/kâr duyurusu olmadığı için BKA değeri 0'dır. Eğer $[0,+2]$ olay penceresi örnek olarak verilirse bu durumda hesaplanan kümülatif anormal getiri % 0,73 ve bu penceredeki hisse başına net nakit temettü oranı ve BKA değeri bir önceki pencereye değişmeyeceği için daha önceki gibi % 215,90 ve 0 değerlerini alacaklardır. Herhangi bir hisse için hisse başına nakit temettü oranı ve BKA değeri belirli bir temettü duyurusu için

sadece tek bir sefer belirli bir değer almakta ve doğal olarak bu değer olay pencereleri boyunca değişmemektedir.

Yukarıdaki verilen örnekte Adel Kalemcilik şirketi 07.03.2014 tarihinde net nakit temettü oranı olarak %215,90 açıklamıştır. Dolayısıyla bu oran olay günü sonrasında değişmeyecektir. Benzer şekilde, eğer olay gününde bilanço / kâr açıklaması varsa BKA değeri 1 olacak ve bu da sonraki günlerde değişmeyecektir. Bu değerler Ek-3'de görülebilir. Benzer şekilde 436 duyurunun tamamı için ilgili değerler oluşturulmuş ve yukarıdaki regresyon formülü kullanılarak [0,+1] olay penceresindeki kümülatif anormal getirilerle hisse başı net nakit temettü oranları arasındaki ilişki araştırılmış ve olay gününde bilanço/kâr açıklamasının buna etkileri de ayrıca analize dahil edilmiştir.

Benzer analiz net hisse başına nakit temettü yerine nakit temettü verimi bağımsız değişkeninin kullanılmasıyla tekrarlanmıştır. Nakit temettü verimi hesaplanırken aşağıdaki formül kullanılmıştır.

Nakit Temettü Verimi = Net Nakit Temettü Miktarı / Olay Günündeki Hisse Kapanış Fiyatı

Örneğin, Adel Kalemcilik şirketinin 07.03.2014 tarihli temettü duyurusu için net nakit temettü oranı % 215,90 yani diğer bir ifadeyle hisse başı net 2,16 TL iken nakit temettü verimi ise %4,50'dir. Bu değerler Ek-3'de görülebilir.

Bağımsız değişken olarak nakit temettü veriminin kullanılmasıyla yukarıdaki (1) no.lu formül aşağıdaki şekli almıştır.

$$CAR_T = \alpha + \beta_1 AGTV_T + \beta_2 BKA_T + \varepsilon \quad (2)$$

Burada;

$AGTV_T$ = nakit temettü verimini göstermektedir.

Diğer terimler (1) no.lu formüldekiyle aynı anlamlara sahiptir.

Nakit temettü miktarındaki bir önceki döneme göre artış ve azalışında bir bilgi içeriği olduğu ve dolayısıyla anormal getiriler üzerinde etkisi olabileceğine dair literatürde var olan çalışmalara dayanarak bu etki artış/azalış kukla değişkenlerin (2) no.lu denkleme eklenmesi suretiyle analiz edilmiştir. Nakit Temettü analizinde yer alan şirketlerden 129 şirketin nakit temettüsünde bir önceki yıla göre azalma olurken 195 şirket de ise artış

gözlenmiştir. Geriye kalan 112 şirkette ise bir değişim gözlenmemiştir. Bu durumda (2) no.lu denklem aşağıdaki hale gelmiştir.

$$CAR_T = \alpha + \beta_1 AGTV_T + \beta_2 BKA_T + \beta_3 AZAL_T + \beta_4 ART_T + \varepsilon \quad (3)$$

Burada;

$AZAL_T$: nakit temettü miktarında bir önceki nakit temettüye göre azalış olup olmadığının göstergesidir.

Her bir temettü duyurusunda bir önceki miktara göre azalış olup olmadığı bilgisi için:

$AZAL = 1$, eğer cari nakit temettü oranı bir önceki döneme göre azalmış ise,

$AZAL = 0$, tersi durumda

değerleri kullanılmıştır.

ART : nakit temettü miktarında bir önceki nakit temettüye göre artış olup olmadığının göstergesidir.

Her bir duyuruda bir önceki miktara göre artış olup olmadığı bilgisi için:

$ART = 1$, eğer cari nakit temettü oranı bir önceki döneme göre artmış ise,

$ART = 0$, tersi durumda

değerleri kullanılmıştır.

Bunlara ilaveten, sektörel bazda analiz yapabilmek için (3) no.lu denkleme sektör kukla değişkenleri aşağıdaki gibi eklenmiştir.

$$CAR_T = \alpha + \beta_1 AGTV_T + \beta_2 BKA_T + \beta_3 AZAL_T + \beta_4 ART_T + \beta_5 MAL_T + \beta_6 SIN_T + \varepsilon \quad (4)$$

Burada;

MAL : hisse senedinin mali sektörde olup olmadığının göstergesidir.

Her bir duyuruda ilgili şirketin mali sektörde yer alıp almadığı bilgisi için:

$MAL = 1$, eğer şirket mali sektörde ise,

$MAL = 0$, tersi durumda

değerleri kullanılmıştır.

SIN_T : hisse senedinin sını sektörde olup olmadığının göstergesidir.

Her bir duyuruda ilgili şirketin sını sektörde yer alıp almadığı bilgisi için:

$SIN = 1$, eğer şirket sını sektörde ise,

$SIN_T = 0$, tersi durumda

değerleri kullanılmıştır.

Özetle, analizler her bir T olay penceresi için dört aşamada gerçekleştirilecektir. Bu aşamalar Tablo 3.2.'de verilmiştir.

Tablo 3.2. Nakit Temettü Analiz Aşamaları

Aşama	Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişkenler						Kullanılan Regresyon Modeli
1	CAR_T	DPS_T	BKA_T	-	-	-	$CAR_T = \alpha + \beta_1 DPS_T + \beta_2 BKA_T + \varepsilon$	
2	CAR_T	$AGTV_T$	BKA_T	-	-	-	$CAR_T = \alpha + \beta_1 AGTV_T + \beta_2 BKA_T + \varepsilon$	
3	CAR_T	$AGTV_T$	BKA_T	$AZAL_T$	ART_T	-	$CAR_T = \alpha + \beta_1 AGTV_T + \beta_2 BKA_T + \beta_3 AZAL_T + \beta_4 ART_T + \varepsilon$	
4	CAR_T	$AGTV_T$	BKA_T	$AZAL_T$	ART_T	MAL_T	SIN_T	$CAR_T = \alpha + \beta_1 AGTV_T + \beta_2 BKA_T + \beta_3 AZAL_T + \beta_4 ART_T + \beta_5 MAL_T + \beta_6 SIN_T + \varepsilon$

Hipotezler: Nakit temettü analizinde aşağıda belirtilen hipotezler test edilecektir.

H1₀ : Hisse başına nakit temettü oranının kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur.

H2₀ : Nakit temettü veriminin kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur

H3₀ : Olay gününde yapılan bilanço / kâr açıklamalarının kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur.

H4₀ : Nakit temettü oranlarındaki azalışın kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur.

H5₀ : Nakit temettü oranlarındaki artışın kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur.

H₆ : Şirketin mali endekste yer almasının kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur.

H₇ : Şirketin sınai endekste yer almasının kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur.

3.2.2. Hisse Temettü

Analizde kullanılan hisse temettü duyurusu sayısı 69'dur. Hisse temettü içinde nakit temettüdekine benzer bir yöntem izlenmiştir. Bağımsız değişken olarak hisse temettünün sermayeye oranı kullanılmıştır. Öncelikle Hisse Temettünün Sermayeye Oranı olarak tanımlanan HTSO bağımsız değişkeninin, bilanço/kâr Açıklaması değişkeni BKA ile birlikte olay pencerelerinde kümülatif anormal getiriye açıklama gücü araştırılmış sonrasında ise hisse temettüde bir önceki yıla göre azalış ve artışın etkisi ve son olarak da şirketin mali veya sınai sektörde olmasının etkisi incelenmiştir. Bu ara basamaklardaki kullanılan regresyon denklemleri nakit temettü ile benzerdir. Nihai olarak kullanılan regresyon formülü aşağıda verilmiştir.

$$CAR_T = \alpha + \beta_1 HTSO_T + \beta_2 BKA_T + \beta_3 AZAL_T + \beta_4 ART_T + \beta_5 MAL_T + \beta_6 SIN_T + \varepsilon \quad (5)$$

Burada, nakit temettüden farklı olarak HTSO_T terimi hisse temettünün sermayeye oranını göstermektedir. Diğer terimler, nakit temettüdeki terimlerde aynı anlamı taşımaktadırlar.

Özetle, analizler her bir *T* olay penceresi için üç aşamada gerçekleştirilecektir. Bu aşamalar aşağıdaki Tablo 3.3.'de verilmiştir

Tablo 3.3. Hisse Temettü Analiz Aşamaları

Aşama	Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişkenler						Kullanılan Regresyon Modeli
1	CAR _T	HTSO _T	BKA _T	-	-	-	-	$CAR_T = \alpha + \beta_1 HTSO_T + \beta_2 BKA_T + \varepsilon$
2	CAR _T	HTSO _T	BKA _T	AZAL _T	ART _T	-	-	$CAR_T = \alpha + \beta_1 HTSO_T + \beta_2 BKA_T + \beta_3 AZAL_T + \beta_4 ART_T + \varepsilon$
3	CAR _T	HTSO _T	BKA _T	AZAL _T	ART _T	MAL _T	SIN _T	$CAR_T = \alpha + \beta_1 HTSO_T + \beta_2 BKA_T + \beta_3 AZAL_T + \beta_4 ART_T + \beta_5 MAL_T + \beta_6 SIN_T + \varepsilon$

Hipotezler: Hisse temettü analizinde aşağıda belirtilen hipotezler test edilecektir.

H8₀ : Hisse temettünün sermayeye oranının kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur.

H9₀ : Olay gününde yapılan bilanço / kâr açıklamalarının kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur.

H10₀ : Hisse temetü oranlarındaki azalışın kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur.

H11₀ : Hisse temetü oranlarındaki artışın kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur.

H12₀ : Şirketin mali endekste yer almasının kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur.

H13₀ : Şirketin sınai endekste yer almasının kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur.

3.2.3. Melez Temettü

Melez temettünün hem örnek sayısının az olması hem de farklılık arz etmesi sebebiyle nakit temettü ve hisse temettüye göre analizlerin kapsamı daraltılmıştır. Buna göre analizler 43 duyuru için aşağıdaki regresyon formülüne göre gerçekleştirilmiştir.

$$CAR_T = \alpha + \beta_1 AGTV_T + \beta_2 HTSO_T + \beta_3 BKA_T + \varepsilon \quad (6)$$

Buradaki terimler nakit temettü ve hisse temettüdeki terimlerde aynı anlama sahiptir.

Hipotezler: Melez temettü analizinde aşağıda belirtilen hipotezler test edilecektir.

H14₀ : Melez temettü bileşeninde nakit temettü veriminin kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur.

H15₀ : Melez temettü bileşeninde hisse temettünün sermayeye oranının kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur.

H16₀ : Olay gününde yapılan bilanço / kâr açıklamalarının kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur

Hipotezlerin Test Edilmesi: Tüm analizlerde hipotezler test edilirken regresyon sonucu bulunan ilgili değişkene ait katsayıya ve test istatistiğine bakılacaktır. Eğer katsayı sıfırdan farklı ve test istatistiği (t-istatistiği) istatistiksel olarak anlamlı çıkmışsa yani ilgili α istatistiksel anlamlılık düzeyinde $|t_{\text{regresyon}}| > t_{\alpha/2}$ ise bu durumda ilgili H₀ hipotezi reddedilecektir. Ayrıca, bütün regresyon denklemlerinin genel olarak anlamını ölçmek için F testleri uygulanacaktır. Bu testler için hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

H₀ : $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_i = 0$ (bütün katsayılar sıfıra eşittir)

Hesaplanan F-istatistiği istatistiksel olarak anlamlı çıkmışsa yani ilgili α istatistiksel anlamlılık düzeyinde $F_{\text{regresyon}} > F_{\alpha}$ ise H₀ hipotezi reddedilecektir.

Analiz ve test işlemleri bilgisayar ortamında EViews 8.1 istatistiksel tahmin ve analiz yazılımı yardımıyla gerçekleştirilecektir. Bu yazılım vasıtasıyla, hipotezlerin test edilmesi için ilgili t-istatistikleri oluşturulacak ve regresyon denkleminin istatistiksel anlamlılığını ölçmek için F istatistikleri de yine bu yazılım vasıtasıyla elde edilecektir.

3.3. Veri Seti ve Özellikleri

Çalışmada 2009-2014 yılları arasındaki altı yıllık süre içerisinde Borsa İstanbul Ulusal Pazar, Kurumsal Ürünler Pazarı ve İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören 136 farklı şirketin 548 temettü açıklama duyurusu kullanılmıştır. Bu şirketlere ve çalışmada kullanılan diğer verilere yönelik detaylı bilgi Ek-3'de verilmiştir. Gözlem sayısının mümkün olduğunca geniş tutularak çalışmanın sonuçlarının güvenilirliğinin artırılması hedeflenmiştir.

Temettü dağıtan şirketler nakit, hisse senedi ve melez olmak üzere üç grupta incelenmiştir. Nakit temettü için oluşturulan grupta 95 farklı şirkete ait 436 nakit temettü duyurusu yer alırken, hisse senedi temettü için oluşturulan grupta 43 farklı şirkete ait 69 temettü duyurusu ve melez temettü grubunda da 26 farklı şirkete ait 43 temettü duyurusu yer almıştır.

Nakit temettü çalışması için şirketler seçilirken BIST'de söz konusu 6 yıllık süre içerisinde yıllık en fazla bir kez ve toplamda da en az 2 kez sadece nakit temettü açıklayan

ve ödeme yapan firmalar veri setine dahil edilmiştir. Çalışmanın hisse senedi ve melez temettü kısımları için BIST’de bu kapsama giren şirketlerin sınırlı olması sebebiyle veri seti oluşturulurken özel bir kıstas uygulanmamış ve mümkün olduğunca çok verinin veri setine dâhil edilmesi amaçlanmıştır. Veri setinde yer alan şirketlere ait yıllara göre temettü ödeme miktarları, hangi endekste oldukları gibi bilgiler Borsa İstanbul resmi internet sitesinden¹⁷ elde edilmiştir.

Nakit Temettü: Nakit temettü çalışmasında kullanılan toplam 436 temettü duyurusunun yıllara göre dağılımı Tablo 3.4’de verilmiştir.

Tablo 3.4. Nakit Temettü Duyurularının Yıllara Göre Dağılımı

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009-2014 (toplam)
Nakit Temettü Duyuru Sayısı	55	65	83	81	84	68	436

Görüldüğü gibi, en az temettü duyuru sayısı 2008 yılındaki ekonomik krizi takip eden 2009 yılında gerçekleşirken bu sayı zamanla artmış ancak 2014 yılında tekrar düşerek 68 olarak gerçekleşmiştir.

Çalışmadaki önemli verilerden birisi nakit temettü oranlarıdır. Nakit temettü ödeyen şirketler bunu duyurdukları zaman hisse başına brüt ve net nakit temettü oranlarını da belirtmektedirler. Nakit temettü çalışmasında kullanılan toplam 436 duyurudaki nakit temettü oranlarına yönelik özet istatistikler Tablo 3.5.’de verilmiştir.

Tablodan da görüldüğü gibi veri setinde yer alan şirketlerin 2009-2014 döneminde ortalama temettü ödeme oranları %59,0 olarak gerçekleşmiştir. Diğer bir deyişle, şirketler nominal 1 TL hisse başına ortalama 0,59 TL nakit temettü ödemişlerdir. Şirketlerin hisse başına ödedikleri nakit temettü oranlarında önemli farklılıklar olduğu gözlenmektedir. Örneğin, 2009-2014 döneminde en düşük temettü ödeme oranı % 0,3 iken en yüksek oran %1.396,0 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum söz konusu dönemde ortalamanın %59,0 ve standart sapmanın ise %135,5 olarak gerçekleşmesinden de açıkça gözlenebilmektedir

¹⁷ www.borsaistanbul.com

Tablo 3.5. Nakit Temettü Ödeme Oranlarının Yıllara Göre Özet İstatistikleri

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009-2014
Ortalama (%)	64,4	42,1	46,8	80,2	61,6	57,0	59,0
Medyan (%)	17,0	15,3	14,5	20,8	25,0	21,2	18,8
St. Sapma (%)	138,4	83,9	95,8	189,9	158,8	94,2	135,5
Minimum (%)	1,0	1,5	1,2	1,3	0,3	2,5	0,3
Maksimum (%)	856,0	527,0	559,1	1.232,5	1.396,0	477,8	1.396,0

Hisse Senedi Temettü: Hisse senedi temettü çalışmasında kullanılan toplam 69 temettü duyurusunun yıllara göre dağılımı aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3.6. Hisse Senedi Temettü Duyurularının Yıllara Göre Dağılımı

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009-2014 (toplam)
Hisse Temettü Duyuru Sayısı	25	8	12	11	12	1	69

Burada nakit temettüde görülen yönelimin aksine en fazla hisse senedi temettü duyurusu 2009 yılında 25 adet olarak gerçekleşirken bu sayı zamanla azalmış ve 2014 yılında sadece bir adet hisse senedi temettü dağıtımını veri setinde yer almıştır.

Hisse temettü duyurusu yapan şirketler pay olarak dağıtılan temettünün sermayeye oranını duyurularında belirtmektedirler. Hisse temettü çalışmasında hisse olarak dağıtılan temettünün sermayeye oranı açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. Bu orana yönelik çalışmada kullanılan 69 duyuruya ait özet istatistikler Tablo 3.7.'de verilmiştir.

Şirketlerin hisse senedi olarak ödedikleri temettülerin sermayelerine olan oranları arasında da önemli farklılıklar gözlenmektedir. Örneğin, 2009-2014 döneminin tamamına bakıldığında en düşük oran %1,1 iken en yüksek oran %68,0 olarak gözlenmiştir. Aynı dönemde, hisse temettü dağıtan şirketlerin hisse temettülerinin sermayelerine oranının ortalaması %14 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 3.7. Hisse Olarak Dağıtılan Temettünün Sermayeye Oranının Yıllara Göre Özet İstatistikleri

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009-2014
Ortalama (%)	12,9	16,9	17,3	15,2	13,1	5,0	14,0
Medyan (%)	10,0	11,0	10,9	13,7	10,0	5,0	10,5
St. Sapma (%)	7,3	19,6	16,0	10,4	11,0	-	11,9
Minimum (%)	2,5	4,0	5,0	4,4	1,1	5,0	1,1
Maksimum (%)	28,3	68,0	64,0	41,7	43,4	5,0	68,0

Melez Temettü: Çalışmada kullanılan toplam 43 melez temettü duyurusunun yıllara göre dağılımı aşağıdaki Tablo 3.8.'de verilmiştir.

Tablo 3.8. Melez Temettü Duyurularının Yıllara Göre Dağılımı

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009-2014 (toplam)
Melez Temettü Duyuru Sayısı	9	7	5	6	11	5	43

Tablodan da görüldüğü gibi yıllar itibariyle melez temettü sayısı çok fazla değişiklik göstermemektedir. Bazı şirketlerin düzenli olarak melez temettü ödemesini tercih ettikleri gözlenmiştir.

Veri setindeki şirketlerin gün sonu kapanış fiyatlarına ilişkin veriler İş Yatırım A.Ş. internet sitesinden¹⁸ elde edilmiştir. Benzer şekilde piyasa endeksini temsilen BIST 100 endeksine ait değerler de aynı kaynaktan elde edilmiştir. Her iki veri içinde düzeltilmemiş gün sonu kapanış değerleri kullanılmıştır.

¹⁸ www.isyatirim.com.tr

Söz konusu kaynaklardan elde edilen bu değerler kullanılarak nakit temettü çalışmasında kullanılan net nakit temettü miktarının hissenin temettünün duyurulduğu gündeki kapanış fiyatına oranı olarak tanımlanan nakit temettü verimi oranları her bir şirket ve ilgili duyurular için hesaplanmıştır. Çalışmada kullanılan temettü verimi oranları EK-3 Veri Seti'nde Nakit Temettü Verimi kolonunda gösterilmektedir. Örneğin, Adel Kalemcilik şirketinin 07.03.2014 tarihinde duyurduğu nakit temettü için hesaplanan nakit temettü verimi %4,50'dir. Ayrıca, literatürde nakit temettü miktarlarında artış ve azalışın kendi başına bir bilgi içerdiği ve dolayısıyla hisse fiyatlarını etkileyebileceğine yönelik bilgiler olduğundan mevcut veriler kullanılarak sadece nakit temettü duyurusu yapan şirketler için temettü miktarlarındaki artış veya azalış da nakit temettü çalışmasında ayrıca dikkate alınmış ve analiz edilmiştir.

Çalışmada olay günü olarak temettü ödeme duyurularının kamuoyuna ilk açıklandığı tarih alınmıştır. Bu bilgiler KAP resmi sitesinden¹⁹ şirket bazında taranarak toplanmıştır. Yürürlükte olan sermaye piyasası mevzuatlarına göre BIST'de işlem gören şirketler temettü ödenmesine yönelik yönetim kurulu kararları gibi özel durumlarını en kısa sürede KAP'da duyurmak zorundadırlar. Dolayısıyla, söz konusu tarihlerin teorik olarak yönetim kurulunun yapıldığı tarih olarak düşünülmesi normal olmakla beraber pratikte ise durumun biraz daha farklı olduğu görülmüştür.

Söz konusu verilerin toplanması sırasında şirketlerin temettü dağıtımına yönelik yönetim kurulu karar tarihleri ile bu tarihleri KAP'da duyurdukları tarihler arasında farklılıklar olduğu tespit edilmiştir. Bu şekilde olan 119 duyuru vardır. Bu farklılıkların çoğu bir-iki gün ile sınırlı olmakla beraber bazı istisnai durumlarda bu süreler bir haftadan daha fazla olabilmektedir. Bu gibi durumlarda analizlerde temettü duyurusunun KAP'da yayınlanma tarihi dikkate alınmıştır.

Bunlara ilaveten, temettü duyurularının hisse getirilerine olan etkisini tek başına ölçebilmek için temettü duyurularının yapıldığı günde eğer şirket bilanço ve/veya kâr açıklaması da yapmış ise bu durumda bu bilgiler KAP'dan şirket bazında taranarak veri setine ilave edilmiştir. EK-3 Veri Seti'nde bu bilgiler Bilanço/Kâr Duyurusu kolonunda aynı günde bilanço/kâr duyurusu varsa "1" yoksa "0" ile gösterilmiştir. Örneğin, Adel

¹⁹ www.kap.gov.tr

Kalemcilik şirketinin 07.03.2014 tarihinde yaptığı nakit temettü duyurusuyla aynı günde bilanço/kâr açıklaması yapılmış olmadığı için Ek-3 Veri Seti Bilanço/Kâr Duyurusu kolonunda ilgili değer 0'dır. Benzer şekilde Anadolu Efes şirketinin 29.03.2011 tarihli temettü duyurusunda ise aynı gün bilanço/kâr açıklaması da yapıldığı için bu değer 1'dir.

Son olarak, şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörler bazında analiz yapabilmek için veri setindeki firmalardan sınai ve mali olarak iki sektör oluşturulmuş ve sektör etkisini görebilmek için analizler tekrarlanmıştır. Veri setinde yer alan şirketlerin hangi sektörde faaliyet gösterdiklerini belirlemek için BIST Mali (XUMAL) ve BIST Sınai (XUSIN) endeksleri referans alınmıştır. Analizlerde kullanılan veri setindeki şirketlerin hangi endekslerde yer aldığına dair bilgiler Ek-4'de verilmiştir.

3.4. Bulgular

3.4.1. Nakit Temettü

Analizin 1. aşamasında (1) no.lu denklem²⁰ kullanılarak hisse başı nakit temettü ile kümülatif anormal getiri arasındaki ilişki sayfa 74'de verilen Tablo 3.1.'de oluşturulan olay pencereleri çerçevesinde analiz edilmiştir. Söz konusu denklem kullanılarak elde edilen tahminlerin bulgularıyla aşağıdaki tablo oluşturulmuştur.

