T.C.

İstanbul Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Fakültesi

Finans Anabilim Dalı

Doktora Tezi

Temsil Sorunu ve Temettü Politikası Arasındaki İlişkiyi Test Etmeye Yönelik Olarak Türkiye Üzerine Bir Araştırma

Emre AKYOL

2502980186

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Belkıs SEVAL

İstanbul – Ekim 2007

T.C.

İstanbul Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Fakültesi

Finans Anabilim Dalı

Doktora Tezi

Temsil Sorunu ve Temettü Politikası Arasındaki İlişkiyi Test Etmeye Yönelik Olarak Türkiye Üzerine Bir Araştırma

Emre AKYOL

2502980186

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Belkıs SEVAL

İstanbul – Ekim 2007

ÖZ

Modigliani ve Miller'in (1961) temettü ilintisizliği önermesinin ardından, temettü politikası kararlarının açıklanmasında en fazla kabul gören yaklaşımlardan birisi, Jensen ve Meckling'in (1976) temsil sorunu teorisinden yola çıkan ve Rozeff'in (1982), Easterbrook'un (1984) ve Jensen'in (1986) çalışmalarıyla şekillenen, temettü politikası kararlarını temsil sorununa dayanarak açıklayan yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre temsil maliyetleri, temettü politikaları kullanılarak etkin bir biçimde azaltılabilmektedir. Bu çalışmada, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım kararlarında temsil sorunundan kaynaklanan maliyetlerin önemi olup olmadığı araştırılmaktadır. Dolayısıyla çalışmada, temettü politikasını temsil maliyetleri vasıtasıyla açıklayan teorik değişkenlerin, 1997-2002 döneminde hisse senetleri İMKB'de işlem görmüş olan 108 firmanın temettü kararları üzerindeki etkileri incelenmiş ve bu amaçla geliştirilen hipotezler test edilmiştir. Testlerin sonuçları, bağımlı değişken olan temettü dağıtım oranı ile, teorik açıklayıcı değişkenler olan paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı, büyüme oranı, finansal kaldıraç oranı, faaliyet kaldıracının derecesi, firma ölçeği ve serbest nakit akışının, teorinin öngördüğü şekilde ilişki içerisinde olduğunu teyit etmemektedir. Dolayısıyla araştırmanın bulguları, temsil maliyetlerinin, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım kararları üzerinde etkisi olduğunu göstermemektedir.

ABSTRACT

Following the dividend irrelevance proposition of Modigliani and Miller (1961), agency cost theory of dividends, based on the agency theory of Jensen and Meckling (1976), and further extended by Rozeff (1982), Easterbrook (1984), and Jensen (1986), has been acknowledged as being one of the most advanced dividend relevance theories. Agency cost theory of dividends posits that the dividend mechanism provides an effective device for managers to reduce the costs associated with the principal/agent relationship. In this study, statistical tests, with respect to the power of the theoretical explanatory variables on the dividend policy are conducted for 108 ISE-listed firms. The statistics, regarding the 1997-2002 period, exhibit no significant relationship between the theoretical explanatory variables, insider ownership, growth rate, financial leverage, operational leverage, size, free cash flow, and the dependent variable, dividend payout ratio. The results are not supportive of the agency cost theory of dividends as for the ISE-listed firms.

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın amacı, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım kararlarında temsil sorunundan kaynaklanan maliyetlerin önemi olup olmadığının test edilmesidir. Dolayısıyla çalışmada, temettü politikasını temsil maliyetleri vasıtasıyla açıklayan teorik değişkenlerin, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü kararları üzerindeki etkileri araştırılmakta; ve bu amaçla geliştirilen hipotezler test edilmektedir. Çalışma, 1997-2002 yılları arasında hisse senetleri İMKB'de işlem gören 108 sanayii şirketini kapsamaktadır.

Doktora eğitimimin her aşamasında büyük yardım gördüğüm danışman hocam Prof. Dr. Belkıs Seval'e teşekkürlerimi sunarım.

Doktora tezim boyunca destek olan ve değerli katkılarını esirgemeyen tez komitesi üyeleri Doç. Dr. Ahmet Köse'ye ve Marmara Üniversitesi'nden Prof. Dr. Gürel Konuralp'e teşekkürlerimi sunarım.

Doktora eğitimim süresince önemli yardımlarını gördüğüm arkadaşlarım Arş. Grv. Dr. Işın Dizdarlar'a ve Arş. Grv. Sn. İlker Gökbulut'a teşekkür ederim.

Eğitim hayatım boyunca büyük fedakarlıklarla bana hep destek olan başta sevgili annem ve anneannem olmak üzere bütün aileme teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖZ (ABSTRACT).....iii

ÖNSÖZ.....v

TABLOLAR LİSTESİ.....xii

ŞEKİLLER LİSTESİ.....xv

KISALTMALAR.....xvii

Sayfa No

GİRİŞ.....1

1. BÖLÜM: SERMAYE YAPISI TEORİSİ.....4

1.1.Net Gelir Yaklaşımı.....6

1.2.Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....8

1.3.Geleneksel Yaklaşım.....9

1.4.Modigliani ve Miller Yaklaşımı.....12

1.4.1.Vergisiz Ortamda Modigliani ve Miller Yaklaşımı.....13

1.4.1.1.Vergisiz Ortamda Modigliani ve Miller'ın I. Önermesi.....13

1.4.1.2.Vergisiz Ortamda Modigliani ve Miller'ın II. Önermesi.....15

1.4.2.Vergiler Dikkate Alındığında Modigliani ve Miller Yaklaşımı.....18

1.4.2.1.Vergiler Dikkate Alındığında Modigliani ve Miller'ın I. Önermesi.....18

1.4.2.2.Vergiler Dikkate Alındığında Modigliani ve Miller'ın II. Önermesi.....19

1.4.3.Miller Yaklaşımı.....22

1.5.İflas Maliyetleri Yaklaşımı.....24

1.6.Temsil Maliyetleri Yaklaşımı.....29

1.6.1.Öz Sermayeye İlişkin Temsil Sorunu.....32

1.6.2.Borca İlişkin Temsil Sorunu.....37

1.6.3.Paydaşların Riskli Projeleri Seçme Eğilimi.....38

1.6.4.Paydaşların Karlı Yatırım Fırsatlarından Vazgeçme Eğilimi.....39

1.6.5.Öz Sermayeye İlişkin Temsil Sorunundan Kaynaklanan Maliyetlerin Azaltılması.....40

1.6.6.Borca İlişkin Temsil Sorunundan Kaynaklanan Maliyetlerin Azaltılması.....43

1.6.7.Temsil Maliyetleri ve Optimum Sermaye Yapısı.....44

1.6.8.Temsil Maliyetleri ve İflas Maliyetleri Birlikte Değerlendirildiğinde Optimum Sermaye Yapısı.....46

1.7.Asimetrik Bilgi, Sermaye Pazarlarına İşaret Verme (Signaling) ve Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order) Yaklaşımı.....47

2. BÖLÜM: TEMETTÜ POLİTİKASI TEORİSİ.....54

2.1. Temettünün Tanımı ve Dağıtılış Esasları.....57

2.2. Lintner Yaklaşımı.....61

2.3. Gordon Yaklaşımı.....64

2.4. Modigliani ve Miller'ın Temettü İlintisizliği Yaklaşımı (Dividend – Irrelevance Proposition) 67

2.5. Simetrik Bilgi ve Vergi Yaklaşımı.....71

2.6.Asimetrik Bilgi ve Temettü Vasıtasıyla Sermaye Pazarlarına İşaret Verme (Dividend – Signaling) Yaklaşımı.....77

2.7.Temettü Politikası İle Temsil Sorununu İlişkilendiren Yaklaşım (Agency Cost Theory Of Dividends).....83

2.7.1. Easterbrook Yaklaşımı.....88

2.7.2. Rozeff Yaklaşımı.....90

2.7.3.Temettü Politikalarıyla Temsil Sorununu İlişkilendiren Yaklaşıma Görgül Katkı Sağlayan Çalışmalar.....95

2.7.3.1. Crutchley ve Hansen'in Çalışması.....94

2.7.3.2. Lambert, Lanen ve Larcker'in Çalışması.....96

2.7.3.3. Dempsey ve Laber'in Çalışması.....96

2.7.3.4. Jensen, Solberg ve Zorn'un Çalışması.....97

2.7.3.5. Agraval ve Jayaraman'ın Çalışması.....97

2.7.3.6. Moh'd, Perry ve Rimbey'in Çalışması.....98

2.7.3.7. Noronha, Shome ve Morgan'ın Çalışması.....99

2.7.3.8. Collins, Saxena ve Wansley'in Çalışması.....99

2.7.3.9. Gul'un Çalışması.....100

2.7.3.10. Filbeck ve Mullineaux'un Çalışması.....100

2.7.3.11. Yurtoğlu'nun Çalışması.....101

2.7.3.12. La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer ve Vishny'nin Çalışması (164).....102

2.7.3.13. La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer ve Vishny'nin Çalışması (171).....103

2.7.3.14. Gugler'in Çalışması.....104

3. BÖLÜM: TEMSİL SORUNU VE TEMETTÜ POLİTİKASI ARASINDAKİ İLİŞKİYİ TEST ETMEYE YÖNELİK OLARAK TÜRKİYE ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA……...109

3.1. Araştırmanın Konusu ve Amacı……..109

3.2. Araştırmanın Kapsamı ve Sınırları……..111

3.3. Araştırmada Test Edilecek Olan Hipotezler……113

3.3.1. Paydaş – Yöneticilerin Paydaşlık Oranı……..114

3.3.2. Büyüme Fırsatları……115

3.3.3. Finansal Kaldıraç……..115

3.3.4. Faaliyet Kaldıracının Derecesi……116

3.3.5. Firma Ölçeği……..…….117

3.3.6. Serbest Nakit Akışı…….118

3.4. Hipotezlerin Test Edilmesinde Kullanılacak Değişkenlerin Tanımlanması, Verilerin Elde Edilmesi ve Analize Hazır Hale Getirilmesi……. 119

3.4.1. Bağımlı Değişken……119

3.4.2. Açıklayıcı Değişkenler……120

3.4.2.1. Paydaş – Yöneticilerin Paydaşlık Oranı…….120

3.4.2.2. Büyüme Fırsatları……...121

3.4.2.2.1. Toplam Net Gelirlerin Büyüme Hızı…...121

3.4.2.2.2. Toplam Aktiflerin Büyüme Hızı…….122

3.4.2.2.3. Fiyat / Defter Değeri……123

3.4.2.3. Finansal Kaldıraç……...124

3.4.2.4. Faaliyet Kaldıracının Derecesi……...124

3.4.2.5. Ölçek……..125

3.4.2.5.1. Toplam Net Gelirler……125

3.4.2.5.2. Toplam Aktifler……...125

3.4.2.6. Serbest Nakit Akışı……125

3.5. Araştırmanın Hipotezlerini Test Etmek Amacıyla Geliştirilen Model ve Çözümleme Yöntemi……..126

3.5.1. Araştırmanın Hipotezlerini Test Etmek Amacıyla Geliştirilen Model……..126

3.5.2. Çözümleme Yöntemi……128

3.5.2.1. Regresyon Analizi……..128

3.6. Verilerin Analizi ve Araştırmanın Bulguları……...130

3.6.1. Ortalamalar Üzerinden Yapılan Analizler……130

3.6.1.1. Hipotez 1……130

3.6.1.2. Hipotez 2……133

3.6.1.2.1. Hipotez 2-1……..134

3.6.1.2.2. Hipotez 2-2……..136

3.6.1.2.3. Hipotez 2-3……..138

3.6.1.3. Hipotez 3……140

3.6.1.4. Hipotez 4……143

3.6.1.5. Hipotez 5……145

3.6.1.5.1. Hipotez 5-1……..146

3.6.1.5.2. Hipotez 5-2……..148

3.6.1.6. Hipotez 6……150

3.6.2. Panel Veri ile Yapılan Analizler……...152

3.6.2.1. Hipotez 1……152

3.6.2.2. Hipotez 2……153

3.6.2.2.1. Hipotez 2-1……..154

3.6.2.2.2. Hipotez 2-2……..155

3.6.2.2.3. Hipotez 2-3……..157

3.6.2.3. Hipotez 3……159

3.6.2.4. Hipotez 4……160

3.6.2.5. Hipotez 5……162

3.6.2.5.1. Hipotez 5-1……..162

3.6.2.5.2. Hipotez 5-2……..164

3.6.2.6. Hipotez 6……165

SONUÇ……...……...168

KAYNAKÇA.....174

Kitaplar.....174

Makaleler ve Tezler.....……..177

EK.....189

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1. Sermaye Yapısı Kararları ve Sermaye Pazarları Tarafından Olası Algılanış Şekilleri.....…….51

Tablo 2. Temettü Politikaları İle Temsil Sorununu İlişkilendiren Yaklaşıma Görgül Katkı Sağlayan Çalışmaların Özeti……...105

Tablo 3. Araştırma Kapsamına Giren Firmalar ve Sektörel Dağılımları……...112

Tablo 4. Temettü Dağıtım Oranları İle Paydaş-yöneticilerin Paydaşlık Oranları – Altı Yıllık Ortalama Veriler Üzerinden Regresyon Analizi…….132

Tablo 5. Temettü Dağıtım Oranları İle Toplam Net Gelirlerin Geçmiş Üç Yıllık Ortalama Reel Büyüme Hızları – Altı Yıllık Ortalama Veriler Üzerinden Regresyon Analizi ……...….135

Tablo 6. Temettü Dağıtım Oranları İle Toplam Aktiflerin Geçmiş Üç Yıllık Ortalama Reel Büyüme Hızları – Altı Yıllık Ortalama Veriler Üzerinden Regresyon Analizi …….……...137

Tablo 7. Temettü Dağıtım Oranları İle Fiyat / Defter Değeri Oranları – Altı Yıllık Ortalama Veriler Üzerinden Regresyon Analizi ……..139

Tablo 8. Temettü Dağıtım Oranları İle Finansal Kaldıraç Oranları – Altı Yıllık Ortalama Veriler Üzerinden Regresyon Analizi ……..142

Tablo 9. Temettü Dağıtım Oranları İle Faaliyet Kaldıraç Dereceleri – Altı Yıllık Ortalama Veriler Üzerinden Regresyon Analizi …….….144

Tablo 10. Temettü Dağıtım Oranları İle Toplam Net Gelirler – Altı Yıllık Ortalama Veriler Üzerinden Regresyon Analizi ……..146

Tablo 11. Temettü Dağıtım Oranları İle Toplam Aktifler – Altı Yıllık Ortalama Veriler Üzerinden Regresyon Analizi ……..148

Tablo 12. Temettü Dağıtım Oranları İle Serbest Nakit Akışları – Altı Yıllık Ortalama Veriler Üzerinden Regresyon Analizi ……..150

Tablo 13. Temettü Dağıtım Oranları İle Paydaş-yöneticilerin Paydaşlık Oranları – Panel Veriler Üzerinden Regresyon Analizi……...……..152

Tablo 14. Temettü Dağıtım Oranları İle Toplam Net Gelirlerin Geçmiş Üç Yıllık Ortalama Reel Büyüme Hızları – Panel Veriler Üzerinden Regresyon Analizi ……...154

Tablo 15. Temettü Dağıtım Oranları İle Toplam Aktiflerin Geçmiş Üç Yıllık Ortalama Reel Büyüme Hızları – Panel Veriler Üzerinden Regresyon Analizi ……...156

Tablo 16. Temettü Dağıtım Oranları İle Fiyat / Defter Değeri Oranları – Panel Veriler Üzerinden Regresyon Analizi ……..157

Tablo 17. Temettü Dağıtım Oranları İle Finansal Kaldıraç Oranları – Panel Veriler Üzerinden Regresyon Analizi ……..159

Tablo 18. Temettü Dağıtım Oranları İle Faaliyet Kaldıraç Dereceleri – Panel Veriler Üzerinden Regresyon Analizi ……..…161

Tablo 19. Temettü Dağıtım Oranları İle Toplam Net Gelirler – Panel Veriler Üzerinden Regresyon Analizi……..…….…….162

Tablo 20. Temettü Dağıtım Oranları İle Toplam Aktifler – Panel Veriler Üzerinden Regresyon Analizi ……164

Tablo 21. Temettü Dağıtım Oranları İle Serbest Nakit Akışları – Panel Veriler Üzerinden Regresyon Analizi ……..166

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Net Gelir Yaklaşımına Göre Borç / Öz Sermaye Oranı ve Sermaye Maliyeti.....7

Şekil 2. Net Gelir Yaklaşımına Göre Borç / Öz Sermaye Oranı ve Firma Değeri…….....7

Şekil 3. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Borç / Öz Sermaye Oranı ve Sermaye Maliyeti.....9

Şekil 4. Geleneksel Yaklaşıma Göre Borç / Öz Sermaye Oranı, Optimum Sermaye Yapısı ve Sermaye Maliyeti.....11

Şekil 5. Geleneksel Yaklaşıma Göre Borç / Öz Sermaye Oranı, Optimum Sermaye Yapısı ve Firma Değeri.....….....11

Şekil 6. Vergisiz Ortamda MM'ye Göre Finansal Kaldıraç ile Sermaye Maliyeti Arasındaki İlişki.....16

Şekil 7. Vergisiz Ortamda MM'ye Göre Finansal Kaldıraç ile Firma Değeri Arasındaki İlişki.....17

Şekil 8. Vergiler Dikkate Alındığında MM'ye Göre Finansal Kaldıraç ile Sermaye Maliyeti Arasındaki İlişki.....21

Şekil 9. Vergiler Dikkate Alındığında MM'ye Göre Finansal Kaldıraç ile Firma Değeri Arasındaki İlişki.....21

Şekil 10. İflas Maliyetleri Yaklaşımına Göre Borç / Öz Sermaye Oranı, Optimum Sermaye Yapısı ve Sermaye Maliyeti…….28

Şekil 11. İflas Maliyetleri Yaklaşımına Göre Borç / Öz Sermaye Oranı, Optimum Sermaye Yapısı ve Firma Değeri....……....28

Şekil 12. Temsil Maliyetleri Yaklaşımına Göre Firma Değeri ile Yönetsel Lüks Harcama Eğilimi Arasındaki İlişki.....35

Şekil 13. Temsil Maliyetleri Yaklaşımına Göre Temsil Maliyetlerini Azaltmada Denetim-Gözetim (Monitoring) Faaliyetlerinin ve Verilen Güvencelerin (Bonding) Rolü.....42

Şekil 14. Öz Sermayeye İlişkin Temsil Maliyetleri, Borca İlişkin Temsil Maliyetleri ve Optimum Sermaye Yapısı.....45

Şekil 15. Temsil Maliyetleri ve İflas Maliyetleri Birlikte Değerlendirildiğinde Optimum Sermaye Yapısı.....47

Şekil 16. Temettü Politikası ile Paydaşların Serveti Arasındaki İlişki.....69

Şekil 17. Temettü Dağıtımı Neticesinde, Temsil Maliyetlerinin Gerilemesi ile Dışsal Kaynak Yaratımının Maliyetinin Artması Arasındaki İlişki.....92

Şekil 18. Temettü Dağıtım Oranları ve Paydaş-yöneticilerin Paydaşlık Oranları……..……...131

Şekil 19. Temettü Dağıtım Oranları ve Toplam Net Gelirlerin Geçmiş Üç Yıllık Ortalama Reel Büyüme Hızları…….……....134

Şekil 20: Temettü Dağıtım Oranları ve Toplam Aktiflerin Geçmiş Üç Yıllık Ortalama Reel Büyüme Hızları…….136

Şekil 21: Temettü Dağıtım Oranları ve Fiyat / Defter Değerleri……..……..139

Şekil 22: Temettü Dağıtım Oranları ve Finansal Kaldıraç Oranları……..……141

Şekil 23: Temettü Dağıtım Oranları ve Faaliyet Kaldıraç Dereceleri……..…..143

Şekil 24: Temettü Dağıtım Oranları ve Toplam Net Gelirler……..……...146

Şekil 25: Temettü Dağıtım Oranları ve Toplam Aktifler……..……..…148

Şekil 26: Temettü Dağıtım Oranları ve Serbest Nakit Akışları……..…150

KISALTMALAR

Arge : Araştırma ve Geliştirme

B_j : $_j$ Firmasının Borcunun Pazar Değeri

k_b : Borçların Maliyeti

k_o : Ortalama Sermaye Maliyeti

k_s : Öz Sermaye Maliyeti

ISE : Istanbul Stock Exchange

İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

JM : Michael C. Jensen ve William H. Meckling

MM : Franco Modigliani ve Merton H. Miller

NBD : Net Bugünkü Değer

NTO : Nakit Temettü Oranı

NYSE : New York Stock Exchange

p_k : $_j$ Firmasının Varlıklarının Mensup Olduğu Risk Sınıfının İskonto Oranı

S_j : $_j$ Firmasının Öz Sermayesinin Pazar Değeri

SNA : Serbest Nakit Akışı

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

t_b : Borç Faizi Üzerindeki Gelir Vergisi Oranı

t_c : Kurumlar Vergisi Oranı

t_s : Nakit Temettü Üzerindeki Gelir Vergisi Oranı

X_j : $_j$ Firmasının Beklenen Net Faaliyet Geliri

VAFÖK: Vergi, Faiz ve Amortisman Öncesi Kar

VFÖK: Vergi ve Faiz Öncesi Kar

V_j : $_j$ Firmasının Değeri

V_L : Finansal Kaldıraçtan Yararlanan Firmanın Değeri

V_U : Finansal Kaldıraçtan Yararlanmayan Firmanın Değeri

YPO : Yöneticilerin Paydaşlık Oranı

GİRİŞ

Temettü politikası teorisi, finans kuramında üzerinde tam olarak uzlaşmaya varılabilmiş konulardan birisi değildir. Firma yöneticilerinin temettü politikalarına büyük önem verdiği yönünde bulgular ortaya koyan Lintner[1]'in araştırmasının, ve Modigliani ve Miller[2]'in (MM) temettü ilintisizliği önermesinin (dividend irrelevance proposition) ardından, temettü politikasının firma değerini ne şekilde etkilediği, ya da etkilemesi gerekip gerekmediği konusunda yarım asrı geçen yoğun kuramsal tartışmalar ve ampirik çalışmalar, çok sayıda birbirine karşıt görüşün ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Simetrik bilgiden yola çıkan ve vergileri dikkate alan görüş, sermaye kazançlarından alınan vergilerin temettü kazançlarından alınan gelir vergilerinden düşük olduğu durumlarda, firmaların paydaşlarının servetlerini en çoklayabilmek amacıyla mümkün olan en düşük oranda temettü dağıtmaları gerektiğini savunmaktadır[3].

Asimetrik bilgiden yola çıkarak temettü dağıtım kararlarını açıklamaya çalışan yaklaşım ise (dividend signaling theory), temettü dağıtım kararlarının, geleceğe yönelik önemli bilgi taşıdığı varsayımından hareketle sermaye pazarları açısından büyük önem taşıdığını öne sürmektedir[4].

MM[5] sonrası dönemde en fazla kabul gören yaklaşımlardan bir diğeri de, Jensen ve Meckling[6]'in temsil sorunu teorisinden yola çıkan ve

---

[1] John Lintner, "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," **American Economic Review** 46, 1956, s. 97-113.

[2] Franco Modigliani ve Merton H. Miller, "Dividend policy, growth and the valuation of shares," **Journal of Business** 34, 1961, s. 411-433.

[3] Robert H. Litzenberger ve Krishna Ramaswamy, "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Asset Prices: Theory and Empirical Evidence," **Journal of Financial Economics** 7, 1979, s. 163-195.; M. J. Brennan, "Taxes, Market Valuation, and Corporation Financial Policy," **National Tax Journal** 23, 1970, s. 417-427.

[4] Sudipto Bhattacharya, "Imperfect Information, Dividend Policy and 'The Bird in Hand' Fallacy," **The Bell Journal of Economics** 10, 1979, s. 259-270; Merton H. Miller ve Kevin Rock, "Dividend Policy Under Assymetric Information," **Journal of Finance** 40, 1985, s. 1031-1051; Stewart C. Myers ve Nicholas S. Majluf, "Corporate financing and investment decisions when firms information investors do not have," **Journal of Financial Economics** 13, 1984, s. 187-221.

[5] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 411-433.

[6] Michael C. Jensen ve William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure," **The Modern Theory of Corporate Finance**, 2. ed. der. Clifford W. Smith , ABD, McGraw-Hill int ed., 1990, s. 82-137.

Easterbrook[7]'un, Rozeff[8]'in ve Jensen[9]'in çalışmalarıyla şekillenen, temettü politikası kararlarını temsil sorununa dayanarak açıklayan yaklaşımdır (agency cost theory of dividends). Bu yaklaşıma göre temsil maliyetleri, temettü politikaları kullanılarak etkin bir biçimde azaltılabilmektedir.

Yaklaşıma göre yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, ileriki dönemlerde temettü dağıtım oranlarında azaltıma giderek sermaye pazarlarına olumsuz işaret vermek istemeyecek yöneticileri, firmanın faaliyet performansını yükseltmek için teşvik etmektedir. Zira firma yöneticileri, yüksek oranda temettü dağıtımını devam ettirebilmek için sürekli olarak pozitif NBD'ye sahip yeni projelerin arayışı içerisinde olacaklardır.

Yaklaşıma göre yüksek oranda temettü dağıtımı yapılmasının bir diğer faydası, yöneticilerin insiyatiflerindeki içsel kaynakları azaltarak, yeni yatırımların finansmanı için yeni dışsal kaynak sağlanmasını gerektirmesidir. Böylelikle yöneticilerin, kendi menfaatlerini ön planda tutan davranışlar sergilemeleri ve sadece firma ölçeğini artırmaya yönelik olan, ama aslında negatif NBD'ye sahip olup firma değerinin gerilemesine yol açacak yatırımları üstlenebilme olanakları kısıtlanmaktadır.

Yaklaşıma göre yüksek oranda temettü dağıtımı yapılmasının sağladığı diğer bir olumlu durum da, yeni yatırımların finansmanı için firmanın sermaye pazarlarına daha sık başvurmasını gerektirmesidir. Bu paydaşlar açısından arzu edilen bir durumdur. Zira firma yöneticileri yeni dışsal kaynak arayışına gittiklerinde sermaye pazarlarının ve yasal otoritenin artan denetim-gözetim faaliyetleriyle karşılaşmaktadırlar.

Bu çalışmanın amacı, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım kararlarında temsil sorunundan kaynaklanan maliyetlerin önemi olup olmadığının test edilmesidir.

---

[7] Frank H. Easterbrook, "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," **The American Economic Review** 74, 1984, s. 650-659.
[8] Michael S. Rozeff, "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios," **Journal of Financial Research** 5, 1982, s. 249-259.
[9] Michael C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," **The American Economic Review**, 1986, s. 323-329.

Bu amaçla, çalışmanın ilk bölümünde sermaye yapısı teorisiyle ilgili temel yaklaşımlar ele alınmaktadır. İlk bölümün içerisinde, bu araştırmanın konusuyla yakından ilgili olması nedeniyle, modern finans teorisinin en önemli yapı taşlarından birisi olarak nitelendirilen temsil teorisi[10], derinlemesine incelenmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümde, temettü politikası teorisiyle ilgili temel yaklaşımlar, MM[11]'nin temettü ilintisizliği önermesi sonrasında yapılan güncel çalışmalara ve yaklaşımlara daha fazla ağırlık verilerek incelenmektedir. Araştırmanın konusunu teşkil eden, temettü politikalarını temsil sorununa dayanarak açıklayan yaklaşım ise ikinci bölümün sonunda derinlemesine incelenmektedir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, temettü politikasını temsil maliyetleri vasıtasıyla açıklayan değişkenlerin, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım kararları üzerindeki etkileri araştırılmaktadır; ve bu amaçla geliştirilen hipotezler test edilmektedir.

Çalışmanın son bölümünde ise elde edilen bulgular neticesinde ulaşılan sonuçlar sunulmaktadır.

[10] Clifford W. Smith, "The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview," **The Modern Theory of Corporate Finance**, 2. baskı., der. Clifford W. Smith, ABD, McGraw-Hill Int. ed., 1990, s. 3-24; Richard A. Brealey ve Stewart Myers, **Principles of Corporate Finance**, ABD, McGraw-Hill, 5. baskı, 1996, s. 991-992.
[11] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 411-433.

1. BÖLÜM
SERMAYE YAPISI TEORİSİ

Sermaye yapısı, bir firmanın borçları (yabancı kaynak) ile öz sermayesinin (öz kaynak) pazar değerleri arasındaki oransal ilişkiyi ifade etmektedir. Firma faaliyetlerinin finansmanında kullanılan borç ve öz sermayenin sahip oldukları özellikler farklıdır. Genel olarak kredi ve ödünç ilişkisini ifade eden borç ile mülkiyet ilişkisini ifade eden öz sermaye arasındaki başlıca farklar dört ana başlık altında toplanabilir. Bunlar: a) Firmanın varlıkları üzerinde talep hakkı, b) Firmanın gelirleri üzerinde talep hakkı, c) Süre, ve d) Yönetime katılma ve denetim hakkıdır[12].

Firmanın paydaşlarının firmaya yapmış oldukları yatırımın arkasında özel bir güvence söz konusu değilken, firma kredi sağlarken varlıklarının bir bölümünü güvence olarak göstermişse, yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunda, kredi verenlerin almış oldukları teminatları paraya çevirme hakları bulunmaktadır. Firmanın tasfiye olması durumunda da firmanın varlıkları üzerinde kredi verenlerin, paydaşlara kıyasla öncelik hakları vardır. Ancak bütün borçlar ödendikten sonra kalan bakiye paydaşlara dağıtılır.

Firmanın kullandığı borca karşılık ödemekle yükümlü olduğu faiz, kara iştirakli tahvil veya kar-zarar ortaklığı belgesi gibi finansal varlıklar haricinde, firmanın dönem içerisinde elde ettiği gelir ya da kara bağlı olarak değişmemekte ve firmaya faiz yükü getirmektedir. Firmaya öz sermaye şeklinde kaynak sağlayan paydaşlar ise ancak borç verenlere karşı tüm yükümlülükler yerine getirildikten sonra kardan pay almaya hak kazanabilirler[13]. Diğer yandan firmanın kar sağlayamaması ya da yetkili organlarca temettü (kar payı) dağıtılmamasına karar verilmesi durumunda, paydaşların icra yollarına başvurarak temettü alma yoluna gitme hakları bulunmamaktadır.

[12] Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, Yenilenmiş 7. Baskı, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 1998, s. 481.
[13] Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, 5. Baskı, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2000, s. 304.

Öz sermaye firma açısından sürekli bir kaynak niteliği taşırken, borç süresi ne kadar uzun olursa olsun, firma ile kredi sağlayanlar arasında yapılan anlaşmada belirlenen tarihte geri ödenmelidir. Firmanın paydaşlarının ise öz sermaye şeklinde yaptıkları yatırımlarını geri alabilmeleri için firmadaki haklarını başka bir yatırımcıya devretmeleri, firmayı tasfiye yoluna gitmeleri veya sermaye azaltmaları gerekmektedir.

İlke olarak firmanın yönetimi, firmaya öz sermaye şeklinde kaynak sağlamış olan paydaşlara ait olmakla birlikte, firmaya borç şeklinde yabancı kaynak sağlayan kredi verenlerin de kredi sözleşmesine konulabilecek özel koşullarla, bir ölçüde de olsa yönetime müdahale etme ve yönetimin bazı faaliyetlerini kısıtlama hakları söz konusu olabilmektedir.

Diğer yandan, özellikle 1980'li yılların başından itibaren, melez karakterli olarak nitelendirilen, borç ve öz sermayenin bazı öğelerini bünyelerinde barındıran, hisse senedine çevrilebilir tahvil ve kar-zarar ortaklığı belgesi gibi finansal araçlar da kullanılmaya başlanmıştır[14].

Finansal yönetim alanında temel sorulardan birisi firmanın optimum sermaye yapısının saptanmasıdır. Optimum sermaye yapısı da genel olarak firmanın pazar değerini en çoklamayı mümkün kılacak borç ve öz sermaye oranını ifade etmektedir. Zira firmanın değerini en çoklama kriterleri başlıca iki değişkene bağımlıdır. Bunlar, firmanın faaliyetlerinin gelecekte yaratması beklenen nakit akışları ve bu nakit akışlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında kullanılacak indirgeme oranı, yani sermaye maliyetidir. Finans kuramında, bir firmanın sermaye yapısının, sermaye maliyetini ve dolayısıyla firmanın pazar değerini nasıl etkilediği tam olarak açıklığa kavuşturulabilmiş konulardan birisi değildir[15]. Buna karşın, sermaye yapısı teorisi alanında yarım asrı geçen yoğun kuramsal tartışmalar, ampirik çalışmalar ve çok sayıda yaklaşım, sermaye yapısı yönetimi konusunda önemli bulgular ortaya koymuş ve ciddi katkı sağlamıştır. Sermaye yapısı teorisiyle ilgili temel yaklaşımlar, bu bölümün takip eden kısımlarında ele alınmaktadır.

---

[14] Akgüç, a.g.e., s. 483.

[15] Zane Swanson, Bin Srinidhi ve Ananth Seetharaman, **The Capital Structure Paradigm: Evolution of Debt / Equity Choices**, ABD, Praeger Publishers, 2003, s. 14.

1.1. NET GELİR YAKLAŞIMI

Net gelir yaklaşımına göre bir firma, sermaye yapısı içerisinde borçların oranını artırarak ortalama sermaye maliyetini (k_o) düşürme ve dolayısıyla piyasa değerini yükseltme olanağına sahiptir[16]. Zira bu yaklaşım, geçerliliği tartışılabilir iki temel varsayıma dayanmaktadır. Bu varsayımlar: a) öz sermaye maliyetinin (k_s) borçların maliyetinden (k_b) yüksek olduğu ve b) öz sermaye maliyetinin ve borçların maliyetinin, firmanın farklı sermaye yapıları için sabit kaldığıdır.

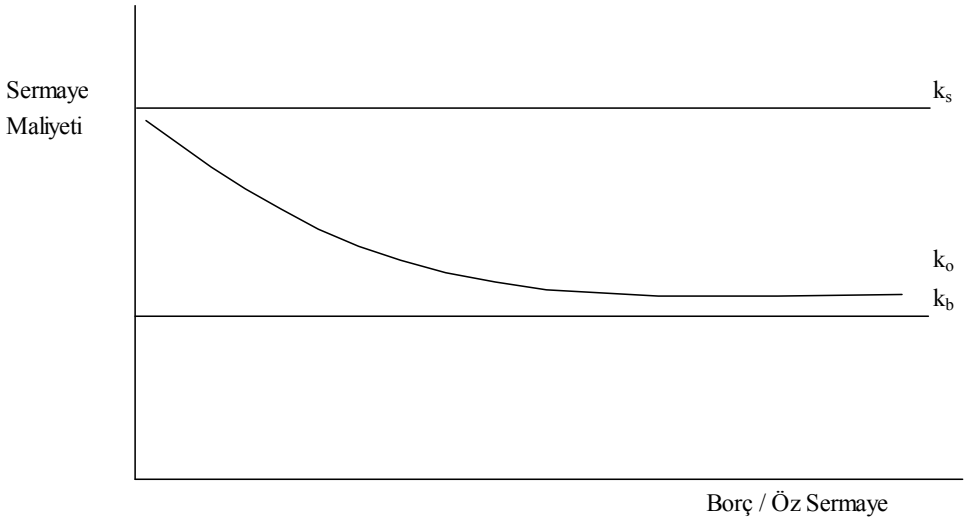
Net gelir yaklaşımına göre firmanın net faaliyet gelirinden faizler düşüldükten sonra elde edilen net gelir, firmanın öz sermaye kapitilizasyon oranı ile indirgenerek firmanın pay senetlerinin toplam pazar değerine ulaşılır. Diğer yandan firmanın ödediği faizler, firmanın ortalama yabancı kaynak maliyetiyle bölünerek borçların pazar değerine ulaşılabilir. Firmanın toplam pazar değeri ise pay senetlerinin pazar değeri ile borçlarının pazar değerinin toplamına eşittir[17]. Buna göre firmanın toplam pazar değerini veren denklem:

FİNANSAL KALDIRAÇTAN YARARLANAN FİRMANIN TOPLAM DEĞERİ = (NET GELİR / ÖZ SERMAYE MALİYETİ) + (FAİZLER / BORÇLARIN MALİYETİ)

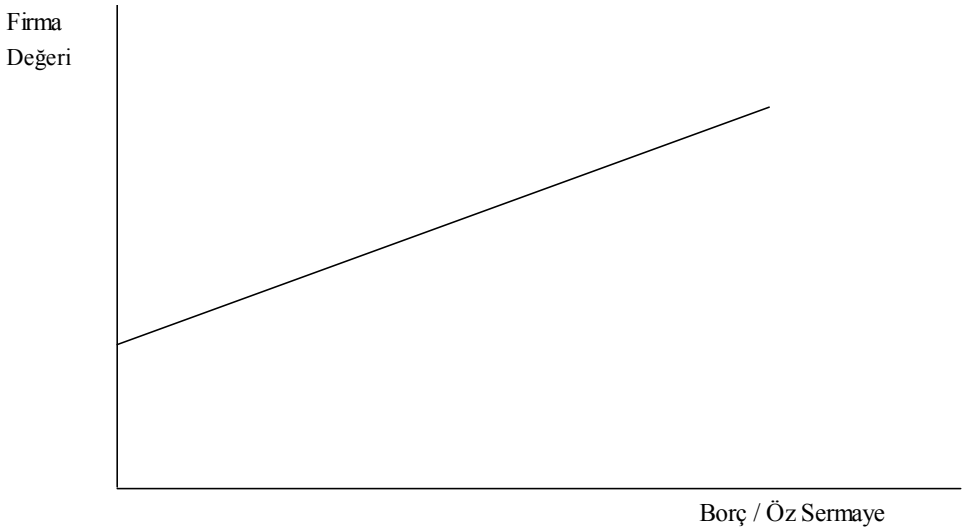
Net gelir yaklaşımına göre bir firmanın borç / öz sermaye oranı ile ortalama sermaye maliyeti ve piyasa değeri arasındaki ilişkiler aşağıdaki şekillerde gösterilmektedir[18].

[16] Eugene F. Brigham ve Louis C. Gapenski, **Financial Management: Theory and Practice**, 5. baskı, ABD, The Dryden Press, 1988, s. 373.
[17] Berk, a.g.e., s. 308-309.
[18] Akgüç, a.g.e., s. 487-488.

Şekil 1: Net Gelir Yaklaşımına Göre Borç / Öz Sermaye Oranı ve Sermaye Maliyeti



Şekil 2: Net Gelir Yaklaşımına Göre Borç / Öz Sermaye Oranı ve Firma Değeri



Yukarıdaki şekillerde görülebileceği üzere, net gelir yaklaşımına göre sermaye yapısı içerisinde borcun oranı artırıldıkça firmanın değeri yükselmektedir. Aynı mantıktan hareketle sermaye yapısı içerisinde borcun oranı %100'e çıkarıldığı zaman firmanın değerinin en çoklanmış olacağı da ileri sürülebilir.

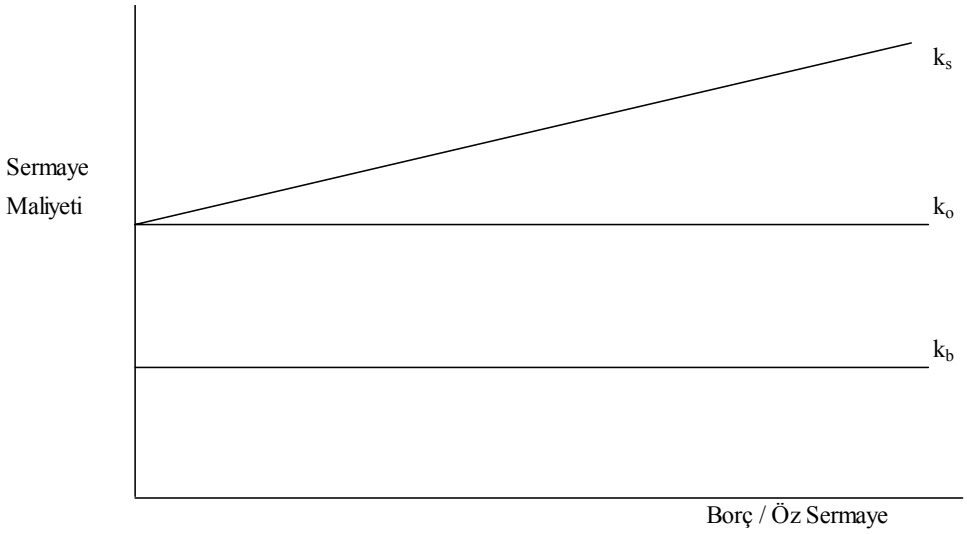
Net gelir yaklaşımı, özellikle sermaye yapısı içerisinde borcun oranı arttıkça ortaya çıkabilecek riskleri göz önünde bulundurmaması nedeniyle eleştirilmektedir[19]. Zira finansal kaldıraç arttıkça, firmaya borç ve öz sermaye şeklinde kaynak sağlayanlar artan risk nedeniyle daha yüksek oranda karlılık isteyebilmektedirler. Diğer bir ifadeyle, firmanın sermaye yapısındaki değişikliklerle birlikte borcun maliyeti ve öz sermayenin maliyeti net gelir yaklaşımının varsaydığı şekilde sabit kalmayıp değişebilecektir.

1.2. NET FAALİYET GELİRİ YAKLAŞIMI

Net faaliyet geliri yaklaşımı, net gelir yaklaşımının aksine, bir firmanın sermaye yapısı içerisinde borçların oranının artırılarak ortalama sermaye maliyetinin (k_o) düşürülmesinin ve dolayısıyla pazar değerinin yükseltilmesinin olanaklı olmadığını savunmaktadır[20]. Zira, net faaliyet geliri yaklaşımına göre sermaye yapısı içerisinde borcun oranı artırıldığı ölçüde öz sermayenin maliyeti de yükselen risk nedeniyle artmaktadır. Dolayısıyla, firmanın ortalama sermaye maliyetinin ve pazar değerinin, tüm sermaye yapılarında sabit kaldığı varsayılmaktadır. Sözü edilen ilişki aşağıdaki şekilde gösterilmektedir[21]:

[19] Akgüç, a.g.e., s. 487-488.
[20] Brigham ve Gapenski, a.g.e., s. 373-374.

Şekil 3: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Borç / Öz Sermaye Oranı ve Sermaye Maliyeti



Net faaliyet geliri yaklaşımına göre borcun firma açısından maliyeti faiz ve saklı maliyet olarak ikiye ayrılmaktadır[22]. Saklı maliyetten kasıt, firmanın borç oranı arttıkça öz sermaye maliyetinin yükselmesidir. Dolayısıyla, borcun ve öz sermayenin reel maliyetlerinin birbirine eşit olduğu savunulmaktadır. Netice itibariyle, net faaliyet geliri yaklaşımına göre sermaye yapısı değiştirilerek ortalama sermaye maliyetinin ve pazar değerinin değiştirilmesi mümkün olmadığından optimum sermaye yapısından söz etmek de mümkün değildir.

1.3. GELENEKSEL YAKLAŞIM

Firmanın sermaye maliyeti ve pazar değerinin sermaye yapısındaki değişimlerden etkilendiğini kabul eden geleneksel yaklaşıma göre bir firma için

[21] Berk, a.g.e., 308.
[22] Akgüç, a.g.e., 491.

tek bir optimum sermaye yapısı vardır ve firma finansal kaldıraçtan yararlanarak sermaye maliyetini düşürebilir ve pazar değerini yükseltebilir[23].

Geleneksel yaklaşım, net faaliyet geliri yaklaşımında da olduğu gibi, firmanın sermaye yapısı içerisinde borcun oranı arttıkça öz sermaye maliyetinin yükseleceğini öngörmektedir. Zira, firmanın paydaşları sermaye yapısı içerisinde borcun oranı arttıkça artan finansal riski de karşılayacak ölçüde daha yüksek bir getiri talebinde bulunurlar. Ancak geleneksel yaklaşım, belirli bir noktaya kadar borcun artırılmasının ortalama sermaye maliyetinde yapacağı düşürücü etkinin, öz sermayenin maliyetinin yükselişi ile tamamen ortadan kalkmadığını savunmaktadır[24]. Diğer bir ifadeyle, geleneksel yaklaşıma göre makul bir sermaye yapısı seviyesine kadar borcun artırılmasının ortalama sermaye maliyeti üzerinde yapacağı düşürücü etki, öz sermayenin maliyetindeki yükselişten daha fazla olacaktır. Fakat finansal kaldıraç belirli bir düzeyi aştıktan sonra borç oranını artırmanın marjinal maliyeti, firmanın ortalama sermaye maliyetinin üzerine çıkar. Dolayısıyla bu oranın üzerinde yapılacak borç artışı, firmanın sermaye maliyetini yükseltici ve dolayısıyla pazar değerini düşürücü etki yapmaya başlayacaktır.

Geleneksel yaklaşıma göre bir firmanın borç / öz sermaye oranı, ortalama sermaye maliyeti ve piyasa değeri arasındaki ilişkiler aşağıdaki şekillerde gösterilmektedir[25].

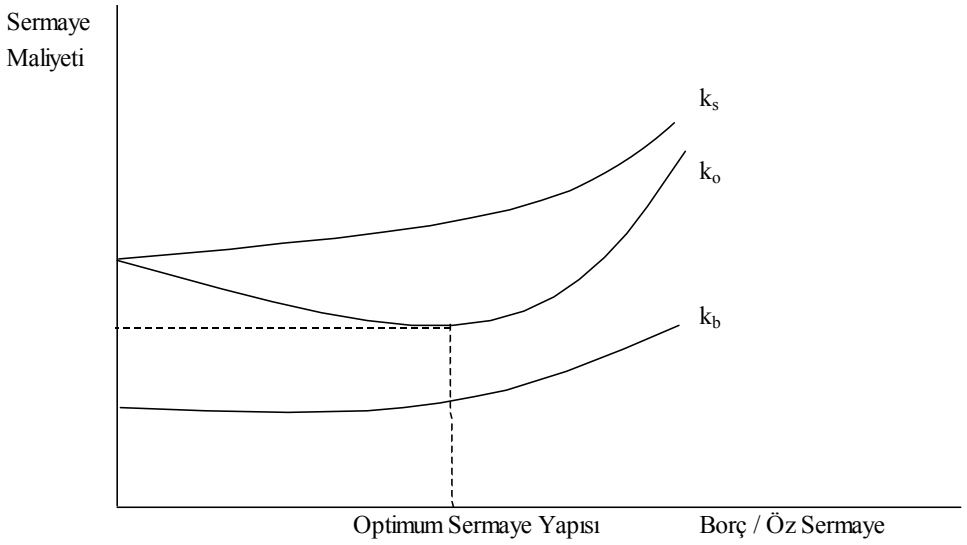
---

[23] Benjamin Friedrich, **The Theory of Capital Structure: How Theory Meets Practice in the German Market**, 2. baskı, Stuttgart, Ibidem-Verlag, 2005, s. 11-13; Akgüç, a.g.e., s. 491-496; Berk, a.g.e., 309-311.