Tablo 3.9. Nakit Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi (1)

	CAR 1 [-5,-1]	CAR 2 [-2,-1]	CAR 3 [olay günü]	CAR 4 [0,+1]	CAR 5 [0,+2]	CAR 6 [0,+3]	CAR 7 [0,+5]	CAR 8 [0,+10]	CAR 9 [0,+15]
DPS	-0,0003 (-0,1708)	-0,0010 (-0,7845)	0,0006 (0,5704)	-0,0014 (0,7739)	-0,0026 (-1,3050)	-0,0022 (-1,0813)	-0,0025 (-1,0496)	-0,0008 (-0,2617)	0,003 (0,8136)
BKA	-0,0077 (-0,1708)	-0,0076 (-2,0778)*	0,0006 (0,1839)	-0,0019 (-0,3702)	-0,0047 (-0,8027)	-0,0025 (-0,4117)	-0,0054 (-0,7732)	-0,0013 (-0,1532)	-0,0091 (-0,8227)
F-İstatistiği	1,0766	2,5765	0,1867	0,3871	1,243	0,6994	0,9031	0,0486	0,6305
R ² (%)	0,4948	1,1761	0,0862	0,1785	0,5708	0,322	0,4154	0,0225	0,2904

Not: * %5 istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir, $t_{0,025} = 1,9654$, $t_{0,005} = 2,5872$, $F_{0,05} = 3,0166$

²⁰ $CAR_T = \alpha + \beta_1 DPS_T + \beta_2 BKA_T + \varepsilon$

Yukarıdaki tablodaki değerler, her bir olay penceresinde bağımsız değişkenler DPS (hisse başı net nakit temettü) ve BKA (bilanço/kâr açıklama bilgisi)'nın ilgili pencerelerdeki bağımlı değişkenler olan kümülatif anormal getiriler arasındaki ilişkiyi belirlemek için (1) no.lu regresyon denklemi kullanılarak elde edilmiştir. Bağımlı değişkenler kolaylık olması açısından CAR1'den CAR9'a kadar adlandırılmışlardır. Bağımlı değişkenlerin altında parantez içerisindeki değerlerden ilk değer başlangıç gününü son değer bitiş gününü göstermektedir. Örneğin, [0,+1] olay günü (dâhil) ve olay günün takip eden 1. gün (dahil) olan pencereyi temsil etmektedir. DPS ve BKA bağımsız değişkenlerinin olduğu satırda, üsteki satır regresyon sonucu çıkan katsayı (β_1 ve β_2) değerini, alttaki satır ise parantez içerisinde ilgili regresyon denkleminde o katsayı için elde edilen t-istatistiğini göstermektedir. Örneğin, DPS bağımsız değişkeninin CAR1 [-5,-1] penceresindeki β_1 katsayısı -0,0003 ve ilgili t-istatistiği ise -0,1708'dir. Tablodaki DPS ve BKA değerlerinden sonrasındaki değerler ise ilgili regresyon denkleminin hesaplanan F-istatistiğini ve R^2 değerini göstermektedir. Bu değerler sırasıyla 1,0766 ve 0,4948'dir.

Tablodan görüldüğü gibi sadece BKA bağımsız değişkeninin [-2,-1] olay penceresindeki β_2 katsayısı ilgili t istatistik değeri olan $t_{0,025}$ (1,9654)'den büyük olduğu için %5 düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Diğer bütün pencerelerdeki t-istatistikleri anlamlı çıkmamıştır. Hem DPS hem de BKA için katsayılar hem negatife hem de pozitif değerler almakla beraber genel olarak katsayıların negatif olduğu söylenebilir. Diğer yandan, regresyon denkleminin katsayılarının genel olarak anlamlılığını sınavan F-istatistiklerinin tamamında $F_{0,05} = 3,0166$ değerinden küçük çıkmıştır. Dolayısıyla, F testleri için H_0 hipotezi kabul edilmiştir.²¹

Sonuç olarak, H_{10} hipotezi kabul edilmiş ve bütün olay pencerelerinde hisse başına nakit temettü (DPS) ile kümülatif anormal getiriler (CAR1,..., CAR9) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki kurulamamıştır. Benzer şekilde, olay gününde yapılan bilanço / kâr açıklamalarının kümülatif anormal getirilere etkisi yoktur şeklindeki H_{30} hipotezi de kabul edilmiştir.

²¹ EViews 8.1 programında değişken varyans (heteroscedasticity) için White testi, otokorelasyon için de Breusch-Godfrey testi yapılmıştır. Bu testlerin sonucunda CAR3, CAR8 ve CAR9 için oluşturulan denklemlerde değişken varyans ve CAR3, CAR4, CAR5 ve CAR7 denklemlerinde otokorelasyon tespit edilmiştir. Değişken varyansın düzeltilmesi için White Heteroscedasticity-Consistent Standard Errors yöntemi ve otokorelasyonun düzeltilmesi içinde HAC (Newey-West) yöntemleri uygulanmıştır. Bu uygulamaların sonucunda elde edilen bulgular mevcut regresyon denklemlerinin istatistiksel olarak anlamını değiştirmemiştir.

Bu bulgu, Günalp vd. (2010) çalışmasında elde edilen bulgulardan farklıdır. Söz konusu çalışmada ilgili olay pencerelerinde hisse başına nakit temettü ile kümülatif anormal getiriler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir negatif ilişkinin varlığı ortaya konmuştur. Diğer bir deyişle, nakit temettü duyurularından sonraki olay pencerelerinde kümülatif anormal getiriler negatif yönlü bir gelişme göstermişlerdir. Ayrıca, söz konusu çalışmada bu gelişmenin istatistiksel olarak en güçlü olduğu dönem olarak da [0,+2] dönemi belirlenmiştir.

Bu farklılığı açıklayabilecek bir etmen, söz konusu çalışmanın yapıldığı dönemdeki (2003-2007) yasal zorunluluklar olabilir. İlgili dönemde geçerli olan SPK yönetmelikleri şirketlerin asgari bir nakit temettü vermesini zorunlu kılmışlardır. Çoğu şirketin, zorunlu olarak dağıttıkları nakit temettüleri daha sonra bedelli sermaye artırımını adı altında yatırımcılardan geri toplama yoluna gittikleri gözlenmiştir. Dolayısıyla, hisse başı nakit temettü duyurusunun söz konusu dönemler için yatırımcı gözünde negatif bir etkisinin olması normal karşılanabilir.

Hisse başına nakit temettü, olay günü civarında oluşan kümülatif getirileri açıklayabilen bir parametre olmadığı için, hisse başına nakit temettü yerine çalışmaya daha açıklayıcı olabileceği düşünülen daha önce tanımı ve açıklaması yapılan açıklama günü nakit temettü verimi (AGTV) ya da kısaca temettü verimi bağımsız değişkeni ile devam edilmiştir.

Analizin 2. aşamasında, hisse başına nakit temettü için gerçekleştirilen analiz (2) no.lu denklem²² kullanılarak net nakit temettü verimi bağımsız değişken alınarak tekrar edilmiştir. Söz konusu denklem ile elde edilen tahminlerin bulgularıyla Tablo 3.10. oluşturulmuştur.

Tablodan görüldüğü gibi AGTV bağımsız değişkenin olay günü öncesi hariç kalan olay pencerelerinin tamamında katsayısının değeri %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve BKA bağımsız değişkenin ise sadece [-2,-1] olay penceresindeki katsayısı %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır.

²² $CAR_T = \alpha + \beta_1 AGTV_T + \beta_2 BKA_T + \varepsilon$

Tablo 3.10. Nakit Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi (2)

	CAR 1 [-5,-1]	CAR 2 [-2,-1]	CAR 3 [olay günü]	CAR 4 [0,+1]	CAR 5 [0,+2]	CAR 6 [0,+3]	CAR 7 [0,+5]	CAR 8 [0,+10]	CAR 9 [0,+15]
AGTV	0,0504 (0,6761)	-0,0089 (-0,1753)	0,2225 (5,2795)**	0,4883 (7,1323)**	0,4741 (5,9813)**	0,4501 (5,5558)**	0,5488 (5,8923)**	0,5932 (5,0158)**	0,6336 (4,1734)**
BKA	-0,0075 (-1,4076)	-0,0078 (-2,1357)*	0,0018 (0,5925)	0,0003 (0,0543)	-0,0029 (-0,5011)	-0,0006 (-0,1083)	-0,0031 (-0,4599)	0,0015 (0,1743)	-0,0054 (-0,4970)
F-İstatistiği	1,2916	2,2811	13,9624**	25,5329**	18,3099**	15,5560**	17,7390**	12,5942**	9,0197**
R ² (%)	0,5931	1,0426	6,0584	10,5493	7,7978	6,7036	7,573	5,4974	3,9995

Not: * %5, ** ise % 1 istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir; $t_{0,025} = 1,9654$, $t_{0,005} = 2,5872$, $F_{0,01} = 4,6545$

Sonuç olarak, olay günü ve sonrasındaki pencereler için nakit temettü veriminin kümülatif anormal getirilere etkisi yoktur şeklindeki H_{20} hipotezi reddedilmiştir. Dolayısıyla, net nakit temettü veriminin kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi vardır. Olay gününde yapılan bilanço/kâr açıklamalarının kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur şeklindeki H_{30} hipotezi, [-2,-1] olay penceresi hariç, kabul edilmiştir.

Regresyon denkleminin katsayılarının genel olarak anlamlılığını sıyanan F-istatistikleri de AGTV katsayısının istatistiklerine benzer bir görünüm sergilemiştir. Olay günü öncesi F-istatistikleri anlamsız çıkarken, olay günü ve sonrasında %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı çıkmışlardır²³. Dolayısıyla, olay günü ve sonrası için F testlerinde H_0 hipotezi reddedilmiştir diğer günler için kabul edilmiştir.

Tablo 3.10.'da ortaya konan sonuçlarla açıklama günü nakit temettü verimi (AGTV) ya da kısaca temettü verimi ile kümülatif anormal getiriler arasında olay günü ve sonrasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin kurulabildiği görülmektedir. Bu ilişki pozitif yönlü bir ilişki olup [0,+1] olay penceresinde en güçlü istatistiksel anlama sahiptir. Bu süreçte, AGTV bağımsız değişkeninin katsayıları pozitif olup 15 güne yayılan bir süreçte olay günündeki 0,2225 değerinden 1. günün sonunda 0,4883 değerine çok hızlıca

²³ EViews 8.1 programında değişken varyans (heteroscedasticity) için White testi ve otokorelasyon içinde Breusch-Godfrey testi yapılmıştır. Bu testlerin sonucunda CAR7 için oluşturulan denkleminde otokorelasyon tespit edilmiştir ve bu otokorelasyonun düzeltilmesi içinde HAC (Newey-West) yöntemi uygulanmıştır. Bu uygulamanın sonucunda elde edilen bulgular mevcut regresyon denkleminin istatistiksel olarak anlamını değiştirmemiştir.

çıkarmakta sonrasında hafif düşüşlerle 3. günün sonunda 0,4501 değerine ulaşmakta ve takip eden günlerde tekrar artışa başlayarak 15. günün sonunda 0,6336 değerine ulaşmaktadır. Olay günü ve sonrasında AGTV değişkeni anlamlı iken aynı durum olay günü öncesinde geçerli değildir. Olay günü öncesindeki t-istatistikleri ve F-istatistikleri anlamlı değildir.

Diğer bağımsız değişken olan olay günüyle aynı günde yapılan bilanço/kâr açıklaması (BKA) için ise aynı şeyleri söylemek mümkün değildir. BKA'nın katsayısı sadece [-1,-2] olay penceresinde anlamlıdır ancak bu olay penceresindeki F-istatistiği anlamsız olduğundan BKA'nın kümülatif anormal getiriyi açıklayan bir değişken olduğundan bahsedilemez. Diğer bir deyişle BKA değişkeninin eklenmesi mevcut sonuçların anlamını değiştirmemiştir. Dolayısıyla, nakit temettü açıklamalarıyla birlikte bilanço ve kâr gibi diğer açıklamalarında yapılması kümülatif anormal getiriler üzerinde bir etkisi olmadığı sonucuna varılabilir. Olay gününde yapılan bilanço/kâr açıklamalarının kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur şeklindeki H_{30} hipotezi [-1,-2] olay penceresi için reddedilmiş geriye kalan diğer pencereler için kabul edilmiştir. Sonuç olarak, nakit temettünün açıklanması, açıklama günü nakit temettü verimine bağlı olarak tek başına getiri etkisi yaratmaktadır.

Analizin 3. aşamasında, nakit temettü miktarındaki bir önceki döneme göre artış ve azalış olup olmadığı bilgisinin getirilere olan etkisi incelenmiştir. Bu amaçla, daha önce oluşturulan (3) no.lu denklem²⁴ kullanılarak elde edilen tahminlere yönelik sonuçlar Tablo 3.11.'de verilmiştir.

Tablo 3.11.'den görülebileceği gibi yeni kukla değişkenlerin eklenmesi var olan durumu fazla etkilememiştir. Görünen tek etkileri mevcut bütün katsayıları, t ve F-istatistiklerini biraz daha aşağıya çekmek olmakla beraber, regresyonun genelindeki durumu değiştirmemişlerdir. Yeni eklenen AZAL ve ART kukla değişkenleri hiç bir olay penceresinde anlamlı katsayılarla sahip değildirler. Buradan, nakit temettülerdeki azalış ve artışın kümülatif anormal getiriler üzerinde bir etkisi olmadığı sonucuna varılabilir. AGTV bağımsız değişkeni yine olay günü ve sonrasında kümülatif anormal getirileri anlamlı bir biçimde açıklayabilmekte ve bu pozitif ilişki en güçlü zamanına [0,+1] olay penceresinde

²⁴ $CAR_T = \alpha + \beta_1 AGTV_T + \beta_2 BKA_T + \beta_3 AZAL_T + \beta_4 ART_T + \varepsilon$

ulaşmaktadır. Buna karşın olay günü öncesinde hiç bir değişkenin katsayısı ve denklemlerin F-istatistiği anlamlı çıkmamaktadır²⁵.

Tablo 3.11. Nakit Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi (3)

	CAR 1 [-5,-1]	CAR 2 [-2,-1]	CAR3 [olay günü]	CAR 4 [0,+1]	CAR 5 [0,+2]	CAR 6 [0,+3]	CAR 7 [0,+5]	CAR 8 [0,+10]	CAR 9 [0,+15]
AGTV	0,047 (0,6158)	-0,0247 (-0,4763)	0,2137 (4,9453)**	0,4822 (6,8767)**	0,4603 (5,6633)**	0,4425 (5,3304)**	0,5441 (5,6998)**	0,5795 (4,7766)**	0,6004 (3,8695)**
BKA	-0,0069 (-1,2784)	-0,008 (-2,1754)*	0,0015 (0,4864)	-0,0001 (-0,1225)	-0,0034 (-0,5834)	-0,0015 (-0,2580)	-0,004 (-0,5978)	0,0007 (0,0818)	-0,008 (-0,7286)
AZAL	-0,0038 (-0,5786)	-0,0056 (-1,2652)	-0,0024 (-0,6505)	-0,0001 (-0,027)	-0,0037 (-0,5253)	0,0003 (0,0488)	0,0018 (0,2208)	-0,0026 (-0,2468)	-0,0035 (-0,2662)
ART	-0,0062 (-1,0382)	-0,0006 (-0,1478)	0,0014 (0,4142)	0,0004 (1,2632)	0,0023 (0,3711)	0,0068 (1,0467)	0,0079 (1,0586)	0,0049 (0,5155)	0,0179 (1,4848)
F-İstatistiği	0,914	1,6424	7,2823**	13,2667**	9,3520**	8,1370**	9,1789**	6,4416**	5,484**
R ² (%)	0,8411	1,5014	6,3307	10,9627	7,9862	7,0215	7,8500	5,6411	4,8431

Not: * %5, ** ise % 1 istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir; $t_{0,025} = 1,9654$, $t_{0,005} = 2,5872$, $F_{0,01} = 3,3629$

Sonuç olarak, hipotezlerin kabulü veya reddi konusunda bir önceki duruma göre değişiklik olmamış AZAL ve ART değişkenleri için nakit temettü oranlarındaki azalışın kümülatif anormal getirilere etkisi yoktur şeklindeki H₄₀ ve nakit temettü oranlarındaki artışın kümülatif anormal getirilere etkisi yoktur şeklindeki H₅₀ hipotezi kabul edilmiştir.

Analizin 4. ve son aşamasında, sektör etkisini ölçebilmek üzere (4) no.lu denklem²⁶ kullanılarak kümülatif getiriler üzerinde şirketlerin mali ya da sınai sektörlerde olmasının getiriye etkisi olup olmadığı analiz edilmiştir. Şirketin mali endekste olduğunu gösteren MAL kukla değişkeni ve sınai endekste olduğunu gösteren SIN kukla değişkenleri mevcut

²⁵ EViews 8.1 programında değişken varyans (heteroscedasticity) için White testi ve otokorelasyon içinde Breusch-Godfrey testi yapılmıştır. Bu testlerin sonucunda CAR7 için oluşturulan denklemde otokorelasyon tespit edilmiştir ve bu otokorelasyonun düzeltilmesi içinde HAC (Newey-West) yöntemleri uygulanmıştır. Bu uygulamaların sonucunda elde edilen bulgular mevcut regresyon denkleminin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

²⁶ $CAR_T = \alpha + \beta_1 AGTV_T + \beta_2 BKA_T + \beta_3 AZAL_T + \beta_4 ART_T + \beta_5 MAL_T + \beta_6 SIN_T + \varepsilon$

denklemlere eklenerek bağımlı değişken olan kümülatif anormal getirilerle regresyon ilişkisine tabi tutulmuştur. Sonuçlar Tablo3.12.'de sunulmuştur.

Tablo 3.12. Nakit Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi (4)

	CAR 1 [-5,-1]	CAR 2 [-2,-1]	CAR3 [olay günü]	CAR 4 [0,+1]	CAR 5 [0,+2]	CAR 6 [0,+3]	CAR 7 [0,+5]	CAR 8 [0,+10]	CAR 9 [0,+15]
AGTV	0,0502	-0,0285	0,2242	0,5129	0,500	0,4699	0,5902	0,597	0,6008
	(0,6245)	(-0,5223)	(4,9428)**	(6,9853)**	(5,8670)**	(5,3888)**	(5,9016)**	(4,6923)**	(3,6899)**
BKA	-0,0069	-0,008	0,0017	-0,0001	-0,0028	-0,0012	-0,0033	0,0011	-0,0078
	(-1,2713)	(-2,1787)*	(0,5448)	(-0,0216)	(-0,4871)	(-0,1994)	(-0,4941)	(0,1306)	(-0,7057)
AZAL	-0,0037	-0,0057	-0,0021	0,0018	-0,0025	0,0011	0,0032	-0,0021	-0,0035
	(-0,5601)	(-1,2796)	(-0,5645)	(0,2946)	(-0,3575)	(0,1599)	(0,3828)	(-0,1972)	(-0,2643)
ART	-0,0063	-0,0006	0,0018	0,0079	0,0031	0,0071	0,0091	0,0061	0,0192
	(-1,0506)	(-0,1544)	(0,5294)	(1,442)	(0,4895)	(1,0898)	(1,2176)	(0,6491)	(1,5806)
MAL	0,0022	-0,0014	0,0015	0,0055	0,0112	0,0094	0,0105	-0,0024	-0,0095
	(0,2606)	(0,2393)	(0,3034)	(0,7034)	(1,2340)	(1,0053)	(0,9846)	(-0,1770)	(-0,5438)
SIN	0,0029	-0,0008	-0,0025	-0,0049	0,0019	0,0045	-0,0029	-0,014	-0,0192
	(0,3795)	(-0,1614)	(-0,5954)	(-0,7103)	(0,2315)	(0,5525)	(-0,3085)	(-1,1700)	(-1,2570)
F-İstatistiği	0,6309	1,0996	5,1159**	9,5302**	6,6710**	5,5957**	6,7021**	4,7048**	3,9751**
R ² (%)	0,8746	1,5147	6,6774	11,7613	8,5338	7,2581	8,5702	6,1739	5,2667

Not: * %5, ** ise % 1 istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir; $t_{0,025} = 1,9654$, $t_{0,005} = 2,5872$, $F_{0,01} = 2,8442$

Yeni değişkenlerin eklenmesi de mevcut durumu değiştirmemiştir. Bütün katsayılar da, t ve F-istatistiklerinde hafif değişiklikler olmakla beraber, regresyonun genelindeki durum değişmemiştir. Yeni eklenen MAL ve SIN kukla değişkenleri hiç bir olay penceresinde anlamlı katsayılar a sahip değildirler. Dolayısıyla, kümülatif anormal getirilerin şirketin mali ya da sınai endekste olmasından bağımsız olduğundan bahsedilebilir. Değerlendirilen değişkenlerden sadece AGTV bağımsız değişkeni olay günü ve sonrasında kümülatif anormal getirileri anlamlı bir biçimde açıklayabilmektedir.

Bu açıklamanın en güçlü olduğu olay penceresi yine $[0,+1]$ olarak karşımıza çıkmaktadır. Olay günü öncesinde ise yine anlamlı sonuçlara ulaşılamamaktadır²⁷.

Sonuç olarak, diğer değişkenler için hipotezlerin kabulü veya reddi konusunda bir önceki duruma göre değişiklik olmamışken MAL ve SIN değişkenleri için şirketin mali endekste yer almasının kümülatif anormal getirilere etkisi yoktur şeklindeki H_{60} ve şirketin sınai endekste yer almasının kümülatif anormal getirilere etkisi yoktur şeklindeki H_{70} hipotezi kabul edilmiştir.

3.4.2. Hisse Temettü

Analizin 1. aşamasında, ilgili olay pencerelerindeki kümülatif anormal getiriler ile hisse temettünün sermayeye oranı arasındaki ilişki test edilmiştir. Sonuçlar Tablo 3.13.'de verilmiştir²⁸.

Tablodan da görüldüğü gibi hiç bir olay penceresinde anlamlı bir istatistiğe ulaşılamamıştır. HTSO bağımsız değişkeninin katsayısı hep pozitif olmakla beraber olay günü sonrası ciddi oranda düşmüş sonrasında ise sürekli bir artış göstermiştir. Benzer durum t-istatistiği içinde gözlenmiştir. BKA bağımsız değişkeninin katsayısı ise $[0,+2]$ olay penceresine kadar pozitif iken bundan sonra negatife dönmüştür.

Sonuç olarak, HTSO bağımsız değişkenin kümülatif anormal getirileri açıklamakta yetersiz kaldığı söylenebilir. Dolayısıyla, hisse temettünün sermayeye oranının kümülatif anormal getirilere etkisi yoktur şeklindeki H_{80} hipotezi kabul edilmiştir. Olay gününde yapılan bilanço / kâr açıklamalarının kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur şeklindeki H_{90} hipotezi kabul edilirken F testleri için de H_0 hipotezi kabul edilmiştir.²⁹

²⁷ EViews 8.1 programında değişken varyans (heteroscedasticity) için White testi ve otokorelasyon içinde Breusch-Godfrey testi yapılmıştır. Bu testlerin sonucunda herhangi bir değişken varyans ve otokorelasyon durumuna rastlanmamıştır.

²⁸ EViews 8.1 programında değişken varyans (heteroscedasticity) için White testi ve otokorelasyon içinde Breusch-Godfrey testleri yapılmıştır. Bu testlerin sonucunda herhangi bir değişken varyans ve otokorelasyon durumuna rastlanmamıştır.

²⁹ EViews 8.1 programında değişken varyans (heteroscedasticity) için White testi, otokorelasyon için de Breusch-Godfrey testi yapılmıştır. Bu testlerin sonucunda CAR3, CAR8 ve CAR9 için oluşturulan denklemlerde değişken varyans ve CAR3, CAR4, CAR5 ve CAR7 denklemlerinde otokorelasyon tespit edilmiştir. Değişken varyansın düzeltilmesi için White Heteroscedasticity-Consistent Standard Errors yöntemi ve otokorelasyonun düzeltilmesi içinde HAC (Newey-West) yöntemleri uygulanmıştır. Bu uygulamaların sonucunda elde edilen bulgular mevcut regresyon denklemlerinin istatistiksel olarak anlamını değiştirmemiştir.

Tablo 3.13. Hisse Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi (1)

	CAR 1 [-5,-1]	CAR 2 [-2,-1]	CAR3 [olay günü]	CAR 4 [0,+1]	CAR 5 [0,+2]	CAR 6 [0,+3]	CAR 7 [0,+5]	CAR 8 [0,+10]	CAR 9 [0,+15]
HTSO	5,7138	4,5100	4,5539	0,3838	1,9344	7,3547	10,4334	13,7748	15,135
	(1,0479)	(1,2035)	(1,2584)	(0,0897)	(0,3192)	(0,8969)	(1,0388)	(1,1897)	(1,5318)
BKA	-0,0093	-0,0044	-0,0093	-0,0009	-0,0076	0,0287	0,0215	0,0204	0,0265
	(-0,4658)	(-0,3185)	(-0,7014)	(-0,0576)	(-0,3425)	(0,9566)	(0,5845)	(0,4816)	(0,7342)
F-İstatistiği	0,5942	0,7320	0,919	0,005	0,0944	1,0255	0,8303	0,9410	1,6683
R ² (%)	1,7688	2,1701	2,7093	0,0151	0,2852	3,0138	2,4544	2,7724	4,8122

Not: $t_{0,025} = 1,9955$, $F_{0,05} = 3,1359$

Analizin 2. aşamasında, hisse temettü miktarındaki bir önceki döneme göre artış ve azalış olup olmadığı bilgisinin getirilere olan etkisini incelenmiştir. Bu amaçla, AZAL ve ART kukla değişkenlerinin de regresyon denkleminde eklenmesiyle aşağıdaki tabloda yer alan sonuçlara ulaşılmıştır³⁰.