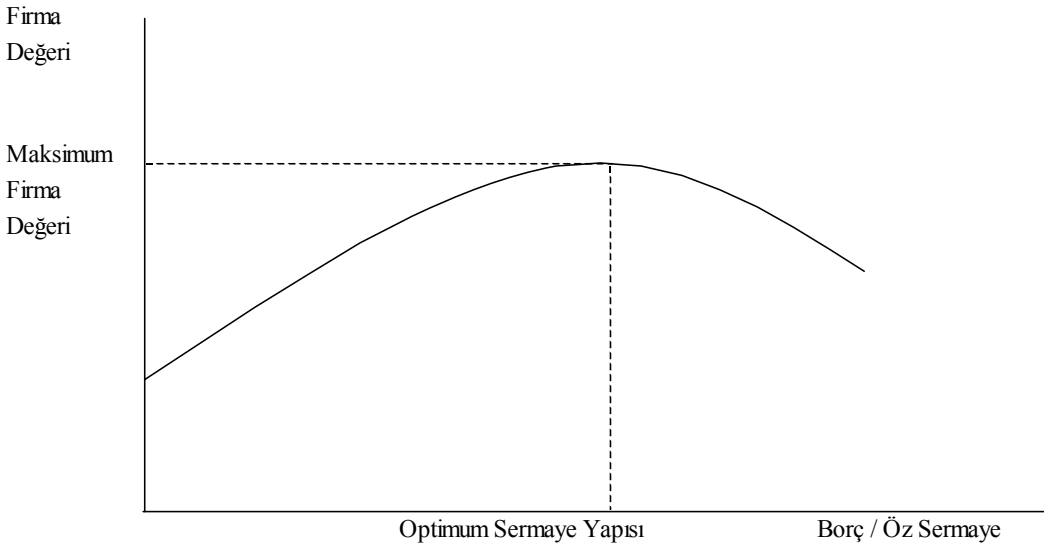
[24] Belkıs Seval, "Finansal Kaldıracın Firma Değeri Üzerindeki Etkisi, Enflasyon Altında Firma Değerlemesi, Finansal Yapıyı Etkileyen Etmenler ve Bu Etmenler Üzerinde Türkiye'de Bir Araştırma," Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İstanbul, 1981, s. 50-51.

[25] Friedrich, a.g.e., s. 11-13.

Şekil 4: Geleneksel Yaklaşıma Göre Borç / Öz Sermaye Oranı, Optimum Sermaye Yapısı ve Sermaye Maliyeti



Şekil 5: Geleneksel Yaklaşıma Göre Borç / Öz Sermaye Oranı, Optimum Sermaye Yapısı ve Firma Değeri



Netice itibariyle, geleneksel yaklaşıma göre firma değeri finansal kaldıracın ters U şeklinde dış bükey bir fonksiyonudur ve optimum sermaye yapısı bu fonksiyonun eğiminin sıfır olduğu noktada belirmektedir[26]. Diğer bir ifadeyle, borcun getireceği marjinal maliyetin firmanın ortalama sermaye maliyetine eşit olduğu nokta optimum sermaye yapısını temsil etmektedir. Şekil 4 ve 5'te görülebileceği üzere, sermaye yapısı içerisinde borcun artırılması belirli bir noktaya kadar ortalama sermaye maliyetinin düşmesine ve firmanın pazar değerinin yükselmesine neden olmaktadır. Bu nokta aşıldıktan sonra ise borcun oranının artırılması ters yönde etki yapmaya başlamaktadır.

1.4. MODIGLIANI VE MILLER YAKLAŞIMI

Modigliani ve Miller[27] (MM), belirli bazı basitleştirici varsayımlar altında, bir firmanın sermaye maliyetinin ve pazar değerinin o firmanın sermaye yapısından bağımsız olduğunu öne sürmüşlerdir. Bu bakımdan, sermaye yapısı ile sermaye maliyeti arasındaki ilişki konusunda MM'nin yaklaşımı, Net Faaliyet Geliri yaklaşımı ile benzerlik taşımaktadır. MM'nin çalışmalarını dayandırdıkları temel varsayımlar şu şekilde özetlenebilir[28]:

> Sermaye pazarları etkindir ve tam rekabet koşulları geçerlidir. Diğer bir ifadeyle, sermaye pazarları ile ilgili tüm bilgiler herhangi bir ücrete tabi olmadan ve tam olarak herkese sağlanmakta, pazarda işlem maliyetleri bulunmamakta ve tüm finansal varlıklar sonsuz parçaya bölünebilinerek istenildiği zaman alınıp satılabilmektedir. Tüm yatırımcılar rasyonel davranmakta ve firmanın gelecekteki performansıyla ilgili tam ve aynı beklentiye sahip bulunmaktadır. Firmalar, eşit risk ve getiri sınıflarına göre gruplandırılabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, belirli bir risk sınıfına mensup firmalar, hem aynı getiri beklentileri hem de getiri beklentilerinin aynı olasılık dağılımına sahip olduklarından birbirleriyle tam olarak denkleştirilebilirler. Tüm

[26] Seval, a.g.e., s.141.
[27] Franco Modigliani ve Merton H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," **The American Economic Review** 48, 1958, s. 261-297.
[28] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 261-297.

birey ve firmaların borçlanma maliyetleri ve borç verirken aldıkları faiz oranları eşittir. Kurumlar vergisi ve gelir vergisi bulunmamaktadır.

1.4.1. VERGİSİZ ORTAMDA MODIGLIANI VE MILLER YAKLAŞIMI

1.4.1.1. VERGİSİZ ORTAMDA MODIGLIANI VE MILLER'IN I. ÖNERMESİ

Vergisiz ortamda MM[29]'nin ilk önermesi, bir firmanın pazar değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğu şeklinde özetlenebilir. Verginin, büyümenin ve amortismanın olmadığı bir ortamda firmanın değeri, net faaliyet gelirinin, firmanın varlıklarının mensup olduğu risk sınıfının iskonto oranına bölümüdür; ve aradaki ilişki şu şekilde ifade edilebilmektedir:

$$V_j = X_j / p_k$$

Ya da diğer bir ifadeyle:

$$p_k = X_j / V_j$$

V_j = $_j$ firmasının değeri,
X_j = $_j$ firmasının beklenen net faaliyet geliri,
p_k = $_j$ firmasının varlıklarının mensup olduğu risk sınıfının iskonto oranı.

Firmanın değeri, öz sermayenin pazar değeri ile borcun pazar değerinin toplamı olduğuna göre eşitlik şu şekilde de ifade edilebilmektedir:

[29] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 261-297.

$$p_k = X_j / (S_j + B_j)$$

S_j = $_j$ firmasının öz sermayesinin pazar değeri,
B_j = $_j$ firmasının borcunun pazar değeri.

Yukarıdaki eşitliklerin ortaya koyduğu üzere, firmanın beklenen net faaliyet gelirinin (X) firmanın sermaye yapısından etkilenmediği durumda, firmanın değeri sermaye yapısından etkilenmeyecektir. Nitekim, X firmanın vergi ve faiz öncesi net nakit akışıdır ve firmanın borçlanma oranına bağlı olarak değişmemektedir. Yukarıdaki varsayımlar altında yatırımcıların sahip oldukları arbitraj olanağı, net faaliyet gelirleri eşit olan ve varlıklarının mensup olduğu risk sınıfı aynı olan firmaların pazar değerlerinin farklı olmasını önlemektedir. Zira yatırımcılar, firmanın finansal kaldıracını kendi portföylerinde yaratacakları finansal kaldıraç ile ilave bir maliyete katlanmaksızın ikame etmeye muktedirdirler[30]. Bu bakımdan net faaliyet gelirleri eşit olan ve varlıklarının mensup olduğu risk sınıfı aynı olan firmaların pazar değerlerinin farklı olması durumunda yatırımcılar, pazar değeri yüksek olan firmanın hisse senetlerini satarak, pazar değeri düşük olan firmanın hisse senetlerini satın almayı tercih edeceklerdir.

Yukarıdaki varsayımlar altında MM[31]'nin I. önermesi şu şekilde ifade edilebilmektedir:

MM-I: Finansal kaldıraçtan yararlanmayan bir firmanın değeri, finansal kaldıraçtan yararlanan bir firmanın değerine eşittir.

$$V_U = V_L$$

V_U = Finansal kaldıraçtan yararlanmayan firmanın değeri,
V_L = Finansal kaldıraçtan yararlanan firmanın değeri.

[30] Seval, a.g.e., s. 67.
[31] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 261-297.

1.4.1.2. VERGİSİZ ORTAMDA MODIGLIANI VE MILLER'IN II. ÖNERMESİ

Vergisiz ortamda MM[32]'nin ikinci önermesi, sermaye yapısı içerisinde yer alan borcun oranı arttıkça öz sermayenin maliyetinin de artacağı; ve dolayısıyla sermaye maliyetinin sermaye yapısından bağımsız olduğu şeklinde özetlenebilmektedir. Birinci önermeyle aynı varsayımlardan yola çıkarak $_j$ firmasının varlıklarının mensup olduğu risk sınıfının iskonto oranı olan p_k şu şekilde ifade edilebilmektedir:

$$p_k = (S_j / V_j) * k_j + (S_j / V_j) * r_j$$

k_j = Finansal kaldıraçtan yararlanan firmanın öz sermaye maliyeti,
r_j = Finansal kaldıraçtan yararlanan firmanın borçlanma maliyeti.

Denklem, k_j sol tarafa geçirilerek yeniden düzenlendiğinde:

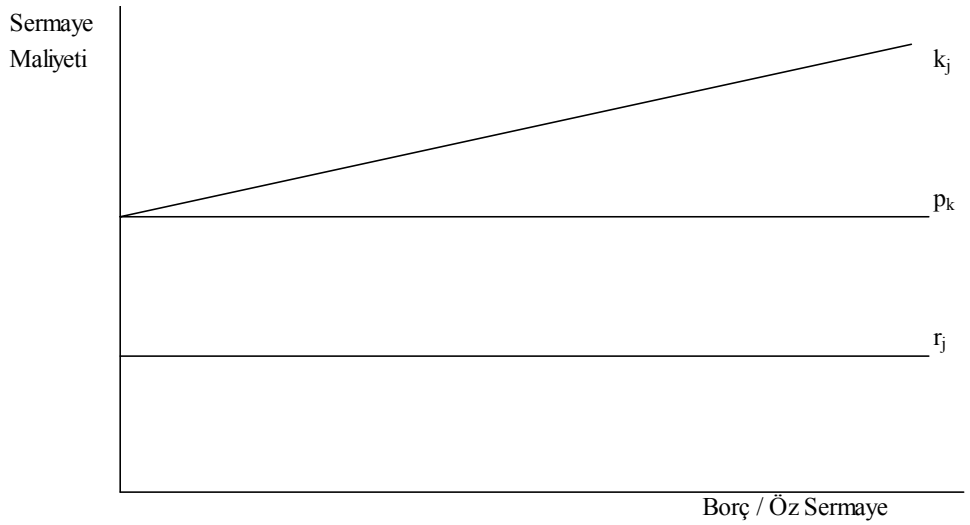
$$k_j = p_k + (p_k - r_j) * (B_j / S_j)$$

halini almaktadır. MM-II, yukarıdaki denklemlerden yola çıkarak finansal kaldıraçtan yararlanan bir firmanın öz sermaye maliyetinin, firmanın varlıklarının mensup olduğu risk sınıfının iskonto oranı olan p_k'nın, firmanın borçlanma maliyeti olan r_j'nin ve firmanın sermaye yapısının bir fonksiyonu olduğunu savunmaktadır. Dolayısıyla, sermaye yapısı içerisinde yer alan borcun oranı arttıkça öz sermayenin maliyeti de fazlalaşmaktadır. Bu bakımdan, sermaye yapısı ile sermaye maliyeti arasındaki ilişki konusunda MM[33]'nin yaklaşımı, Net Faaliyet Geliri yaklaşımı ile benzerlik taşımaktadır.

[32] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 261-297.
[33] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 261-297.

Netice itibariyle, MM[34]'ye göre sermaye yapısı içerisinde borcun oranı arttıkça firmanın değeri artmayacaktır. Zira, daha ucuz bir kaynak olan borcun faydası, öz sermayenin maliyetindeki artışla ortadan kalkacaktır. Söz konusu ilişki aşağıdaki şekillerde gösterilmektedir[35]:

Şekil 6: Vergisiz Ortamda MM'ye göre Finansal Kaldıraç ve Sermaye Maliyeti arasındaki ilişki



[34] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 261-297.
[35] Swanson, Srinidhi ve Seetharaman, a.g.e., s. 18.

Şekil 7: Vergisiz Ortamda MM'ye göre Finansal Kaldıraç ve Firma Değeri arasındaki ilişki



Yukarıdaki varsayımlar altında MM[36]'nin II. önermesi şu şekilde ifade edilebilmektedir:

MM-II: Finansal kaldıraçtan yararlanan bir firmanın öz sermaye maliyeti, varlıklarının mensup olduğu risk sınıfı aynı olan ve finansal kaldıraçtan yararlanmayan diğer bir firmanın öz sermaye maliyeti ile finansal kaldıraç nedeniyle paydaşlarının maruz kaldıkları risk için talep edecekleri ilave risk priminin toplamına eşittir. Talep edilecek ilave risk primi ise, finansal kaldıraçtan yararlanmayan firmanın sermaye maliyeti ile finansal kaldıraçtan yararlanan firmanın borçlarının maliyeti arasındaki farkın finansal kaldıraç derecesi ile çarpımına eşittir. Dolayısıyla, bir firmanın öz sermaye maliyeti, sermaye yapısının doğrusal bir fonksiyonudur.

[36] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 261-297.

1.4.2. VERGİLER DİKKATE ALINDIĞINDA MODIGLIANI VE MILLER YAKLAŞIMI

1.4.2.1. VERGİLER DİKKATE ALINDIĞINDA MODIGLIANI VE MILLER'IN I. ÖNERMESİ

MM[37] vergisiz ortamda ve yukarıda sayılan diğer bazı basitleştirici varsayımlar altında bir firmanın pazar değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu öne sürmektedir. Diğer yandan, Modigliani ve Miller[38] kurumlar vergisinin dahil edildiği ve borcun faiz ödemelerinin vergiden düşülebildiği bir ortamda sermaye yapısı içerisinde borcun oranı arttıkça firmanın değerinin yükseleceğini öne sürmüşlerdir. Zira, borcun faiz oranının vergi matrahından düşülebilmesi neticesinde paydaşlara kalan nakit akışı, finansal kaldıraç kullanmayan bir firmaya kıyasla daha fazla olacaktır. Dolayısıyla, kurumlar vergisi dahil edildiğinde MM[39]'nin I. önermesi şu şekilde ifade edilebilmektedir:

MM-I: Kurumlar vergisi dikkate alındığında, finansal kaldıraçtan yararlanan bir firmanın değeri, firmanın varlıklarının mensup olduğu risk sınıfı aynı olan ve finansal kaldıraçtan yararlanmayan diğer bir firmanın değeri ile vergi tasarruflarının bugünkü değerinin toplamına eşittir.

Firmanın borçlarının ömrünün sonsuz olduğu varsayımı altında, bu borçların yaratacağı vergi tasarruflarının bugünkü değeri şu şekilde hesaplanabilmektedir:

$$(r_j * B_j * t_c) / r_j = B_j * t_c$$

[37] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 261-297.
[38] Franco Modigliani ve Merton H. Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," **The Theory of Business Finance: A Book of Readings**, 3. baskı, ABD, Macmillan Publishing Co., Inc., der. Stephen H. Archer, Charles A. D'Ambrosio, 1983, s. 418-428.
[39] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 418-428.

r_j = $_j$ firmasının borçlanma maliyeti,

B_j = $_j$ firmasının borcunun pazar değeri,

t_c = Kurumlar vergisi oranı.

Dolayısıyla, vergileri dikkate alan MM-I'e göre finansal kaldıraçtan yararlanan bir firmanın değeri ile finansal kaldıraçtan yararlanmayan bir firmanın değeri arasında şu şekilde bir denklem kurulabilmektedir:

$$V_L = V_U + B_j t_c$$

Nitekim, finansal kaldıraçtan yararlanan bir firmanın değeri, varlıklarının mensup olduğu risk sınıfı aynı olan ve finansal kaldıraçtan yararlanmayan diğer bir firmanın değeri ile vergi tasarruflarının bugünkü değerinin toplamına eşittir. Dolayısıyla, firmanın sermaye yapısı içerisinde borcun oranı %100'e çıkarıldığında, firmanın değerini en çoklayan optimum sermaye yapısına ulaşılmaktadır[40].

1.4.2.2. VERGİLER DİKKATE ALINDIĞINDA MODIGLIANI VE MILLER'IN II. ÖNERMESİ

Vergisiz ortamda MM[41]'nin ikinci önermesi, sermaye yapısı içerisinde yer alan borcun oranı arttıkça maruz kalınan ilave risk nedeniyle öz sermayenin maliyetinin de artacağı yönündedir. MM[42] kurumlar vergisinin dahil edildiği ortamda, finansal kaldıraçtan yararlanılması halinde maruz kalınan risk nedeniyle talep edilecek ilave risk priminin bir bölümünün vergi tasarrufu olarak geri alındığını öne sürmektedir. Dolayısıyla, vergiler dahil edildiğinde MM[43]'nin II. önermesi şu şekilde ifade edilebilmektedir:

[40] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 418-428.
[41] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 261-297.
[42] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 418-428.
[43] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 418-428.

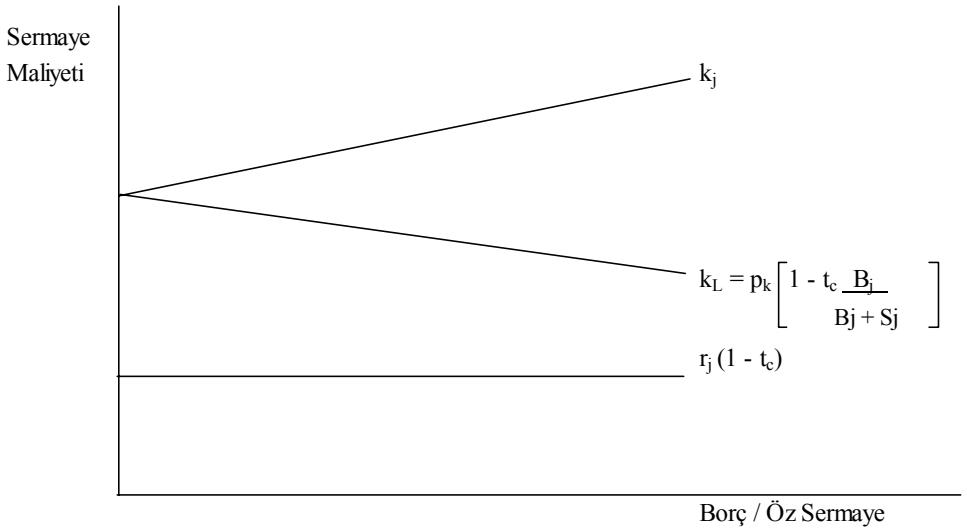
MM-II: Vergilerin dikkate alındığı ortamda finansal kaldıraçtan yararlanan bir firmanın öz sermaye maliyeti, varlıklarının mensup olduğu risk sınıfı aynı olan ve finansal kaldıraçtan yararlanmayan diğer bir firmanın öz sermaye maliyeti ile finansal kaldıraç nedeniyle paydaşlarının maruz kaldıkları risk için talep edecekleri ilave risk priminin toplamına eşittir. Talep edilecek ilave risk primi ise, finansal kaldıraçtan yararlanmayan firmanın sermaye maliyeti ile finansal kaldıraçtan yararlanan firmanın borçlarının maliyeti arasındaki vergi sonrası farkın finansal kaldıraç derecesi ile çarpımına eşittir.

$$k_j = p_k + (p_k - r_j)\,(1 - t_c)\,(B_j/S_j)$$

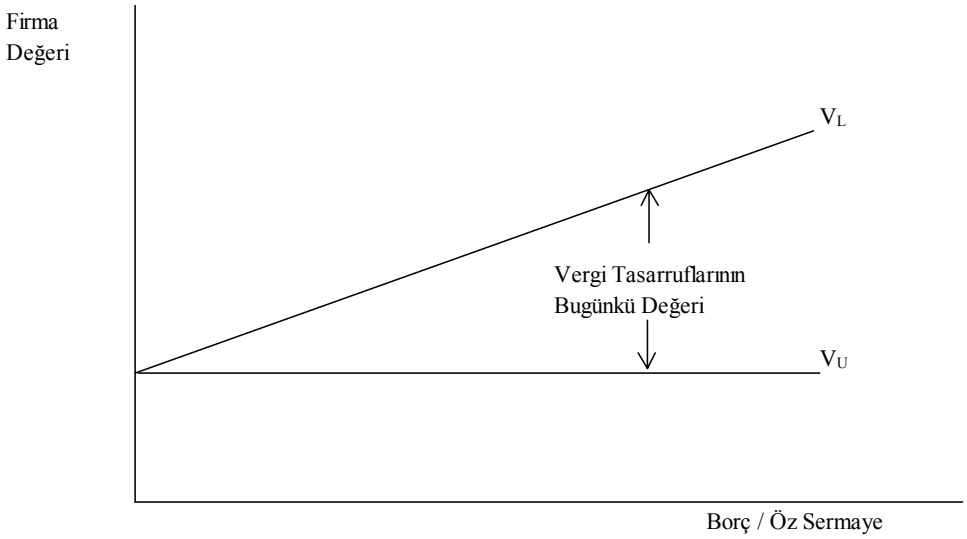
Dolayısıyla, vergilerin dahil edildiği ortamda sermaye yapısı içerisinde borcun oranının artırılması, firmanın değerini de yükseltmektedir. Nitekim, firmanın sermaye yapısı içerisinde borcun oranı %100'e çıkarıldığında, firmanın değerini en çoklayan optimum sermaye yapısına ulaşılmaktadır[44]. Söz konusu ilişki aşağıdaki şekillerde gösterilmektedir[45]:

[44] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 418-428.
[45] Swanson, Srinidhi ve Seetharaman, a.g.e., s. 40.

Şekil 8: Vergiler Dikkate Alındığında MM'ye göre Finansal Kaldıraç ve Sermaye Maliyeti arasındaki ilişki



Şekil 9: Vergiler Dikkate Alındığında MM'ye göre Finansal Kaldıraç ve Firma Değeri arasındaki ilişki



1.4.3. MILLER YAKLAŞIMI

MM 1963'teki çalışmalarında kurumlar vergisini dikkate alırken gelir vergisinin olası etkilerini analizlerinin kapsamına dahil etmemişlerdir[46]. Miller 1977'de yaptığı çalışmayla, hem kurumlar vergisinin hem de gelir vergisinin etkileri dikkate alındığında sermaye yapısının firma değeri üzerindeki etkisini incelemiştir[47]. Finansal kaldıraçtan yararlanan bir firmanın öz sermaye ve borç sahiplerine giden nakit akışları, kurumlar vergisi ve gelir vergisi dikkate alındığında şu şekilde gösterilebilmektedir:

$$(X - r_jB_j)(1 - t_c)(1 - t_s) + r_jB_j(1 - t_b)$$

t_s = Nakit temettü üzerindeki gelir vergisi oranı,
t_b = Borç faizi üzerindeki gelir vergisi oranı.