Tablodan da görülebileceği gibi bütün olay pencerelerinde AZAL ve ART bağımsız değişkenleri için istatistiksel olarak anlamlı olan bir katsayı yoktur. Bu değişkenlerin eklenmesi HTSO değişkenini katsayısını ve t-istatistiğini olay günü ve sonrasında azaltıcı etki yapmış olmakla birlikte mevcut durum değişmemiş olup hâlâ bütün katsayılar istatistiksel olarak anlamlı değildirler.

Sonuç olarak, diğer değişkenler için hipotezlerin kabulü veya reddi konusunda bir önceki duruma göre değişiklik olmamış AZAL ve ART değişkenleri için hisse temettü oranlarındaki azalışın kümülatif anormal getirilere etkisi yoktur şeklindeki H_{10} ve hisse temettü oranlarındaki artışın kümülatif anormal getirilere etkisi yoktur şeklindeki H_{11} hipotezleri kabul edilmiştir.

³⁰ EViews 8.1 programında değişken varyans (heteroscedasticity) için White testi ve otokorelasyon içinde Breusch-Godfrey testleri yapılmıştır. Bu testlerin sonucunda herhangi bir değişken varyans ve otokorelasyon durumuna rastlanmamıştır.

Tablo 3.14. Hisse Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi (2)

	CAR 1 [-5,-1]	CAR 2 [-2,-1]	CAR3 [olay günü]	CAR 4 [0,+1]	CAR 5 [0,+2]	CAR 6 [0,+3]	CAR 7 [0,+5]	CAR 8 [0,+10]	CAR 9 [0,+15]
HTSO	7,2292	5,3193	3,3783	-0,825	0,0934	5,493	8,512	11,0297	12,379
	(1,2672)	(1,3530)	(0,8985)	(-0,1854)	(0,0148)	(0,6395)	(0,8079)	(0,9094)	(1,1976)
BKA	-0,0123	-0,0053	-0,0047	-0,0009	-0,0049	0,0299	0,0224	0,0278	0,0305
	(-0,6009)	(-0,3724)	(-0,6452)	(-0,0544)	(-0,2154)	(0,9665)	(0,5895)	(0,6366)	(0,8204)
AZAL	0,0178	0,0085	-0,0112	-0,0108	-0,0201	-0,0182	-0,0183	-0,0348	-0,0301
	(0,9824)	(0,6799)	(-0,9432)	(-0,7660)	(-1,0044)	(-0,6696)	(-0,5491)	(-0,9052)	(-0,9193)
ART	0,0069	0,0085	-0,0173	-0,0213	-0,0151	-0,0254	-0,0284	-0,0003	-0,0228
	(0,3050)	(0,5407)	(-1,1548)	(-1,2034)	(-0,6001)	(-0,7423)	(-0,6776)	(-0,0056)	(-0,5555)
F-İstatistiği	0,5388	0,5208	0,9365	0,4461	0,3466	0,7179	0,5702	0,6726	1,0742
R ² (%)	3,2612	3,1525	5,5294	2,7128	2,1201	4,2940	3,4408	4,0342	6,2915

Not: $t_{0,025} = 1,9955$, $F_{0,05} = 2,2489$

Analizin 3. ve son aşamasında, sektörel etkileri ölçebilmek üzere önceki denkleme MAL ve SIN kukla değişkenlerinin eklenmesiyle elde edilen (5) no.lu denklem³¹ kullanılarak kümülatif getiriler üzerinde şirketlerin mali ya da sınai sektörlerde olmasının getiriye etkisi olup olmadığı analiz edilmiştir. Şirketin mali endekste olduğunu gösteren MAL kukla değişkeni ve sınai endekste olduğunu gösteren SIN kukla değişkenleri mevcut denklemlere eklenerek bağımlı değişken olan kümülatif anormal getirilerle regresyon ilişkisine tabi tutulmuştur. Sonuçlar aşağıdaki tabloda sunulmuştur³².

Yeni değişkenlerin eklenmesiyle [-5,-1] olay penceresinde MAL bağımsız değişkeni katsayısı için %1 istatistiksel anlamlılık düzeyinde bir değere ulaşılmıştır. Ancak, F-istatistiğinin anlamsız olması bu durumun anlamlı şekilde yorumlanmasını güçleştirmektedir.

³¹ $CAR_T = \alpha + \beta_1 HTSO_T + \beta_2 BKA_T + \beta_3 AZAL_T + \beta_4 ART_T + \beta_5 MAL_T + \beta_6 SIN_T + \varepsilon$

³² EViews 8.1 programında değişken varyans (heteroscedasticity) için White testi ve otokorelasyon içinde Breusch-Godfrey testi yapılmıştır. Bu testlerin sonucunda CAR1, için oluşturulan denklemde değişken varyans tespit edilmiştir. Değişken varyansın düzeltilmesi için White Heteroscedasticity-Consistent Standard Errors yöntemi uygulanmıştır. Bu uygulamanın sonucunda elde edilen bulgular mevcut regresyon denklemlerinin istatistiksel olarak anlamını değiştirmemiştir.

Tablo 3.15. Hisse Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi (3)

	CAR 1 [-5,-1]	CAR 2 [-2,-1]	CAR3 [olay günü]	CAR 4 [0,+1]	CAR 5 [0,+2]	CAR 6 [0,+3]	CAR 7 [0,+5]	CAR 8 [0,+10]	CAR 9 [0,+15]
HTSO	5,4979	4,7506	3,1801	-0,7391	0,8698	7,5234	9,6205	13,2983	13,6519
	(0,9958)	(1,2076)	(0,8264)	(-0,1619)	(0,1346)	(0,8763)	(0,8970)	(1,0832)	(1,2991)
BKA	-0,0125	-0,0058	-0,0089	-0,0012	-0,0059	0,0265	0,0198	0,0246	0,0279
	(-0,6365)	(-0,4158)	(-0,6517)	(-0,0753)	(-0,2563)	(0,8668)	(0,5171)	(0,5611)	(0,7431)
AZAL	0,0237	0,0124	-0,0098	-0,0096	-0,0185	-0,0111	-0,0115	-0,0288	-0,0234
	(1,3333)	(0,9789)	(-0,7920)	(-0,6571)	(-0,8894)	(-0,4021)	(-0,3325)	(-0,7304)	(-0,6917)
ART	0,0032	0,0088	-0,0171	-0,0199	-0,0100	-0,0096	-0,3997	0,0157	-0,0111
	(0,1428)	(0,5532)	(-1,0942)	(-1,0766)	(-0,3795)	(-0,2759)	(-0,3997)	(0,3151)	(-0,2611)
MAL	-0,0453	-0,0200	-0,0072	-0,0015	0,0091	0,0165	0,0012	0,0236	0,0044
	(-2,7995)**	(-1,7372)	(-0,6351)	(-0,1137)	(0,4789)	(0,6535)	(0,0386)	(0,6562)	(0,1424)
SIN	-0,0294	-0,0073	-0,0025	0,0032	0,0183	0,0513	0,0315	0,0549	0,0349
	(-1,6025)	(-0,5589)	(-0,1925)	(0,2097)	(0,8531)	(1,7965)	(0,8847)	(1,3449)	(0,9976)
F-İstatistiği	1,6983	0,9087	0,6843	0,3100	0,9085	1,066	0,5624	0,7527	0,9223
R ² (%)	14,1154	8,0834	6,2111	2,9130	3,2564	9,3514	5,1618	6,7896	8,1942

Not: ** % 1 istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir; $t_{0,005} = 2,6501$, $t_{0,025} = 1,9955$, $F_{0,05} = 3,1359$

Sonuç olarak, bütün bağımsız değişkenler eklendiğinde de en baştaki durumdan farklı bir durumla karşılaşılmanmıştır. Mevcut değişkenler, kümülatif anormal getirileri açıklamaya yeterli değildirler.

Hipotezlerin kabulü veya reddi konusunda bir önceki duruma göre değişiklik olmamış MAL değişkeni için [-5,-1] olay penceresi hariç olmak üzere Şirketin mali endekste yer almasının kümülatif anormal getirilere etkisi yoktur şeklindeki H12₀ hipotezi kabul edilirken SIN değişkenleri tüm olay pencereleri için şirketin sınav endekste yer almasının kümülatif anormal getirilere etkisi yoktur şeklindeki H13₀ hipotezi kabul edilmiştir.

3.4.3. Melez Temettü

Melez temettüde analizler tek bir aşamada gerçekleştirilmiştir. Daha önce oluşturulan (6) no.lu denklemin³³ tahminiyle elde edilen bulgular Tablo 3.16.'da sunulmuştur³⁴.

Tablo 3.16. Melez Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi

	CAR 1 [-5,-1]	CAR 2 [-2,-1]	CAR 3 [olay günü]	CAR 4 [0,+1]	CAR 5 [0,+2]	CAR 6 [0,+3]	CAR 7 [0,+5]	CAR 8 [0,+10]	CAR 9 [0,+15]
AGTV	-0,0206 (-0,1147)	-0,1631 (-1,3533)	0,1143 (-0,9583)	0,1933 (1,0442)	0,2188 (0,9423)	0,0272 (0,1179)	0,1696 (0,7596)	0,2290 (0,7235)	-0,0301 (-0,0746)
HTSO	-1,4967 (-0,7757)	-0,2671 (-0,206)	1,6496 (1,2854)	2,41 (1,2099)	2,0913 (0,8368)	1,1629 (0,4681)	-0,8219 (-0,3401)	-3,9229 (-1,1517)	-1,1209 (-0,2580)
BKA	0,0266 (2,0118)	0,0203 (2,2834)*	-0,0123 (-1,3951)	-0,0168 (-1,2274)	-0,0137 (-0,801)	-0,0158 (-0,9262)	-0,0272 (-1,6497)	-0,0114 (-0,4900)	0,002 (0,0678)
F-İstatistiği	1,7077	2,5965	1,9494	1,7786	0,9886	0,4138	1,1185	0,5681	0,032
R ² (%)	11,61	16,65	13,04	12,04	7,07	3,08	7,92	4,19	0,25

Not: * % 5 istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir; $t_{0,025} = 2,0181$, $F_{0,05} = 2,8451$

Tablodan da görüldüğü gibi sadece BKA bağımsız değişkeninin [-2,-1] olay penceresindeki β_3 katsayısı % 5 istatistiksel anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Ancak, buna ait F-istatistiğinin anlamlı olmaması bu katsayının anlamlı olarak yorumlanmasına olanak vermemektedir. Yine de en güçlü sonuçlar [-2,-1] olay penceresinde elde edilmiştir. Hem HTSO hem de AGTV katsayıları duyuru gününden önce negatif değerlere sahipken olay gününden başlayarak olay günün üç gün sonrasına kadar pozitif değerler almıştır. Ancak sonrasında, HTSO'nun katsayısı negatife dönmüştür. AGTV katsayısı ise [0,+10] olay penceresine kadar pozitif iken [0,+15] olay penceresinde ise negatife dönmüştür.

³³ $CAR_T = \alpha + \beta_1 AGTV_T + \beta_2 HTSO_T + \beta_3 BKA_T + \varepsilon$

³⁴ EViews 8.1 programında değişken varyans (heteroscedasticity) için White testi ve otokorelasyon içinde Breusch-Godfrey testi yapılmıştır. Bu testlerin sonucunda CAR4 ve CAR5 için oluşturulan denklemlerde değişken varyans tespit edilmiştir. Değişken varyansın düzeltilmesi için White Heteroscedasticity-Consistent Standard Errors yöntemi uygulanmıştır. Bu uygulamanın sonucunda elde edilen bulgular mevcut regresyon denklemlerinin istatistiksel olarak anlamını değiştirmemiştir.

Sonuçta, melez temettü bileşeninde nakit temettü veriminin kümülatif anormal getirilere etkisi yoktur şeklindeki $H14_0$ hipotezi ve melez temettü bileşeninde hisse temettünün sermayeye oranının kümülatif anormal getirilere etkisi yoktur şeklindeki $H15_0$ hipotezi kabul edilmiştir. Olay gününde yapılan bilanço / kâr açıklamalarının kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi yoktur şeklindeki $H16_0$ hipotezi olay günü öncesindeki olay pencereleri için kabul edilirken diğerleri için reddedilmiştir. F testleri için tüm pencerelerde H_0 hipotezi kabul edilmiştir.³⁵

³⁵EViews 8.1 programında değişken varyans (heteroscedasticity) için White testi, otokorelasyon için de Breusch-Godfrey testi yapılmıştır. Bu testlerin sonucunda CAR3, CAR8 ve CAR9 için oluşturulan denklemlerde değişken varyans ve CAR3, CAR4, CAR5 ve CAR7 denklemlerinde otokorelasyon tespit edilmiştir. Değişken varyansın düzeltilmesi için White Heteroscedasticity-Consistent Standard Errors yöntemi ve otokorelasyonun düzeltilmesi içinde HAC (Newey-West) yöntemleri uygulanmıştır. Bu uygulamaların sonucunda elde edilen bulgular mevcut regresyon denklemlerinin istatistiksel olarak anlamını değiştirmemiştir.

IV. BÖLÜM

GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Bu çalışmada BIST’de işlem gören firmalardan seçilen 548 örnekle temettü duyurularının hisse fiyatları ve dolayısıyla hisse getirilerine olan etkileri incelenmiştir. Olay Etüdü metodolojisi de kullanılarak oluşturulan olay pencerelerindeki kümülatif anormal getiriler ile seçilen açıklayıcı değişkenlerin ilişkileri regresyon yöntemiyle analiz edilmiş ve geliştirilen hipotezler test edilmiştir.

Çalışmada temel olarak nakit temettü, hisse senedi şeklindeki temettü ve her ikisinin karışımı olan melez temettü olmak üzere üç çeşit temettü dağıtım yöntemine yönelik duyuruların hisse senedi getirilerine olan etkileri incelenmiştir. Nakit temettü konusunda elde edilen bulgular, olay günü ve sonrasındaki anormal getirilerle nakit temettü verimi arasında güçlü bir pozitif ilişkiye işaret etmektedirler. Buna karşılık söz konusu anormal getiriler ile hisse başına nakit temettü arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki kurulamamıştır. Yatırımcılar, ekonomik kriz sonrası döneme denk gelen 2009-2014 döneminde nakit temettü oranından ziyade temettü veriminin yani ilgili temettü miktarının duyuru günündeki hisselerin kapanış fiyatına olan oranına daha çok önem vermişlerdir. Diğer bir deyişle, temettü verimi yüksek olan hisseler yatırımcılar tarafından tercih edilmişlerdir.

Bu durum yani yatırımcıların temettü verimi yüksek olan şirketlere olan taleplerinin artması ya da diğer bir deyişle temettü şeklindeki nakit parayı almayı tercih etmeleri daha önce II. Bölüm’de temettü konusundaki teoriler kapsamında anlatılan Eldeki Kuş Teorisi ile örtüşmektedir. Geleceğe yönelik belirsizliklerin en yüksek olduğu zamanlarda yatırımcıların cari dönemde alacakları nakit temettülere odaklanmaları ve verimi yüksek yani yatıracakları paraya karşın en fazla nakdi temettü şeklinde geri veren hisseleri seçmeleri normal karşılanmalıdır. Bu bakımdan yatırımcıların kriz sonrası dönemde tercihlerinde değişiklikler olduğu söylenebilir. Kriz öncesi vergi etkisinden dolayı temettü getirisini tercih etmeyip sermaye kazancını tercih eden yatırımcılar krizden sonra vergi etkisine rağmen daha güvenli ve nakit gördükleri temettü verimi yüksek olan şirketlere yatırım yapmayı tercih etmişlerdir. Diğer bir deyişle eldeki kuşu daldaki iki kuşa tercih etmişlerdir. Bunlara ilaveten, bazı yatırımcıların da diğer bazı gelişmiş ülke borsalarında

olduğu gibi kısa dönemde temettü ödeme günlerine yönelik özel alım satım fırsatlarını değerlendirmek amaçlı temettü verimi yüksek hisseleri tercih ettikleri de düşünölebilir.

Çalışmanın önemli sonuçlarından birisi de olay günü öncesi nakit temettü duyurularından önceki günlerde anlamlı bir sonuca ulaşılammış olmasıdır. Dolayısıyla, temettü bilgisinin şirket içerisinden piyasaya önceden sızdırılmadığı ve içerden öğrenenler ticaretinin (insider trading) olmadığı sonucuna varılmıştır. Bu durum daha önce bu konudaki Günalp vd. (2010) çalışmasının sonuçlarıyla uyumludur. Bu sonuçlar, ölkemizde sermaye piyasalarındaki denetim kurumlarının ve mevzuatın bu konuda etkin bir şekilde çalıştığı şeklinde yorumlanabilir.

Diğer önemli bir sonuç da BIST'in yıllar içerisinde daha etkin bir piyasaya dönüşmekte olduğudur. Çalışmada sonuçların en anlamlı olduğu dönem [0,+1] dönemi olarak belirlenmiştir. Diğer bir ifadeyle temettü duyurularının yapıldığı gün ve sonrasında gün diğer bir deyişle ilk iki gün piyasa söz konusu duyurulara en anlamlı tepkiyi vermiştir. Bu süre Günalp vd. (2010) çalışmasında [0,+2] ve Aydoğan ve Muradoğlu (1998) çalışmasında fiyatın bilgiye uyarlanma sürecinin duyurunun yapıldığı günden bir gün sonra başladığını ortaya koymuştur. Dolayısıyla, BIST'in zamanla daha etkin hale geldiğini söylemek mümkündür. Kuşkusuz bu gelişmede en önemli etkenler, KAP'ın kurulup etkin bir şekilde faaliyet göstermeye başlaması, iletişim teknolojilerindeki gelişmeler, şirketlerin piyasa tarafından bilinen finansal bilgilerinin miktarında ve kalitesindeki iyileşmeler, kurumsal yatırımcılardaki artış, bireysel yatırımcılardaki yatırım bilincini artırmaya yönelik faaliyetlerin etkinliğinin yükselmesi sıralanabilir.

Ayrıca, bilanço/kâr açıklaması, nakit temettü miktarındaki artış ve azalışlar gibi değişkenlere karşı yatırımcıların kayıtsız kaldıkları sonucuna da ulaşılmıştır. Bu sonuçlar Yılmaz ve Selçuk (2010) çalışmasını sonuçlarından farklıdır. Bu durumu, şirketlerin mali ya da sınaı sektörlerde faaliyet göstermeleri de değiştirmemektedir. Sonuç olarak nakit temettü duyuruları hisse senedi fiyatlarını ve dolayısıyla hisse senedi getirilerini etkileyen önemli bir bilgidir.

Yapılan analizler neticesinde, yatırımcıların hisse senedi şeklindeki temettü duyurularına kayıtsız kaldıkları sonucuna ulaşılmıştır. Bu bakımdan sonuçlar Aydoğan ve Muradoğlu'nun (1998) çalışmasının bulgularıyla uyumludur. Hisse senedi şeklindeki temettünün varlığını ve büyüklüğünü temsil eden hisse temettünün sermayeye oranıyla

anormal getiriler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu bir bakıma normaldir. Hisse senedi olarak temettü dağıtılması ya da diğer bir değişle bedelsiz sermaye artırımını esasında şirketin piyasa değerini artıran bir olay değildir. Bedelsiz sermaye artırımını şirket yönetimin bir tercihi olup, aslında bilançodaki sermaye kalemleri arasında yapılan bir yer değişmedir. Şirket iç kaynaklarından bir sermaye artırımını yapmaktadır ve bu durum şirkete ek bir finansman sağlamamaktadır. Ancak, şirketler bedelsiz sermaye artırımının sağladığı vergi avantajından ve zamanla enflasyon karşısında erimiş olabilecek olan sermayelerini güncellemek amacıyla bu yola başvurabilmektedirler. Sonuç olarak, hisse şeklinde temettü dağıtılmasının hisselerin getirilerine bir etkisi olmaması sonucu beklenen bir sonuçtur ve normal karşılanmalıdır.

Hisse temettü analizinin önemli sonuçlarından birisi de olay günü öncesindeki günlerde anlamlı bir sonuca ulaşılamamış olmasıdır. Dolayısıyla, tıpkı nakit temettü duyurularında olduğu gibi temettü bilgisinin şirket içerisinden piyasaya önceden sızdırılmadığı ve içerden öğrenenler ticaretinin (insider trading) olmadığı sonucuna varılabilir.

Benzer şekilde, bilanço/kâr açıklaması, nakit temettü miktarındaki artış ve azalışlar gibi değişkenlere karşı yatırımcıların kayıtsız kaldıkları sonucuna ulaşılmıştır. Bu durumu, şirketlerin mali ya da sınai sektörlerde faaliyet göstermeleri de değiştirmemektedir.

Çalışma sonucunda, melez temettülerde de anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır. Melez temettülerdeki hisse senedi bileşeninde hisse senedi temettülerde belirtilen sebeplerden dolayı anlamlı sonuçlara ulaşılamaması normal karşılanabilir. Ancak, nakit temettü bileşeninde anlamlı sonuçlar beklenmekle birlikte anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır. Sonuç olarak, yatırımcılar melez temettü duyurularına karşı kayıtsız kalmışlardır. Bunun sebepleri arasında piyasadaki melez temettüye yönelik olarak hisse senedi şeklindeki temettüye benzer bir algının olması, melez temettülerde genel olarak nakit temettü bileşenin göreceli olarak yüksek olmaması gibi nedenler sıralanabilir. Ayrıca, sonuçlar değerlendirilirken gözlem sayısının az olması ve dolayısıyla sonuçların güvenilirliğinin göreceli olarak daha az olabileceği de dikkate alınmalı ve sonuçlara ihtiyatla yaklaşılmalıdır.

Melez temettü analizinin önemli sonuçlarından birisi de olay günü öncesindeki günlerde anlamlı bir sonuca ulaşılamamış olmasıdır. Dolayısıyla, tıpkı nakit temettü ve

hisse temettü duyurularında olduğu gibi temettü bilgisinin şirket içerisinden piyasaya önceden sızdırılmadığı ve içerden öğrenenler ticaretinin (insider trading) olmadığı sonucuna varılabilir.

Benzer şekilde, bilanço/kâr açıklaması, nakit temettü miktarındaki artış ve azalışlar gibi değişkenlere karşı yatırımcıların kayıtsız kaldıkları sonucuna ulaşılmıştır. Bu durumu, şirketlerin mali ya da sınai sektörlerde faaliyet göstermeleri de değiştirmemektedir.

Çalışmada diğer genel sonuçlardan birisi de yatırımcıların nakit temettü ödemelerini diğer temettü ödemelerine tercih ettikleri yönündedir. Bu durum, BIST’de temettü dağıtan şirketlerin büyük çoğunluğunun neden temettülerini nakit olarak dağıtmayı tercih ettikleri açıklamaktadır. Yatırımcılar hisse ve melez temettülere karşı kayıtsızdırlar.

Regresyon analizlerinde nakit temettü verimi ile anormal getirilerin arasındaki ilişkinin en anlamlı olduğu $[0,+1]$ olay penceresinde nakit temettü verimindeki bir birimlik artış anormal getiri oranda 0,51 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Bu oran ilk 15 günün sonunda 0,60’a ulaşmaktadır. Bu verilerden de görülebileceği gibi yatırımcıların temettü verimi yüksek olan şirketleri tercih edecekleri açık iken BIST’de diğer gelişmiş borsalarda olduğu gibi istikrarlı bir biçimde temettü dağıtımını yapan şirketlerin sayısı BIST’de işlem gören toplam şirket sayısının yanında görece olarak azdır. Bu durum, özellikle küçük yatırımcıyı menkul kıymet piyasalardan uzaklaştırmaktadır. Gelişmiş piyasalarda, küçük yatırımcılarda özellikle istikrarlı bir şekilde temettü dağıtan şirketlere yatırım yapmakta ve bu sayede düzenli gelirlere kavuşabilmektedirler. Türkiye’de henüz böyle bir bilinç yoktur. Ancak, tasarrufların yeterli olmaması, şirketlerin çoğunlukla dış fonlara ihtiyaç duyulmasına sebep olmakta ve bu durumlarda sıcak para diye tabir edilen fonlar değişik zamanlarda ülkeye giriş çıkışlar yapmakta ve bu durumun Türkiye ekonomisine değişik dönemlerde ciddi zararları olmaktadır. Daha fazla atıl görünen ya da verimli alanlarda kullanılmayan tasarrufların menkul kıymetler piyasasına çekilebilmesi ve bu tasarrufların verimli, kârlı şirketlere yönlendirilmesiyle hem yatırımcılar hem de fonlara ihtiyaç duyan şirketler kazançlı çıkacaklar ve bu da ekonomide uzun dönemli bir istikrarı beraberinde getirecektir.