Formül yeniden düzenlendiğinde:

$$(1 - t_c)(1 - t_s)X - r_jB_j(1 - t_c)(1 - t_s) - r_jB_j(1 - t_b)$$

halini almaktadır. Denklemin ilk kısmı j firmasının varlıklarının mensup olduğu risk sınıfının iskonto oranı ile, ikinci ve üçüncü kısmları da borçtan beklenen getiri oranı ile bölündüğünde, finansal kaldıraçtan yararlanan firmanın toplam değeri:

$$V_L = (1 - t_c)(1 - t_s)X/p_k - r_jB_j(1 - t_c)(1 - t_s)/r_j - r_jB_j(1 - t_b)/r_j$$

halini almaktadır. Denklemin sağ tarafındaki ilk kısım finansal kaldıraçtan yararlanmayan firmanın (V_u) değerine eşit olduğundan, ve denklemin yine sağ tarafında ikinci ve üçüncü kısımlardaki r_j'ler birbirlerini götüreceğinden,

[46] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 418-428.
[47] Merton H. Miller, "Debt and Taxes," **The Theory of Business Finance: A Book of Readings**, 3. baskı, ABD, Macmillan Publishing Co., Inc., der. Stephen H. Archer, Charles A. D'Ambrosio, 1983, s. 462-478.

finansal kaldıraçtan yararlanan firmanın değerini gösteren denklem yeniden düzenlendiğinde:

$$V_L = V_u + B_j(1 - (1 - t_c)(1 - t_s) / (1 - t_b))$$

halini almaktadır. Dolayısıyla, vergi tasarruflarının bugünkü değeri[48]:

$$B_j(1 - (1 - t_c)(1 - t_s) / (1 - t_b))$$

olmaktadır. Netice itibariyle Miller[49], finansal kaldıracın paydaşlara ödenebilecek nakit akışlarını artırdığını, buna karşılık olarak da firmanın paydaşlarının ödeyeceği gelir vergilerini yükselttiğini savunmaktadır.

Bu durumdan da şu sonuçların çıkarılması mümkün olabilmektedir:

a) $(1 - t_c)(1 - t_s) = (1 - t_b)$ ise $V_L = V_u$ olacaktır,
b) $(1 - t_c)(1 - t_s) > (1 - t_b)$ ise $V_L < V_u$ olacaktır,
c) $(1 - t_c)(1 - t_s) < (1 - t_b)$ ise $V_L > V_u$ olacaktır,
d) Tüm vergi oranlarının "0" olduğu ortamda vergilerin dikkate alınmadığı MM[50]'nin yaklaşımında da olduğu gibi firma değeri sermaye yapısından bağımsız olacaktır[51],
e) $t_s = t_b$ olduğu durumda vergi tasarruflarının bugünkü değeri $B_j t_c$ olacak ve kurumlar vergisinin dikkate alındığı MM[52]'nin yaklaşımıyla aynı değeri alacaktır[53].

[48] John M. Samuels, F. Wilkes ve R. Brayshaw, **Management of Company Finance**, 6. baskı, İngiltere, Chapman and Hall, 1996, s. 656-657.
[49] Miller, a.g.e., s. 462-478.
[50] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 261-297.
[51] Swanson, Srinidhi ve Seetharaman, a.g.e., s. 45.
[52] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 418-428.

1.5. İFLAS MALİYETLERİ YAKLAŞIMI

İflas, bir firmanın daha önce yaptığı kontratlarla belirlenmiş borçlarını ödeyemez duruma gelmesi halinde tarafların haklarını arayabilecekleri yasal çerçeveyi belirlemektedir. Bu yasal çerçeve içerisinde de borçlarını ödeyemez duruma gelen firmanın reorganizasyonu ya da varlıklarının tasfiyesi söz konusu olmaktadır[54]. Tasfiye, firmanın kurumsal varlığının sona erdirilmesi ve varlıklarının satılması anlamına gelmektedir. Reorganizasyonda ise firmaya kredi sağlamış olanlarla anlaşılarak firmanın ticari varlığı devam ettirilmekte, yöneticiler genellikle yönetimde kalarak firmanın faaliyetleri sürdürülmekte ve borçların ödenebilmesi için bir reorganizasyon planı yapılmaktadır.

İflas maliyetlerini doğrudan giderler, vergi tasarruflarından kayıplar ve dolaylı maliyetler olmak üzere üç ayrı sınıfta incelemek mümkündür[55]. Doğrudan maliyetlerin büyük bölümünü, içerisinde muhasebe ve hukuk giderlerinin de bulunduğu ve ölçülmesi nispeten kolay olan yönetim giderleri oluşturmaktadır. Vergi tasarruflarından kayıplar, iflas nedeniyle faydalanılamayan vergi avantajlarını içermektedir. Dolaylı maliyetler ise kolaylıkla ölçülemeyen giderleri temsil etmektedir. Bunların arasında[56]:

a) Satışlardaki ve stoklardaki değer kaybı: Firmanın iflası halinde tüketiciler ellerindeki malların garantisi ya da yedek parçaları ile ilgili kuşkuya düşebilmektedirler.
b) Artan faaliyet giderleri: Firma çok önemli görevlerdeki çalışanlarını kaybedebilmekte, ya da çalışanları bünyede tutabilmek için daha yüksek bedeller ödemek durumunda kalabilmektedir. Ayrıca satıcılar daha yüksek kredi bedelleriyle mal satmaya yönelebilmektedir.
c) Rekabetçi yapının kaybı: Yöneticilerin dikkatleri ve motivasyonları iflasa yönelebilmekte, bu da karlı olabilecek bazı

---

[53] Friedrich, a.g.e., s. 20.
[54] Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield ve Bradford D. Jordan, **Fundamentals of Corporate Finance**, 3. baskı, ABD, Richard D. Irwin, Inc., 1995, s. 391.
[55] Seval, a.g.e., s.143-147.
[56] Ross, Westerfield ve Jordan, a.g.e., s. 490-491; Seval, a.g.e., s.143-147; Swanson, Srinidhi ve Seetharaman, a.g.e., s. 68.

yatırım fırsatlarının değerlendirilemeyerek firmanın rekabette geriye düşmesine sebep olabilmektedir.

d) Tahvil sahipleri açısından bir diğer dolaylı masraf da iflas işlemlerinin uzun sürmesi ve borç verenlerin alacaklarını tahsil edebilmeleri için uzun müddet beklemek zorunda kalabilmeleridir[57].

İflasa ilişkin doğrudan maliyetleri inceleyen ilk ampirik çalışmalardan olan Warner[58]'ın 11 demiryolu firmasını incelediği çalışmasındaki bulgular, iflastan önceki yedi yılda iflasa ilişkin ortaya çıkan doğrudan maliyetlerin firmaların pazar değerlerinin yaklaşık %1'i seviyesinde olduğunu, iflas yılında ise %5.3'ü seviyesinde gerçekleştiğini ortaya koymuştur. Warner'in bulgularına göre firma büyüdükçe iflasa ilişkin doğrudan maliyetler de artmaktadır. Zira, firma büyüdükçe idari masraflar da yükselmektedir. Diğer yandan, idari masraflar sabit gider olarak nitelendirilebileceğinden, firmanın pazar değeri büyüdükçe doğrudan maliyetler oran olarak daha küçük bir yer tutmaktadır.

Weiss[59]'in çalışmasında, iflastan kaynaklanan doğrudan maliyetlerin firmaların öz sermayelerinin pazar değerlerinin ortalama olarak %20.6'sı (%2 ile %63.6 arasında değişmektedir), firmaların öz sermayelerinin pazar değerleri ile borçlarının defter değerlerinin toplamının %3.1'i (%1 ile %6.6 arasında değişmektedir), ve aktiflerinin defter değerlerinin %2.8'i (%0.9 ile %7 arasında değişmektedir) olduğu görülmüştür.

Ang, Chua & McConnnell[60]'in yaptıkları çalışmada Weiss[61]'in çalışmasındakine nazaran daha küçük boyutlu firmalar incelenmiş ve iflasa ilişkin doğrudan maliyetlerin firmaların öz sermaye ve borç toplamlarının %7.5'i olduğu

[57] Seval, a.g.e., s.143-147.
[58] Jerold B. Warner, "Bankruptcy Costs: Some Evidence" **Journal of Finance** 32, 1977, s. 337-347.
[59] Lawrence Weiss, "Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims," **Journal of Financial Economics** 27, 1990, s. 285-314.
[60] James Ang, Jess Chua ve John J. McConnell, "The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note," **Journal of Finance** 37, 1982, s. 219-226.
[61] Weiss, a.g.e., s. 285-314.

gözlemlenmiştir. Bu değer, Weiss[62]'in çalışmasındaki bulgulara nazaran oldukça yüksektir. Ang, Chua & McConnnell[63]'ın çalışmasındaki bir diğer bulgu, Warner'in çalışmasında da olduğu gibi, iflasa ilişkin doğrudan maliyetlerin firmaların pazar değerlerine oranının firma büyüklüğü ile ters orantılı olmasıdır.

İflasa ilişkin dolaysız maliyetlerle birlikte dolaylı maliyetleri de incelemesine dahil eden Altman[64], dolaylı maliyetlerin tanımı olarak iflas nedeniyle firmaların potansiyel gelirlerindeki kayıpları kullanmıştır. Bunun ölçüsü olarak da, firmalarda iflas gerçekleşmeden üç yıl önceki analist tahminleriyle iflas yılında firmaların açıkladığı gerçek rakamların karşılaştırmasını kullanmıştır. Analiz edilen dönemde firmaların açıkladığı gerçek rakamlar, analist tahminlerinin anlamlı bir şekilde altında kalmıştır. Analiz sonucunda, iflasın gerçekleştiği yılda iflasa ilişkin dolaysız maliyetlerin firmaların öz sermaye ve borçlarının pazar değerlerine oranının ortalama olarak %6.2, dolaylı maliyetlerin oranının ise %10.5 olduğu gözlenmiştir.

İflas maliyetleri ile ilgili yapılan ampirik çalışmalar, araştırmalarda alınan örneklemelere ve ölçümlerde kullanılan değişik yöntemlere bağlı olarak birbirinden bir miktar farklı fakat aynı doğrultuda ve birbirleriyle çelişmeyen sonuçlar ortaya koymaktadır; ve dolaylı ve dolaysız toplam iflas maliyetlerinin firmalar için anlamlı olduğunu ve borcun maliyetine eklenerek onu ucuz bir kaynak olmaktan uzaklaştırdığını göstermektedir. Nitekim, sermaye yapısı içerisinde borcun oranının artırılması, bir yandan vergili ortamda MM[65]'nin ileri sürdüğü gibi vergi tasarrufları nedeniyle firma değerinin yükselmesini sağlarken, diğer yandan da iflas maliyetleri nedeniyle firma değerinin gerilemesine neden olabilmektedir[66]. Dolayısıyla, vergilerin dikkate alındığı MM[67]'nin yaklaşımıyla

[62] Weiss, a.g.e., s. 285-314.
[63] Ang, Chua ve McConnell, a.g.e., s. 219-226.
[64] Edward I. Altman, "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question," **Journal of Finance** 39, 1984, s. 1067-1089.
[65] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 418-428.
[66] Seval, a.g.e., s. 160.
[67] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 418-428.

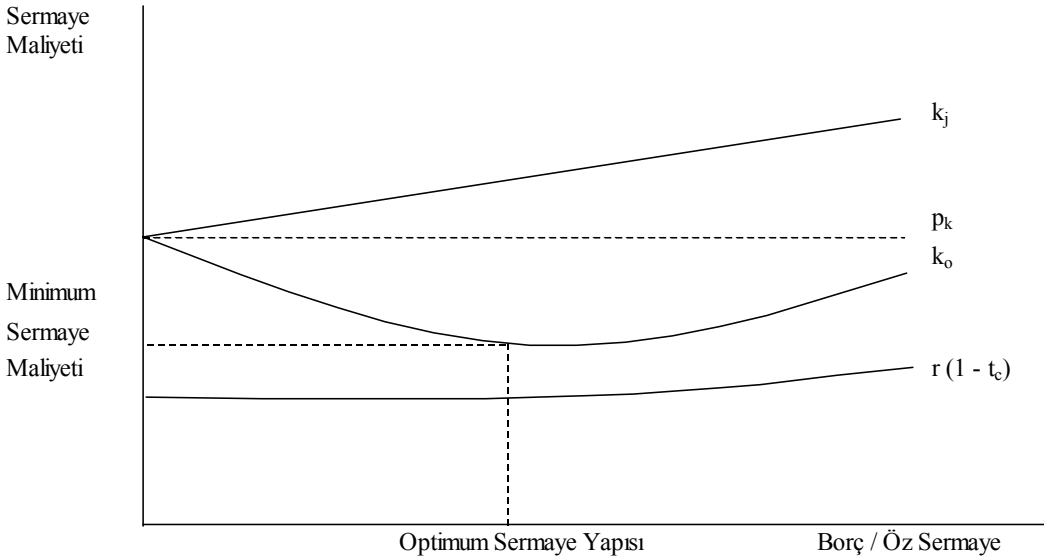
iflas maliyetleri birlikte ele alındığında, finansal kaldıraçtan yararlanan bir firmanın değeri aşağıdaki gibi olacaktır[68]:

$$V_L = V_U + Bt - (\text{İflas Maliyetlerinin Bugünkü Değeri})$$

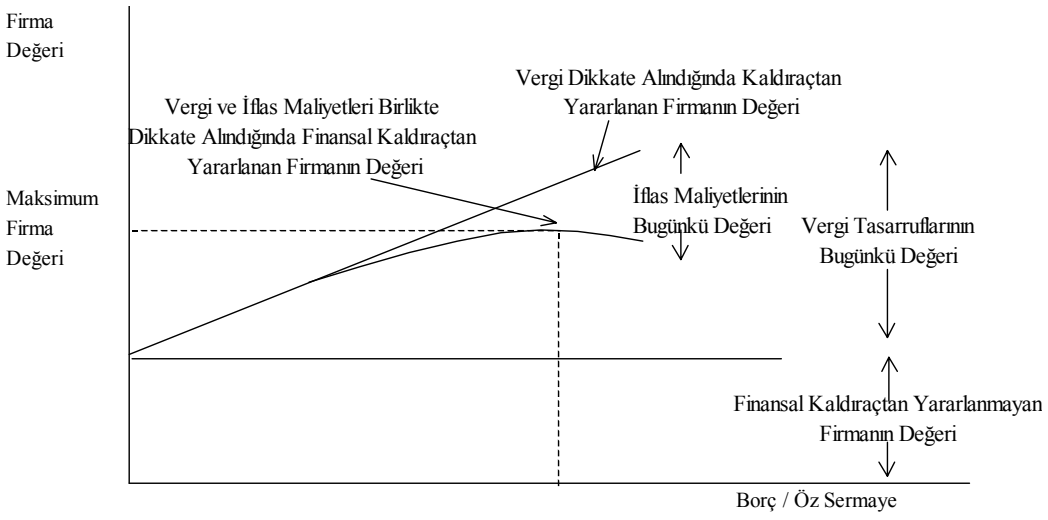
Finansal kaldıraçtan yararlanma neticesinde ortaya çıkacak vergi tasarrufları ile iflas maliyetleri karşılıklı olarak dengelenerek (expected bankruptcy costs – tax benefits trade-off) firma değerinin en çoklanması mümkündür[69]. Dolayısıyla, iflas maliyetleri vergi tasarruflarıyla birlikte değerlendirildiğinde firma değerini en çoklayan optimum bir sermaye yapısı bulunmaktadır[70]. Vergi tasarruflarının marjinal faydası ile iflas maliyetlerinin firma değerini düşürücü marjinal etkisinin eşit olduğu nokta optimum sermaye yapısını vermektedir. Yaklaşımın ortaya koyduğu borç ve firma değeri arasındaki ilişki, geleneksel görüşte olduğu gibi dışbükey bir ilişkidir. Fakat geleneksel yaklaşımda firma değerlemesinin dayandığı kavram menkul değerlerin sermaye pazarından izole edilerek değerlendirilmesi iken, iflas maliyetleri yaklaşımının ulaştığı sonuçlar sermaye pazarı dengesi varsayımına dayanmaktadır[71]. Netice itibariyle, iflas maliyetleri yaklaşımına göre, iflas maliyetleri finansal kaldıracın doğrusal bir fonksiyonu değildir. Diğer bir ifadeyle, iflas maliyetleri belirli bir sermaye yapısı seviyesine kadar çok yavaş artarken daha sonra artan bir ivmeyle yükselmektedir. Söz konusu ilişkiler aşağıdaki şekillerde gösterilmektedir[72]:

[68] Richard A. Brealy ve Stewart C. Myers, **Principles of Corporate Finance,** McGraw-Hill Inc., ABD, 5. baskı, 1996, s. 485.
[69] Altman, a.g.e., s. 1067-1089.
[70] Seval, a.g.e., s. 160.
[71] Seval, a.g.e., s. 160.
[72] Ross, Westerfield ve Jordan, a.g.e., s. 492-493.

Şekil 10: İflas Maliyetleri Yaklaşımına Göre Borç / Öz Sermaye Oranı, Optimum Sermaye Yapısı ve Sermaye Maliyeti



Şekil 11: İflas Maliyetleri Yaklaşımına Göre Borç / Öz Sermaye Oranı, Optimum Sermaye Yapısı ve Firma Değeri



1.6. TEMSİL MALİYETLERİ YAKLAŞIMI

Firma yöneticilerinin şehrin en pahalı yerlerinde tuttukları lüks ofis binaları gibi verimliliği artırmaya yönelik olmayan bazı yönetsel lüks harcamalarının, yöneticilerin kişisel refahlarını artırırken firmaların menfaatlerinin gerilemesine sebep olduğunu ifade eden Williamson[73], bu durumun yöneticilerle firma sahipleri arasında özellikle harcama tercihi (expense preference) konusunda fikir ayrılığı yarattığını öne sürmüştür. Modern firmalarda hak sahipliği ile yönetim fonksiyonları birbirinden ayrılmakta ve bu uygulama firma üzerinde hak sahibi olanların çıkarlarının, firmanın yönetim fonksiyonunu yürütenler tarafından temsil edilmesi sonucunu doğurmaktadır. Pek çok bakımdan olumlu sonuçlar yaratan bu durum aynı zamanda firma üzerinde çeşitli şekillerde hak sahibi olanlarla, firmanın karar alma ve yürütme fonksiyonunu yerine getirenler arasında çıkar çatışmasına da yol açabilmektedir. Zira bazı durumlarda yöneticilerin menfaatine olan eylemler, hak sahiplerinin refahlarının gerilemesine neden olabilmektedir. Finans yazınında, hak sahipleri adına firmanın karar alma ve yürütme faaliyetlerini kontrol etme olanağına sahip olan profesyönel temsilciler (agents) ile hak sahipleri (principals) arasındaki bu çıkar çatışması temsil sorunu (agency problem) olarak ifade edilmektedir[74].

Modern finans teorisinin en önemli yapı taşlarından birisi olarak nitelendirilen temsil teorisi[75], 1976 yılında Jensen ve Meckling[76] (JM) tarafından organize bir şekilde ortaya konulmuştur. JM[77], hak sahibi (principal) ve temsilci (agent) ilişkisi neticesinde ortaya çıkan temsil sorunundan kaynaklanan maliyetleri ve bu maliyetleri hangi kesimlerin ödemek durumunda kaldıklarını

---

[73] Oliver E. Williamson, "Managerial Discretion and Business Behavior," **The American Economic Review** 53, 1963, s. 1032-1057.
[74] Michael C. Jensen ve William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure," **The Modern Theory of Corporate Finance**, 2. ed. der. Clifford W. Smith, ABD, McGraw-Hill int ed., 1990, s. 82-137.
[75] Richard A. Brealey ve Stewart Myers, **Principles of Corporate Finance**, ABD, McGraw-Hill, 5. baskı, 1996, s. 991-992; Clifford W. Smith, "The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview," **The Modern Theory of Corporate Finance**, 2. baskı., der. Clifford W. Smith, ABD, McGraw-Hill Int. ed., 1990, s. 3-24.
[76] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[77] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.

tanımlamışlardır. JM[78]'ye göre yöneticilerin lüks tüketim harcamaları yapma eğilimleri olabilmektedir. Fakat firmanın verimliliğini artırmaya yönelik olmayan lüks tüketim harcamaları, yöneticilerin kendi menfaatlerini artırırken firmanın değerinin gerilemesine neden olmaktadır. Zira, yapılan bu lüks harcamalardan tamamen yöneticiler faydalanmakta, fakat bu harcamaların maliyetlerine sadece firmadaki paydaşlık oranları kadar katılmaktadırlar. Bu durum da, firma üzerinde çeşitli şekillerde hak sahibi olanlarla, firmanın karar alma ve yürütme fonksiyonunu yerine getiren yöneticiler arasında çıkar çatışmasına yol açmaktadır.

Pay oranları küçük parçalara bölünmüş ve hiç bir pay sahibinin çoğunluğa sahip olmadığı firmanın paydaşları, firmanın karar alma ve yürütme faaliyetlerine doğrudan müdahale etme olanağına sahip değildir. Ancak firmayı kontrol edebilecek oranda çoğunluk payına sahip bulunan pay sahipleri yönetime direkt olarak müdahale etme olanağına sahip olabilmektedir. Böyle bir durumda firmada çoğunluk payına sahip bulunan paydaşlar temsilci (agent), azınlıkta kalan paydaşlar ise hak sahibi (principal) konumundadır. Bu durum, firmanın tamamına sahip olmayan paydaş-yöneticilerin, firmanın tamamına sahip olmaları durumundan daha farklı davranmalarına ve firmanın değerini en çoklamak yerine kendi kişisel menfaatlerini en çoklama uğraşına girmelerine neden olabilmektedir. JM[79], paydaş-yöneticiler ile yönetim fonksiyonuna sahip bulunmayan dışsal-paydaşlar arasındaki bu çıkar çatışmasını öz sermayeye ilişkin temsil sorunu olarak adlandırmaktadır.

Firmaya borç şeklinde kaynak sağlayan kesimlerle firma arasındaki ilişkiye bakıldığında ise, yöneticiler paydaşların çıkarları doğrultusunda hareket edecekleri için, paydaşların temsilci (agent), borç veren kesimlerin ise hak sahibi (principal) konumunda oldukları görülmektedir. Paydaşların servetini en çoklamak olarak nitelendirilen amaç, pay senetlerinin, yani öz sermayenin en çoklanması anlamına gelmektedir. Finansal kaldıraçtan yararlanan bir firmada ise firmanın değerinin en çoklanması ile öz sermayenin değerinin en çoklanması amaçları birbiriyle çelişebilmektedir. Zira firmanın değerini (borç + öz sermaye) en çoklayan yatırımlarla öz sermayenin değerini en çoklayan yatırımlar aynı

[78] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.

olmayabilmektedir[80]. Sermaye yapısı içerisinde borcun yer alması paydaşları riskli projelere yatırım yapmaya (risk shifting)[81] ya da karlı yatırım fırsatlarından vazgeçmeye (under-investment)[82] yöneltebilmektedir. JM[83], kaldıraçtan faydalanma neticesinde firmaya borç şeklinde kaynak sağlayan hak sahipleriyle paydaşlar arasında ortaya çıkan bu çıkar çatışmasını borca ilişkin temsil sorunu olarak adlandırmaktadır.

Netice itibariyle temsilciler ve hak sahipleri arasında söz konusu olan ayırım, temsil sorununun şeklini de belirlemektedir. Firmaya öz sermaye şeklinde kaynak sağlayan hak sahipleriyle yöneticiler arasındaki çıkar çatışması öz sermayeye ilişkin temsil sorunu, firmaya borç şeklinde kaynak sağlayan hak sahipleriyle paydaşlar arasındaki çıkar çatışması da borca ilişkin temsil sorunu olarak nitelendirilmektedir.

Hem temsilci hem de hak sahibinin rasyonel olduğu ve kendi menfaatlerini en çoklamak amacını güttüğü bir ortamda temsilcinin aldığı bütün kararların her zaman hak sahibinin menfaatleriyle tam olarak örtüşmemesi doğaldır. Bu durumun farkında olan hak sahibi kendisini korumak adına temsilcinin faaliyetlerini gözlemleyeceği bir mekanizma (monitoring) kurabilir. Buna ek olarak temsilci de kendi faaliyetlerinin hak sahibinin zararına olmayacağına dair güvenceler (bonding) verebilir. Fakat denetim-gözetim faaliyetleri ve verilen güvenceler temsil sorununu tam olarak ortadan kaldıramayabilir ve hak sahibinin potansiyel bir zarara maruz kalması söz konusu olabilir. Bu da kalıntı zarar (residual loss) olarak nitelendirilmektedir[84]. JM[85], temsil sorunundan kaynaklanan maliyetleri: 1) hak sahiplerinin denetim-gözetim (monitoring) faaliyetleri nedeniyle oluşan maliyetler, 2) temsilcilerin vermiş

---

[79] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[80] Ahmet K. Köse, "Temsil Sorunu (Agency Problem) ve Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Sermaye Kararlarında Sorunun Önemini Test Etmeye Yönelik Bir Araştırma," Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İstanbul, 1997, s. 51.
[81] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[82] Stewart C. Myers, "Determinants of Corporate Borrowing," **The Modern Theory of Corporate Finance**, 2. baskı., der. Clifford W. Smith, ABD, McGraw-Hill Int. ed., 1990, s. 138-166.
[83] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[84] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[85] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.

olduğu güvenceler (bonding) nedeniyle oluşan maliyetler ve 3) kalıntı zararın (residual loss) toplamı olarak ifade etmişlerdir.

Firma için potansiyel paydaş konumunda olan yatırımcılar, paydaş-yöneticinin firmanın bir kısmını elden çıkarması halinde, firmanın daha fazla bölümüne sahip olduğu durumdan farklı yönde hareket edeceğini önceden hesaba katarlar. Doğal olarak da bu beklentilerini varlığın fiyatına yansıtırlar. Bu nedenle varlığın değerindeki gerileme neticesinde temsil sorunundan kaynaklanan tüm maliyetler paydaş-yöneticiye aktarılmış, yani paydaş-yönetici (temsilci) tarafından üstlenilmiş olur[86].

1.6.1 ÖZ SERMAYEYE İLİŞKİN TEMSİL SORUNU

Yönetici, firmanın %100'üne sahip olması durumunda verdiği tüm kararlardan ve davranışlarından kaynaklanan olumlu sonuçlardan kendisi faydalanırken olumsuz sonuçlardan kaynaklanan bedele de kendisi katlanmaktadır[87]. Örneğin yöneticinin çok çalışarak firmanın verimliliğini artırması firmanın değerini yükseltmekte, bu da firmanın tamamına sahip olan yöneticinin refahının firmanın değerindeki artış kadar yükselmesine neden olmaktadır. Diğer taraftan yöneticinin yapacağı lüks tüketim harcamaları firmanın değerini düşürürken, firmanın tamamına sahip olan yöneticinin refahının da aynı miktarda gerilemesine sebep olmaktadır. Fakat yönetici, firmanın tamamına sahip olmaması durumunda, yapacağı lüks tüketim harcamalarından yine tamamen kendisi faydalanırken, bu harcamalardan kaynaklanan maliyete artık sadece firmadaki ortaklık payı kadar katlanmaktadır. Bu durum da firmanın tamamına sahip olmayan yöneticinin davranışlarının ve vereceği kararların, firmanın tamamına sahip olması durumundan farklılaşmasına yol açabilmektedir. Zira, yöneticinin kendi menfaatlerini en çoklayan davranışlar, firmanın değerini en çoklayan davranışlarla artık bire bir örtüşmeyebilmektedir. Bu durum da, paydaş-yönetici (agent) ile dışsal-paydaşlar (principal) arasında çıkar çatışmasına neden

[86] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[87] Friedrich, a.g.e., s. 28.

olabilmektedir. JM[88], bu çıkar çatışmasını öz sermayeye ilişkin temsil sorunu olarak adlandırmaktadır.

Öz sermayeye ilişkin temsil sorunu, sadece paydaş-yöneticilerin lüks tüketim harcamalarına meyilli olmalarıyla sınırlı değildir. Yöneticiler firmanın tamamına sahip olmamaları durumunda, firmanın değerini artırıcı, fakat oldukça fazla zaman ve emek harcanmasını gerektirebilecek faaliyetlerden de vazgeçebilmektedirler. Bu da dışsal-paydaşların potansiyel getirilerinin azalmasına neden olabilmektedir[89]. Diğer taraftan firma ölçeğinin büyümesine neden olan eylemler, yöneticilerin kontrolündeki kaynakların artmasına neden olabileceğinden yöneticiler tarafından çoğunlukla tercih edilebilmektedir. Diğer yandan, yöneticilerin maaş ve benzeri ücretleri de genellikle firmanın gelirlerinin boyutuyla doğru orantılı olarak değişmektedir. Bu durumda firma ölçeği, normal şartlarda kabul edilmemesi gereken negatif NBD'li projelerin yöneticiler tarafından kabul edilmesi neticesinde optimum ölçülerin üzerine çıkabilmekte ve bu da dışsal-paydaşların refahlarının gerilemesine sebep olabilmektedir[90].

Yöneticilerin, firma içerisinde bulunan kaynakların kullanımı konusunda, dışarıdan sağlanacak fonlara kıyasla çok daha fazla esneklikleri bulunmaktadır. Bu esneklik sayesinde yöneticiler, tüm pozitif NBD'li projelerin finansmanı sonrasında geriye kalan kaynaklarla da negatif NBD'li projelere yatırım yaparak firmanın ölçeğinin artırılmasına meyilli olabilmektedirler. Bu durumdan yola çıkan Jensen[91], yöneticilerin temettü dağıtım tercihleriyle temsil sorunu arasında bir ilişki olduğunu öne sürmüştür. Zira paydaşlara yapılan temettü ödemeleri, yöneticilerin kontrolleri altındaki kaynakları azaltarak, negatif NBD'ye sahip olan fakat firmanın ölçeğinin artmasına (overinvestment) ve yöneticilerin menfaatinin yükselmesine yol açacak projelere yatırım yapılmasını güçleştirmektedir. Bu durumda projelerin finansmanı dışsal kaynak gerektirmekte, bu da firmanın ve yöneticilerin faaliyetlerinin sermaye pazarları tarafından daha yakından gözlenmesi ve denetlenmesi sonucunu doğurmaktadır.

---

[88] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[89] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[90] Michael C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," **The American Economic Review**, 1986, s. 323-329.
[91] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.

Öz sermayeye ilişkin temsil sorunu, yöneticilerin firmadaki paydaşlık oranlarıyla ters orantılı olarak artıp azalmaktadır. Zira firmadaki paydaşlık oranlarının azalması, yöneticilerin davranışları ve verecekleri kararlar ile ilgili sonuçlardan daha az fayda sağlamaları ya da zarar görmeleri sonucunu doğurmaktadır. Örneğin kişisel tüketime yönelik yapacakları lüks harcamaların faydasından sadece yöneticilerin kendileri faydalanırken, bu davranışlar neticesinde firma değerindeki gerilemeye sadece firmadaki kendi payları ölçüsünde iştirak edeceklerdir. Firmanın potansiyel dışsal-paydaşları, paydaş-yöneticinin firmadaki paydaşlık oranının azalması sonucunda davranışlarında meydana gelebilecek değişikliklerin önceden farkına vararak ve bu durumu finansal varlığın değerine yansıtarak tekrardan paydaş-yöneticiye aktarırlar. Böylelikle yöneticinin paydaşlık oranındaki azalmaya paralel olarak yükselen temsil maliyetleri, sadece paydaş-yönetici tarafından üstlenilmiş olur[92]. JM[93], bazı basitleştirici varsayımlar altında söz konusu ilişkiyi, aşağıdaki şekil vasıtasıyla göstermektedir:

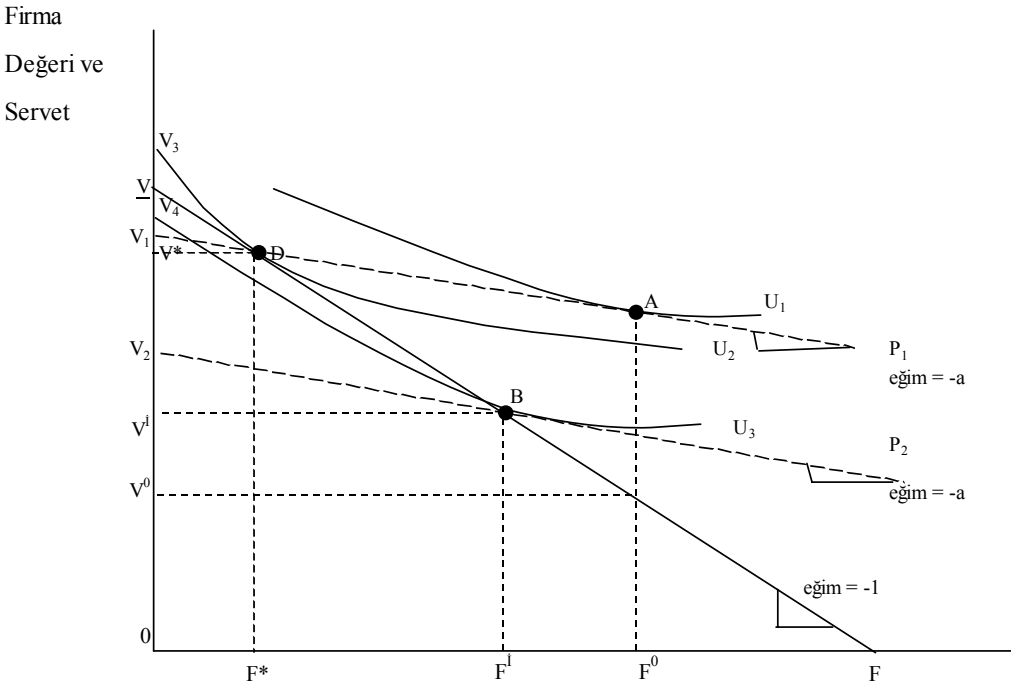
Varsayımlar:

1) Tüm vergiler sıfırdır,
2) Ticari kredi imkanı bulunmamaktadır,
3) Dışsal-paydaşların hisse senetleri oydan yoksundur,
4) Hisse senedine dönüştürülebilir tahvil ve öncelikli hisse senedi gibi melez finansal varlıkların ihraç imkanı bulunmamaktadır,
5) Dışsal-paydaşlar firmadaki payları karşılığında temettü ya da sermaye kazancı dışında bir fayda elde etmezler,
6) Analiz tek dönemli bir üretim-finansman kararı için yapılmakta olup çok dönemli üretim-finansman kararlarından kaynaklanacak tüm ayrıntılar ihmal edilmektedir,
7) Paydaş-yöneticinin maaş ve benzeri üctetlerinin analiz boyunca sabit kaldığı kabul edilmektedir,
8) Firmada tek bir paydaş-yönetici olduğu kabul edilmektedir,
9) Firma ölçeği sabittir,

[92] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.

10) Denetim-gözetim faaliyetleri ve güvenceler söz konusu değildir,
11) Kurumsal ve kişisel borçlanma imkanı bulunmamaktadır,
12) Paydaş-yöneticinin karar alma mekanizmasıyla ilgili risk ve belirsizlik problemlerinin çözümünde portföy yaklaşımının sunabileceği tüm öğeler ihmal edilmektedir.

Şekil 12: Temsil Maliyetleri Yaklaşımına Göre Firma Değeri İle Yönetsel Lüks Harcama Eğilimi Arasındaki İlişki



Dışsal finansmana gidilmeden önce firmanın değeri ile yönetsel lüks harcamaların değeri arasındaki dengeyi ifade eden, ve eğimi –1 olan $\underline{V}F$ doğrusu, paydaş yöneticinin 45°'lik bütçe kısıtını göstermektedir. Buna göre, firma dışsal finansmana gitmeden önce paydaş-yöneticinin yapacağı her 1 birimlik yönetsel lüks harcama karşılığında firmanın değeri 1 birim azalmakta, diğer bir ifadeyle paydaş-yöneticinin serveti 1 birim gerilemektedir. Firma değeri ile yönetsel lüks harcama tercihi açısından, firmanın tamamına sahip olan paydaş-yöneticinin faydasını en çoklayan optimum bileşimi ise, U_2 kayıtsızlık eğrisinin $\underline{V}F$

[93] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 91-93.

doğrusuna teğet olduğu D noktası vermektedir. Bu noktada firmanın değeri V^* ve yönetsel lüks harcamaların değeri de F^* olmaktadır.

Firmanın (1 – a)'lık bölümünün (1 – a)V^*'den satılması halinde, paydaş-yöneticinin yapacağı 1 birimlik yönetsel lüks harcamanın paydaş-yöneticiye maliyeti artık 1 birim değil 1 – (1 – a) = a birim kadar olacaktır. Dolayısıyla, firmanın (1 – a)'lık bölümünün satışı sonrasında, paydaş-yöneticinin bütçe kısıtı doğrusu, D noktası sabit kalmak üzere, –a eğimli V_1P_1 doğrusu halini alacaktır; ve paydaş-yönetici için firmanın değeri ile yönetsel lüks harcama tercihi açısından optimum bileşimi, U_1 kayıtsızlık eğrisinin V_1P_1 doğrusuna teğet olduğu A noktası verecektir. Böylelikle de firmanın (1 –a)'lık bölümü satılmadan önce F^* kadar yönetsel lüks harcama tercihi bulunan paydaş-yönetici, bu tercihini F^0'a kadar yükseltmeye meyilli olacaktır. Netice olarak firmanın değeri de V^*'dan V^0'a gerileyecektir. Bu maliyete de doğal olarak sadece paydaş-yönetici değil, firmanın tüm paydaşları katlanacaktır.

Firma henüz dışsal finansmana gitmeden önce potansiyel dışsal-paydaşlar, paydaş-yöneticinin firmanın bir kısmını satmasının ardından böyle bir yönetsel harcama tercihi değişikliğine gidebileceğini rasyonel bir biçimde hesaplamalarına katarak, en baştan (1 – a)V^* ödemek istemeyeceklerdir. Nitekim, potansiyel dışsal-paydaşlar firmanın değerini, paydaş-yöneticinin bütçe kısıtı olan V_1P_1 doğrusunun hem $\underline{V}F$ doğrusunu kestiği hem de daha düşük bir fayda düzeyini temsil eden herhangi bir fayda eğrisine teğet olduğu noktaya kadar aşağı çekeceklerdir. Dolayısıyla, potansiyel dışsal-paydaşların firma için en baştan belirleyecekleri değer V^* değil V^i olacaktır. Paydaş-yönetici de, yeni bütçe kısıtı doğrusu olan V_2P_2'nin, U_1 ve U_2'ye kıyasla daha düşük bir fayda eğrisi olan U_3'e teğet olduğu B noktasında kendi faydasını en çoklayacaktır.

Netice itibariyle, yeni öz sermaye finansmanına gidildiği durumda firmanın değeri V^*'dan V^i'ye gerilemektedir. Aradaki fark, dışsal finansman sağlayan paydaş-yöneticinin temsil maliyetleri nedeniyle üstlendiği brüt maliyettir. Diğer yandan paydaş-yönetici, yönetsel lüks harcama seviyesini de F^*'dan F^i'ye yükseltmiştir. Dolayısıyla, paydaş-yöneticinin dışsal finansman sağlama nedeniyle katlanmak durumunda kalacağı net temsil maliyeti:

$$(V^* - V^i) - (F^i - F^*)$$

olacaktır, ya da diğer bir ifadeyle paydaş-yöneticinin refah düzeyinde meydana gelen net azalma:

$$V_3 - V_4$$

kadar olacaktır; ve görüldüğü üzere temsil sorunundan kaynaklanan tüm maliyetler paydaş-yönetici tarafından üstlenilmiş olacaktır.

1.6.2. BORCA İLİŞKİN TEMSİL SORUNU

Sermayesinde borca yer veren bir firmada, firmanın değerinin en çoklanması ile öz sermayenin değerinin en çoklanması amaçları birbiriyle çelişebilmektedir[94]. Zira firmanın değerini (borç + öz sermaye) en çoklayan yatırımlarla öz sermayenin değerini en çoklayan yatırımlar aynı olmayabilmektedir[95]. Dolayısıyla, firmaya borç şeklinde kaynak sağlayan kesimlerle firma arasındaki ilişkide, yöneticiler paydaşların çıkarları doğrultusunda hareket edecekleri için, paydaşlar temsilci (agent), borç veren kesimler ise hak sahibi (principal) konumundadır. JM[96] ve Myers'a[97] göre sermaye yapısı içerisinde borca yer verilmesi, paydaşların optimum yatırım kararları vererek borç verenlerden kendilerine servet transferi yapabilmelerine olanak sağlamakta olduğundan, bu durum borç verenler ile paydaşlar arasında çıkar çatışmasına yol açarak borca ilişkin temsil sorununa neden olmaktadır.

Rasyonel davranan borç verenler, sermaye yapısı içerisinde borca yer verildiği taktirde paydaşların optimum olmayan yatırım kararları almaya meyilli olabileceklerini, ve bu durumun borcun sermaye yapısı içerisindeki oranıyla doğru orantılı olarak artacağını bilmektedirler. Dolayısıyla borç verenler, firmanın

[94] Friedrich, a.g.e., 29.
[95] Köse, a.g.e., s. 51.
[96] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[97] Myers, a.g.e., s. 138-166.

yatırım kararlarında meydana gelebilecek değişiklikleri önceden tahmin ederek bunu borcun maliyetine dahil ederler. Böylelikle, sermaye yapısı içerisinde borca yer verilmesinden kaynaklanan temsil maliyetleri tamamen paydaşlar tarafından üstlenilmiş olur[98].

1.6.3. Paydaşların Riskli Projeleri Seçme Eğilimi

Firmaya öz sermaye şeklinde kaynak sağlayan paydaşlar, sınırlı sorumlu oldukları için, firmanın faaliyetleri başarısız olduğu taktirde sadece koydukları sermayenin kaybedilmesi riskini taşımaktadırlar. Diğer bir ifadeyle, paydaşların aldıkları maksimum risk miktarı bellidir. Diğer taraftan, firma faaliyetlerinde ne kadar başarılı olursa değeri o kadar artacak, firmanın paydaşlarının refahları da o derecede yükselecektir. Diğer bir ifadeyle, paydaşların firmadan sağlayabilecekleri menfaatin ucu kapalı değildir.

Firmaya borç şeklinde kaynak sağlayanlar ise, firmanın ne derecede başarılı olduğuyla değil, sadece firmaya sağladıkları anapara ve faizi geri alabilecekleri ölçüde başarılı olmasıyla ilgilidirler[99]. Zira firmanın karlılığının yükselmesi, borç verenlerin alacakları faizin artması anlamına gelmemektedir. Diğer bir ifadeyle, borç verenlerin firmadan sağlayabilecekleri menfaatin ucu kapalıdır.

Firmaya borç verenlerin ve öz sermaye şeklinde kaynak sağlayanların, firmanın gelirleri üzerindeki bu hak sahipliği farklılığı, doğal olarak risk tercihlerinin de değişik olması sonucunu doğurmaktadır. Firmanın yüksek riskli projelere yatırım yapması, paydaşlar tarafından kabul edilebilir bir durumdur. Zira başarılı olunduğu taktirde, paydaşların getirileri de başarıyla doğru orantılı olarak artacaktır. Diğer taraftan, yüksek riskli projelerin kabul edilmesi, borç verenlerin gelirlerinde herhangi bir artış olması ihtimali yaratmamakta, fakat borca ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilebilme ihtimalini düşürmektedir.

Netice itibariyle, sermaye içerisinde borca yer verilmesi durumunda paydaşlar getiri potansiyeli yüksek olan riskli projelere yatırım yapmaya meyilli

[98] Köse, a.g.e., s. 52.
[99] Akgüç, a.g.e., s. 481-483.

olabileceklerdir. Zira başarısızlık borç verenlerle paylaşılacak, başarı ve refah artışı ise büyük ölçüde firmaya öz sermaye şeklinde kaynak sağlayan paydaşların olacaktır[100].

JM[101], aynı NBD'ye fakat farklı risk yapısına sahip iki proje arasında seçim yapma şansına sahip olan paydaş-yöneticinin tercihinin, firmanın sermaye yapısına bağlı olarak değişebileceğini öne sürmüşlerdir. Bu durum da borç verenler ile paydaşlar arasında çıkar çatışmasına yol açarak borca ilişkin temsil sorununa neden olmaktadır.

Yatırım finansmanı için borç bulmak durumunda olan paydaşlar, düşük riskli projeye yatırım yapılacağına dair beyanda bulunarak düşük maliyetli borç finansmanı sağlayabilirler. Fakat borca sahip olduktan sonra, yüksek risk yüksek getiri profiline sahip projeye yatırım yaparak borç verenlerden kendilerine servet transferi yapabilirler. Böylelikle, farklı risk profilleri olan projelerin NBD'leri aynı olduğu için firmanın değeri (borç + özsermaye) aynı kalacak, fakat özsermayenin değeri, borcun değerindeki azalışa paralel olarak yükselecektir[102].

Yukarıdaki örnek, firmaya borç verenlerin kendilerini yatırım tercihlerinde olabilecek değişimlerden koruyamadıkları varsayımına dayanmaktadır. Fakat firmaya borç şeklinde kaynak sağlayan kesimler, rasyonel beklentiler içerisinde, paydaş yöneticinin borcu aldıktan sonra riskli olan projeyi seçme eğilimi içerisinde olabileceğini tahmin etmektedirler. Bu durumda da sağlayacakları borcun maliyetini, riskli projeye yatırım yapılacakmış gibi yüksek belirleyeceklerdir. Böylelikle, firmaya borç şeklinde kaynak sağlayanlardan paydaşlara servet transferi olmayacaktır[103].

1.6.4. Paydaşların Karlı Yatırım Fırsatlarından Vazgeçme Eğilimi

Tamamı öz sermayeyle finanse edilen bir firmanın paydaşları, pozitif NBD'ye sahip tüm projeleri gerçekleştirerek servetlerini en çoklamak amacı

[100] Köse, a.g.e., s. 54.
[101] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[102] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[103] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.

içerisindedirler. Myers[104]'a göre, sermaye içerisinde borca yer verilmesi durumunda paydaş yöneticinin tüm pozitif NBD'li projeleri kabul etme amacı değişikliğe uğrayabilmektedir. Zira projenin nakit akışları, borcun ana para ve faiz ödemelerinin altındaysa, paydaşlar projenin NBD'si pozitif bile olsa o projeyi kabul etmemeye meyilli olabileceklerdir. Netice itibariyle, sermayesi içerisinde borca yer veren firmanın değeri, bazı pozitif NBD'li projelerin kabul edilmeme durumuna bağlı olarak, borca yer vermeyen firmaya kıyasla daha düşük olabilecektir. Dolayısıyla sermaye yapısı içerisinde borcun yer alması neticesinde paydaşların bazı pozitif NBD'li projeleri kabul etmemeye meyilli olmaları, firmaya borç şeklinde kaynak sağlayanlarla, paydaşlar arasında çıkar çatışmasına neden olmakta ve bu da borca ilişkin temsil sorunu olarak adlandırılmaktadır[105].

Firmaya borç sağlayan rasyonel yatırımcılar, paydaşların bu eğilimlerinin önceden farkında olacakları için bu durumu borcun maliyetine yansıtacaklardır. Böylelikle de sermaye yapısı içerisinde borç bulunmasına bağlı olarak ortaya çıkan temsil maliyeti paydaşlara aktarılmış, yani tamamen paydaşlar tarafından üstlenilmiş olacaktır[106].