Anlamlı temettü dağıtımlarının yatırımcı tercihlerinde belirleyici olabileceğinin sadece belirli şirketler tarafından değil de BIST’de işlem gören şirketlerin çoğunluğu tarafında da görülmesi ve bu konuda kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında iyileştirmeler

yapılarak daha fazla yatırımcı çekebilecekleri bir düzenlemeye geçmelerinde hem kendileri hem de Türkiye ekonomisi açısından fayda olduğu düşünülmektedir. Bu durum, yani şirketlerin büyük çoğunluğunun temettü dağıtmaması, ya da dağıtanların kârın düşük bir kısmını temettü olarak vermeleri Türkiye’de borsanın gelişmesindeki önemli engellerden birisidir. Borsanın bir yatırım platformu olduğu fikrinden hareketle katılımın geniş tabana yayılması, daha fazla şirketin borsaya açılması ve mevcut şirketlerinde elde ettikleri kârları istikrarlı bir şekilde hissedarlarıyla paylaşması Borsa İstanbul’un gelişmesine önemli katkılar sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

- Adaoğlu, C., (2008). Dividend Policy of the ISE Industrial Corporations: The Evidence Revisited (1986-2007). *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 2(2).
- Aharony, J. ve Swary, I., (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Returns: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 35:1-12.
- Akgüç, Ö., (2013). *Finansal Yönetim*. 9. baskı, İstanbul: Avcıol Basım.
- Akhigbe, A. ve Madura, J., (1996). Dividend Policy and Corporate Performance. *Journal of Business Finance and Accounting*, 23:1267-1287.
- Allen, F. ve Michaely, R., (2003). Pay Out Policy. G. Constantinides, M. Harris ve R. Stulz. *Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance*:337-428.
- Ang, J., (1975). Dividend Policy: Information Content or Partial Adjustment. *Review of Economics and Statistics*, 57:65-70.
- Arslan, Ö., (2008). Firma Yöneticilerinin Temettü Dağıtımlarına Dair Algıları. *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26(1):85-98.
- Asquith, P. ve Williams, D. W., (1983). The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth. *Journal of Business*, 56:77-96.
- Ateşagaoglu, E., (2012). *Vergi Hukuku Bakımından Anonim Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı*. 1.baskı, İstanbul: Oniki Levha Yayıncılık.
- Aydın, N., Başar, M. ve Çoşkun, M., (2014). *Finansal Yönetim*. 4.baskı, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aydoğan, K. ve Muradoğlu, G., (1998). Do markets learn from experience? Price reaction to stock dividends in the Turkish market. *Applied Financial Economics*, 8:41-49.
- Başdaş, Ü., (2013). *Event Study Methodology for Borsa İstanbul*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Orta Doğu Teknik Üniversitesi, Ankara.
- Başkaya, H., (2012). *Halka Açık Firmalarda Kâr Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Olay Etüdü ile Ölçülmesi*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, Aydın.
- Batchelor, R. ve Orakçioğlu, İ., (2003). Event-related GARCH: The Impact of stock dividends in Turkey. *Applied Financial Economics*, 13:295-307.

- Belkayalı, N., (2004). *Temetü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB 100 Endeksinde Firmalar Üzerine Bir İnceleme*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi, Ankara.
- Berk, J. ve DeMarzo, P., (2007). *Corporate Finance*. Pearson International Edition. 1. Baskı:Pearson Edison Wesley.
- Bhattacharya, S., (1979). Imperfect Information, Dividend, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1):259-270.
- Black, F., (1976). The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2:5-8.
- Black, F. ve Scholes, M., (1974). The Effect Of Dividend Yield And Dividend Policy On Common Stock Prices And Returns. *Journal of Financial Economics*, 1-22.
- Boztosun, D., (2006). *Temettü Dağıtım Kararının Farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Gazi Üniverstesi, Ankara.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R. ve Michaely, R., (2005). Payout Policy in th 21st Century. *Journal of Financial Economics*, 77:483-527.
- Brigham, E. F. ve Ehrhardt, M. C., (2013). *Financial Management*. 14. Baskı:Cengage Learning.
- Brigham, E. F. ve Houston, J. F., (2014). *Fundamentals of Financial Management*. 8.baskı :Cengage Learning.
- Cizre, D., (2013). *Determinants of Dividend Policy-An Emprical Study For Turkey*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Çolak, M., (2009). *Anonim Şirketlerde Kâr Payı Hakkı*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Kırıkkale Üniversitesi, Kırıkkale.
- DeAngelo, H. ve DeAngelo, L., (2000). Controlling Stocholders and the disciplinary role of corporate payout policy:a study of the Time Mirror Company. *Journal of Financial Economics*, 56:153-207.
- Easterbrook, F. H., (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4):650-659.
- Elton, E. ve Gruber, M., (1970). Marginal Stockholders' Tax Rates and the Clientele Effect. *The Review of Economics and Statistics*, 52:68-74.

- Erdoğan, M., (2009). *Finansal Yönetim*. 4.baskı, İstanbul: Aktif Yayınevi.
- Fama, E., Jensen, L. ve Roll, R., (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 10(1):1-21.
- Gitman, L. J. ve Zutter, C. J., (2012). *Principles of Managerial Finance*. 13. baskı: Prentice Hall.
- Gordon, M. J., (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2):99-105.
- Gordon, M. J., (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*, 18:264-272.
- Grullon, G., Michaely, R., Bernartzi, S. ve Thaler, H., (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity. *Journal of Business*, 75:387-424.
- Grullon, G., Michaely, R., Bernartzi, S. ve Thaler, H., (2005). Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability. *Journal of Business*, 78:1659-1682.
- Günel, B., Kadioğlu, E. ve Kılıç, S., (2010). Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisi Olup Olmadığının İMKB'de Test Edilmesi. *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 28(2):47-69.
- Günay, K., (2012). *Hisse Senedi Geri Alımın Nedenleri, Türleri, Fiyatlara Olan Etkisi, Muhasebeleştirilmesi ve Vergilendirilmesi*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Kadir Has Üniversitesi, İstanbul.
- Jensen, M. C., (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The Economic Review*, 76:323-329.
- Jensen, M. ve Meckling, W., (1976). Theory of Firm:Managerial Behaviour, Agency Costs,and Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics*, 3:305-360.
- John, K. ve Williams, J., (1985). Dividends, Dilution and Taxes: A Signalling Equilibrium. *Journal of Finance*, 40(4):1053-1070.
- Kalay, A., (1982). The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-Examination of the Clientele Effect. *Journal of Finance*, 37:1059-1070.
- Kalay, A. ve Loewenstein, U., (1985). Predictable Events and Excess Returns: The Case of Dividend Announcements. *Journal of Financial Economics*, 14:423-449.

- Karaca, S. S., (2007). *Şirketlerin Kâr Dağıtım Politikası ve Kâr Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir İnceleme*.Yayımlanmamış Doktora Tezi. İnönü Üniversitesi, Malatya.
- Karyağdı, N., (2014). *Tüm Yönleriyle Kâr Dağıtım*. 4.baskı, İstanbul:Maliye Hesap Uzmanları Derneği.
- Lintner, J., (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices, and Supply of Capital to Corporations. *Review of Economics and Statistics*, 44:243-269.
- Litzenberger, R. ve Ramaswamy, K., (1979). The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices; Theory and Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*, 7:163-195.
- Miller, M. H. ve Modigliani, F., (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4):411-433.
- Miller, M. H. ve Rock, K., (1985). Dividend Policy Under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 40(4):1031-1051.
- Miller, M. H. ve Scholes, M. S., (1982). Dividends and Taxes:Some Empirical Evidence. *Journal of Political Economy*, 90(6):1118-1141.
- Moyer, R. C., Mcguigan, J. R. ve Rao., R. P., (2014). *Contemporary Financial Management*. 13.baskı:Cengage Learning.
- Muradoğlu, G. ve Aydoğan, K., (2003). Trends in market reactions: Stock dividends and right offerings at Istanbul Stock Exchange. *The European Journal of Finance*, 9:41-60.
- Omağ, A., (2007). *İşletmelerde Kar Dağıtım Politikasının İşletmenin Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri:Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Otlu, F., Beşikçi, İ. ve Karataş, Ö. N., (2014). TTK'ya göre Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını İktisap Etmesi ve Muhasebeleştirilmesi. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(1):283-298.
- Porta, R. L., Lopez-di-Silones, F., Schleifer, A. ve Vishny, R. W., (2000). Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *Journal of Finance*, 55:1-33.

- Rodoplu, İ., (2008). *The Effect of Dividend Policy on Returns in Different Market Trends: Evidence From Istanbul Stock Exchange*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Ronald, L., John, K., Kalay, Avner., Loewenstein, Uri. ve Sarig, Oded. (2000). *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*. Boston: Harvard Business School Press .
- Rozeff, M. S., (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5:249-259.
- Sarıaslan, H. ve Erol, C., (2014). *Finansal Yönetim*. 2.baskı, Ankara: Siyasal Yayınevi.
- Sevilengül, O., (2011). *Genel Muhasebe*. 16.baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Tuncer, C. G., (2007). *Finansal Yönetimin İlkeleri*. 2. Baskı, İstanbul:Doğuş Üniversitesi.
- Watts, R., (1973). Information Content of Dividends. *Journal of Business*, 46:191-211.
- Yılmaz, A. A. ve Selçuk, E., (2010). Information Content of Dividends:Evidence from Istanbul Stock Exchange. *International Business Research*, 3(3):126-132.

EKLER

EK-1. Kâr Payı Dağıtım Tablosu

... A.Ş. 20... Yılı Kâr Payı Dağıtım Tablosu (TL)			
1. Ödenmiş/Çıkarılmış Sermaye			...
2. Genel Kanuni Yedek Akçe (Yasal Kayıtlara Göre)			...
Esas sözleşme uyarınca kâr dağıtımında imtiyaz var ise söz konusu imtiyaza ilişkin bilgi			
		SPK'ya Göre	Yasal Kayıtlara (YK) Göre
3.	Dönem Kârı		
4.	Vergiler (-)		
5.	Net Dönem Kârı (=)	(3-4)	(3-4)
6.	Geçmiş Yıllar Zararları (-)		
7.	Genel Kanuni Yedek Akçe (-)	[(5 YK - 6 YK) * 0,05]	[(5 YK - 6 YK) * 0,05]
8.	NET DAĞITILABİLİR DÖNEM KÂRI (-)	(5 - 6 - 7)	(5 - 6 - 7)
9.	Yıl İçinde Yapılan Bağışlar (+)		
10.	Bağışlar Eklenmiş Net Dağıtılabilir Dönem Kârı	(8 + 9)	
11.	Ortaklara Birinci Kâr Payı	[(1 veya 10) * Ortaklık tarafından belirlenen oran]	
	- Nakit		
	- Bedelsiz		
	- Toplam		
12.	İmtiyazlı Pay Sahiplerine Dağıtılan Kâr Payı	Esas sözleşme hükümleri çerçevesinde imtiyazlı pay sahiplerine dağıtılacak kâr payı tutarı	
13.	Dağıtılan Diğer Kâr Payı		
	- Yönetim Kurulu Üyelerine,		
	- Çalışanlara		
	- Pay Sahibi Dışındaki Kişilere		
14.	İntifa Senedi Sahiplerine Dağıtılan Kâr Payı		
15.	Ortaklara İkinci Kâr Payı		
16.	Genel Kanuni Yedek Akçe	[(11+12+13+14+15+20) - (1* %5)] * %10	
17.	Statü Yedekleri		
18.	Özel Yedekler		
19.	OLAGANÜSTÜ YEDEK	8 - (11+12+13+14+15+16+17+18)	8 - (11+12+13+14+15+16+17+18)
20.	Dağıtılması Öngörülen Diğer Kaynaklar		

Tablo Açıklamaları:

- 1) Ödenmiş/Çıkarılmış Sermaye: Bu alana ortaklığın ödenmiş/çıkarılmış sermayesi yazılacaktır.
- 2) Genel Kanuni Yedek Akçe: Bu alana son yıllık finansal tablo dönemi itibarıyla yasal kayıtlarda bulunan genel kanuni yedek akçe tutarı yazılacaktır.
- 3) Dönem Kârı: Bu alanlara, Sermaye Piyasası Kurulu'na (SPK) göre bireysel finansal tablo hazırlayan ortaklıkların vergi öncesi dönem kârı tutarını, konsolide finansal tablo hazırlayan ortaklıkların ise vergi öncesi konsolide dönem kârı tutarını yazmaları gerekmektedir. Vergi öncesi kârın hesaplanmasında sürdürülen ve durdurulan faaliyetlerden elde edilen kâr/zarar tutarlarının toplamı dikkate alınır. Ayrıca, yasal kayıtlara göre hazırlanan finansal tablolarda yer alan vergi öncesi dönem kârları da "Yasal Kayıtlara (YK) Göre" alanına yazılacaktır.
- 4) Vergiler: SPK'ya göre olan kısımda, SPK'ya göre hazırlanan kâr zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosuna yansıtılan sürdürülen faaliyetlerin ve durdurulan faaliyetlerin vergi gelir/giderlerinin toplam tutarı; yasal kayıtlara göre olan kısımda ise yasal kayıtlardaki "vergiler" tutarı yazılacaktır.
- 5) Net Dönem Kârı: SPK'ya göre olan kısımda, SPK'ya göre dönem kârından SPK'ya göre vergilerin düşülmesi suretiyle bulunan tutardır. Yasal kayıtlara göre olan kısımda, yasal kayıtlara göre dönem kârından yasal kayıtlara göre vergilerin düşülmesi suretiyle bulunan tutardır. Ancak konsolide finansal tablo hazırlayanlar için bu alana ana ortaklığa ait konsolide net dönem kârı yazılır.
- 6) Geçmiş Yıllar Zararları: Yasal kayıtlara göre olan kısımda, yasal kayıtlara göre geçmiş yıllar zararları yazılacaktır. SPK'ya göre olan bölümde ise Tebliğin 11 inci maddesinin birinci fıkrası uyarınca ortaklıkların geçmiş yıllar zararlarının; geçmiş yıllar kârları, paylara ilişkin primler dâhil genel kanuni yedek akçe, sermaye hariç özkaynak kalemlerinin enflasyon muhasebesine göre düzeltilmesinden kaynaklanan tutarların toplamını aşan kısmı yazılır.
- 7) Genel Kanuni Yedek Akçe: Bu tutarın matrahı, yasal kayıtlarda yer alan net dönem kârından varsa yasal kayıtlara göre geçmiş yıllar zararlarının düşülmesi suretiyle

bulunur v 519 uncu maddesinin birinci fıkrası uyarınca, ödenmiş/çıkarılmış sermayenin beşte birini buluncaya kadar genel kanuni yedek akçe ayrılması zorunludur.

- 8) Net Dağıtılabilir Dönem Kârı: Net dağıtılabilir dönem kârına, net dönem kârından varsa geçmiş yıllar zararlarının ve yukarıda (7) numaralı maddede belirtilen genel kanuni yedek akçenin düşülmesi suretiyle ulaşılır. 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5/e maddesi uyarınca, kurumların en az iki tam yıl süreyle aktiflerinde yer alan taşınmazlar ve iştirak hisseleri ile aynı süreyle sahip oldukları kurucu senetleri, intifa senetleri ve rüçhan haklarının satışından doğan kazançlarının özel bir fon hesabında tutulmasına karar verilen kısmın; kârın sermayeye ilavesine ilişkin kararın bulunmaması halinde, kâr dağıtımında bir indirim kalemi olarak dikkate alınması mümkün değildir.
- 9) Yıl İçinde Yapılan Bağışlar: Yıl içinde ortaklık tarafından yapılan bağışların toplam tutarı bu alana yazılır.
- 10) Birinci Kâr Payının Hesaplanacağı Bağışlar Eklenmiş Net Dağıtılabilir Dönem Kârı: Yıl içinde bağış yapıldı ise, bağış tutarı net dağıtılabilir dönem kârına eklendikten sonra birinci kâr payı hesaplanır. Burada bağış tutarının net dağıtılabilir dönem kârına eklenmesi işleminde amaç, bağış yapılan tutarın net dağıtılabilir dönem kârını ve dolayısıyla birinci kâr payı tutarını azaltıcı etkisinin giderilmesidir.
- 11) Ortaklara Birinci Kâr Payı: Bağışlar eklenmiş net dağıtılabilir dönem kârı üzerinden kâr dağıtım politikasında belirlenen oran dikkate alınarak imtiyazsız pay sahiplerine dağıtılacak birinci kâr payı hesaplanır. Bu oran payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için Tebliğin 7 nci maddesinin birinci fıkrası uyarınca yüzde yirmiden az olamaz. Bu tutar, 8 numaralı maddede yer alan yasal kayıtlara göre net dağıtılabilir dönem kârı tutarı ile karşılaştırılmalıdır. (Bkz. Örnek Kâr Dağıtım Tablosu). Birinci kâr payı tutarının tamamı, yasal kayıtlarda yer alan net dağıtılabilir dönem kârından (8 nolu yasal kayıt bölümü) karşılanabildiği sürece; Sermaye Piyasası Mevzuatı uyarınca hazırlanan finansal tablolara göre bulunan bağışlar eklenmiş net dağıtılabilir dönem kârı üzerinden birinci kâr payı dağıtılır. Ancak genel kurul tarafından, yasal kayıtlarda yer alan net dağıtılabilir dönem karından daha fazla kâr payı dağıtılmasına karar verilmesi halinde; olağanüstü yedek akçeler, geçmiş yıl kârları gibi yasal kayıtlarda yer

alan ve kâr dağıtımına konu edilebilecek diğer kaynakların da kâr dağıtımında kullanılmasına karar verilmesi gerekir. Burada, dağıtımına karar verilecek tutarın, ortaklıkların yasal kayıtlarında bulunan geçmiş yıl zararlarının düşülmesinden sonra kalan dönem kârı ve kâr dağıtımına konu edilebilecek diğer kaynakların toplam tutarı ile karşılanabilir olmasına dikkat edilmelidir. Hesaplamalar sonucunda bulunan birinci kâr payı tutarının ne kadarının nakit, ne kadarının ise pay olarak dağıtılacağı yine bu bölümde belirtilecektir. Katılma İntifa Senetleri (KİS) sahiplerine kârdan pay verilmesi durumunda, KİS sahiplerine verilen kâr payları bu satırdan sonra gelmek üzere ayrı bir satırda gösterilir.

- 12) İmtiyazlı Pay Sahiplerine Dağıtılan Kâr Payı:** Esas sözleşme hükmüne dayanılarak genel kurul kararı ile imtiyazlı pay sahiplerine dağıtılması öngörülen/karar verilen tutar bu alana yazılır.
- 13) Yönetim Kurulu Üyeleri, Çalışanlar ve Pay Sahibi Dışındaki Kişilere Kâr Payı:** Esas sözleşme hükmüne dayanılarak genel kurul kararı ile yönetim kurulu üyeleri, çalışanlar ve pay sahibi dışındaki kişilere dağıtılması öngörülen/karar verilen tutar bu alana yazılır. Tahvillere kârdan pay verilmesi durumunda, dağıtım tutarı bu satırda gösterilerek tablonun altında konuya ilişkin olarak açıklama yapılır.
- 14) İntifa Senedi Sahiplerine Dağıtılan Kâr Payı:** Ortaklığın kurucu ve adi intifa senedi bulunması durumunda, esas sözleşme uyarınca bu paylara dağıtılması öngörülen/kararlaştırılan tutar bu alana yazılır.
- 15) Ortaklara İkinci Kâr Payı:** Esas sözleşmeyle ya da genel kurul kararı ile ortaklara dağıtılması öngörülen/karar verilen ikinci kâr payı tutarı bu alana yazılır.
- 16) Genel Kanuni Yedek Akçe:** TTK'nın 519 uncu maddesinin ikinci fıkrasının (c) bendi kapsamında bu tutarın matrahı, pay sahipleriyle kâra iştirak eden diğer kimselere dağıtılacak tüm kâr payı tutarlarının toplamından ortaklığın ödenmiş/çıkarılmış sermayesinin yüzde beşi düşüldükten sonra bulunan tutardır. Bu matrahın onda biri, genel kanuni yedek akçe olarak hesaplanıp ayrılır. TTK'nın 519 uncu maddesinin birinci fıkrasında yer alan ödenmiş/çıkarılmış sermayenin beşte birine ilişkin üst sınır sadece yukarıda (7) numaralı maddede belirtilen genel kanuni yedek akçe için geçerli olup, söz konusu yasal sınırın aşıldığı durumda dahi bu maddede belirtilen genel

kanuni yedek akçe ayırmaya devam edilecektir. Holdingler için bu fıkra hükmü uygulanmaz. Öte yandan, net dağıtılabilir dönem kârının tamamının dağıtılmasına karar verilmesi durumunda; sadece bu durumla sınırlı olmak üzere, bu maddede belirtilen genel kanuni yedek akçe, net dağıtılabilir dönem kârından ödenmiş/çıkarılmış sermayenin yüzde beşi düşüldükten sonra bulunan tutarın (1/11)'i oranında ayrılır. Kâr payının sermayeye ilave edilmek suretiyle pay olarak dağıtılması durumunda, bu maddede belirtilen genel kanuni yedek akçenin ayrılmasına gerek yoktur.

17) Statü Yedekleri: Esas sözleşme hükümleri uyarınca ayrılması öngörülen yedek akçe tutarı bu alana yazılır.

18) Özel Yedekler: Ayrılması öngörülen diğer yedek tutarları bu alana yazılır.

19) Olağanüstü Yedek: Bu alana yukarıdaki tabloya göre hesaplanan tutar yazılır.

20) Dağıtılması Öngörülen Diğer Kaynaklar: Bu alana dönem kârı dışında, geçmiş yıl kârı, olağanüstü yedekler ile TTK ve esas sözleşme uyarınca dağıtılabilir diğer yedeklerden dağıtılması öngörülen/kararlaştırılan tutarlar yazılacaktır. Bu madde uyarınca dağıtılacak tutarlar yukarıda (6) numaralı bölümde geçmiş yıllar zararlarının hesabında dikkate alınmaz. Dağıtılacak kâr payı, net dönem kârından ve serbest yedek akçelerden (genel kanuni yedek akçelerin ödenmiş/çıkarılmış sermayenin yarısını aşan kısmı ile TTK ve esas sözleşme gereği ayrılanlar dışında genel kurulca ayrılmasına karar verilen yedek akçeler) dağıtılabilir. Bu kapsamda, bu alana dönem kârı dışında, önceki dönemlerde elde edilmiş kârlardan dağıtılmayan kısımlar, kâr dağıtımına istikrar kazandırma amacıyla ayrılan yedek akçeler, belli bir amaca tahsis edilmemiş yedek akçeler ile ihtiyari yedek akçelerden dağıtılması mümkün olan kısımlardan dağıtılması öngörülen/kararlaştırılan tutarlar yazılacaktır. Diğer taraftan, a) TMS/TFRS'ye ilk geçişte, karşılaştırmalı finansal tabloların söz konusu düzenlemelere göre yeniden hazırlanması nedeniyle ortaya çıkan geçmiş yıllar kârları, b) Üzerinde kâr dağıtımını engelleyici herhangi bir kayıt bulunmayan yedek kalemlerinden kaynaklanan "özsermaye enflasyon düzeltme farkları", c) Finansal tabloların ilk defa enflasyona göre düzeltilmesinden kaynaklanan geçmiş yıllar kârları, ortaklara nakit kâr payı olarak dağıtılabilir. Bu durumda, dağıtımına konu olacak kalemin mahiyeti hakkında ortakların yeterli ve doğru olarak bilgilendirilmesi ve kâr dağıtımına ilişkin diğer mevzuat

hükümlerine uyulması gerekmektedir. Ayrıca, konsolide finansal tablolardaki özkaynaklar arasında “Satın Almaya İlişkin Özsermaye Etkisi” hesap kaleminin bulunması durumunda, net dağıtılabilir dönem kârına ulaşılırken söz konusu hesap kaleminin bir indirim veya ekleme kalemi olarak dikkate alınmaması gerekmektedir.