1.6.5. ÖZ SERMAYEYE İLİŞKİN TEMSİL SORUNUNDAN KAYNAKLANAN MALİYETLERİN AZALTILMASI

JM[107], temsil sorununun, hak sahiplerinin denetim-gözetim faaliyetleri (monitoring) ve temsilcilerin vereceği güvenceler (bonding) yoluyla azaltılabileceğini belirtmişlerdir. Dolayısıyla, temsil sorunundan kaynaklanan maliyetleri: 1) hak sahiplerinin denetim-gözetim faaliyetleri nedeniyle oluşan maliyetler, 2) temsilcilerin vermiş oldukları güvenceler nedeniyle oluşan maliyetler ve 3) kalıntı zararın (residual loss) toplamı olarak belirlemişlerdir.

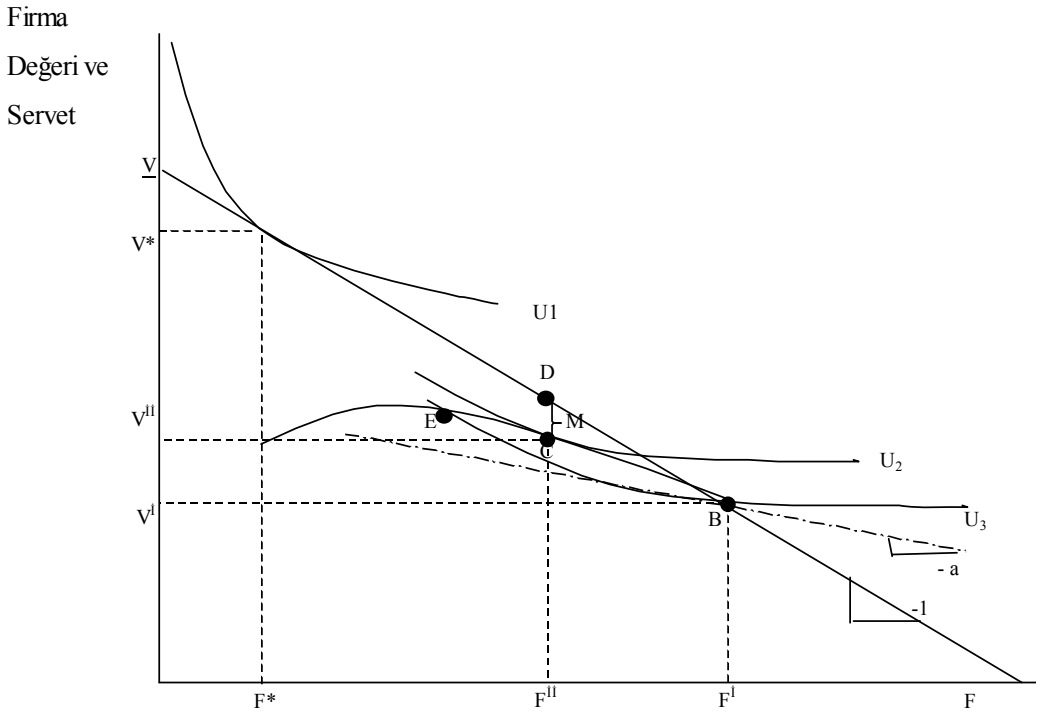
Firmanın tamamına sahip olan paydaş, firmanın bir kısmını potansiyel yatırımcılara satmak istediğinde, potansiyel paydaşlar, öz sermayeye ilişkin temsil sorunu nedeniyle firmaya daha düşük bir değerden ortak olmayı uygun

[104] Myers, a.g.e., s. 138-166.
[105] Myers, a.g.e., s. 138-166.
[106] Köse, a.g.e., s. 71.
[107] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.

bulmaktadırlar. Böylelikle, her halükarda temsil maliyetlerinin tamamına katlanmak durumunda olan paydaş-yönetici, bu maliyeti düşürmek için lüks tüketim harcaması gibi çıkar çatışmasına konu olabilecek davranışlarına yönelik olarak potansiyel dışsal-paydaşlara bazı güvenceler verebilir. Diğer taraftan potansiyel dışsal-paydaşlar da kendilerini korumak adına paydaş-yöneticinin faaliyetlerini gözlemleyebilecekleri bir mekanizma kurabilirler. Potansiyel paydaşlar, ortak olacakları firmanın değerini hesaplarlarken, rasyonel bir biçimde denetim-gözetim faaliyetleri ve güvencelerden kaynaklanan maliyetleri gözönünde bulundurarak firmanın değerini iskonto ederler. Birçok durumda temsil sorunu, verilen güvenceler ve denetim-gözetim faaliyetleri yoluyla tamamen ortadan kaldırılamamaktadır. Bu nedenle paydaş-yönetici, ortadan kaldırılamayan bu artık zarara da katlanmak durumunda kalmaktadır. Paydaş-yönetici, denetim-gözetim ve güvencelere ilişkin maliyetlere katlanarak servetinde yarattığı artış, vazgeçilen lüks tüketim harcamaları nedeniyle refahında meydana gelen gerilemeden fazla olduğu sürece, bu maliyetlere katlanmayı kendi çıkarına uygun bulacaktır. Zira, paydaş-yönetici böylelikle bazı lüks harcamalardan vazgeçmektedir ve denetim-gözetim ve verilen güvencelerin maliyetlerine katlanmaktadır; fakat denetim-gözetim faaliyetleri ve güvencelerin olmadığı duruma göre kendi servetini en çoklayabilmektedir[108]. JM[109], söz konusu ilişkiyi aşağıdaki şekil vasıtasıyla göstermektedir:

[108] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[109] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 101.

Şekil 13: Temsil Maliyetleri Yaklaşımına Göre Temsil Maliyetlerini Azaltmada Denetim-Gözetim (Monitoring) Faaliyetlerinin ve Verilen Güvencelerin (Bonding) Rolü



Dışsal-paydaşlar denetim-gözetim faaliyetleri ve güvencelerle ilgili maliyetlere katlanarak, paydaş-yöneticinin yönetsel lüks harcamalarının F^{i} yerine daha düşük bir değer olan F^{ii} seviyesinde kalmasını sağlayabilirler. Dışsal-paydaşlar, gelecekte yapılacak toplam denetim-gözetim faaliyetleri ile ilgili toplam harcamaların bugünkü değerini, firmanın değerini belirlerken hesaba katacaklardır. M değerini alan denetim-gözetim faaliyetleri ve güvenceler, aksi durumda paydaş-yöneticinin servetinde meydana gelecek azalıştan daha küçük bir değere karşılık geldiğinden, bu güvencelerin bulunması paydaş-yöneticinin menfaatini artıran bir durum olacaktır. Buna göre, denetim-gözetim faaliyetlerinin bulunduğu ortamda firmanın değeri

$$V^{ii} = \underline{V} - F(M,a) - M$$

olacaktır. Dışsal-paydaşlar

1) firmanın (1 – a)'lık hissesini (1 – a)V^{i} fiyatı üzerinden ve yöneticilere karşı herhangi bir şekilde denetim-gözetim hakkı olmadan satın almak ile
2) firmanın (1 – a)'lık hissesini (1 – a)V^{ii} fiyatı üzerinden ve yöneticilere karşı denetim-gözetim hakkı olarak satın almak

seçenekleri arasında kayıtsızdırlar.

Diğer taraftan, paydaş-yönetici yönetsel lüks harcamalarını F^{i}'den F^{ii}'ye indirerek firmasını V^{i} yerine V^{ii} değeri üzerinden satma olanağına sahip olmakta ve böylelikle kendi menfaatini en çoklayabilmektedir. Dolayısıyla, her durumda temsil sorununun kaynaklanan maliyetler firmanın değerine yansıtılarak paydaş-yöneticiye aktarıldığından, denetim-gözetim faaliyetleri ve güvenceler yoluyla temsil sorununun boyutunu küçültmek paydaş-yöneticinin menfaatine olan bir durumdur. Diğer yandan, denetim-gözetim faaliyetleri ve güvenceler yoluyla temsil sorununu tamamen ortadan kaldırmak mümkün değildir. Temsil sorununun denetim-gözetim faaliyetleri ve güvenceler yoluyla ortadan kaldırılamayan kısmı artık zarar (residual loss) olarak ifade edilmektedir. Dolayısıyla, paydaş-yöneticinin temsil sorunu nedeniyle katlanmak durumunda olduğu maliyetler denetim-gözetim maliyetleri, güvencelerden kaynaklanan maliyetler ve artık zararın toplamıdır.

1.6.6. BORCA İLİŞKİN TEMSİL SORUNUNDAN KAYNAKLANAN MALİYETLERİN AZALTILMASI

Tamamı öz sermaye ile finanse edilen bir firmanın paydaşları, borç şeklinde kaynak bulmak istediklerinde, borca ilişkin temsil sorunundan kaynaklanan maliyetleri üstlenmek durumunda kalmakta ve bazı durumlarda ancak çok yüksek faiz ödeyerek borca sahip olabilmektedirler. Fakat bu maliyetler, aynı öz sermayeye ilişkin temsil sorununda olduğu gibi denetim-

gözetim faaliyetleri (monitoring) ve de verilecek güvenceler (bonding) yoluyla azaltılabilmektedir[110].

Firmaya borç şeklinde kaynak sağlayan kesimler, yapılacak anlaşmalara bazı bağlayıcı koşullar dahil ettirerek, paydaşlarla oluşabilecek çıkar çatışmalarından kaynaklanacak potansiyel zararlarını ortadan kaldırabilirler. Paydaşlar da bu koşullara uyacaklarına dair güvenceler verebilirler. Aynı zamanda borç verenler de paydaşların davranışlarını ve kararlarını inceleyebilecekleri bir denetim-gözetim mekanizması kurabilirler. Tüm bu faaliyetlerden kaynaklanan maliyetler, rasyonel davranan borç verenler tarafından doğal olarak borcun faizine yansıtılarak paydaşlara aktarılacaktır. Paydaşlar da denetim-gözetim mekanizmalarını ve verilen güvenceleri, temsil sorunundan kaynaklanan maliyetlerdeki azalma bu faaliyetler nedeniyle katlanılan maliyetlerden yüksek olduğu müddetçe kendi çıkarlarına uygun bulacak ve bu mekanizmaları kullanacaklardır. Öz sermayeden kaynaklanan temsil sorununda olduğu gibi, borca ilişkin temsil sorunu da bu faaliyetler neticesinde tamamen ortadan kaldırılamıyor ise geriye kalan artık zarar (residual loss) yine paydaşlar tarafından üstlenilmek durumunda olacaktır[111].

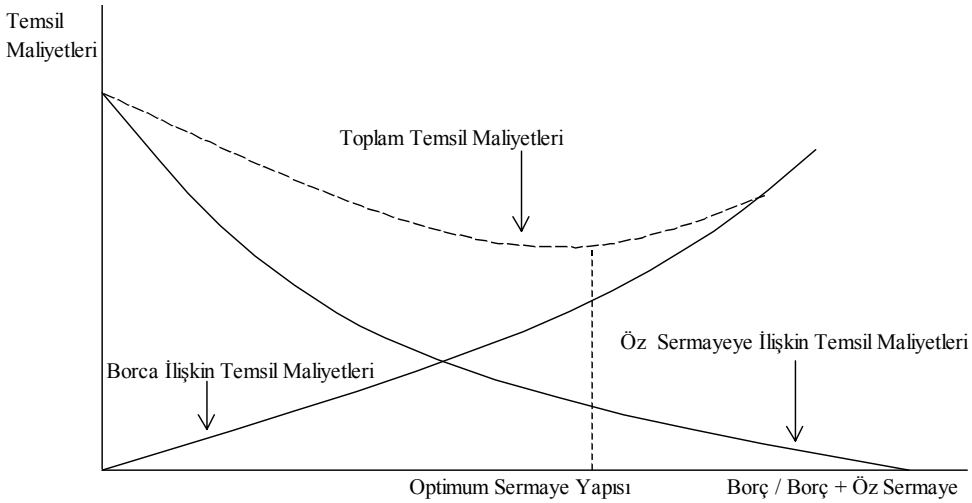
1.6.7. TEMSİL MALİYETLERİ VE OPTİMUM SERMAYE YAPISI

JM[112]'ye göre toplam temsil maliyetlerini minimum kılarak optimum bir sermaye yapısına ulaşmak mümkündür. Nitekim optimum sermaye yapısı da öz sermayeye ilişkin temsil maliyetlerinin ve borca ilişkin temsil maliyetlerinin bileşiminin en düşük olduğu seviyede oluşmaktadır[113]. Söz konusu ilişki aşağıdaki şekilde gösterilmektedir[114]:

---

[110] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[111] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[112] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[113] Amir Barnea, Robert A. Haugen ve Lemma W. Senbet, "Market Imperfections, Agency Problems and Capital Structure: A Review," **The Theory of Business Finance: A Book of Readings**, 3. baskı, ABD, Macmillan Publishing Co., Inc., der. Stephen H. Archer, Charles A. D'Ambrosio, 1983, s. 594-619; Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.

Şekil 14: Öz Sermayeye İlişkin Temsil Maliyetleri, Borca İlişkin Temsil Maliyetleri ve Optimum Sermaye Yapısı



Öz sermayeye ilişkin temsil maliyetleri, firmanın tamamına sahip olmayan yöneticinin davranışlarının ve vereceği kararların, firmanın tamamına sahip olması durumundan farklılaşması ihtimali nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Zira, firmanın %100'üne sahip olmayan yöneticinin kendi menfaatlerini en çoklayan davranışlar, firmanın değerini en çoklayan davranışlarla bire bir örtüşmeyebilmektedir[115]. Diğer bir ifadeyle, dışsal öz sermaye finansmanı arttıkça öz sermayeye ilişkin temsil maliyetleri de artmaktadır[116].

Sermaye yapısı içerisinde borcun yer alması ise paydaşları riskli projelere yatırım yapmaya (risk shifting)[117] ya da karlı yatırım fırsatlarından vazgeçmeye (under-investment)[118] yöneltebilmektedir. Nitekim, JM[119] ve Myers'a[120] göre sermaye içerisinde borca yer verilmesi, paydaşların optimum yatırım kararları vererek borç verenlerden kendilerine servet transferi yapabilmelerine olanak sağlamakta olduğundan, bu durum borç verenler ile

---

[114] Barnea, Haugen ve Senbet, a.g.e., s. 607.
[115] Friedrich, a.g.e., s. 28.
[116] James Ang, Rebel A. Cole ve James W. Lin, "Agency Costs and Ownership Structure," **Journal of Finance** 55, 2000, s. 81-106.
[117] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[118] Myers, a.g.e., s. 138-166.
[119] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.

paydaşlar arasında çıkar çatışmasına yol açarak borca ilişkin temsil sorununa neden olmaktadır. Sermaye yapısı içerisinde borcun oranı arttıkça, borç verenlerden paydaşlara yapılabilecek servet transferinin boyutu, diğer bir ifadeyle borca ilişkin temsil maliyetleri de artmaktadır[121].

Netice itibariyle, öz sermayeye ilişkin temsil maliyetlerinin ve borca ilişkin temsil maliyetlerinin bileşiminin en düşük olduğu seviye, öz sermayeye ilişkin marjinal sermaye maliyetinin borca ilişkin marjinal sermaye maliyetine eşit olduğu noktada oluşmaktadır. Temsil maliyetleri yaklaşımına göre bu nokta optimum sermaye yapısının bulunduğu seviyedir[122].

1.6.8. TEMSİL MALİYETLERİ VE İFLAS MALİYETLERİ BİRLİKTE DEĞERLENDİRİLDİĞİNDE OPTİMUM SERMAYE YAPISI

Temsil maliyetleri ile iflas maliyetleri birlikte dikkate alındığında, finansal kaldıraçtan yararlanan firmanın değeri:

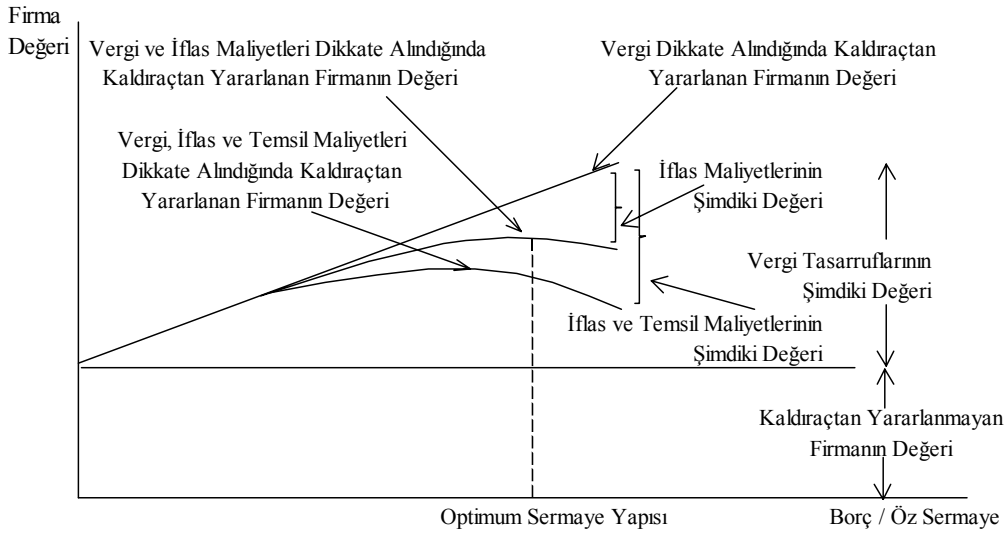
$V_L = V_U + Bt$ – (İflas Maliyetlerinin Bugünkü Değeri) – (Borca İlişkin Temsil Maliyetlerinin Bugünkü Değeri)

şeklinde ifade edilebilmektedir[123]. Dolayısıyla, optimum sermaye yapısı borç artışının sağladığı marjinal faydanın, iflas ve temsil maliyetleri toplamının neden olduğu marjinal maliyete eşit olduğu noktada oluşacaktır. Bu nokta, sadece iflas maliyetlerinin dikkate alındığı yaklaşıma kıyasla, temsil maliyetleri de dikkate alındığından daha aşağıda oluşmaktadır. Söz konusu ilişkiler aşağıdaki şekilde gösterilmektedir[124]:

---

[120] Myers, a.g.e., s. 138-166.
[121] Friedrich, a.g.e., s. 29.
[122] Barnea, Haugen ve Senbet, a.g.e., s. 594-619.
[123] Köse, a.g.e., s. 25.
[124] Köse, a.g.e., s. 26.

Şekil 15: Temsil Maliyetleri ve İflas Maliyetleri Birlikte Değerlendirildiğinde Optimum Sermaye Yapısı



1.7. ASİMETRİK BİLGİ, SERMAYE PAZARLARINA İŞARET VERME (SIGNALING) VE FİNANSMAN HİYERARŞİSİ (PECKİNG ORDER) YAKLAŞIMI

Asimetrik bilgi ortamı, firma yöneticileri ile dışsal yatırımcılar arasında firmaya ilişkin bilgi farklılığı sonucunda oluşmaktadır. MM'nin yaklaşımı, firmaların mevcut durumları ve gelecekleri ile ilgili tüm bilgilerin yöneticiler ve dışsal yatırımcılar arasında tam olarak paylaşıldığı varsayımına dayanmaktadır[125]. Asimetrik bilgiden yola çıkarak sermaye yapısı kararlarını açıklamaya çalışan yaklaşım ise, firma yöneticilerinin dışsal yatırımcılara kıyasla, firmanın sahip olduğu varlıkların ve potansiyel yatırım fırsatlarının değeri konusunda daha fazla, daha doğru ve daha zamanlı bilgiye sahip oldukları varsayımına dayanmaktadır.

Asimetrik bilgi ortamı nedeniyle dışsal yatırımcılar firma ile ilgili yatırım kararlarını, kamuoyu ile paylaşılmış bilgiler çerçevesinde oluşturdukları

[125] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 261-297.

kendi kişisel veri setleri ve firmayla ilgili getiri beklentilerinden yola çıkarak verirler. Bu beklentilerini de firma yöneticilerinin semaye yapısı kararları ve diğer konularda yaptıkları açıklamalar ya da verdikleri işaretler (signaling) neticesinde güncellerler. Firma yöneticileri de sermaye yapısı kararlarının ve diğer konularda yapacakları açıklamaların ve verecekleri işaretlerin dışsal yatırımcıların firma ile ilgili görüşlerini değiştireceğini bilmektedir[126]. Firma yöneticileri tarafından kamuoyu ile paylaşılan bilgilerin inanılırlığı ise, hatalı bilgi aktarımı neticesinde firma yöneticilerinin katlanmak durumunda kalacağı maliyetlerin yüksek olacağı, bu durumun da yöneticileri doğru bilgi aktarmaya yönlendireceği mantığı ile açıklanabilmektedir. Sermaye yapısı kararları ve temettü dağıtım politikaları da sermaye pazarlarına verilebilecek en etkili işaretler arasında nitelendirilmektedir[127].

Ross[128]'a göre, asimetrik bilgi ortamında dışsal yatırımcılar MM[129]'nin varsayımlarında olduğu gibi firmanın getirileri ile ilgili eksiksiz bilgiye sahip olarak firma değerlerini saptayamamaktadırlar. Asimetrik bilginin olduğu durumda dışsal yatırımcılar tarafından dikkate alınabilecek getiri beklentileri, yatırımcıların firmayla ilgili kendi ulaştıkları verilere dayanmaktadır. Ross[130]'a göre, firmanın finansal kaldıracında meydana gelecek bir artış dışsal yatırımcılar tarafından olumlu algılanacaktır. Zira, içeriden bilgiye sahip olan yöneticiler, firma ile ilgili henüz sermaye pazarları tarafından bilinmeyen olumlu bir durum olduğunda, firmanın düşük değerlenmiş olduğuna inandıkları için yeni kaynak ihtiyacını yeni öz sermaye ile karşılamayı tercih etmezler. Diğer yandan yöneticiler, firma ile ilgili henüz sermaye pazarlarına yansımamış olumsuz bir durum söz konusu olduğunda, firmanın aşırı değerlenmiş olduğuna inandıklarından bu sefer yeni kaynak ihtiyacını öz sermaye ile karşılamayı uygun bulurlar. Dolayısıyla, firma tarafından yapılan yeni hisse senedi ihraçları, firmanın

[126] Swanson, Srinidhi ve Seetharaman, a.g.e., s. 111-125.
[127] Tülin F. Akkum, "Firmaların Uzun Dönemli Finansman Tercihlerinde Uygulayabilecekleri Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order) Modeli ve Türkiye Üzerine Bir Araştırma," Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, 1998, s. 7.
[128] Stephen A. Ross, "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach," **The Bell Journal of Economics** 8, 1977, s. 23-40.
[129] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 261-297.
[130] Ross, a.g.e., s. 23-40.

değeriyle ilgili yönetimin olumsuz görüşü olduğuna dair bir işaret olarak algılanarak firmanın hisse senetlerinin fiyatlarının gerilemesine yol açar.

Diğer yandan, yöneticiler sermaye pazarlarına firmayla ilgili doğru bilgiler aktarmaya ve işaretler vermeye meyilli olacaklardır. Zira, yöneticilerin firmadan alacağı maaş ve benzeri ücretler firmanın performansıyla ilintilidir; ve aşırı borçlanmaya giderek sermaye pazarlarına yanlış işaretler verilmesi firmayı iflasa kadar sürükleyebilecek olumsuz süreçlerin içerisine girilmesine sebebiyet verebilmektedir. Netice itibariyle, Ross[131]'a göre firmanın yeni kaynak ihtiyacının borçla karşılanması yatırımcılar tarafından olumlu bir işaret olarak algılanarak firmanın hisse senetlerinin pazar değerinin yükselmesine, kaynak ihtiyacının yeni öz sermaye ile karşılanması ise olumsuz bir işeret olarak algılanarak hisse senedi fiyatlarının gerilemesine sebep olabilecektir.

Firmaların yatırım, finansman ve temettü dağıtım kararlarını inceledikleri çalışmada Miller ve Rock[132], firmaların karlarında artış olması ile temettü dağıtımlarında artış olmasının, sermaye pazarlarına firmanın gelecek beklentileriyle ilgili aynı bilgiyi yansıttığını ve duyuruların genellikle hisse senedi fiyatlarında artışa neden olduğunu öne sürmüşlerdir. Diğer yandan beklenmeyen yeni hisse senedi ihraçları sermaye pazarları tarafından olumsuz algılanarak hisse senedi fiyatlarında gerilemeye neden olmaktadır. Asimetrik bilgi ortamı hem firmaların gelecekteki karlarını hem de yatırım fırsatlarını kapsadığından, yatırımcı beklentilerine kıyasla daha yüksek temettü dağıtılacağının açıklanması, aslında firmanın gelecekte yapacağı yatırımların azalması anlamına gelse dahi, duyurunun ardından hisse senedi fiyatlarında artış meydana gelebilir. Gerçek durumun ortaya çıkmasının ardındansa hisse senedi fiyatları gerileyecektir.

Yeni hisse senedi ihracı duyurularına sermaye pazarlarının olumsuz tepki vermelerine sebep olarak Myers ve Majluf[133], yöneticilerin firmanın mevcut hissedarlarının servetini en çoklamak üzere hareket ettiklerini; ve dolayısıyla firmanın pazar değerinin olması gereken değerin üzerinde olduğunu düşündükleri

[131] Ross, a.g.e., s. 23-40.
[132] Merton H. Miller ve Kevin Rock, "Dividend Policy Under Assymetric Information," **Journal of Finance** 40, 1985, s. 1031-1051.
[133] Stewart C. Myers ve Nicholas S. Majluf, "Corporate financing and investment decisions when firms information investors do not have," **Journal of Financial Economics** 13, 1984, s. 187-221.

durumda, sermaye pazarları tarafından olumsuz bir işaret olarak algılanabilecek olsa bile, yeni hisse senedi ihracına yönelebildiklerini öne sürmüşlerdir. Firmanın pazar değerinin olması gereken değerin altında olduğunu düşündükleri durumda ise yöneticilerin firmaya borç şeklinde kaynak sağlamaya meyilli olacaklarını savunmuşlardır. Zira, yüksek değer üzerinden yeni hisse senedi ihracı yapılması, firmanın mevcut paydaşlarının lehine bir durum olurken, hisse senedi fiyatlarının düşük olduğunun düşünüldüğü bir ortamda yeni hisse senedi ihracına gidilmesi, mevcut paydaşların aleyhine ve firmaya öz sermaye şeklinde ilave kaynak sağlayacak yeni hissedarların menfaatine bir durum ortaya çıkaracaktır.

Semaye yapısı kararlarıyla ilgili yeni bilgilerin sermaye pazarları tarafından algılanış şekilleri üzerinde pek çok farklı etmen rol oynasa da, bu kararların genel olarak olası algılanış biçimi aşağıdaki şekilde gösterilmektedir[134]:

[134] Swanson, Srinidhi ve Seetharaman, a.g.e., s. 114'ten faydalanılarak türetilmiştir.

Tablo 1: Sermaye Yapısı Kararları ve Sermaye Pazarları Tarafından Olası Algılanış Şekilleri

Sermaye Yapısı Kararı

Yeni hisse senedi ihracı	**Yeni borçlanmaya gidilmesi**
İçsel kaynakların yetersiz olduğunun bir işareti olarak algılanabilir	Faizin düşük olması durumunda firmanın pozitif NBD'li yeni yatırımlarının olduğu şeklinde algılanabilir
Firmanın düşük faizli borç bulamadığının bir göstergesi olarak algılanabilir	Faizin düşük olması durumunda firmanın yöneticilerinin, firmanın mevcut pazar değerinin gerçekte olması gereken değerin altında olduğunu düşündüğünün bir işareti olarak algılanabilir
Firmanın gelecekteki performansında gerileme olabileceğinin bir işareti olarak algılanabilir	Faizin yüksek olması durumunda düşük faizli tahvil ihraç etme şansının bulunmadığının bir işareti ve firma açısından bir zayıflık belirtisi olarak algılanabilir
Firmanın yöneticilerinin, firmanın mevcut pazar değerinin gerçekte olması gereken değerin üzerinde olduğunu düşündüğünün bir işareti olarak algılanabilir	

Asimetrik bilgi ortamından kaynaklanan problemler ve sermaye yapısı kararlarının sermaye pazarları tarafından önemli işaretler olarak algılanması, finansman hiyerarşisi (pecking order) yaklaşımının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Finansman hiyerarşisi yaklaşımı, yukarıda değinilen Myers ve

Majluf[135]'un ve Myers[136]'in çalışmalarıyla büyük ölçüde şekillenmiştir. Bu çalışmalara göre firmalar için optimum olarak kabul edilebilecek sermaye yapıları bulunmamaktadır ve kaynak ihtiyacı karşısında firmalar en düşük maliyetli yolu seçerek önce içsel kaynaklara, içsel kaynaklar yetersiz kaldığında banka borcuna, ardından tahvil ihracına, ardından melez karakterli olarak nitelendirilen ve borç ve öz sermayenin bazı öğelerini bünyelerinde barındıran (hisse senedine çevrilebilir tahvil ve kar-zarar ortaklığı belgesi gibi) finansal araçlara, en son da yeni öz sermaye ihracına yönelmektedirler.

Dolayısıyla, finansman hiyerarşisi yaklaşımına göre borç oranları, büyük ölçüde firmada yaratılan içsel kaynakların düzeyine ve yatırım olanaklarının boyutuna göre farklılık göstermektedir. Sınırlı yatırım fırsatlarına sahip olan firmalar düşük borç oranlarına sahipken, daha fazla yatırım olanaklarına fakat düşük içsel kaynağa sahip firmalar daha yüksek finansal kaldıraca sahip olmaktadırlar[137].

Myers[138] finansman hiyerarşisi modelini dengeleme modeli (static trade-off theory) ile karşılaştırarak analiz etmiştir; ve sanayi kolları arasında finansal kaldıraç farklılıklarını ortaya koyabilen dengeleme modelinin aynı sanayi kolunda faaliyet gösteren başarılı ve karlı firmaların finansal kaldıraç oranlarının düşük olmasına açıklama getiremediğini öne sürmüştür. Zira, dengeleme modeli karlılık ve borçluluk arasında pozitif yönde bir ilişki öngörmektedir. Finansman hiyerarşisi modeline göre asimetrik bilgi ortamında firmaların yatırımlarının finansmanında takip edecekleri finansman şekli şöyle sıralanabilir[139]:

1) Firmalar finansman ihtiyacı karşısında en başta içsel kaynaklara yönelirler,
2) Temettü politikaları kalıcı olsa bile firmalar orta vadede temettü politikalarını yatırım fırsatlarına göre ayarlamaya çalışırlar,

[135] Myers Majluf, a.g.e., s. 187-221.
[136] Stewart C. Myers, "The Capital Structure Puzzle," **The Journal of Finance** 39, 1984, s. 572-592.
[137] Akkum, a.g.e., s. 24.
[138] Myers, a.g.e., s. 572-592.
[139] Akkum, a.g.e., s. 24.

3) İçsel kaynaklar yetersiz kaldığında firmalar en başta düşük faizli borç finansmanına yönelirler,
4) Düşük faizli borç finansmanı imkanı kalmamışsa firmalar nispeten daha riskli tahvil ihracına başvururlar,
5) Borç finansmanını, melez karakterli olarak nitelendirilen, borç ve öz sermayenin bazı öğelerini bünyelerinde barındıran finansal araçlar takip eder,
6) En son sırada yeni hisse senedi ihracı bulunmaktadır.

Dolayısıyla, finansman hiyerarşisi modeline göre finansal kaldıraç seviyelerinin belirlenmesinde vergi tasarruflarından kaynaklanan avantajlar ya da iflas maliyetleri gibi hususlar ancak ikinci derecede önemli olarak kabul edilmektedir. Ayrıca model, firmaların bir borç rezervi bulundurmalarını önermektedir[140]. Zira, pozitif NBD'li yeni bir yatırım fırsatıyla karşılaşılması durumunda kaynak ihtiyacını karşılamak için yeni öz sermaye finansmanına başvurmak zorunda kalan firmalar bu yeni hisse senetlerini düşük değerle, diğer bir ifadeyle yüksek maliyetle çıkarmak durumunda kalabileceklerdir.

[140] Ramazan Akbulut, "Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören İmalat Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Yapılarını Etkileyen Faktörler ve Sektörle Finansal Yapı Arasındaki İlişkiyi Ölçmeye Yönelik Bir Uygulama," Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İstanbul, 2004, s. 62-63.

2. BÖLÜM
TEMETTÜ POLİTİKASI TEORİSİ

Temettü politikası teorisi, finans kuramında üzerinde tam olarak uzlaşmaya varılabilmiş alanlardan birisi değildir[141]. Temettü politikasının firma değerini ne şekilde etkilediği, ya da etkilemesi gerekip gerekmediği konusunda yarım asrı geçen yoğun kuramsal tartışmalar ve ampirik çalışmalar, çok sayıda birbirine karşıt görüşün ortaya çıkmasına neden olmuş, fakat çok önemli birçok bulgunun da ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır.

Firmaların temettü politikası kararlarıyla ilgili ilk organize çalışmalardan olup kapsamına imalat sanayiinde faaliyet gösteren 600 firmayı alan ve bu firmaların 28'inin üst düzey yöneticileriyle yapılan mülakatları da içeren Lintner[142]'in araştırmasının bulguları, firma yöneticilerinin büyük ölçüde ortak görüşünün sermaye pazarlarının düzenli temettü ödemelerine büyük önem verdiği ve yöneticilerin bu tip firmaların hisse senetlerinin sermaye pazarlarında primle işlem gördüğüne inandığı yönündedir. Nitekim, araştırmanın bulgularına göre firma yöneticileri, başlangıçta fazla iddialı olmayan hedef temettü dağıtım oranları belirlemekte, daha sonra temettü dağıtım oranlarında sadece küçük oranlarda artışlar yapmayı yeğlemekte, ve temettü dağıtım oranlarında mümkün olduğunca azalışa gitmemek yönünde kararlar almaktadırlar.

Modigliani ve Miller[143] (MM) yaklaşımı öncesinde temettü politikası teorisiyle ilgili yapılan ampirik çalışmaların bazıları, "eldeki kuş" (bird-in-the-hand) adıyla da anılan yaklaşımdan yola çıkarak temettünün sermaye kazancına kıyasla üstün olduğunu; zira sermaye kazancı üzerindeki belirsizliğin temettüde bulunmadığını savunmuşlardır[144]. Bu görüş, sermaye pazarlarının temettüyü

---

[141] Ross, Westerfield ve Jordan, a.g.e., s. 505-539; Braley ve Myers, a.g.e., s. 417-446; Ross, Westerfield ve Jaffe, a.g.e., s. 481-517.
[142] John Lintner, "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," **American Economic Review** 46, 1956, s. 97-113.
[143] Franco Modigliani ve Merton H. Miller, "Dividend policy, growth and the valuation of shares," **Journal of Business** 34, 1961, s. 411-433.
[144] John Clendenin ve Van M. Cleave, "Growth and Common Stock Values" **Journal of Finance**, 1954, s. 365-376; Benjamin Graham ve David Dodd, **Security Analysis**, ABD, Mc-Graw-Hill Book Co., 3. baskı, 1951, s. 433.

dağıtılmayan karlara nazaran üstün gördüğünü ve yatırımcıların yüksek oranda temettü dağıtan firmaların hisse senetlerini tercih ettiğini savunmaktadır.

Belirli bazı basitleştirici varsayımlar altında, yatırımcıların sahip oldukları hisse senetlerini uygun buldukları zamanda ve oranda sermaye pazarlarında satarak kendilerine temettü benzeri nakit akışları yaratabileceklerini savunan MM[145], temettü politikası ile sermaye maliyetinin ve firma değerinin bağımsız olduğunu öne sürmüşlerdir. Zira temettü politikaları, firmaların beklenen nakit akışlarını ya da sermaye maliyetlerini etkilememektedir. Nitekim, bu görüşe göre firma yöneticilerinin sistematik bir temettü politikası arayışı içerisinde olmaları gereksizdir. Dolayısıyla, MM[146]'nin temettü ilintisizliği önermesine göre (dividend-irrelevance proposition) temettü kararlarının, yalnızca sermaye pazarlarına yeni bir bilgi aktardığı taktirde önemi bulunmaktadır.

Vergileri dikkate alan bir diğer görüşe göre, sermaye kazançlarından alınan vergilerin temettü kazançlarından alınan gelir vergilerinden düşük olduğu durumlarda, firmaların paydaşlarının servetlerini en çoklayabilmek için mümkün olan en düşük oranda temettü dağıtmaları gerekmektedir[147]. Diğer bir ifadeyle, temettü üzerindeki vergilerin sermaye kazançları üzerindeki vergilerden yüksek olduğu durumlarda, yatırımcıların düşük temettü ve yüksek sermaye kazancı sağlayan firmalardan bekledikleri vergi öncesi getirinin, yüksek temettü ve düşük sermaye kazancı sağlayan firmalara kıyasla daha az olması gerekmekte ve yatırımcıların bu tip firmaların hisse senetlerine ilgisinin daha fazla olması beklenmektedir.

MM[148]'nin çalışmalarında vurgu yaptıkları "sermaye pazarlarına yeni bir bilgi aktarma" kriteri, temettü politikası teorisi alanında asimetrik bilgi ortamında temettü dağıtımı vasıtasıyla sermaye pazarlarına işaret verme (dividend-signaling) teorisinin gelişmesine zemin hazırlamıştır. Asimetrik bilgiden yola çıkarak temettü kararlarını açıklamaya çalışan bu yaklaşım, firma

[145] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 411-433.
[146] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 411-433.
[147] Robert H. Litzenberger ve Krishna Ramaswamy, "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Asset Prices: Theory and Empirical Evidence," **Journal of Financial Economics** 7, 1979, s. 163-195.; Michael J. Brennan, "Taxes, Market Valuation, and Corporation Financial Policy," **National Tax Journal** 23, 1970, s. 417-427.

yöneticilerinin dışsal yatırımcılara kıyasla, firmanın sahip olduğu varlıkların ve potansiyel yatırım fırsatlarının değeri konusunda daha fazla ve daha doğru bilgiye sahip oldukları varsayımına dayanmaktadır. Nitekim işaret verme (dividend-signaling) yaklaşımı, temettü kararları vasıtasıyla sermaye pazarlarına aktarılan bilginin değerinin, gerçek kar açıklamalarıyla ortaya konan bilgiden bile fazla olabileceği görüşünü savunmaktadır[149]. Dolayısıyla, işaret verme yaklaşımına göre hisse senedi fiyatlarının, temettü dağıtım duyurularının yatırımcıların beklentilerinden az ya da çok olmasına bağlı olarak, sermaye pazarlarına aktarılan yeni bilgiler neticesinde hareket etmeleri beklenmektedir.

Temettü politikasını temsil sorunuyla bağdaştıran teori (agency cost theory of dividend) ise, temsil maliyetlerinin sermaye pazarlarının firma üzerindeki denetim-gözetim (monitoring) faaliyetlerinin artırılması neticesinde azaltılabileceğini savunmaktadır[150]. Bu yaklaşıma göre firma tarafından paydaşlarına yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, firma yöneticilerinin negatif NBD'li projelere yatırım yaparak firma ölçeğini optimum boyutların üzerine çıkarmak ya da firma değerini düşürecek gereksiz yönetsel lüks harcamalar yapmak için gerek duyacakları nakit kaynakların, yöneticilerin keyfi kullanımlarından uzaklaştırılması sonucunu doğurmaktadır. Zira firmanın yeni yatırım için kaynak ihtiyacı duyması durumunda bunu büyük ölçüde firma dışından sağlaması gerekecek ve o taktirde de firma yöneticileri sermaye pazarlarının yakın denetim ve gözetimine maruz kalacaktır. Böylelikle de yöneticiler ile dışsal-paydaşlar arasındaki temsil sorunundan kaynaklanan maliyetler azaltılmış olacaktır[151].

Temettü'nün tanımı, dağıtılış esasları ve temettü politikası teorisiyle ilgili temel yaklaşımlar, bu bölümün takip eden kısımlarında ele alınmaktadır.

---

[148] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 411-433.
[149] Sudipto Bhattacharya, "Imperfect Information, Dividend Policy and 'The Bird in Hand' Fallacy," **The Bell Journal of Economics** 10, 1979, s. 259-270; Merton H. Miller ve Kevin Rock, "Dividend Policy Under Assymetric Information," **Journal of Finance** 40, 1985, s. 1031-1051; Stewart C. Myers ve Nicholas S. Majluf, "Corporate financing and investment decisions when firms information investors do not have," **Journal of Financial Economics** 13, 1984, s. 187-221.
[150] Frank H. Easterbrook, "Two Agency-cost Explanations of Dividends," **The American Economic Review**, 1984, s. 650-659; Michael S. Rozeff, "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios," **Journal of Financial Research** 5, 1982, s. 249-259.
[151] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.

2.1. TEMETTÜNÜN TANIMI VE DAĞITILIŞ ESASLARI

Genel tanımı itibariyle temettü (kar payı), firma bünyesinde yaratılan net karın, firmanın paydaşlarına, firmadaki paydaşlık oranları nispetinde dağıtılması anlamına gelmektedir[152]. Firmaların temettü politikaları ise, elde edilen net karın, paydaşlar ve dağıtılmamış karlar (yedek akçeler) arasındaki dağılımını belirlemektedir[153]. Nitekim, temettü kararı bir yandan firmada yaratılan kaynakların ne kadarının paydaşlara dağıtılacağını, diğer yandan da ne kadarının yeniden yatırıma yönlendirilmek üzere firma bünyesinde bırakılacağını belirlemektedir.

Firmalarca temettünün paydaşlara hangi şekillerde ödenebileceğine dair farklı ülkelerin sermaye pazarlarında farklı yasal düzenlemeler ve uygulamalar bulunabilmektedir; fakat temettü ödemelerini genel itibariyle nakit temettü ve hisse temettü olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür. Hisse temettü dağıtımı uygulamasında firmadan paydaşlarına herhangi bir şekilde nakit aktarımı olmamakta, onun yerine kar payını temsil eden yeni hisse senedi dağıtımı yapılmaktadır. Hisse temettü dağıtımının sonucu olarak dolaşımdaki hisse senedi sayısı hisse temettü oranında artarken, her bir hisse senedinin firmada temsil ettiği paydaşlık oranı ve fiyatı da hisse temettü oranına paralel olarak gerilemektedir. Böylelikle hisse temettü dağıtımı neticesinde, firmanın paydaşlarının firmadaki paydaşlık oranlarında, servetlerinde ya da likidite durumlarında herhangi bir değişiklik söz konusu olmamaktadır. Nakit temettü dağıtımında ise firma paydaşlarına nakit olarak ödeme yapmaktadır. Nakit temettü ödemelerinde genel itibariyle dört önemli tarih bulunmaktadır[154]. Bunlar:

---

[152] George M. Frankfurter ve Bob G. Wood, **Dividend Policy: Theory and Practice**, ABD, Academic Press, 2003, s. 3;

[153] Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, Yenilenmiş 7. baskı, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 1998, s. 777.

[154] Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, 5. baskı, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2000, s. 317; Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield ve Bradford D. Jordan, **Fundamentals of Corporate Finance**, 3. baskı, ABD, Richard D. Irwin, Inc., 1995, s. 506-509.

1) Açıklanma tarihi (declaration date): Yönetim kurulları tarafından temettü dağıtılacağının açıklandığı tarihtir. Bu tarih itibariyle temettü dağıtımı yasal nitelik kazanmaktadır.
2) Kuponsuz tarih (ex-dividend date): Temettü hakkının pay senedinden ayrıldığı tarihtir.
3) Kayıt tarihi (date of record): Paydaşların temettü almaya hak kazandığı tarihtir.
4) Ödeme tarihi (date of payment): Ödemenin paydaşlara yapıldığı tarihtir.

Hisse temettü ve nakit temettüye ek olarak bir çok ülkede firmaların kendi hisse senetlerini geri satın almak (share repurchase) suretiyle paydaşlarına bir anlamda temettü dağıttıkları görülmektedir[155]. Bu mekanizma, sermaye kazançlarından alınan vergilerin, temettü kazançlarından alınan gelir vergilerinden düşük olduğu durumlarda paydaşlar açısından anlam kazanabilmektedir. Zira paydaşlar nakit olarak alacakları temettü üzerinden daha yüksek gelir vergisi ödemek yerine, sahip oldukları hisse senetlerinin bir bölümünü paydaşı oldukları firmaya geri satabilmekte ve elde ettikleri kar üzerinden daha düşük oranda sermaye kazancı vergisi ödeyebilmektedirler. Hisse senedi geri satın alımları, Amerika ve Avrupa'daki birçok ülkenin sermaye pazarları mevzuatlarında izin verilen bir durum olup firmalar tarafından yaygın olarak kullanılmaktadır[156]. Diğer yandan, yine Amerika ve Avrupa'da birçok ülkenin sermaye pazarları mevzuatlarında, firmalara üçer aylık bilançoları üzerinden temettü dağıtma hakkı tanınmaktadır[157]. Böylelikle hisse senetleri, sermaye kazançları (ya da kayıpları) haricinde paydaşları için bir anlamda düzenli getiri sağlayan bir nitelik kazanmaktadır.

[155] Richard A. Braley ve Stewart C. Myers, **Principles of Corporate Finance**, McGraw-Hill Inc., ABD, 5. baskı, 1996, s. 419; Ross, Westerfield ve Jordan, a.g.e., s. 526-527; Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield ve Jeffrey Jaffe, **Corporate Finance**, 4. baskı, ABD, Richard D. Irwin, Inc., 1996, s. 493-496.
[156] Ross, Westerfield ve Jordan, a.g.e., s. 526-527; Braley ve Myers, a.g.e., s. 419; Ross, Westerfield ve Jaffe, a.g.e., s. 493-496.

Türkiye'de Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Mevzuatı, çok sınırlı istisnalar haricinde, halka açık firmalara kendi hisselerini geri satın alma hakkı tanımazken; yine SPK mevzuatına göre Türkiye'deki firmalar yılda sadece bir defa temettü dağıtma hakkına sahiptirler. Bu mevzuata göre Türkiye'deki firmalar, hisse senetlerine ilişkin temettüyü kıstelsevm esası uygulanmaksızın hesap dönemi sonu itibariyle mevcut hisselerin tümüne ve bunların iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit şekilde dağıtabilmektedirler[158].

1982-1994 döneminde SPK'ya tabi halka açık anonim ortaklıklar, dağıtılabilir karlarının en az %50'sini birinci temettü adı altında ve nakit olarak yılın ilk dokuz ayı içerisinde paydaşlarına dağıtmakla yükümlüydüler[159]. 13 Kasım 2001 tarihinde yürürlüğe giren son düzenlemenin ardından ise, hesap dönemi karından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir karın en az %20'si birinci temettü olarak dağıtılmaktadır[160]. Bu alanda halka açık anonim ortaklıklara[*], borsada işlem görmesi ve görmemesine bağlı olarak farklı yükümlülükler getirilmiştir. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklar için birinci temettünün nakden dağıtılması esastır. Bu ortaklıklardan ancak bağımsız denetim muafiyetine girmeyenler, birinci temettülerini nakden ya da hisse senedi şeklinde dağıtabilmektedirler[161].

Hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıklar ise birinci temettüyü nakit, bedelsiz hisse senedi ya da bir kısmı nakit bir kısmı bedelsiz

---

[157] Cahit Adaoğlu, "Yasal Düzenlemelerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Şirketlerinin Temettü Politikalarına Etkisi," **İMKB Dergisi**, Cilt: 3, Sayı: 11, Temmuz-Ağustos-Eylül 1999, s. 5.