EK-2. Vergilendirme Rejimi³⁶

ÜRÜNLER VE GELİR TÜRÜ	TAM MÜKELLEF KURUM	TAM MÜKELLEF GERÇEK KİŞİ	DAR MÜKELLEF** KURUM***	DAR MÜKELLEF GERÇEK KİŞİ***
PAY SENEDİ ALIM-SATIM KAZANCI (1.1.2006 tarihinden önce iktisap edilen)	- Stopaja tabi değildir. - Kurum kazancına dahil edilir. (Şartları sağlıyorsa %75 oranında kurumlar vergisi iştirak satış kazancı istisnası uygulanabilir)	- Stopaja tabi değildir. - İvazsız olarak iktisap edilenler, Türkiye'de kurulu menkul kıymet borsalarında işlem gören ve 3 aydan fazla süreyle elde tutulan pay senetleri ile Türkiye'de kurulu menkul kıymet borsalarında işlem görmeyenlerden tam mükellef kurumlara ait olan ve 1 yıldan fazla süreyle elde tutulan pay senetleri alım satım kazançları vergiye tabi bulunmamaktadır. - Alış bedeli elden çıkarıldığı ay hariç olmak üzere ÜFE artış oranıyla endekslenir. - Alım satım zararları, alım satım karlarına mahsup edilir. - Diğer alım satım kazançlarıyla birlikte 2014 yılı için 21.000TL vergiden istisna olup, aşan kısım beyan edilir.	- Stopaja tabi değildir. - Kurumlar vergisine tabi olup 15 gün içinde özel beyanname ile beyan edilir (% 20). - Kurumlar vergisi sonrası kalan tutar % 15 oranında gelir vergisi stopajına tabidir. - Kur farkları vergiye tabi değildir. - Alış bedeli elden çıkarıldığı ay hariç olmak üzere ÜFE artış oranıyla endekslenir.	- Stopaja tabi değildir. - İvazsız olarak iktisap edilenler, Türkiye'de kurulu menkul kıymet borsalarında işlem gören ve 3 aydan fazla süreyle elde tutulan pay senetleri ile Türkiye'de kurulu menkul kıymet borsalarında işlem görmeyenlerden tam mükellef kurumlara ait olan ve 1 yıldan fazla süreyle elde tutulan pay senetleri alım satım kazançları vergiye tabi bulunmamaktadır. - Diğer alım satım kazançlarıyla birlikte 2014 yılı için 21.000TL vergiden istisna olup, aşan kısım 15 gün içinde münferit beyanname ile beyan edilir. - Kur farkından doğan kazançlar vergiye tabi değildir. - Alış bedeli elden çıkarıldığı ay hariç olmak üzere ÜFE artış oranıyla endekslenir.
PAY SENEDİ ALIM-SATIM KAZANCI (1.1.2006 tarihinden sonra iktisap edilen)	1) BİST'de işlem gören; - Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67. Maddesi kapsamında, pay senetlerinin alım satım kazançları stopaj oranı % 0 olarak belirlenmiştir. - Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının pay senetleri alım satım kazançları sermaye şirketleri* için %0, diğer kurumsal yatırımcılar için % 10 oranında stopaja tabidir. (Ancak bu pay senetleri 1 yıldan fazla süre ile elde tutulursa stopaja tabi değildir.) - Pay senedi alım satım kazançları kurum kazancına dahil edilir. (%20) (Şartları sağlıyorsa %75 oranında kurumlar vergisi iştirak satış kazancı istisnası uygulanabilir). - Stopaja tabi tutulması halinde yıllık beyannameye mahsup edilebilir. - Kaynakta kesilen stopaj hesaplanan vergiden mahsup edilir. Mahsup edilemeyen kısmı iade edilir. 2) BİST'de işlem görmeyen pay senedi alım satım işlemlerinden sağlanan kazançlar; - Stopaja tabi değildir. - Kurum kazancına dahil edilir. - Kurumlar Vergisi Kanunu'ndaki şartların yerine getirilmesi halinde, kazancın % 75'i kurumlar vergisinden istisna olur.	1) BİST'de işlem gören; - Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67. maddesi kapsamında, pay senetleri alım satım kazançları yönünden stopaj oranı % 0 olarak belirlenmiştir. - Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının pay senetleri alım satım kazançları % 10 oranında stopaja tabidir. (Ancak bu pay senetleri 1 yıldan fazla süre ile elde tutulursa stopaja tabi değildir.) - Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez. 2) BİST'de işlem görmeyen pay senedi alım satım işlemlerinden sağlanan kazançlar; Gelir Vergisi Kanunu'nun genel uygulama hükümlerine göre beyan edilecektir. - Kazancın safi tutarının hesaplanması sırasında, iktisap bedeli, elden çıkarıldığı ay hariç olmak üzere ÜFE artış oranının %10 veya üzerinde olması şartıyla ÜFE artış oranıyla endekslenir. - Alım satım zararları, alım satım karlarına mahsup edilir. - Diğer alım satım kazançlarıyla birlikte beyan edilir. - 2 yıldan fazla elde tutulan tam mükellef kurumlara ait pay senetlerinden elde edilen kazançlar gelir vergisinden istisnadır.	1) BİST'de işlem gören; - Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67. maddesi kapsamında, pay senetlerinin alım satım kazançları stopaj oranı % 0 olarak belirlenmiştir. - Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının pay senetleri alım satım kazançları sermaye şirketleri* için %0, diğer kurumsal yatırımcılar için % 10 oranında stopaja tabidir. (Ancak bu pay senetleri 1 yıldan fazla süre ile elde tutulursa stopaja tabi değildir.) - Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez. - Beyan edilmez. - Stopaj nihai vergidir. 2) BİST'de işlem görmeyen pay senedi alım satım işlemlerinden sağlanan kazançlar; - Stopaja tabi değildir. - Kurumlar vergisine tabi olup 15 gün içinde özel beyanname ile beyan edilir (% 20). - Kurumlar vergisi sonrası kalan tutar %15 oranında kar dağıtım stopajına tabidir. - Kur farkından doğan kazançlar vergiye tabi değildir. - Alış bedeli elden çıkarıldığı ay hariç olmak üzere ÜFE artış oranıyla endekslenir.	1) BİST'de işlem gören; - Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67. maddesi kapsamında, pay senetlerinin alım satım kazançları yönünden stopaj oranı % 0 olarak belirlenmiştir. - Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının pay senetleri alım satım kazançları % 10 oranında stopaja tabidir. (Ancak bu pay senetleri 1 yıldan fazla süre ile elde tutulursa stopaja tabi değildir.) - Stopaj nihai vergidir. Beyan edilmez. 2) BİST'de işlem görmeyen pay senedi alım satım işlemlerinden sağlanan kazançlar; Gelir Vergisi Kanunu'nun genel hükümlerine göre beyan edilecektir. - Kazancın safi tutarının hesaplanması sırasında, iktisap bedeli, elden çıkarıldığı ay hariç olmak üzere ÜFE artış oranının %10 veya üzerinde olması şartıyla ÜFE artış oranıyla endekslenir. - Alım satım zararları, alım satım karlarına mahsup edilir. - Diğer alım satım kazançlarıyla birlikte beyan edilir. - 2 yıldan fazla elde tutulan tam mükellef kurumlara ait pay senetlerinden elde edilen kazançlar istisnadır.

ÜRÜNLER VE GELİR TÜRÜ	TAM MÜKELLEF KURUM	TAM MÜKELLEF GERÇEK KİŞİ	DAR MÜKELLEF** KURUM***	DAR MÜKELLEF GERÇEK KİŞİ***
PAY SENEDİ TEMETTÜ (KAR PAYI) GELİRLERİ	- Stopaja tabi değildir. - Tam mükellef kurumlardan elde edilen kar payları kurumlar vergisinden istisnadır (KVK 5/1-a). - Yatırım ortaklıklarının pay senetlerinden elde edilen temettü gelirleri bu istisnadan yararlanmaz. Kurumlar vergisine tabidir. (% 20)	- Kar dağıtım kurum tarafından % 15 oranında stopaj yapılır. (Yatırım ortaklıklarının pay senedi temettü gelirlerinde stopaj oranı % 0'dır.) - Tam mükellef kurumlardan elde edilen brüt temettü gelirinin (stopaj öncesi) yarısı vergiden istisnadır. - İstisna sonrası tutar diğer menkul ve gayrimenkul sermaye iratları ile birlikte 2014 yılı için 27.000TL'lik beyan sınırını aşması halinde beyan edilir. (Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 62. maddesinde belirtilen kazançlar hariç) - Ödenen stopajın tamamı, beyanname üzerinde hesaplanan vergiden mahsup edilir.	- Kar dağıtım kurum tarafından % 15 oranında stopaj yapılır. (Yatırım ortaklıklarının pay senedi temettü gelirlerinde stopaj oranı % 0'dır.) - Stopaj nihai vergidir. - Beyan edilmez.	- Kar dağıtım kurum tarafından % 15 oranında stopaj yapılır. (Yatırım ortaklıklarının pay senedi temettü gelirlerinde stopaj oranı % 0'dır.) - Stopaj nihai vergidir. - Beyan edilmez.

(**) Dar mükellef kurumlar ile ilgili belirlenmeler Türkiye'de işyeri ve daimi temsilcisi bulunmayan dar mükellef kurumlar açısından geçerlidir.

(***)Çifte Vergilendirmeyi Önleme Anlaşmaları hükümleri saklıdır.

³⁶ İş yatırım erişim tarihi 31.2.2014 http://www.isbank.com.tr/TR/bireysel/yatirim-urunleri/vergi-kilavuzu/Documents/yenivergi_2014.pdf

EK-3. Veri Seti

BIST Kodu	Şirket	Hisse Temettü (Sermayeye Oranı) (%)	Nakit Temettü (%)	Nakit Temettü Verimi (%)	Bilanço/Kâr Duyurusu	KAP Duyuru Tarihi
ADEL	ADEL KALEMCİLİK	---	215,90	4,50	0	07.03.2014
		---	130,05	2,43	0	09.04.2013
		---	107,95	3,42	0	11.04.2012
		---	95,20	4,84	0	11.03.2011
		---	72,25	5,87	0	15.03.2010
		---	49,30	11,91	0	16.03.2009
ADNAC	ADANA ÇİMENTO C	---	3,24	0,90	0	04.03.2014
		---	2,50	0,62	0	01.03.2013
		---	3,26	0,85	0	02.03.2012
		---	3,01	0,54	0	22.02.2011
		---	3,23	0,62	0	15.02.2010
		---	5,34	1,68	0	11.03.2009
AEFES	ANADOLU EFES	---	38,25	1,33	0	27.03.2013
		---	38,25	1,59	0	12.04.2012
		---	40,80	1,88	1	29.03.2011
		---	27,20	1,72	1	30.03.2010
		---	21,93	2,07	0	08.04.2009
AFYON	AFYON ÇİMENTO	---	21,25	0,11	0	15.03.2011
		---	527,00	0,92	0	19.03.2010
		---	527,00	0,68	0	10.04.2009
AGYO	ATAKULE GMYO	---	1,31	0,85	0	12.03.2013
		---	3,00	2,33	0	21.03.2011
		---	2,98	2,10	0	22.02.2010
		---	8,33	11,57	0	16.03.2009
AKBNK	AKBANK	---	9,92	1,73	0	28.02.2014
		---	12,11	1,36	0	04.03.2013
		---	8,88	1,27	0	01.03.2012
		---	12,11	1,54	1	11.02.2011
		---	15,30	1,89	1	10.02.2010
		---	10,20	2,60	0	19.02.2009
AKCNS	AKÇANSA	---	64,11	6,11	0	03.03.2014
		---	48,83	4,54	0	05.03.2013
		---	39,39	4,97	0	23.03.2012
		---	17,34	2,66	0	03.03.2011
		---	29,05	4,06	0	03.03.2010
		---	31,08	13,94	0	16.03.2009
AKGRT	AKSİGORTA	---	16,86	5,75	1	17.02.2014
		---	12,41	5,49	1	06.03.2013
		---	8,50	3,92	0	26.03.2010
		---	14,45	6,10	0	17.03.2009
AKGUV	AKDENİZ GÜVENLİK HİZ.	0,17	14,73	1,49	0	09.05.2014
		0,43	---	---	0	03.05.2013
AKSA	AKSA	---	49,84	6,14	0	28.02.2014
		---	41,15	8,10	0	01.03.2013
		---	20,68	4,81	0	02.05.2012
		---	7,54	1,79	0	22.04.2011
		---	7,12	2,74	0	06.04.2010
		0,14	---	0,00	0	14.04.2009
AKSUE	AKSU ENERJİ	---	10,00	1,89	1	07.04.2011
		---	12,75	2,80	1	06.04.2010
		---	13,10	6,09	0	13.04.2009

ALARK	ALARKO HOLDİNG	---	5,78	1,20	0	02.04.2014
		---	4,59	0,79	1	12.04.2013
		---	2,27	0,51	0	24.04.2012
		---	1,89	0,51	0	22.04.2011
		---	1,46	0,37	1	09.04.2010
		0,04	1,38	0,67	0	20.04.2009
ALBRK	ALBARAKA TÜRK	---	2,13	1,03	1	01.03.2011
		---	1,70	0,69	1	26.02.2010
		0,30	14,45	7,23	0	03.03.2009
ALCAR	ALARKO CARRIER	---	78,71	2,88	1	27.02.2014
		---	49,30	1,13	0	15.03.2013
		---	63,68	1,76	0	11.04.2012
		---	17,85	0,87	1	09.03.2011
		---	36,55	5,38	0	09.03.2009
ALGYO	ALARKO GMYO	---	21,64	1,01	1	06.03.2013
		---	29,01	1,71	1	15.03.2012
		---	12,62	0,77	0	07.03.2011
ALKA	ALKİM KAĞIT	---	11,58	7,24	1	03.03.2014
		---	8,08	6,08	1	04.03.2013
		---	14,48	9,22	1	20.03.2012
		---	6,88	4,52	1	28.02.2011
		---	12,43	7,49	0	12.03.2010
		---	6,22	4,51	0	17.03.2009
ALKİM	ALKİM KİMYA	---	36,59	2,93	0	05.03.2014
		---	19,64	1,57	1	06.03.2013
		---	28,25	3,66	0	20.03.2012
		---	21,77	3,01	1	01.03.2011
		---	29,77	4,00	0	12.03.2010
ANACM	ANADOLU CAM	0,07	5,94	3,49	1	06.03.2014
		0,04	3,63	1,30	0	07.03.2013
		0,15	---	---	0	19.04.2012
ANELT	ANEL TELEKOM	0,05	1,81	1,37	1	20.05.2009
ANHYT	ANADOLU HAYAT EMEK.	---	12,14	2,37	1	27.02.2014
		---	11,33	1,93	0	01.03.2013
		---	11,33	3,05	0	07.03.2012
		---	13,60	2,97	1	09.03.2011
		---	18,70	4,14	1	10.03.2010
ANSGR	ANADOLU SİGORTA	---	14,28	10,98	0	09.03.2009
		0,04	5,00	3,68	0	11.03.2010
		0,11	12,14	12,78	0	09.03.2009
ARCLK	ARÇELİK	---	37,74	3,27	0	03.03.2014
		---	45,61	3,85	0	05.03.2013
		---	40,06	5,18	0	02.03.2012
		---	31,45	4,37	0	24.02.2011
		---	13,46	2,49	0	24.02.2010
		0,03	---	---	0	03.03.2009
ARENA	ARENA BİLGİSAYAR	---	10,14	4,45	0	04.03.2014
		---	10,43	3,60	0	26.04.2013
		---	6,72	2,67	0	04.05.2012
		---	15,31	6,10	0	09.03.2011
		---	17,66	7,65	0	06.04.2010
ARMDA	ARMADA BİLGİSAYAR	---	20,40	10,36	0	29.04.2014
		---	12,75	5,40	1	30.04.2013
		---	6,80	3,68	0	30.04.2012
		0,32	10,57	3,17	0	07.04.2011
		---	8,54	5,12	0	04.05.2010

ASELS	ASELSAN	---	4,25	0,51	1	05.03.2014
		---	13,35	1,25	1	05.03.2013
		---	16,79	1,77	1	08.03.2012
		---	11,82	1,50	1	10.03.2011
		---	4,25	0,35	1	12.03.2010
		1,00	41,65	15,31	0	13.03.2009
ASLAN	ASLAN ÇİMENTO	---	34,78	1,33	1	28.02.2014
		---	38,29	1,00	1	27.02.2013
		---	18,64	0,31	1	01.03.2012
		---	49,58	6,05	0	05.03.2014
AYGAZ	AYGAZ	---	85,00	8,25	1	07.03.2013
		---	42,50	4,60	1	08.03.2012
		---	35,40	4,12	1	09.03.2011
		---	28,33	4,53	0	15.03.2010
		---	8,50	4,43	0	09.03.2009
		---	76,20	1,40	1	26.02.2013
		---	836,73	4,70	0	26.03.2012
BAGFS	BAGFAŞ	---	559,08	3,19	1	25.02.2011
		---	856,00	13,59	0	24.02.2009
		0,68	---	---	1	25.03.2010
		0,15	123,25	1,39	0	26.03.2013
BAKAB	BAK AMBALAJ	0,82	148,75	2,02	1	17.03.2010
		---	26,97	1,32	0	03.03.2014
BIMAS	BİM MAĞAZALAR	---	26,52	0,84	0	04.04.2013
		---	30,07	1,17	0	04.05.2012
BIZIM	BİZİM MAĞAZALARI	---	28,73	1,11	1	11.03.2011
		---	12,67	7,92	1	27.02.2013
		---	10,61	6,98	1	01.03.2012
		---	6,67	4,19	1	11.02.2011
		---	7,26	3,90	1	09.02.2010
BOLUC	BOLU ÇİMENTO	---	21,59	18,30	0	05.03.2009
		---	33,20	5,93	1	26.02.2014
		---	20,06	3,67	0	08.03.2013
		---	760,75	4,85	0	03.04.2012
		---	545,70	2,92	1	11.03.2011
		---	374,00	3,28	1	05.03.2010
BRISA	BRİSA	---	306,00	9,64	0	16.03.2009
		---	11,05	1,97	1	04.03.2014
		---	90,10	2,55	1	04.03.2013
		---	96,90	3,83	1	13.03.2012
		---	19,19	1,45	1	12.03.2010
		---	45,79	3,77	1	04.03.2014
BRSAN	BORUSAN MANNESMANN	---	51,91	3,66	1	04.03.2013
		---	28,39	2,60	1	02.04.2012
		---	11,18	1,23	1	23.03.2011
		---	6,20	0,70	1	29.03.2010
		---	3,32	1,02	0	23.03.2009
		---	5,95	4,58	1	03.03.2014
		---	4,25	2,87	1	18.04.2013
BRYAT	BORUSAN YAT. PAZ.	---	2,04	1,28	1	30.04.2012
		---	4,68	2,82	1	30.03.2011
		---	4,25	0,75	1	06.03.2014
		0,07	---	---	0	18.04.2013
		0,06	1,28	0,17	0	30.04.2012
BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO	---	4,25	0,55	0	31.03.2011
		---	1,70	0,23	1	01.04.2010
		0,10	---	---	0	03.04.2009
		---	4,25	0,55	0	31.03.2011
		---	1,70	0,23	1	01.04.2010
BTCIM	BATI ÇİMENTO	---	---	---	0	03.04.2009
		---	---	---	0	03.04.2009
		---	---	---	0	03.04.2009
		---	---	---	0	03.04.2009
		---	---	---	0	03.04.2009

BUCIM	BURSA ÇİMENTO	---	12,75	3,14	1	26.02.2014
		---	8,50	1,68	1	05.03.2013
		---	15,00	3,16	1	08.03.2012
		---	15,00	3,21	1	10.03.2011
		---	12,75	2,32	1	11.03.2010
CCOLA	COCA COLA İÇECEK	---	28,40	0,61	0	11.03.2014
		---	26,78	0,51	0	01.04.2013
		---	20,06	0,88	0	11.04.2012
		---	23,39	1,17	0	05.04.2011
		---	16,71	1,26	0	01.04.2010
CELHA	ÇELİK HALAT	---	5,35	0,71	0	03.04.2009
		0,10	---	---	1	20.05.2009
CEMTS	ÇEMTAŞ	---	2,51	2,18	0	20.02.2014
		---	4,25	3,10	0	01.03.2012
		---	8,50	9,34	0	12.02.2010
		---	8,50	11,33	0	23.02.2009
CIMSA	ÇİMSA	---	98,09	8,42	1	04.03.2014
		---	61,71	5,82	1	04.03.2013
		---	67,15	7,19	0	22.03.2012
		---	59,67	6,19	1	17.03.2011
		---	51,51	6,36	1	17.03.2010
CLEBI	ÇELEBİ	---	36,50	11,48	0	24.03.2009
		---	63,75	3,04	0	02.05.2013
		---	130,58	4,97	0	11.04.2011
		---	109,42	6,47	0	01.04.2010
CLKHO	CLK HOLDİNG	---	133,40	20,06	0	26.02.2009
		0,16	---	---	0	30.04.2013
COMDO	COMPONENTA DÖKÜMCÜLÜK	0,06	---	---	0	20.03.2009
CRDFA	CREDITWEST FAKTORİNG	---	15,01	9,10	0	18.03.2014
		---	28,90	6,15	0	09.05.2013
		---	15,50	4,44	0	10.05.2012
		---	12,93	3,11	0	04.05.2011
		0,28	---	---	0	15.04.2009
DESPC	DESPEC BİLGİSAYAR	---	19,67	10,52	0	09.04.2014
		---	18,49	8,33	0	22.04.2013
		---	37,49	6,69	0	27.04.2012
		---	22,91	3,06	0	20.04.2011
DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV	---	85,00	12,96	1	03.03.2014
		---	85,00	8,29	1	07.03.2013
		---	38,64	9,03	1	08.03.2012
DOBUR	DOĞAN BURDA	---	33,23	10,76	1	03.04.2013
		---	8,76	2,82	1	23.03.2012
		---	13,04	3,90	1	25.03.2011
		---	32,59	11,09	0	09.04.2010
		0,07	---	0,00	0	13.04.2009
ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ	---	8,16	3,85	0	18.03.2014
		---	8,50	3,40	0	22.04.2013
		---	8,50	3,85	0	20.04.2012
		---	5,95	2,39	0	13.04.2011
		---	5,95	2,13	0	09.04.2010
		---	9,61	7,45	0	21.05.2009
ECZYT	ECZACIBAŞI YATIRIM	---	9,35	1,87	0	18.03.2014
		---	12,75	1,85	0	22.04.2013
		---	12,75	2,13	0	20.04.2012
		---	5,95	1,09	0	13.04.2011
		---	4,25	0,81	0	12.04.2010
		---	6,16	3,23	0	13.04.2009

EGEEN	EGE ENDÜSTRİ	---	255,00	4,06	1	08.03.2013
		---	255,00	3,66	0	12.04.2012
		---	42,00	1,37	0	23.03.2011
		---	85,00	10,24	0	30.03.2009
EGGUB	EGE GÜBRE	---	17,00	0,81	0	25.02.2013
		---	42,50	0,36	1	24.02.2011
		---	42,50	1,99	0	20.03.2009
EGSER	EGE SERAMİK	---	22,01	7,72	0	04.04.2014
		---	25,41	10,68	0	29.03.2013
		---	18,78	9,03	0	11.04.2012
		---	4,87	1,57	0	12.04.2011
EKGYO	EMLAK KONUT GMYO	---	8,00	2,79	0	18.04.2013
		---	4,74	2,03	0	28.03.2012
		0,11	7,02	2,48	0	18.02.2011
ENKAI	ENKA İNŞAAT	0,14	7,45	1,20	1	03.03.2014
		0,12	6,80	1,29	0	19.03.2013
		0,14	7,43	1,42	0	21.03.2012
		0,19	6,18	1,00	0	04.04.2011
		0,50	6,80	0,94	0	07.04.2010
		---	7,65	1,23	0	06.04.2009
ERBOS	ERBOSAN	---	73,27	2,74	0	24.04.2013
		---	71,85	3,01	0	26.04.2012
		---	51,41	4,18	0	31.03.2010
		---	17,04	3,28	0	02.04.2009
EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	---	19,91	7,87	0	06.03.2014
		---	11,86	2,99	0	07.03.2012
		---	25,91	5,23	1	14.03.2011
FENER	FENERBAHÇE FUTBOL	---	18,81	0,36	0	28.08.2012
		---	192,98	3,75	0	17.08.2010
		0,11	197,70	3,63	0	18.08.2009
FENIS	FENİŞ ALÜMİNYUM	0,10	---	---	0	28.03.2013
		0,10	---	---	0	19.03.2012
		0,25	---	---	0	10.03.2011
		0,10	---	---	0	17.03.2009
FFKRL	FİNANS FİN. KİR.	0,05	---	---	0	13.03.2009
FINBN	FİNANSBANK	0,05	---	---	0	07.03.2013
		0,05	---	---	0	15.03.2012
		0,05	---	---	0	04.04.2011
		0,05	---	---	0	29.03.2010
		0,05	---	---	0	23.03.2009
FMIZP	F-M İZMİT PİSTON	---	33,02	2,75	0	04.03.2014
		---	23,16	1,32	0	18.03.2013
		---	49,17	3,06	0	01.02.2012
		0,05	30,98	1,82	0	15.02.2011
FONFK	FON FİN. KİR.	0,05	---	0,00	0	15.04.2009
GARAN	GARANTİ BANKASI	---	8,60	1,39	0	07.03.2014
		---	12,07	1,33	0	07.03.2013
		---	12,14	1,86	0	08.03.2012
		---	11,54	1,63	0	03.03.2011
		0,09	5,57	1,08	0	06.08.2009
GARFA	GARANTİ FAKTORİNG	0,07	---	---	0	02.04.2010
		0,10	---	---	0	16.04.2009
GDKYO	GEDİK YAT.ORT.	0,10	---	---	1	22.02.2011
GEDİK	GEDİK Y. MEN. DEĞ.	0,30	---	---	1	24.02.2011
GENTS	GENTAŞ	---	7,50	6,20	0	24.03.2014
		---	4,25	3,17	0	29.03.2013
		---	9,00	5,59	0	13.04.2012
		---	12,40	5,32	0	11.04.2011
		---	5,97	4,12	0	06.04.2010

GOLTS	GÖLTAŞ ÇİMENTO	---	170,00	3,58	0	27.03.2014
		---	85,00	1,16	1	12.04.2013
		---	85,00	1,42	1	13.04.2012
		---	42,50	0,45	1	08.04.2011
		---	42,50	0,61	1	09.04.2010
GOODY	GOOD-YEAR	---	85,00	2,98	0	14.04.2009
		---	465,27	9,50	1	03.03.2014
		---	70,81	1,05	0	04.03.2013
		---	87,99	1,30	0	25.04.2012
		---	19,55	0,43	0	26.04.2011
GRNYO	GARANTİ YAT. ORT.	0,07	10,20	1,53	0	01.04.2009
		0,07	3,33	4,98	0	10.04.2013
		0,12	---	---	0	24.02.2011
HALKB	T. HALK BANKASI	0,13	---	---	0	08.03.2010
		---	18,71	1,65	0	06.03.2014
		---	31,38	1,67	0	06.03.2013
		---	20,86	1,64	0	30.03.2012
		---	26,89	2,15	0	14.02.2011
HALKS	HALK SİGORTA	---	19,98	1,85	0	06.05.2010
		0,05	17,31	4,76	0	31.03.2009
HEKTS	HEKTAŞ	0,05	---	---	0	12.03.2014
		---	15,76	8,90	0	26.02.2014
		---	17,95	8,93	1	05.03.2013
		---	12,24	8,44	0	02.03.2012
		---	13,36	8,30	1	09.02.2011
HLGYO	HALK GMYO	---	5,59	6,08	1	19.02.2010
		0,16	---	---	0	05.03.2009
INDES	İNDEKS BİLGİSAYAR	0,02	---	---	0	24.05.2013
		---	4,62	1,16	0	09.04.2014
		---	24,62	5,31	0	19.04.2013
		---	11,29	3,98	0	04.05.2012
		---	5,81	1,64	0	20.04.2011
ISCTR	İŞ BANKASI C	---	9,34	5,08	0	02.04.2010
		---	10,48	2,51	0	05.03.2014
		---	12,57	1,92	0	05.03.2013
		---	10,25	2,59	0	06.03.2012
		---	13,05	2,70	0	04.03.2011
ISFIN	İŞ FİN. KİR.	0,12	15,21	2,41	0	23.02.2010
		0,09	5,10	1,57	0	12.03.2009
		0,04	---	---	0	28.02.2013
		0,07	---	---	0	16.02.2012
		0,12	---	---	0	15.02.2011
ISGSY	İŞ GİRİŞİM	0,12	---	---	0	12.02.2010
		0,15	---	---	1	18.03.2009
		0,15	17,50	5,61	1	05.04.2013
ISGYO	İŞ GMYO	0,08	25,00	9,03	1	12.04.2012
		0,05	14,40	8,14	0	06.04.2009
		---	5,00	3,29	0	04.03.2013
		---	5,00	4,17	0	07.03.2012
		---	5,00	2,86	0	23.02.2011
ISMEN	İŞ Y. MEN. DEĞ.	---	5,00	3,33	0	26.02.2010
		0,07	5,00	5,38	0	02.03.2009
		0,09	6,71	5,37	0	27.02.2014
		---	5,95	3,54	1	08.04.2013
		---	4,93	2,61	0	16.04.2012
		---	8,50	3,41	0	12.04.2011
		---	14,18	4,25	0	01.04.2010
		---	9,21	8,45	0	07.04.2009

ISYAT	İŞ YAT.ORT.	---	20,00	16,53	0	28.02.2013
		---	16,00	15,24	0	08.03.2012
		---	16,00	12,12	0	02.03.2011
		---	16,00	11,19	0	02.03.2010
İZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	0,14	---	---	1	30.03.2012
		0,20	---	---	0	10.04.2009
İZOCM	İZOCAM	---	104,67	3,49	0	18.02.2014
		---	91,81	2,21	1	20.02.2013
		---	103,94	2,23	0	15.02.2012
		---	99,41	1,58	0	21.02.2011
		---	96,93	3,13	1	01.03.2010
		---	135,12	10,01	0	04.03.2009
KAREL	KAREL ELEKTRONİK	0,20	---	---	0	22.04.2013
		0,20	---	---	0	12.03.2009
KARTN	KARTONSAN	---	172,44	0,79	0	27.02.2014
		---	128,91	0,45	0	04.03.2013
		---	171,50	0,84	0	29.03.2012
		---	52,70	0,21	0	22.02.2011
		---	85,00	0,70	0	24.02.2010
		---	102,00	1,81	0	04.03.2009
KCHOL	KOÇ HOLDİNG	---	13,71	1,64	0	06.03.2014
		---	16,44	1,69	0	18.03.2013
		0,05	11,04	1,51	0	19.03.2012
		---	21,69	3,11	0	16.03.2011
		---	12,84	2,47	0	26.03.2010
		0,20	---	---	0	23.03.2009
KLGYO	KİLER GMYO	0,42	---	---	0	03.05.2012
KLNMA	T. KALKINMA BANK.	---	4,25	0,80	0	31.03.2014
		---	4,25	0,61	0	18.04.2013
		---	2,24	0,25	0	12.04.2011
		---	2,72	0,46	0	07.05.2010
KONYA	KONYA ÇİMENTO	---	208,25	0,87	1	28.02.2014
		---	1.396,00	3,73	1	26.02.2013
		---	1.232,50	4,29	1	28.02.2012
		---	260,44	0,83	1	28.02.2011
		---	81,06	0,60	1	05.03.2010
		---	124,38	2,96	0	01.04.2009
KORDS	KORDSA GLOBAL	---	15,13	3,71	0	07.03.2013
		---	36,56	8,83	0	29.03.2012
		---	13,89	3,19	1	16.03.2011
		---	75,64	3,98	0	06.03.2014
KOZAL	KOZA ALTIN	---	73,13	2,13	0	18.04.2013
		---	52,86	1,61	0	10.04.2012
		---	12,55	0,59	0	06.04.2011
		1,54	38,96	1,16	0	15.03.2010
		0,20	---	---	0	23.05.2013
KRDMB	KARDEMİR B	0,20	---	---	0	23.05.2013
KRONT	KRON TELEKOMÜNİKASYON	0,25	---	---	0	11.04.2012
KRTEK	KARSU TEKSTİL	---	14,50	7,25	1	09.03.2011
		---	4,30	1,00	0	19.03.2010
MANGO	MANGO GIDA	0,25	---	---	0	13.04.2011
MNDRS	MENDERES TEKSTİL	0,05	---	---	0	09.03.2011
MRDİN	MARDİN ÇİMENTO	---	38,88	8,94	1	28.02.2014
		---	26,26	5,05	0	05.03.2013
		---	58,41	9,01	0	02.03.2012
		---	55,04	6,93	0	15.02.2011
		---	62,86	8,06	0	11.02.2010
		---	53,24	15,04	0	10.03.2009

NETAS	NETAŞ TELEKOM.	---	93,08	8,70	0	18.04.2013
		---	496,03	3,46	0	08.03.2012
		---	233,75	1,69	0	16.03.2011
		---	33,15	3,30	1	10.03.2009
NUHCM	NUH ÇİMENTO	---	29,75	3,46	0	16.03.2009
		---	31,45	3,36	0	06.03.2014
		---	27,20	2,57	0	22.03.2013
		---	27,20	2,45	1	09.03.2012
		---	25,50	1,99	1	08.03.2011
		---	25,50	1,98	1	05.03.2010
OTKAR	OTOKAR	---	354,17	6,88	0	28.02.2014
		---	226,67	4,49	0	05.03.2013
		---	170,00	5,56	0	21.02.2012
		---	53,13	2,15	0	18.02.2011
		---	72,25	3,91	0	15.03.2010
		---	25,50	3,27	0	20.02.2009
OYAYO	OYAK YAT. ORT.	0,15	---	0,00	0	10.02.2011
PETUN	PINAR ET VE UN	---	63,75	6,51	1	03.03.2014
		---	54,40	7,60	0	15.04.2013
		---	65,45	8,33	0	27.04.2011
		---	12,14	4,71	0	28.04.2009
PNSUT	PINAR SÜT	---	90,95	4,96	1	03.03.2014
		---	87,55	5,40	0	15.04.2013
		---	96,05	5,84	0	27.04.2011
		---	12,69	4,17	1	28.04.2009
PRKAB	TÜRK PRYSMİAN KABLO	---	5,42	4,27	0	03.03.2014
		---	5,41	3,63	0	04.03.2013
		---	2,03	1,44	0	12.03.2012
		---	7,39	3,70	0	10.03.2009
PTOFS	OMV PETROL OFİSİ	0,05	---	---	0	01.04.2009
RYGYO	REYSAŞ GMYO	0,12	---	---	0	06.05.2013
		0,14	---	---	0	13.04.2012
SAHOL	SABANCI HOLDİNG	---	8,64	1,11	1	07.03.2014
		---	8,50	0,79	1	07.03.2013
		---	8,50	1,15	0	13.04.2012
		---	12,75	1,61	0	19.04.2011
SARKY	SARKUYSAN	---	17,00	5,45	0	04.03.2014
		---	15,00	5,40	1	11.04.2013
		---	7,00	1,36	0	26.04.2012
		---	12,75	2,95	0	08.04.2011
		---	8,50	2,58	1	02.04.2010
		---	4,68	2,54	0	12.03.2014
SELEC	SELÇUK ECZA DEPOSU	---	4,25	2,02	0	19.04.2013
		0,15	5,10	1,92	1	03.05.2011
		---	11,90	4,44	0	24.03.2010
		0,05	5,95	3,54	0	27.03.2009
SISE	ŞİŞE CAM	0,04	4,02	1,37	0	07.03.2013
		0,05	---	---	1	09.04.2010
		0,03	---	---	0	13.04.2009
SKBNK	ŞEKERBANK	0,02	1,42	0,93	0	03.03.2011
		0,17	2,21	0,91	1	24.03.2010
SKTAS	SÖKTAŞ	0,17	3,13	0,47	0	27.04.2012
		0,08	10,46	0,84	1	25.03.2011
		0,13	---	---	0	25.03.2009
SNGYO	SİNPAŞ GMYO	---	5,00	3,52	0	15.04.2013
		---	5,00	3,76	0	12.04.2012
		---	6,00	2,76	1	06.04.2011
		0,08	14,00	6,76	0	03.04.2009

SODA	SODA SANAYİİ	0,08	6,40	2,69	0	07.03.2013
		0,10	---	---	0	06.04.2010
		0,10	---	---	0	08.04.2009
TAVHL	TAV HAVALİMANLARI	---	46,56	2,88	1	18.02.2014
		---	33,44	3,22	1	22.02.2013
		0,20	21,25	2,43	1	24.02.2012
THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI	0,14	---	---	0	24.03.2011
		0,86	---	---	1	05.04.2010
		---	48,19	6,18	0	13.04.2009
TKFEN	TEKFEN HOLDİNG	---	30,38	4,18	1	11.04.2013
		---	16,12	2,50	1	12.04.2012
		---	12,16	1,94	1	07.04.2011
		---	4,15	0,70	1	08.04.2010
		0,25	---	---	0	09.04.2009
		---	---	---	---	---
TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.	---	55,25	5,16	0	05.03.2014
		---	81,60	7,03	0	04.03.2013
		---	42,50	5,67	0	08.03.2012
		---	42,50	5,23	0	09.03.2011
		---	22,10	4,21	0	10.03.2010
		---	6,12	4,86	0	11.03.2009
TRCAS	TURCAS PETROL	---	4,25	1,89	0	28.03.2014
		---	2,83	0,80	0	06.05.2013
		---	2,83	1,05	0	02.05.2012
		---	4,25	1,08	0	12.04.2011
		---	8,50	1,60	0	09.04.2010
		---	17,00	5,86	0	21.04.2009
TRGYO	TORUNLAR GMYO	---	10,00	2,32	0	07.05.2013
		---	10,00	1,90	1	05.04.2012
		---	5,65	0,88	0	23.05.2011
TRKCM	TRAKYA CAM	0,02	2,03	0,70	1	06.03.2013
		0,15	---	---	0	19.04.2012
TSKB	T.S.K.B.	0,15	4,25	2,46	0	28.02.2014
		0,15	4,64	2,06	0	27.02.2013
		0,17	4,78	2,27	0	27.02.2012
		0,14	5,10	1,94	0	28.02.2011
		0,14	4,25	2,13	0	26.02.2010
		0,19	---	---	0	23.02.2009
TTKOM	TÜRK TELEKOM	---	58,61	7,94	1	06.02.2013
		---	46,06	6,09	0	15.02.2012
		---	54,50	8,06	1	08.02.2011
		---	38,61	7,85	1	11.02.2010
		---	36,19	8,70	0	10.04.2009
TTRAK	TÜRK TRAKTÖR	---	477,81	8,61	0	20.02.2014
		---	318,54	5,61	0	22.02.2013
		---	318,54	8,21	1	17.02.2012
		---	238,90	8,85	1	18.02.2011
		---	19,51	2,30	0	24.02.2010
TUPRS	TÜPRAŞ	---	134,47	3,19	0	14.03.2014
		---	327,25	6,17	0	11.03.2013
		---	334,27	7,79	0	13.03.2012
		---	253,16	6,09	0	11.03.2011
		---	214,40	6,92	0	10.03.2010
		---	197,16	12,64	0	09.03.2009
USAS	USAŞ	---	26,60	0,12	0	09.04.2013
		---	34,68	7,24	0	21.02.2012
ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ	---	33,06	2,67	1	05.03.2014
		---	37,28	2,99	0	18.03.2013
		---	69,59	12,79	1	07.05.2012
		---	4,39	0,77	0	20.04.2011
		---	3,42	0,90	0	15.04.2010
		---	95,30	0,43	0	27.04.2009

UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	---	34,83	6,70	0	04.03.2014
		---	36,99	7,14	0	28.02.2013
		---	32,56	7,59	0	02.03.2012
		---	31,19	6,72	0	15.02.2011
		---	32,12	7,91	0	10.02.2010
VAKBN	VAKIFLAR BANKASI	---	48,02	14,73	0	11.03.2009
		---	3,40	1,06	0	03.03.2014
		---	3,40	0,62	0	14.03.2013
		---	1,26	0,39	0	15.03.2012
		---	1,17	0,30	0	09.03.2011
VAKFN	VAKIF FİN. KİR.	---	4,11	1,12	0	04.03.2010
		0,08	---	---	1	08.03.2013
		0,20	---	---	0	27.03.2012
		0,64	---	---	0	09.03.2011
		0,20	---	---	0	11.03.2009
VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA	---	10,02	3,30	0	21.04.2011
		---	45,82	9,67	0	26.04.2010
		---	2,59	1,74	0	30.04.2009
VKGYO	VAKIF GMYO	0,01	---	---	0	21.03.2013
		0,05	---	---	0	05.03.2012
		0,06	---	---	0	09.03.2011
		0,08	---	---	0	25.02.2009
YAZIC	YAZICILAR HOLDİNG	---	10,63	0,60	1	11.03.2014
		---	21,25	1,06	1	28.03.2013
		---	21,25	1,77	0	26.04.2012
		---	21,25	1,60	0	07.04.2011
		---	18,85	1,93	0	06.04.2010
YUNSA	YÜNİSA	---	18,06	3,20	0	13.04.2009
		---	39,10	9,68	1	05.03.2014
		---	19,04	3,85	0	01.03.2013
		---	3,50	0,88	0	29.03.2012

Not: Regresyon analizlerinde burada verilen yüzdeler yerine ondalık değerler kullanılmıştır.

EK-4. Veri Setinde Olup BIST Mali (XUMAL) ve Sınai (XUSIN) Endekslerinde Yer Alan Şirketler

BIST MALİ ENDEKSTEKİ ŞİRKETLER

BIST Kodu	Şirket
AKBNK	AKBANK
AKGRT	AKSİGORTA
ALGYO	ALARKO GMYO
ALARK	ALARKO HOLDİNG
ALBRK	ALBARAKA TÜRK
ANHYT	ANADOLU HAYAT EMEK.
ANSGR	ANADOLU SİGORTA
AGYO	ATAKULE GMYO
BRYAT	BORUSAN YAT. PAZ.
CRDFA	CREDITWEST FAKTORİNG
ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ
ECZYT	ECZACIBAŞI YATIRIM
EKGYO	EMLAK KONUT GMYO
FFKRL	FİNANS FİN. KİR.
FINBN	FİNANSBANK
FONFK	FON FİN. KİR.
GARAN	GARANTİ BANKASI
GARFA	GARANTİ FAKTORİNG
GEDİK	GEDİK Y. MEN. DEĞ.
HLGYO	HALK GMYO
ISCTR	İŞ BANKASI C
ISFIN	İŞ FİN. KİR.
ISGSY	İŞ GİRİŞİM
ISGYO	İŞ GMYO
ISMEN	İŞ Y. MEN. DEĞ.
KLGYO	KİLER GMYO
KCHOL	KOÇ HOLDİNG
RYGYO	REYSAŞ GMYO
SAHOL	SABANCI HOLDİNG
SNGYO	SİNPAŞ GMYO
SKBNK	ŞEKERBANK
SISE	ŞİŞE CAM
HALKB	T. HALK BANKASI
KLNMA	T. KALKINMA BANK.
TSKB	T.S.K.B.
TAVHL	TAV HAVALİMANLARI
TKFEN	TEKFEN HOLDİNG
TRGYO	TORUNLAR GMYO
USAS	USAŞ
VAKFN	VAKIF FİN. KİR.
VKGYO	VAKIF GMYO
VAKBN	VAKIFLAR BANKASI
YAZIC	YAZICILAR HOLDİNG

BIST SINAİ ENDEKSTEKİ ŞİRKETLER

BIST Kodu	Şirket	BIST Kodu	Şirket
ADNAC	ADANA ÇİMENTO C	KORDS	KORDSA GLOBAL
ADEL	ADEL KALEMCİLİK	KOZAL	KOZA ALTIN
AFYON	AFYON ÇİMENTO	MRDİN	MARDİN ÇİMENTO
AKCNS	AKÇANSA	MNDRS	MENDERES TEKSTİL
AKSA	AKSA	NUHCM	NUH ÇİMENTO
ALCAR	ALARKO CARRIER	OTKAR	OTOKAR
ALKA	ALKİM KAĞIT	PTOFS	PETROL OFİSİ
ALKİM	ALKİM KİMYA	PETUN	PINAR ET VE UN
ANACM	ANADOLU CAM	PNSUT	PINAR SÜT
AEFES	ANADOLU EFES	SARKY	SARKUYSAN
ARCLK	ARÇELİK	SODA	SODA SANAYİİ
ASLAN	ASLAN ÇİMENTO	SKTAS	SÖKTAŞ
AYGAZ	AYGAZ	TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.
BAGFS	BAGFAŞ	TRKCM	TRAKYA CAM
BAKAB	BAK AMBALAJ	TRCAS	TURCAS PETROL
BTCİM	BATI ÇİMENTO	TUPRS	TÜPRAŞ
BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN KABLO
BOLUC	BOLU ÇİMENTO	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR
BRSAN	BORUSAN MANNESMANN	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ
BRISA	BRİSA	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO
BUCİM	BURSA ÇİMENTO	VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA
CCOLA	COCA COLA İÇECEK	YUNSA	YÜNİSA
COMDO	COMPONENTA DÖKÜMCÜLÜK		
CELHA	ÇELİK HALAT		
CEMTS	ÇEMTAŞ		
CİMSA	ÇİMSA		
DOBUR	DOĞAN BURDA		
EGEEN	EGE ENDÜSTRİ		
EGGUB	EGE GÜBRE		
EGSER	EGE SERAMİK		
ERBOS	ERBOSAN		
EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK		
FMIZP	F-M İZMİT PİSTON		
GENTS	GENTAŞ		
GOODY	GOOD-YEAR		
GOLTS	GÖLTAŞ ÇİMENTO		
HEKTS	HEKTAŞ		
İZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK		
İZOCM	İZOCAM		
KRDMB	KARDEMİR B		
KRTEK	KARSU TEKSTİL		
KARTN	KARTONSAN		
KONYA	KONYA ÇİMENTO		

Kaynak: www.borsaistanbul.com, erişim tarihi: 30.09.2014

EK-5. Nakit Temettü Test Sonuçları

Dependent Variable: CAR1

Method: Least Squares

Sample: 1 436

Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.008799	0.003063	2.872566	0.0043
DPS	-0.000308	0.001802	-0.170785	0.8645
BKA	-0.007732	0.005354	-1.444114	0.1494
R-squared	0.004948	Mean dependent var		0.006330
Adjusted R-squared	0.000352	S.D. dependent var		0.050941
S.E. of regression	0.050932	Akaike info criterion		-3.109780
Sum squared resid	1.123247	Schwarz criterion		-3.081723
Log likelihood	680.9320	Hannan-Quinn criter.		-3.098707
F-statistic	1.076591	Durbin-Watson stat		1.908743
Prob(F-statistic)	0.341666			

Dependent Variable: CAR1

Method: Least Squares

Sample: 1 436

Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.006549	0.004238	1.545412	0.1230
AGTV	0.050365	0.074489	0.676136	0.4993
BKA	-0.007537	0.005354	-1.407631	0.1600
R-squared	0.005931	Mean dependent var		0.006330
Adjusted R-squared	0.001339	S.D. dependent var		0.050941
S.E. of regression	0.050907	Akaike info criterion		-3.110768
Sum squared resid	1.122138	Schwarz criterion		-3.082710
Log likelihood	681.1473	Hannan-Quinn criter.		-3.099695
F-statistic	1.291637	Durbin-Watson stat		1.901584
Prob(F-statistic)	0.275877			

Dependent Variable: CAR1
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.010193	0.005950	1.713097	0.0874
AGTV	0.047031	0.076369	0.615834	0.5383
BKA	-0.006906	0.005402	-1.278354	0.2018
AZAL	-0.003793	0.006556	-0.578605	0.5632
ART	-0.006165	0.005938	-1.038215	0.2998
R-squared	0.008411	Mean dependent var		0.006330
Adjusted R-squared	-0.000791	S.D. dependent var		0.050941
S.E. of regression	0.050961	Akaike info criterion		-3.104092
Sum squared resid	1.119338	Schwarz criterion		-3.057330
Log likelihood	681.6921	Hannan-Quinn criter.		-3.085638
F-statistic	0.914019	Durbin-Watson stat		1.894531
Prob(F-statistic)	0.455574			

Dependent Variable: CAR1
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.007767	0.009391	0.826996	0.4087
AGTV	0.050157	0.080309	0.624546	0.5326
BKA	-0.006895	0.005424	-1.271339	0.2043
AZAL	-0.003701	0.006608	-0.560091	0.5757
ART	-0.006279	0.005976	-1.050627	0.2940
MAL	0.002238	0.008586	0.260613	0.7945
SIN01	0.002864	0.007547	0.379465	0.7045
R-squared	0.008746	Mean dependent var		0.006330
Adjusted R-squared	-0.005117	S.D. dependent var		0.050941
S.E. of regression	0.051071	Akaike info criterion		-3.095256
Sum squared resid	1.118960	Schwarz criterion		-3.029789
Log likelihood	681.7657	Hannan-Quinn criter.		-3.069419
F-statistic	0.630889	Durbin-Watson stat		1.894151
Prob(F-statistic)	0.705574			

Dependent Variable: CAR2
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.006215	0.002080	2.988453	0.0030
DPS	-0.000960	0.001223	-0.784485	0.4332
BKA	-0.007553	0.003635	-2.077783	0.0383
R-squared	0.011761	Mean dependent var		0.003414
Adjusted R-squared	0.007196	S.D. dependent var		0.034706
S.E. of regression	0.034581	Akaike info criterion		-3.884192
Sum squared resid	0.517789	Schwarz criterion		-3.856135
Log likelihood	849.7539	Hannan-Quinn criter.		-3.873119
F-statistic	2.576469	Durbin-Watson stat		1.971546
Prob(F-statistic)	0.077208			

Dependent Variable: CAR2
Method: Least Squares
Date: 03/13/15 Time: 21:26
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.006068	0.002880	2.106705	0.0357
AGTV	-0.008875	0.050633	-0.175281	0.8609
BKA	-0.007773	0.003640	-2.135743	0.0333
R-squared	0.010426	Mean dependent var		0.003414
Adjusted R-squared	0.005855	S.D. dependent var		0.034706
S.E. of regression	0.034604	Akaike info criterion		-3.882843
Sum squared resid	0.518488	Schwarz criterion		-3.854786
Log likelihood	849.4597	Hannan-Quinn criter.		-3.871770
F-statistic	2.281062	Durbin-Watson stat		1.969245
Prob(F-statistic)	0.103402			

Dependent Variable: CAR2
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.008640	0.004040	2.138587	0.0330
AGTV	-0.024697	0.051856	-0.476263	0.6341
BKA	-0.007980	0.003668	-2.175360	0.0301
AZAL	-0.005632	0.004451	-1.265154	0.2065
ART	-0.000596	0.004032	-0.147833	0.8825
R-squared	0.015014	Mean dependent var		0.003414
Adjusted R-squared	0.005872	S.D. dependent var		0.034706
S.E. of regression	0.034604	Akaike info criterion		-3.878315
Sum squared resid	0.516084	Schwarz criterion		-3.831553
Log likelihood	850.4727	Hannan-Quinn criter.		-3.859861
F-statistic	1.642403	Durbin-Watson stat		1.958850
Prob(F-statistic)	0.162590			

Dependent Variable: CAR2
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.009722	0.006377	1.524494	0.1281
AGTV	-0.028483	0.054537	-0.522273	0.6018
BKA	-0.008024	0.003683	-2.178706	0.0299
AZAL	-0.005742	0.004487	-1.279631	0.2014
ART	-0.000627	0.004058	-0.154433	0.8773
MAL	-0.001395	0.005831	-0.239265	0.8110
SIN01	-0.000827	0.005125	-0.161448	0.8718
R-squared	0.015147	Mean dependent var		0.003414
Adjusted R-squared	0.001372	S.D. dependent var		0.034706
S.E. of regression	0.034682	Akaike info criterion		-3.869276
Sum squared resid	0.516014	Schwarz criterion		-3.803809
Log likelihood	850.5021	Hannan-Quinn criter.		-3.843439
F-statistic	1.099640	Durbin-Watson stat		1.959982
Prob(F-statistic)	0.361634			

Dependent Variable: CAR3
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000899	0.001787	0.503130	0.6151
DPS	0.000599	0.001051	0.570380	0.5687
BKA	0.000574	0.003123	0.183870	0.8542
R-squared	0.000862	Mean dependent var		0.001423
Adjusted R-squared	-0.003753	S.D. dependent var		0.029654
S.E. of regression	0.029709	Akaike info criterion		-4.187850
Sum squared resid	0.382187	Schwarz criterion		-4.159793
Log likelihood	915.9512	Hannan-Quinn criter.		-4.176777
F-statistic	0.186739	Durbin-Watson stat		1.763183
Prob(F-statistic)	0.829727			

Dependent Variable: CAR3
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.007995	0.002398	-3.334225	0.0009
AGTV	0.222545	0.042152	5.279549	0.0000
BKA	0.001795	0.003030	0.592476	0.5538
R-squared	0.060584	Mean dependent var		0.001423
Adjusted R-squared	0.056245	S.D. dependent var		0.029654
S.E. of regression	0.028808	Akaike info criterion		-4.249485
Sum squared resid	0.359342	Schwarz criterion		-4.221428
Log likelihood	929.3877	Hannan-Quinn criter.		-4.238412
F-statistic	13.96242	Durbin-Watson stat		1.878136
Prob(F-statistic)	0.000001			

Dependent Variable: CAR3
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.007440	0.003366	-2.210066	0.0276
AGTV	0.213674	0.043208	4.945264	0.0000
BKA	0.001487	0.003056	0.486402	0.6269
AZAL	-0.002413	0.003709	-0.650491	0.5157
ART	0.001392	0.003359	0.414231	0.6789
R-squared	0.063307	Mean dependent var		0.001423
Adjusted R-squared	0.054614	S.D. dependent var		0.029654
S.E. of regression	0.028833	Akaike info criterion		-4.243213
Sum squared resid	0.358300	Schwarz criterion		-4.196451
Log likelihood	930.0204	Hannan-Quinn criter.		-4.224758
F-statistic	7.282330	Durbin-Watson stat		1.865159
Prob(F-statistic)	0.000011			

Dependent Variable: CAR3
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.007049	0.005304	-1.328811	0.1846
AGTV	0.224207	0.045360	4.942807	0.0000
BKA	0.001669	0.003063	0.544798	0.5862
AZAL	-0.002107	0.003732	-0.564541	0.5727
ART	0.001787	0.003376	0.529356	0.5968
MAL	0.001471	0.004850	0.303408	0.7617
SIN01	-0.002538	0.004263	-0.595350	0.5519
R-squared	0.066774	Mean dependent var		0.001423
Adjusted R-squared	0.053722	S.D. dependent var		0.029654
S.E. of regression	0.028846	Akaike info criterion		-4.237746
Sum squared resid	0.356974	Schwarz criterion		-4.172280
Log likelihood	930.8287	Hannan-Quinn criter.		-4.211910
F-statistic	5.115928	Durbin-Watson stat		1.874374
Prob(F-statistic)	0.000043			

Dependent Variable: CAR4
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000877	0.002973	0.295084	0.7681
DPS	-0.001353	0.001749	-0.773904	0.4394
BKA	-0.001923	0.005196	-0.370163	0.7114
R-squared	0.001785	Mean dependent var		-0.000491
Adjusted R-squared	-0.002826	S.D. dependent var		0.049360
S.E. of regression	0.049430	Akaike info criterion		-3.169677
Sum squared resid	1.057943	Schwarz criterion		-3.141620
Log likelihood	693.9895	Hannan-Quinn criter.		-3.158604
F-statistic	0.387087	Durbin-Watson stat		1.786792
Prob(F-statistic)	0.679267			

Dependent Variable: CAR4
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.020071	0.003895	-5.153032	0.0000
AGTV	0.488326	0.068467	7.132332	0.0000
BKA	0.000267	0.004921	0.054281	0.9567
R-squared	0.105493	Mean dependent var		-0.000491
Adjusted R-squared	0.101362	S.D. dependent var		0.049360
S.E. of regression	0.046791	Akaike info criterion		-3.279373
Sum squared resid	0.948029	Schwarz criterion		-3.251316
Log likelihood	717.9034	Hannan-Quinn criter.		-3.268301
F-statistic	25.53286	Durbin-Watson stat		1.905505
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: CAR4
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.022730	0.005463	-4.160665	0.0000
AGTV	0.482193	0.070120	6.876651	0.0000
BKA	-0.000608	0.004960	-0.122534	0.9025
AZAL	0.000889	0.006019	0.147725	0.8826
ART	0.006887	0.005452	1.263192	0.2072
R-squared	0.109627	Mean dependent var		-0.000491
Adjusted R-squared	0.101364	S.D. dependent var		0.049360
S.E. of regression	0.046791	Akaike info criterion		-3.274831
Sum squared resid	0.943648	Schwarz criterion		-3.228069
Log likelihood	718.9132	Hannan-Quinn criter.		-3.256377
F-statistic	13.26671	Durbin-Watson stat		1.886402
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: CAR4
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.023339	0.008586	-2.718458	0.0068
AGTV	0.512853	0.073419	6.985342	0.0000
BKA	-0.000107	0.004958	-0.021595	0.9828
AZAL	0.001780	0.006041	0.294615	0.7684
ART	0.007878	0.005464	1.441961	0.1500
MAL	0.005521	0.007849	0.703435	0.4822
SIN01	-0.004901	0.006900	-0.710260	0.4779
R-squared	0.117613	Mean dependent var		-0.000491
Adjusted R-squared	0.105272	S.D. dependent var		0.049360
S.E. of regression	0.046690	Akaike info criterion		-3.274666
Sum squared resid	0.935185	Schwarz criterion		-3.209200
Log likelihood	720.8773	Hannan-Quinn criter.		-3.248830
F-statistic	9.530201	Durbin-Watson stat		1.907899
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: CAR5
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000704	0.003383	-0.208177	0.8352
DPS	-0.002597	0.001990	-1.305025	0.1926
BKA	-0.004747	0.005913	-0.802724	0.4226
R-squared	0.005708	Mean dependent var		-0.003642
Adjusted R-squared	0.001116	S.D. dependent var		0.056281
S.E. of regression	0.056249	Akaike info criterion		-2.911196
Sum squared resid	1.369996	Schwarz criterion		-2.883139
Log likelihood	637.6408	Hannan-Quinn criter.		-2.900123
F-statistic	1.242966	Durbin-Watson stat		1.763584
Prob(F-statistic)	0.289555			

Dependent Variable: CAR5
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.021729	0.004509	-4.819104	0.0000
AGTV	0.474061	0.079258	5.981272	0.0000
BKA	-0.002855	0.005697	-0.501103	0.6166
R-squared	0.077978	Mean dependent var		-0.003642
Adjusted R-squared	0.073719	S.D. dependent var		0.056281
S.E. of regression	0.054166	Akaike info criterion		-2.986657
Sum squared resid	1.270419	Schwarz criterion		-2.958600
Log likelihood	654.0912	Hannan-Quinn criter.		-2.975584
F-statistic	18.30991	Durbin-Watson stat		1.821488
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: CAR5
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.020961	0.006332	-3.310207	0.0010
AGTV	0.460293	0.081277	5.663255	0.0000
BKA	-0.003354	0.005749	-0.583421	0.5599
AZAL	-0.003665	0.006977	-0.525264	0.5997
ART	0.002345	0.006319	0.371076	0.7108
R-squared	0.079862	Mean dependent var		-0.003642
Adjusted R-squared	0.071322	S.D. dependent var		0.056281
S.E. of regression	0.054236	Akaike info criterion		-2.979529
Sum squared resid	1.267822	Schwarz criterion		-2.932767
Log likelihood	654.5372	Hannan-Quinn criter.		-2.961074
F-statistic	9.351997	Durbin-Watson stat		1.814968
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: CAR5
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.027520	0.009967	-2.761228	0.0060
AGTV	0.500039	0.085229	5.866974	0.0000
BKA	-0.002804	0.005756	-0.487073	0.6265
AZAL	-0.002507	0.007013	-0.357506	0.7209
ART	0.003105	0.006342	0.489530	0.6247
MAL	0.011244	0.009112	1.234001	0.2179
SIN01	0.001855	0.008010	0.231549	0.8170
R-squared	0.085338	Mean dependent var		-0.003642
Adjusted R-squared	0.072546	S.D. dependent var		0.056281
S.E. of regression	0.054201	Akaike info criterion		-2.976324
Sum squared resid	1.260277	Schwarz criterion		-2.910857
Log likelihood	655.8386	Hannan-Quinn criter.		-2.950487
F-statistic	6.670974	Durbin-Watson stat		1.833954
Prob(F-statistic)	0.000001			

Dependent Variable: CAR6
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000754	0.003442	-0.219197	0.8266
DPS	-0.002189	0.002025	-1.081281	0.2802
BKA	-0.002477	0.006016	-0.411749	0.6807
R-squared	0.003220	Mean dependent var		-0.002780
Adjusted R-squared	-0.001384	S.D. dependent var		0.057187
S.E. of regression	0.057227	Akaike info criterion		-2.876729
Sum squared resid	1.418039	Schwarz criterion		-2.848672
Log likelihood	630.1269	Hannan-Quinn criter.		-2.865656
F-statistic	0.699428	Durbin-Watson stat		1.867091
Prob(F-statistic)	0.497430			

Dependent Variable: CAR6
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.020567	0.004609	-4.462725	0.0000
AGTV	0.450079	0.081011	5.555773	0.0000
BKA	-0.000630	0.005823	-0.108255	0.9138
R-squared	0.067036	Mean dependent var		-0.002780
Adjusted R-squared	0.062726	S.D. dependent var		0.057187
S.E. of regression	0.055365	Akaike info criterion		-2.942892
Sum squared resid	1.327254	Schwarz criterion		-2.914834
Log likelihood	644.5504	Hannan-Quinn criter.		-2.931819
F-statistic	15.55601	Durbin-Watson stat		1.937878
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: CAR6
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.022955	0.006468	-3.548955	0.0004
AGTV	0.442519	0.083018	5.330365	0.0000
BKA	-0.001515	0.005873	-0.258040	0.7965
AZAL	0.000348	0.007126	0.048813	0.9611
ART	0.006756	0.006455	1.046694	0.2958
R-squared	0.070215	Mean dependent var		-0.002780
Adjusted R-squared	0.061586	S.D. dependent var		0.057187
S.E. of regression	0.055398	Akaike info criterion		-2.937131
Sum squared resid	1.322731	Schwarz criterion		-2.890369
Log likelihood	645.2946	Hannan-Quinn criter.		-2.918677
F-statistic	8.137015	Durbin-Watson stat		1.929154
Prob(F-statistic)	0.000002			

Dependent Variable: CAR6
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.029762	0.010198	-2.918506	0.0037
AGTV	0.469932	0.087205	5.388845	0.0000
BKA	-0.001174	0.005889	-0.199413	0.8420
AZAL	0.001147	0.007175	0.159919	0.8730
ART	0.007072	0.006489	1.089803	0.2764
MAL	0.009373	0.009323	1.005301	0.3153
SIN01	0.004528	0.008195	0.552464	0.5809
R-squared	0.072581	Mean dependent var		-0.002780
Adjusted R-squared	0.059611	S.D. dependent var		0.057187
S.E. of regression	0.055457	Akaike info criterion		-2.930505
Sum squared resid	1.319364	Schwarz criterion		-2.865038
Log likelihood	645.8501	Hannan-Quinn criter.		-2.904669
F-statistic	5.595720	Durbin-Watson stat		1.941770
Prob(F-statistic)	0.000013			

Dependent Variable: CAR7
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000193	0.003974	0.048456	0.9614
DPS	-0.002453	0.002337	-1.049600	0.2945
BKA	-0.005370	0.006946	-0.773184	0.4398
R-squared	0.004154	Mean dependent var		-0.002845
Adjusted R-squared	-0.000446	S.D. dependent var		0.066057
S.E. of regression	0.066072	Akaike info criterion		-2.589297
Sum squared resid	1.890246	Schwarz criterion		-2.561240
Log likelihood	567.4667	Hannan-Quinn criter.		-2.578224
F-statistic	0.903147	Durbin-Watson stat		1.758566
Prob(F-statistic)	0.406054			

Dependent Variable: CAR7
Method: Least Squares
Date: 03/13/15 Time: 21:40
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.023850	0.005299	-4.501201	0.0000
AGTV	0.548797	0.093139	5.892257	0.0000
BKA	-0.003079	0.006695	-0.459918	0.6458
R-squared	0.075730	Mean dependent var		-0.002845
Adjusted R-squared	0.071461	S.D. dependent var		0.066057
S.E. of regression	0.063653	Akaike info criterion		-2.663885
Sum squared resid	1.754385	Schwarz criterion		-2.635828
Log likelihood	583.7270	Hannan-Quinn criter.		-2.652812
F-statistic	17.73895	Durbin-Watson stat		1.805308
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: CAR7
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.027219	0.007438	-3.659506	0.0003
AGTV	0.544139	0.095466	5.699810	0.0000
BKA	-0.004037	0.006753	-0.597789	0.5503
AZAL	0.001809	0.008195	0.220764	0.8254
ART	0.007857	0.007422	1.058558	0.2904
R-squared	0.078500	Mean dependent var		-0.002845
Adjusted R-squared	0.069948	S.D. dependent var		0.066057
S.E. of regression	0.063705	Akaike info criterion		-2.657712
Sum squared resid	1.749128	Schwarz criterion		-2.610950
Log likelihood	584.3812	Hannan-Quinn criter.		-2.639258
F-statistic	9.178910	Durbin-Watson stat		1.798825
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: CAR7
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.031277	0.011696	-2.674208	0.0078
AGTV	0.590243	0.100015	5.901567	0.0000
BKA	-0.003338	0.006754	-0.494129	0.6215
AZAL	0.003150	0.008229	0.382775	0.7021
ART	0.009062	0.007443	1.217551	0.2241
MAL	0.010528	0.010693	0.984609	0.3254
SIN01	-0.002899	0.009399	-0.308472	0.7579
R-squared	0.085702	Mean dependent var		-0.002845
Adjusted R-squared	0.072915	S.D. dependent var		0.066057
S.E. of regression	0.063603	Akaike info criterion		-2.656384
Sum squared resid	1.735457	Schwarz criterion		-2.590918
Log likelihood	586.0918	Hannan-Quinn criter.		-2.630548
F-statistic	6.702107	Durbin-Watson stat		1.816337
Prob(F-statistic)	0.000001			

Dependent Variable: CAR8
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000524	0.005000	0.104716	0.9166
DPS	-0.000770	0.002941	-0.261653	0.7937
BKA	-0.001339	0.008740	-0.153208	0.8783
R-squared	0.000225	Mean dependent var		-0.000327
Adjusted R-squared	-0.004393	S.D. dependent var		0.082958
S.E. of regression	0.083140	Akaike info criterion		-2.129722
Sum squared resid	2.993015	Schwarz criterion		-2.101665
Log likelihood	467.2795	Hannan-Quinn criter.		-2.118650
F-statistic	0.048621	Durbin-Watson stat		1.836201
Prob(F-statistic)	0.952547			

Dependent Variable: CAR8
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.024456	0.006728	-3.634704	0.0003
AGTV	0.593239	0.118275	5.015765	0.0000
BKA	0.001482	0.008502	0.174344	0.8617
R-squared	0.054974	Mean dependent var		-0.000327
Adjusted R-squared	0.050609	S.D. dependent var		0.082958
S.E. of regression	0.080832	Akaike info criterion		-2.186040
Sum squared resid	2.829113	Schwarz criterion		-2.157983
Log likelihood	479.5568	Hannan-Quinn criter.		-2.174968
F-statistic	12.59417	Durbin-Watson stat		1.859775
Prob(F-statistic)	0.000005			

Dependent Variable: CAR8
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.024986	0.009452	-2.643386	0.0085
AGTV	0.579495	0.121320	4.776563	0.0000
BKA	0.000702	0.008582	0.081792	0.9348
AZAL	-0.002570	0.010414	-0.246769	0.8052
ART	0.004863	0.009433	0.515537	0.6064
R-squared	0.056411	Mean dependent var		-0.000327
Adjusted R-squared	0.047653	S.D. dependent var		0.082958
S.E. of regression	0.080957	Akaike info criterion		-2.178388
Sum squared resid	2.824812	Schwarz criterion		-2.131626
Log likelihood	479.8885	Hannan-Quinn criter.		-2.159933
F-statistic	6.441616	Durbin-Watson stat		1.854216
Prob(F-statistic)	0.000048			

Dependent Variable: CAR8
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.017473	0.014879	-1.174300	0.2409
AGTV	0.597049	0.127240	4.692320	0.0000
BKA	0.001123	0.008593	0.130641	0.8961
AZAL	-0.002064	0.010469	-0.197165	0.8438
ART	0.006146	0.009469	0.649139	0.5166
MAL	-0.002407	0.013603	-0.176971	0.8596
SIN01	-0.013990	0.011958	-1.169958	0.2427
R-squared	0.061739	Mean dependent var		-0.000327
Adjusted R-squared	0.048616	S.D. dependent var		0.082958
S.E. of regression	0.080916	Akaike info criterion		-2.174876
Sum squared resid	2.808862	Schwarz criterion		-2.109409
Log likelihood	481.1229	Hannan-Quinn criter.		-2.149039
F-statistic	4.704772	Durbin-Watson stat		1.864153
Prob(F-statistic)	0.000118			

Dependent Variable: CAR9
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001287	0.006359	0.202370	0.8397
DPS	0.003044	0.003741	0.813630	0.4163
BKA	-0.009144	0.011116	-0.822650	0.4112
R-squared	0.002904	Mean dependent var		0.000379
Adjusted R-squared	-0.001702	S.D. dependent var		0.105647
S.E. of regression	0.105737	Akaike info criterion		-1.648863
Sum squared resid	4.841092	Schwarz criterion		-1.620806
Log likelihood	362.4522	Hannan-Quinn criter.		-1.637791
F-statistic	0.630540	Durbin-Watson stat		1.824861
Prob(F-statistic)	0.532792			

Dependent Variable: CAR9
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.023318	0.008636	-2.699966	0.0072
AGTV	0.633572	0.151812	4.173384	0.0000
BKA	-0.005424	0.010913	-0.497013	0.6194
R-squared	0.039995	Mean dependent var		0.000379
Adjusted R-squared	0.035561	S.D. dependent var		0.105647
S.E. of regression	0.103752	Akaike info criterion		-1.686772
Sum squared resid	4.661007	Schwarz criterion		-1.658715
Log likelihood	370.7163	Hannan-Quinn criter.		-1.675699
F-statistic	9.019683	Durbin-Watson stat		1.847334
Prob(F-statistic)	0.000145			

Dependent Variable: CAR9
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.027765	0.012088	-2.296878	0.0221
AGTV	0.600375	0.155154	3.869545	0.0001
BKA	-0.007997	0.010975	-0.728617	0.4666
AZAL	-0.003546	0.013318	-0.266218	0.7902
ART	0.017911	0.012063	1.484790	0.1383
R-squared	0.048431	Mean dependent var		0.000379
Adjusted R-squared	0.039600	S.D. dependent var		0.105647
S.E. of regression	0.103534	Akaike info criterion		-1.686424
Sum squared resid	4.620050	Schwarz criterion		-1.639662
Log likelihood	372.6404	Hannan-Quinn criter.		-1.667969
F-statistic	5.484015	Durbin-Watson stat		1.845142
Prob(F-statistic)	0.000258			

Dependent Variable: CAR9
Method: Least Squares
Sample: 1 436
Included observations: 436

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.014302	0.019040	-0.751130	0.4530
AGTV	0.600801	0.162821	3.689940	0.0003
BKA	-0.007760	0.010996	-0.705735	0.4807
AZAL	-0.003540	0.013397	-0.264266	0.7917
ART	0.019152	0.012117	1.580642	0.1147
MAL	-0.009466	0.017407	-0.543769	0.5869
SIN01	-0.019234	0.015302	-1.256962	0.2095
R-squared	0.052667	Mean dependent var		0.000379
Adjusted R-squared	0.039418	S.D. dependent var		0.105647
S.E. of regression	0.103544	Akaike info criterion		-1.681712
Sum squared resid	4.599481	Schwarz criterion		-1.616245
Log likelihood	373.6131	Hannan-Quinn criter.		-1.655875
F-statistic	3.975074	Durbin-Watson stat		1.852659
Prob(F-statistic)	0.000696			

EK-6. Hisse Temettü Test Sonuçları

Dependent Variable: CAR1

Method: Least Squares

Sample: 1 69

Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.004401	0.010289	0.427705	0.6703
HTSO	5.713829	5.452189	1.047988	0.2985
BKA	-0.009290	0.019943	-0.465798	0.6429
R-squared	0.017688	Mean dependent var		0.011426
Adjusted R-squared	-0.012079	S.D. dependent var		0.054727
S.E. of regression	0.055057	Akaike info criterion		-2.918390
Sum squared resid	0.200064	Schwarz criterion		-2.821255
Log likelihood	103.6844	Hannan-Quinn criter.		-2.879853
F-statistic	0.594205	Durbin-Watson stat		1.873456
Prob(F-statistic)	0.554927			

Dependent Variable: CAR1

Method: Least Squares

Date: 03/25/15 Time: 18:21

Sample: 1 69

Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001433	0.012140	-0.118070	0.9064
HTSO	7.229169	5.705021	1.267159	0.2097
BKA	-0.012338	0.020531	-0.600943	0.5500
AZAL	0.017755	0.018073	0.982365	0.3296
ART	0.006920	0.022690	0.304981	0.7614
R-squared	0.032578	Mean dependent var		0.011426
Adjusted R-squared	-0.027886	S.D. dependent var		0.054727
S.E. of regression	0.055485	Akaike info criterion		-2.875693
Sum squared resid	0.197032	Schwarz criterion		-2.713801
Log likelihood	104.2114	Hannan-Quinn criter.		-2.811465
F-statistic	0.538799	Durbin-Watson stat		1.869683
Prob(F-statistic)	0.707738			

Dependent Variable: CAR1
Method: Least Squares
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.030131	0.017268	1.744969	0.0859
HTSO	5.497919	5.521053	0.995810	0.3232
BKA	-0.012536	0.019694	-0.636548	0.5268
AZAL	0.023674	0.017756	1.333316	0.1873
ART	0.003198	0.022400	0.142762	0.8869
MAL	-0.045333	0.016193	-2.799486	0.0068
SIN01	-0.029415	0.018356	-1.602486	0.1141
R-squared	0.141154	Mean dependent var		0.011426
Adjusted R-squared	0.058040	S.D. dependent var		0.054727
S.E. of regression	0.053116	Akaike info criterion		-2.936768
Sum squared resid	0.174918	Schwarz criterion		-2.710119
Log likelihood	108.3185	Hannan-Quinn criter.		-2.846849
F-statistic	1.698321	Durbin-Watson stat		1.960377
Prob(F-statistic)	0.136419			

Dependent Variable: CAR2
Method: Least Squares
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000835	0.007072	0.118108	0.9063
HTSO	4.510004	3.747511	1.203466	0.2331
BKA	-0.004366	0.013708	-0.318480	0.7511
R-squared	0.021701	Mean dependent var		0.006767
Adjusted R-squared	-0.007944	S.D. dependent var		0.037694
S.E. of regression	0.037843	Akaike info criterion		-3.668240
Sum squared resid	0.094518	Schwarz criterion		-3.571105
Log likelihood	129.5543	Hannan-Quinn criter.		-3.629703
F-statistic	0.732034	Durbin-Watson stat		2.183965
Prob(F-statistic)	0.484793			

Dependent Variable: CAR2
Method: Least Squares
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.002667	0.008366	-0.318748	0.7510
HTSO	5.319347	3.931467	1.353018	0.1808
BKA	-0.005269	0.014149	-0.372437	0.7108
AZAL	0.008468	0.012455	0.679862	0.4990
ART	0.008455	0.015636	0.540748	0.5906
R-squared	0.031525	Mean dependent var		0.006767
Adjusted R-squared	-0.029005	S.D. dependent var		0.037694
S.E. of regression	0.038236	Akaike info criterion		-3.620361
Sum squared resid	0.093569	Schwarz criterion		-3.458469
Log likelihood	129.9025	Hannan-Quinn criter.		-3.556133
F-statistic	0.520819	Durbin-Watson stat		2.215221
Prob(F-statistic)	0.720719			

Dependent Variable: CAR2
Method: Least Squares
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.009050	0.012304	0.735566	0.4648
HTSO	4.750571	3.933892	1.207601	0.2318
BKA	-0.005834	0.014033	-0.415765	0.6790
AZAL	0.012384	0.012651	0.978909	0.3314
ART	0.008829	0.015960	0.553177	0.5821
MAL	-0.020044	0.011538	-1.737206	0.0873
SIN01	-0.007310	0.013079	-0.558878	0.5783
R-squared	0.080834	Mean dependent var		0.006767
Adjusted R-squared	-0.008117	S.D. dependent var		0.037694
S.E. of regression	0.037846	Akaike info criterion		-3.614646
Sum squared resid	0.088805	Schwarz criterion		-3.387998
Log likelihood	131.7053	Hannan-Quinn criter.		-3.524727
F-statistic	0.908746	Durbin-Watson stat		2.194941
Prob(F-statistic)	0.494660			

Dependent Variable: CAR3
Method: Least Squares
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001185	0.006829	-0.173564	0.8627
HTSO	4.553923	3.618942	1.258357	0.2127
BKA	-0.009284	0.013238	-0.701356	0.4855
R-squared	0.027093	Mean dependent var		0.004168
Adjusted R-squared	-0.002389	S.D. dependent var		0.036501
S.E. of regression	0.036545	Akaike info criterion		-3.738060
Sum squared resid	0.088144	Schwarz criterion		-3.640925
Log likelihood	131.9631	Hannan-Quinn criter.		-3.699523
F-statistic	0.918958	Durbin-Watson stat		2.043353
Prob(F-statistic)	0.403978			

Dependent Variable: CAR3
Method: Least Squares
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.004306	0.008002	0.538165	0.5923
HTSO	3.378292	3.760084	0.898462	0.3723
BKA	-0.008731	0.013532	-0.645206	0.5211
AZAL	-0.011236	0.011912	-0.943243	0.3491
ART	-0.017270	0.014955	-1.154815	0.2525
R-squared	0.055294	Mean dependent var		0.004168
Adjusted R-squared	-0.003750	S.D. dependent var		0.036501
S.E. of regression	0.036569	Akaike info criterion		-3.709504
Sum squared resid	0.085589	Schwarz criterion		-3.547612
Log likelihood	132.9779	Hannan-Quinn criter.		-3.645276
F-statistic	0.936482	Durbin-Watson stat		2.045435
Prob(F-statistic)	0.448624			

Dependent Variable: CAR3
Method: Least Squares
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.008437	0.012035	0.701014	0.4859
HTSO	3.180116	3.848042	0.826424	0.4117
BKA	-0.008945	0.013726	-0.651699	0.5170
AZAL	-0.009801	0.012375	-0.791950	0.4314
ART	-0.017082	0.015612	-1.094181	0.2781
MAL	-0.007168	0.011286	-0.635116	0.5277
SIN01	-0.002463	0.012794	-0.192488	0.8480
R-squared	0.062111	Mean dependent var		0.004168
Adjusted R-squared	-0.028652	S.D. dependent var		0.036501
S.E. of regression	0.037020	Akaike info criterion		-3.658776
Sum squared resid	0.084971	Schwarz criterion		-3.432127
Log likelihood	133.2278	Hannan-Quinn criter.		-3.568857
F-statistic	0.684321	Durbin-Watson stat		2.045066
Prob(F-statistic)	0.662887			

Dependent Variable: CAR4
Method: Least Squares
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001637	0.008073	0.202761	0.8399
HTSO	0.383786	4.277858	0.089714	0.9288
BKA	-0.000901	0.015648	-0.057568	0.9543
R-squared	0.000151	Mean dependent var		0.002073
Adjusted R-squared	-0.030148	S.D. dependent var		0.042562
S.E. of regression	0.043198	Akaike info criterion		-3.403519
Sum squared resid	0.123163	Schwarz criterion		-3.306384
Log likelihood	120.4214	Hannan-Quinn criter.		-3.364982
F-statistic	0.004976	Durbin-Watson stat		2.072888
Prob(F-statistic)	0.995037			

Dependent Variable: CAR4
Method: Least Squares
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.007570	0.009468	0.799518	0.4269
HTSO	-0.824965	4.449285	-0.185415	0.8535
BKA	-0.000870	0.016012	-0.054350	0.9568
AZAL	-0.010798	0.014095	-0.766048	0.4465
ART	-0.021294	0.017696	-1.203358	0.2333
R-squared	0.027128	Mean dependent var		0.002073
Adjusted R-squared	-0.033677	S.D. dependent var		0.042562
S.E. of regression	0.043272	Akaike info criterion		-3.372900
Sum squared resid	0.119840	Schwarz criterion		-3.211008
Log likelihood	121.3650	Hannan-Quinn criter.		-3.308672
F-statistic	0.446145	Durbin-Watson stat		2.076894
Prob(F-statistic)	0.774790			

Dependent Variable: CAR4
Method: Least Squares
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.006990	0.014278	0.489586	0.6262
HTSO	-0.739100	4.565180	-0.161899	0.8719
BKA	-0.001226	0.016284	-0.075301	0.9402
AZAL	-0.009647	0.014681	-0.657116	0.5135
ART	-0.019941	0.018522	-1.076626	0.2858
MAL	-0.001522	0.013390	-0.113684	0.9099
SIN01	0.003182	0.015178	0.209671	0.8346
R-squared	0.029130	Mean dependent var		0.002073
Adjusted R-squared	-0.064825	S.D. dependent var		0.042562
S.E. of regression	0.043920	Akaike info criterion		-3.316989
Sum squared resid	0.119593	Schwarz criterion		-3.090340
Log likelihood	121.4361	Hannan-Quinn criter.		-3.227070
F-statistic	0.310042	Durbin-Watson stat		2.074914
Prob(F-statistic)	0.929423			

Dependent Variable: CAR5
Method: Least Squares
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002306	0.011435	0.201666	0.8408
HTSO	1.934407	6.059700	0.319225	0.7506
BKA	-0.007591	0.022166	-0.342450	0.7331
R-squared	0.002852	Mean dependent var		0.004105
Adjusted R-squared	-0.027365	S.D. dependent var		0.060371
S.E. of regression	0.061192	Akaike info criterion		-2.707103
Sum squared resid	0.247133	Schwarz criterion		-2.609968
Log likelihood	96.39506	Hannan-Quinn criter.		-2.668566
F-statistic	0.094373	Durbin-Watson stat		2.021471
Prob(F-statistic)	0.910066			

Dependent Variable: CAR5
Method: Least Squares
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.009937	0.013471	0.737699	0.4634
HTSO	0.093374	6.330255	0.014750	0.9883
BKA	-0.004907	0.022781	-0.215390	0.8301
AZAL	-0.020141	0.020054	-1.004351	0.3190
ART	-0.015108	0.025177	-0.600074	0.5506
R-squared	0.021201	Mean dependent var		0.004105
Adjusted R-squared	-0.039974	S.D. dependent var		0.060371
S.E. of regression	0.061566	Akaike info criterion		-2.667705
Sum squared resid	0.242585	Schwarz criterion		-2.505814
Log likelihood	97.03584	Hannan-Quinn criter.		-2.603478
F-statistic	0.346562	Durbin-Watson stat		1.992232
Prob(F-statistic)	0.845467			

Dependent Variable: CAR5

Method: Least Squares

Sample: 1 69

Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001276	0.020217	-0.063138	0.9499
HTSO	0.869760	6.463990	0.134555	0.8934
BKA	-0.005909	0.023058	-0.256288	0.7986
AZAL	-0.018488	0.020788	-0.889363	0.3772
ART	-0.009951	0.026225	-0.379460	0.7056
MAL	0.009080	0.018959	0.478911	0.6337
SIN01	0.018334	0.021491	0.853084	0.3969
R-squared	0.032564	Mean dependent var		0.004105
Adjusted R-squared	-0.061059	S.D. dependent var		0.060371
S.E. of regression	0.062187	Akaike info criterion		-2.621411
Sum squared resid	0.239769	Schwarz criterion		-2.394763
Log likelihood	97.43868	Hannan-Quinn criter.		-2.531492
F-statistic	0.347818	Durbin-Watson stat		1.956926
Prob(F-statistic)	0.908543			

Dependent Variable: CAR6

Method: Least Squares

Sample: 1 69

Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001391	0.015474	-0.089923	0.9286
HTSO	7.354711	8.200030	0.896913	0.3730
BKA	0.028694	0.029995	0.956648	0.3422
R-squared	0.030138	Mean dependent var		0.012954
Adjusted R-squared	0.000748	S.D. dependent var		0.082836
S.E. of regression	0.082805	Akaike info criterion		-2.102148
Sum squared resid	0.452542	Schwarz criterion		-2.005013
Log likelihood	75.52411	Hannan-Quinn criter.		-2.063611
F-statistic	1.025455	Durbin-Watson stat		2.044495
Prob(F-statistic)	0.364275			

Dependent Variable: CAR6
Method: Least Squares
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.007143	0.018277	0.390827	0.6972
HTSO	5.492957	8.588813	0.639548	0.5247
BKA	0.029874	0.030909	0.966512	0.3374
AZAL	-0.018218	0.027209	-0.669569	0.5055
ART	-0.025355	0.034159	-0.742268	0.4606
R-squared	0.042940	Mean dependent var		0.012954
Adjusted R-squared	-0.016876	S.D. dependent var		0.082836
S.E. of regression	0.083532	Akaike info criterion		-2.057465
Sum squared resid	0.446568	Schwarz criterion		-1.895574
Log likelihood	75.98255	Hannan-Quinn criter.		-1.993237
F-statistic	0.717872	Durbin-Watson stat		2.030071
Prob(F-statistic)	0.582835			

Dependent Variable: CAR6
Method: Least Squares
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.020278	0.026851	-0.755193	0.4530
HTSO	7.523415	8.585376	0.876306	0.3842
BKA	0.026545	0.030625	0.866779	0.3894
AZAL	-0.011103	0.027610	-0.402129	0.6890
ART	-0.009610	0.034832	-0.275905	0.7835
MAL	0.016455	0.025181	0.653486	0.5159
SIN01	0.051280	0.028544	1.796509	0.0773
R-squared	0.093514	Mean dependent var		0.012954
Adjusted R-squared	0.005789	S.D. dependent var		0.082836
S.E. of regression	0.082596	Akaike info criterion		-2.053784
Sum squared resid	0.422970	Schwarz criterion		-1.827136
Log likelihood	77.85555	Hannan-Quinn criter.		-1.963865
F-statistic	1.065994	Durbin-Watson stat		1.961514
Prob(F-statistic)	0.392584			

Dependent Variable: CAR7
 Method: Least Squares
 Sample: 1 69
 Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001603	0.018954	0.084567	0.9329
HTSO	10.43339	10.04384	1.038785	0.3027
BKA	0.021475	0.036739	0.584520	0.5609
R-squared	0.024544	Mean dependent var		0.019444
Adjusted R-squared	-0.005015	S.D. dependent var		0.101171
S.E. of regression	0.101424	Akaike info criterion		-1.696505
Sum squared resid	0.678933	Schwarz criterion		-1.599370
Log likelihood	61.52943	Hannan-Quinn criter.		-1.657968
F-statistic	0.830325	Durbin-Watson stat		2.003135
Prob(F-statistic)	0.440409			

Dependent Variable: CAR7
 Method: Least Squares
 Sample: 1 69
 Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.010592	0.022422	0.472389	0.6383
HTSO	8.511969	10.53648	0.807857	0.4222
BKA	0.022353	0.037919	0.589506	0.5576
AZAL	-0.018327	0.033379	-0.549050	0.5849
ART	-0.028396	0.041906	-0.677629	0.5004
R-squared	0.034408	Mean dependent var		0.019444
Adjusted R-squared	-0.025941	S.D. dependent var		0.101171
S.E. of regression	0.102475	Akaike info criterion		-1.648698
Sum squared resid	0.672067	Schwarz criterion		-1.486807
Log likelihood	61.88010	Hannan-Quinn criter.		-1.584471
F-statistic	0.570153	Durbin-Watson stat		1.983739
Prob(F-statistic)	0.685222			

Dependent Variable: CAR7
 Method: Least Squares
 Sample: 1 69
 Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.002347	0.033544	-0.069970	0.9444
HTSO	9.620466	10.72521	0.896996	0.3732
BKA	0.019782	0.038258	0.517069	0.6069
AZAL	-0.011467	0.034492	-0.332467	0.7407
ART	-0.017392	0.043514	-0.399701	0.6908
MAL	0.001214	0.031457	0.038605	0.9693
SIN01	0.031547	0.035659	0.884687	0.3797
R-squared	0.051618	Mean dependent var		0.019444
Adjusted R-squared	-0.040161	S.D. dependent var		0.101171
S.E. of regression	0.103182	Akaike info criterion		-1.608711
Sum squared resid	0.660090	Schwarz criterion		-1.382062
Log likelihood	62.50052	Hannan-Quinn criter.		-1.518792
F-statistic	0.562413	Durbin-Watson stat		1.952884
Prob(F-statistic)	0.758507			

Dependent Variable: CAR8
 Method: Least Squares
 Sample: 1 69
 Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.006659	0.021849	0.304775	0.7615
HTSO	13.77477	11.57818	1.189719	0.2384
BKA	0.020395	0.042351	0.481559	0.6317
R-squared	0.027724	Mean dependent var		0.029177
Adjusted R-squared	-0.001739	S.D. dependent var		0.116817
S.E. of regression	0.116918	Akaike info criterion		-1.412180
Sum squared resid	0.902211	Schwarz criterion		-1.315045
Log likelihood	51.72021	Hannan-Quinn criter.		-1.373643
F-statistic	0.940972	Durbin-Watson stat		2.096768
Prob(F-statistic)	0.395420			

Dependent Variable: CAR8
Method: Least Squares
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.016232	0.025810	0.628923	0.5316
HTSO	11.02974	12.12849	0.909408	0.3665
BKA	0.027784	0.043648	0.636552	0.5267
AZAL	-0.034779	0.038423	-0.905167	0.3688
ART	-0.000269	0.048237	-0.005582	0.9956
R-squared	0.040342	Mean dependent var		0.029177
Adjusted R-squared	-0.019636	S.D. dependent var		0.116817
S.E. of regression	0.117958	Akaike info criterion		-1.367272
Sum squared resid	0.890502	Schwarz criterion		-1.205381
Log likelihood	52.17090	Hannan-Quinn criter.		-1.303044
F-statistic	0.672613	Durbin-Watson stat		2.119391
Prob(F-statistic)	0.613393			

Dependent Variable: CAR8
Method: Least Squares
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.015775	0.038398	-0.410835	0.6826
HTSO	13.29827	12.27710	1.083177	0.2829
BKA	0.024573	0.043794	0.561114	0.5767
AZAL	-0.028837	0.039483	-0.730368	0.4679
ART	0.015697	0.049810	0.315132	0.7537
MAL	0.023628	0.036009	0.656174	0.5141
SIN01	0.054896	0.040818	1.344891	0.1836
R-squared	0.067896	Mean dependent var		0.029177
Adjusted R-squared	-0.022308	S.D. dependent var		0.116817
S.E. of regression	0.118112	Akaike info criterion		-1.338433
Sum squared resid	0.864934	Schwarz criterion		-1.111785
Log likelihood	53.17595	Hannan-Quinn criter.		-1.248514
F-statistic	0.752696	Durbin-Watson stat		2.079308
Prob(F-statistic)	0.609660			

Dependent Variable: CAR9
Method: Least Squares
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.005177	0.018645	-0.277641	0.7822
HTSO	15.13504	9.880557	1.531800	0.1304
BKA	0.026534	0.036142	0.734172	0.4654
R-squared	0.048122	Mean dependent var		0.020102
Adjusted R-squared	0.019277	S.D. dependent var		0.100751
S.E. of regression	0.099775	Akaike info criterion		-1.729286
Sum squared resid	0.657038	Schwarz criterion		-1.632151
Log likelihood	62.66037	Hannan-Quinn criter.		-1.690749
F-statistic	1.668300	Durbin-Watson stat		1.765146
Prob(F-statistic)	0.196420			

Dependent Variable: CAR9
Method: Least Squares
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.006265	0.021997	0.284833	0.7767
HTSO	12.37901	10.33673	1.197575	0.2355
BKA	0.030518	0.037200	0.820383	0.4150
AZAL	-0.030104	0.032747	-0.919312	0.3614
ART	-0.022838	0.041111	-0.555526	0.5805
R-squared	0.062915	Mean dependent var		0.020102
Adjusted R-squared	0.004347	S.D. dependent var		0.100751
S.E. of regression	0.100532	Akaike info criterion		-1.686978
Sum squared resid	0.646827	Schwarz criterion		-1.525087
Log likelihood	63.20075	Hannan-Quinn criter.		-1.622750
F-statistic	1.074227	Durbin-Watson stat		1.777210
Prob(F-statistic)	0.376674			

Dependent Variable: CAR9

Method: Least Squares

Sample: 1 69

Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.009375	0.032866	-0.285258	0.7764
HTSO	13.65188	10.50858	1.299118	0.1987
BKA	0.027856	0.037485	0.743124	0.4602
AZAL	-0.023375	0.033795	-0.691661	0.4917
ART	-0.011131	0.042635	-0.261084	0.7949
MAL	0.004390	0.030822	0.142443	0.8872
SIN01	0.034855	0.034938	0.997618	0.3223
R-squared	0.081942	Mean dependent var		0.020102
Adjusted R-squared	-0.006903	S.D. dependent var		0.100751
S.E. of regression	0.101098	Akaike info criterion		-1.649520
Sum squared resid	0.633694	Schwarz criterion		-1.422872
Log likelihood	63.90845	Hannan-Quinn criter.		-1.559601
F-statistic	0.922305	Durbin-Watson stat		1.772966
Prob(F-statistic)	0.485256			

EK-7. Melez Temettü Test Sonuçları

Dependent Variable: CAR1

Method: Least Squares

Sample: 1 43

Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.004791	0.008939	0.535965	0.5950
AGTV	-0.020570	0.179270	-0.114741	0.9092
HTSO	-1.496709	1.929377	-0.775747	0.4426
BKA	0.026592	0.013218	2.011810	0.0512
R-squared	0.116112	Mean dependent var		0.007213
Adjusted R-squared	0.048121	S.D. dependent var		0.037353
S.E. of regression	0.036443	Akaike info criterion		-3.697736
Sum squared resid	0.051795	Schwarz criterion		-3.533903
Log likelihood	83.50131	Hannan-Quinn criter.		-3.637319
F-statistic	1.707745	Durbin-Watson stat		2.378520
Prob(F-statistic)	0.181260			

Dependent Variable: CAR2

Method: Least Squares

Sample: 1 43

Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.006100	0.006009	1.015127	0.3163
AGTV	-0.163075	0.120504	-1.353273	0.1838
HTSO	-0.267109	1.296919	-0.205957	0.8379
BKA	0.020288	0.008885	2.283434	0.0279
R-squared	0.166482	Mean dependent var		0.005152
Adjusted R-squared	0.102366	S.D. dependent var		0.025856
S.E. of regression	0.024497	Akaike info criterion		-4.492147
Sum squared resid	0.023403	Schwarz criterion		-4.328315
Log likelihood	100.5812	Hannan-Quinn criter.		-4.431731
F-statistic	2.596552	Durbin-Watson stat		2.176314
Prob(F-statistic)	0.066064			

Dependent Variable: CAR3
Method: Least Squares
Sample: 1 43
Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.003563	0.005946	-0.599282	0.5525
AGTV	0.114279	0.119247	0.958339	0.3438
HTSO	1.649618	1.283388	1.285362	0.2062
BKA	-0.012266	0.008792	-1.395123	0.1709
R-squared	0.130399	Mean dependent var		0.000601
Adjusted R-squared	0.063506	S.D. dependent var		0.025050
S.E. of regression	0.024241	Akaike info criterion		-4.513123
Sum squared resid	0.022918	Schwarz criterion		-4.349291
Log likelihood	101.0322	Hannan-Quinn criter.		-4.452707
F-statistic	1.949381	Durbin-Watson stat		2.274123
Prob(F-statistic)	0.137601			

Dependent Variable: CAR4
Method: Least Squares
Sample: 1 43
Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.007939	0.009228	-0.860326	0.3949
AGTV	0.193250	0.185078	1.044156	0.3028
HTSO	2.409990	1.991891	1.209901	0.2336
BKA	-0.016750	0.013646	-1.227433	0.2270
R-squared	0.120350	Mean dependent var		-0.000759
Adjusted R-squared	0.052685	S.D. dependent var		0.038656
S.E. of regression	0.037624	Akaike info criterion		-3.633962
Sum squared resid	0.055206	Schwarz criterion		-3.470129
Log likelihood	82.13018	Hannan-Quinn criter.		-3.573545
F-statistic	1.778605	Durbin-Watson stat		2.196462
Prob(F-statistic)	0.167187			

Dependent Variable: CAR5
Method: Least Squares
Sample: 1 43
Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.011132	0.011578	-0.961470	0.3422
AGTV	0.218793	0.232201	0.942255	0.3519
HTSO	2.091274	2.499052	0.836827	0.4078
BKA	-0.013713	0.017121	-0.800951	0.4280
R-squared	0.070669	Mean dependent var		-0.003109
Adjusted R-squared	-0.000818	S.D. dependent var		0.047184
S.E. of regression	0.047203	Akaike info criterion		-3.180307
Sum squared resid	0.086897	Schwarz criterion		-3.016475
Log likelihood	72.37660	Hannan-Quinn criter.		-3.119891
F-statistic	0.988562	Durbin-Watson stat		2.228709
Prob(F-statistic)	0.408199			

Dependent Variable: CAR6
Method: Least Squares
Date: 03/14/15 Time: 11:04
Sample: 1 43
Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000199	0.011509	0.017278	0.9863
AGTV	0.027223	0.230818	0.117944	0.9067
HTSO	1.162916	2.484162	0.468132	0.6423
BKA	-0.015763	0.017019	-0.926246	0.3600
R-squared	0.030847	Mean dependent var		-0.000192
Adjusted R-squared	-0.043704	S.D. dependent var		0.045929
S.E. of regression	0.046922	Akaike info criterion		-3.192260
Sum squared resid	0.085865	Schwarz criterion		-3.028427
Log likelihood	72.63358	Hannan-Quinn criter.		-3.131843
F-statistic	0.413770	Durbin-Watson stat		2.391787
Prob(F-statistic)	0.744043			

Dependent Variable: CAR7
Method: Least Squares
Sample: 1 43
Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002722	0.011133	0.244445	0.8082
AGTV	0.169616	0.223284	0.759642	0.4520
HTSO	-0.821969	2.403075	-0.342049	0.7342
BKA	-0.027158	0.016463	-1.649653	0.1070
R-squared	0.079226	Mean dependent var		7.93E-06
Adjusted R-squared	0.008397	S.D. dependent var		0.045582
S.E. of regression	0.045390	Akaike info criterion		-3.258632
Sum squared resid	0.080351	Schwarz criterion		-3.094800
Log likelihood	74.06059	Hannan-Quinn criter.		-3.198216
F-statistic	1.118549	Durbin-Watson stat		2.558691
Prob(F-statistic)	0.353303			

Dependent Variable: CAR8
Method: Least Squares
Sample: 1 43
Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001160	0.015781	0.073493	0.9418
AGTV	0.228995	0.316493	0.723540	0.4737
HTSO	-3.922919	3.406235	-1.151687	0.2565
BKA	-0.011434	0.023336	-0.489991	0.6269
R-squared	0.041870	Mean dependent var		-0.002496
Adjusted R-squared	-0.031832	S.D. dependent var		0.063338
S.E. of regression	0.064338	Akaike info criterion		-2.560915
Sum squared resid	0.161437	Schwarz criterion		-2.397082
Log likelihood	59.05967	Hannan-Quinn criter.		-2.500499
F-statistic	0.568094	Durbin-Watson stat		2.485090
Prob(F-statistic)	0.639342			

Dependent Variable: CAR9
 Method: Least Squares
 Sample: 1 43
 Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003600	0.020130	0.178851	0.8590
AGTV	-0.030116	0.403719	-0.074598	0.9409
HTSO	-1.120882	4.345005	-0.257970	0.7978
BKA	0.002018	0.029767	0.067789	0.9463
R-squared	0.002458	Mean dependent var		0.000791
Adjusted R-squared	-0.074276	S.D. dependent var		0.079182
S.E. of regression	0.082070	Akaike info criterion		-2.074076
Sum squared resid	0.262685	Schwarz criterion		-1.910244
Log likelihood	48.59264	Hannan-Quinn criter.		-2.013660
F-statistic	0.032037	Durbin-Watson stat		2.420788
Prob(F-statistic)	0.992170			