[158] Sermaye Piyasası Kurulu, Seri: IV, no: 15, der. Gürel Konuralp, **Sermaye Piyasaları: Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, Genişletilmiş ve Gözden Geçirilmiş 2. baskı, İstanbul, Alfa Yayınları, 2005, s. 41.

[*] 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3.üncü maddesine göre pay sayısı 250'yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır, ve bu ortaklıklar halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olurlar.

[159] Adaoğlu, a.g.e., s. 3.

[160] Sermaye Piyasası Kurulu, Seri: IV, No: 27, Madde: 4-5, http/www.spk.gov.tr/mevzuat/html/bolum_3/3_1_11_seriv_no27.htm, (13 Kasım 2001 tarihli ve 24582 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.)

[161] Konuralp, a.g.e., s. 41.

hisse senedi olarak dağıtma konusunda serbesttirler[162]. Temettü dağıtımının, borsada işlem gören ve görmeyen tüm halka açık anonim ortaklıklarda, hesap dönemini izleyen beşinci ayın sonuna kadar tamamlanması gerekmektedir[163].

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 15. maddesinde 4487 sayılı kanunla yapılan değişiklikle, Türkiye'deki firmalara üçer aylık hesap dönemleri itibariyle "temettü avansı" dağıtma hakkı tanınmıştır. Temettü avansı, hesap dönemi sona ermeden önce, her paya karşılık ileride düşecek temettüye mahsuben yapılan avans niteliğinde bir ödemedir[164]. Temettü avansı uygulamasıyla ilgili düzenlemenin temel özellikleri şöyle sıralanabilmektedir[165]:

1) Halka açık anonim ortaklıklar (borsada işlem gören ve görmeyen) üçer aylık dönemler itibariyle hazırladıkları ve bağımsız sınırlı denetimden geçmiş ara mali tablolarında yer alan karları üzerinden "nakit" temettü avansı dağıtabilirler,
2) Dağıtılacak temettü avansı, ara dönem karından kanunlara ve esas sözleşmeye göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve geçmiş yıl zararlarının tamamı düşüldükten sonra kalan kısmın yarısını geçemez,
3) Dağıtılacak temettü avansı, bir önceki yılın net karının yarısını geçemez,
4) İmtiyazlı pay sahiplerine temettü avansı dağıtılamaz.

Amerika ve Avrupa'daki birçok ülkenin sermaye pazarları mevzuatlarında firmalara çeyreksel temettü dağıtma hakkı tanındığı gibi, temettü

---

[162] Sermaye Piyasası Kurulu, Seri: IV, No: 27, Madde: 4-5, http/www.spk.gov.tr/mevzuat/html/bolum_3/3_1_11_seriv_no27.htm, (13 Kasım 2001 tarihli ve 24582 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.)

[163] Sermaye Piyasası Kurulu, Seri: IV, No: 27, Madde: 6, http/www.spk.gov.tr/mevzuat/html/bolum_3/3_1_11_seriv_no27.htm, (13 Kasım 2001 tarihli ve 24582 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.)

[164] Aynur Korgun, "Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri," **Araştırma Raporu**, sayı: 14-12/6-4, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, 1999, s. 20.

[165] Sermaye Piyasası Kurulu, Seri: IV, No: 27, Madde: 6-7-8-9-10-11-12-13-14-15-16-17-18-19-20-21-22, http/www.spk.gov.tr/mevzuat/html/bolum_3/3_1_11_seriv_no27.htm, (13 Kasım 2001 tarihli ve 24582 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.)

avansı düzenlemesiyle birlikte, Türkiye'de de firmalara bu yönde bir hak tanınmıştır.

2.2. LINTNER YAKLAŞIMI

Temettü (bundan sonra aksi belirtilmedikçe "nakit temettü" anlamında kullanılacaktır) politikası kararlarıyla ilgili ilk organize çalışmalardan olan Lintner[166]'in araştırması, firmaların temettü dağıtım politikalarıyla ilgili kararlarında hangi etmenlerin rol oynadığını ortaya koymayı amaçlamıştır. Araştırmanın ilk bölümü, firmaların temettü dağıtım kararları üzerinde belirleyici konumda bulunan üst düzey yöneticilerle yapılan mülakatları ve alınan cevapların yorumlarını kapsarken, ikinci bölümü de, ilk bölümdeki bulgular çerçevesinde kurgulanan matematiksel modelin istatistiksel testini içermektedir. Çalışmanın ilk bölümünün temel bulguları aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

1) Firma yöneticilerinin büyük ölçüde ortak görüşü, firmaların temettü politikalarının belirlenmesinin, üst düzey yöneticilerin temel görevleri arasında bulunduğu yönündedir; ve firmaların çok büyük bir bölümünün belirli hedef temettü dağıtım oranları bulunmaktadır,
2) Firma yöneticilerinin büyük ölçüde ortak görüşü, sermaye pazarlarının firmaların düzenli temettü ödemesi yapmalarına büyük önem verdiği yönündedir,
3) Firma yöneticileri, düzenli temettü ödemesi yapan firmaların hisse senetlerinin, düzenli temettü dağıtımı yapmayan firmaların hisse senetlerine kıyasla primle işlem göreceğine inanmaktadır,
4) Firma yöneticileri, başlangıçta fazla iddialı olmayan hedef temettü dağıtım oranları belirlemekte, ve bu hedefe büyük ölçüde bağlı kalmaya çalışmaktadır,
5) Firma yöneticileri, temettü dağıtım oranlarındaki değişimlerin, dağıtılan temettünün mutlak değerinden daha önemli olduğuna inanmaktadır,

6) Firma yöneticileri, ileriki dönemlerde sürdürülebileceğine tam olarak inanmadıkları cari dönem kar artışlarını, temettü dağıtım oranlarına yansıtmamaya meyillidir,
7) Firma yöneticilerinin, mevcut temettü dağıtım oranlarında değişikliğe gitmek için aradığı güçlü sebepler arasında en önemlisi karlılıktaki değişimdir. Bu kriteri büyüme fırsatları, yatırım olanakları, işletme sermayesi ihtiyacı ve içsel kaynaklar izlemektedir,
8) Firma yöneticileri, mevcut temettü dağıtım oranlarında artış yapılması gerektiğine ikna olduklarında, bu artışı uzun vadeye yayarak başlangıçta sadece küçük oranlarda artışlar yapmayı yeğlemektedir,
9) Firma yöneticileri, temettü dağıtım oranlarında mümkün olduğunca azalışa gitmemek yönünde tercih kullanmaktadır,
10) Firma yöneticileri, içsel nakit akışlarının temettü ödemelerini ve yatırım fırsatlarını birlikte karşılamaya yeterli olmadığı durumlarda, yatırım fırsatlarını yeni baştan değerlendirmeye almaya ve yatırımların firma için gerçekten gerekli olduğuna inandıkları durumlarda temettü ödemelerini azaltmak yerine dışsal finansman olanaklarını değerlendirmeye meyilli olmaktadır.

Dolayısıyla, Lintner[167]'in araştırmasının bulgularına göre temettü dağıtım oranları firma yöneticileri açısından, yatırımlara ya da nakit akışlarına bağlı bir değişken olmaktan daha çok onları açıklayan bir etmen konumundadır.

Araştırmasının ilk bölümünün bulguları neticesinde Lintner[168], ikinci bölümde de firma yöneticilerinin temettü dağıtım kararlarını açıkladığını düşündüğü matematiksel bir model kurarak bu modelin istatistiksel testini yapmıştır:

---

[166] Lintner, a.g.e., s. 97-113.
[167] Lintner, a.g.e., s. 97-113.
[168] Lintner, a.g.e., s. 97-113.

$$D_{it} - D_{i(t-1)} = a_i + c_i (D^*_{it} - D_{i(t-1)} + u_{it}$$

D = Temettü / Net Kar,

c = Temettü dağıtım oranındaki değişim katsayısı,

$D^* = rP$,

r = Hedef temettü dağıtım oranı,

P = Cari dönem net karı.

Regresyon çalışmasının sonuçları, kurgulanan modelin firmaların temettü dağıtım kararlarını açıklayıcı gücü olduğunu ortaya koymaktadır. Zira model, firmaların yıllık temettü değişimlerini %85 oranında açıklayabilmektedir. Diğer yandan, "a" teriminin pozitif çıkması, karlılığın düştüğü dönemlerde firma yöneticilerinin temettü dağıtımında azaltıma gitmeye meyilli olmadıkları görüşünü teyit etmektedir.

Fama ve Babiak[169]'ın çalışmasında da temettü dağıtım oranları, geçmiş karlılık, mevcut karlılık ve gelecekteki karlılık beklentisinin bir fonksiyonu olarak açıklanabilmektedir. Firmaların yatırım ve temettü kararlarının birbirleriyle ne derece ilintili olduğunu analiz eden Fama[170]'nın araştırmasının bulgularına göre ise yatırımlar temettü dağıtımlarının bir fonksiyonu değildir. Zira firmalar her ne kadar temettü dağıtım politikalarından taviz vermeye meyilli olmasalar da, dışsal finansman olanaklarının geniş olması, firmaların pozitif NBD'ye sahip projelerden vazgeçmelerini önleyebilmektedir.

[169] Eugene F. Fama ve Harvey Babiak, "Dividend Policy: An Empirical Analysis," **Journal of American Statistical Association** 63, 1968, s. 1132-1161.

[170] Eugene F. Fama, "The Empirical Relationship between the Dividend and Investment Decisions of Firms," **American Economic Review** 64, 1974, s. 304-318.

2.3. GORDON YAKLAŞIMI

Temettü politikası teorisiyle ilgili yapılan ilk ampirik çalışmalardan bazıları, "eldeki kuş" (bird-in-the-hand) şeklinde de anılan yaklaşımdan yola çıkarak temettünün sermaye kazancına kıyasla üstün olduğunu; zira sermaye kazancı üzerindeki belirsizliğin temettüde bulunmadığını savunmuşlardır[171]. Dolayısıyla, bu görüş sermaye pazarlarının temettüyü dağıtılmayan karlara nazaran üstün gördüğünü ve yatırımcıların yüksek oranda temettü dağıtan firmaların hisse senetlerini tercih ettiğini savunmaktadır. Nitekim, bu görüşe göre firmalar tarafından paydaşlarına yüksek oranlarda temettü dağıtılması, paydaşların menfaatine bir durum ortaya çıkarmaktadır. Bu görüşün destek kazanmaya başlamasıyla birlikte firma değerleme çalışmalarında temettünün kullanımı gittikçe daha fazla ağırlık kazanan bir uygulama haline gelmiştir[172].

Gordon[173] tarafından organize bir şekilde ortaya konan temettü akışlarını indirgeme modeli (dividend discount model – DDM), ana hatlarıyla aşağıdaki şekilde özetlenebilmektedir[174]:

Hisse senedinin bugün olması gereken değeri, hisse senedinin elde tutulduğu dönem içerisinde elde edilecek temettü gelirlerinin bugünkü değeri ile, hisse senedinin dönem sonunda beklenen elden çıkarma fiyatının bugünkü değerinin toplamı olarak ifade edilebilmektedir:

$$V_0 = ((D_1 / (1+ k)) + ((P_1 / (1 + k))$$

V_0 = Hisse senedinin bugün olması gereken değeri,

---

[171] Clendenin ve Cleave, a.g.e., s. 365-376; Graham ve Dodd, a.g.e., s. 433.
[172] Frankfurter ve Wood, a.g.e., s. 72.
[173] Myron J. Gordon, "Dividends, Earnings, and Stock Prices," **The Review of Economics and Statistics** 41, 1959, s. 99-105; Myron J. Gordon, "The Savings, Investment and Valuation of a Corporation," **The Review of Economics and Statistics** 44, 1962, s. 37-51; Myron J. Gordon, "Optimal Investment and Financing Policy," **The Theory of Business Finance: A Book of Readings**, 3. baskı, ABD, Macmillan Publishing Co., Inc., der. Stephen H. Archer, Charles A. D'Ambrosio, 1983, s. 622-629.
[174] Frank K. Reilly ve Keith C. Brown, **Investment Analysis and Portfolio Management**, The Dryden Press, ABD, 5. baskı, 1997, s. 437-445; Zvi Bodie, Alex Kane ve Alan J. Marcus, **Investments**, McGraw-Hill Inc., ABD, 3. baskı, 1996, s. 524-528.

D_1 = Hisse senedinden dönem içerisinde elde edilmesi beklenen temettü geliri,
P_1 = Hisse senedinin dönem sonunda beklenen elden çıkarma fiyatı,
k = Hisse senedinden beklenen getiri oranı.

Hisse senedinin dönem sonunda beklenen elden çıkarma fiyatı olan P_1 ise aşağıdaki şekilde hesaplanabilmektedir:

$$V_1 = ((D_2 / (1+ k)) + ((P_2 / (1 + k))$$

P_1'in yerine, V_0 denkleminin içerisine V_1 yerleştirildiğinde:

$$V_0 = ((D_1 / (1+ k)) + ((D_2 + P_2)/ (1 + k)^2)$$

halini almaktadır. Dolayısıyla 'n' dönem elde tutulacak bir hissenin bugün olması gereken değerini veren denklem:

$$V_0 = ((D_1 / (1+ k)) + ((D_2 / (1+ k)^2) + \ldots\ldots\ldots\ldots + ((D_n + P_n)/ (1 + k)^n)$$

şeklinde ifade edilebilmektedir. Firmanın ömrünün sonsuz olduğu varsayımından hareketle, diğer bir ifadeyle n sonsuza giderken, denklemdeki son terim olan $((D_n + P_n)/ (1 + k)^n)$'nin değeri de, paydanın değeri sonsuz derecede büyüyeceğinden sıfıra yaklaşmaktadır. Dolayısıyla, firmanın ömrünün sonsuz olduğu ve paydaşlarına sabit oranda (g) artan bir şekilde temettü dağıtacağı varsayıldığında denklem:

$$V_0 = (((D_0 * (1 + g)^1) / (1+ k)^1)) + (((D_0 * (1 + g)^2) / (1+ k)^2)) + \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots + (((D_0 * (1 + g)^n) / (1+ k)^n))$$

halini almaktadır (denklem a). Denklem 'a'nın sağ tarafı, D_0 dışarı alınacak şekilde yeniden düzenlendiğinde:

$$V_0 = D_0 * [((1 + g)^1 / (1+ k)^1) + ((1 + g)^2 / (1+ k)^2) + \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots + ((1 + g)^n / (1+ k)^n)]$$

elde edilmektedir. Denklem 'a'nın her iki tarafı da [(1 + k) / (1+ g)] ile çarpıldığında:

$$[(1 + k) / (1+ g)] * V_0 = D_0 * [1 + ((1 + g)^1 / (1+ k)^1) + ((1 + g)^2 / (1+ k)^2) + \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots + ((1 + g)^{n-1} / (1+ k)^{n-1})$$

halini almaktadır (denklem b). Denklem 'b'den denklem 'a' çıkarılıp basitleştirildiğinde:

$$V_0 = D_1 / (k - g)$$

eşitliğine ulaşılmaktadır. Bu eşitlik, sabit büyüme varsayımı altında temettü akışlarını bugüne indirgeme modelini vermekte ve Myron J. Gordon tarafından organize bir şekilde ortaya konulduğundan "Gordon Modeli" olarak adlandırılmaktadır[175].

"Eldeki kuş" (bird-in-the-hand) şeklinde de anılan yaklaşımın savunucuları, firmaların birincil hedeflerinin paydaşlarına yüksek oranda temettü ödemek olması gerektiğini öne sürmüşlerdir[176]. Bu görüşe göre yakın dönemli temettü gelirlerinin tahmini, uzak dönemde ödenmesi beklenen temettülere kıyasla daha kolaydır; zira kısa dönemde belirsizlik daha azdır. Yatırımcılar da belirsizlikten hoşlanmadıklarından, ileride yüksek oranda temettü ödemeyi vaadederek bugün düşük miktarda temettü dağıtan firmaların hisselerini tercih etmemekte; dolayısıyla da düşük temettü ödeyen firmaların hisse senetleri, yüksek

[175] Bodie, Kane ve Marcus, a.g.e., s. 526; Reilly ve Brown, a.g.e., s. 458-459.
[176] Clendenin ve Cleave, a.g.e., s. 365-376; Graham ve Dodd, a.g.e., s. 433.

oranda temettü ödeyen hisse senetlerine kıyasla, iskontolu fiyatlarla işlem görmektedir. Auerbach[177]'a göre ise yeniden yatırıma yönlendirilmek üzere firma bünyesinde bırakılan dört birim kar ile, paydaşlara bugün dağıtılan bir birim temettünün, firmanın hisse senedi fiyatı üzerindeki bugünkü etkisi aynı olmaktadır. Zira, "eldeki kuş" şeklinde anılan yaklaşımın savunucularına göre eldeki bir kuşun değeri çalılıkların arasındaki birkaç kuşun değerinden fazladır. Bu yaklaşıma göre bugün ödenen temettü paydaşlar açısından "eldeki kuş"tur, zira üzerinde herhangi bir belirsizlik taşımamaktadır. Firmanın gelecekteki getirilerinin ve hisse senedi değer artışlarının üzerinde ise önemli belirsizlikler bulunmaktadır.

2.4. MODIGLIANI VE MILLER'IN TEMETTÜ İLİNTİSİZLİĞİ YAKLAŞIMI (DIVIDEND-IRRELEVANCE PROPOSITION)

1958 yılındaki çalışmalarında, belirli bazı basitleştirici varsayımlar altında, bir firmanın sermaye maliyeti ve pazar değerinin, firmanın sermaye yapısından bağımsız olduğunu savunan MM[178], 1961 yılındaki araştırmalarında da, yine bir takım basitleştirici varsayımların bulunduğu bir ortamda, bir firmanın temettü politikası ile pazar değerinin birbirlerinden bağımsız olması gerektiğini öne sürmüşlerdir[179]. Zira, MM[180]'nin temettü ilintisizliği yaklaşımına (dividend-irrelevance proposition) göre, sağlanacak gelirlerin temettü şeklinde olması ya da hisse senetlerinin değerinin artması neticesinde sermaye kazancı şeklinde olması yatırımcılar açısından fark yaratmamaktadır. MM'nin çalışmalarında kullandıkları basitleştirici varsayımlar aşağıdaki şekilde özetlenebilmektedir[181]:

> Sermaye pazarları etkindir ve tam rekabet koşulları geçerlidir. Diğer bir ifadeyle, sermaye pazarları ile ilgili tüm bilgiler herhangi bir ücrete tabi olmadan ve tam olarak herkese sağlanmakta, pazarda işlem

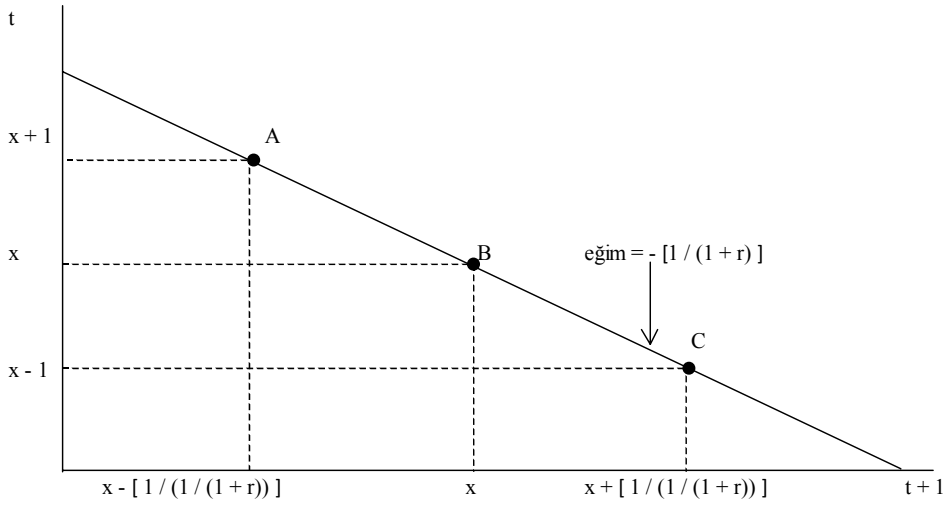
[177] Alan J. Auerbach, "Share Valuation and Corporate Equity Policy," **Journal of Public Economics** 12, s. 291-305.
[178] Franco Modigliani ve Merton H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," **The American Economic Review** 48, 1958, s. 261-297.
[179] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 411-433.
[180] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 411-433.
[181] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 411-433.

maliyetleri bulunmamakta, hiçbir yatırımcının pazar yapıcısı olarak fiyatları etkileyebilecek ölçüde etkisi bulunmamakta ve tüm finansal varlıklar sonsuz parçaya bölünebilinerek istenildiği zaman alınıp satılabilmektedir. Tüm yatırımcılar rasyonel davranmakta ve firmanın gelecekteki performansıyla ilgili tam ve aynı beklentiye sahip bulunmaktadır. Firmalar, eşit risk ve getiri sınıflarına göre gruplandırılabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, belirli bir risk sınıfına mensup firmalar, hem aynı getiri beklentisi hem de getiri beklentilerinin aynı olasılık dağılımına sahip olduklarından birbirleriyle tam olarak denkleştirilebilirler. Tüm birey ve firmaların borçlanma maliyetleri ve borç verirken aldıkları faiz oranları eşittir. Kurumlar vergisi, gelir vergisi ve sermaye kazancı vergisi bulunmamaktadır.

Yukarıdaki varsayımlar altında, yatırımcılar elde edecekleri gelirlerin temettü kazancı veya sermaye karı olması konusunda kayıtsızdırlar[182]. Zira yatırımcılar, istedikleri zaman istedikleri boyutta hisse senedini sermaye pazarlarında alıp satarak kendilerine nakit akışı sağlama imkanına sahiptirler. Aşağıdaki şekilde, A, B ve C olarak temsil edilen ve temettü politikaları haricinde farkları bulunmayan üç firmanın paydaşlarının, firma yöneticilerinin belirledikleri temettü politikalarından bağımsız ve sadece kendi insiyatiflerine bağlı olarak her dönemde aynı nakit akışını sağlayabildikleri gösterilmektedir[183]:

[182] Akgüç, a.g.e., s. 781.

Şekil 16: Temettü Politikası İle Paydaşların Serveti Arasındaki İlişki



x = Temettü

r = Beklenen getiri oranı

1) Temettü dağıtım politikası B noktasıyla temsil edilen firmanın paydaşları hem 't' hem de 't + 1' dönemlerinde 'x' birim temettü almaktadır.
2) Temettü dağıtım politikası A noktasıyla temsil edilen ve 't' döneminde 'x + 1' birim ve 't + 1' döneminde 'x – [1 / (1 / (1 + r))]' birim temettü ödeyen bir firmanın paydaşları, 't' tarihinde 'x + 1' birim yerine 'x' birim nakit akışına ihtiyaç duyduklarında, ihtiyaç duymadıkları 1 birim nakit kaynak ile firmanın hissesini satın alabilmekte, böylelikle de 't +1' tarihinde ellerine geçen temettü miktarı [1 / (1 / (1 + r))] birim artmaktadır. Netice itibariyle, firmanın paydaşlarının her iki tarihte de ellerine geçen nakit akışı 'x' birim olmaktadır.

[183] Ross, Westerfield ve Jaffe, a.g.e., s. 487'den faydalanılarak türetilmiştir.

3) Temettü dağıtım politikası C noktasıyla temsil edilen ve 't' döneminde 'x - 1' birim ve 't + 1' döneminde 'x + [1 / (1 / (1 + r))]' birim temettü ödeyen bir firmanın paydaşları, 't' tarihinde 'x - 1' birim yerine 'x' birim nakit akışına ihtiyaç duyduklarında, ihtiyaçları bulunan ilave 1 birim nakit kaynağı yaratmak için firmanın hissesini satabilmekte, böylelikle de 't +1' tarihinde ellerine geçecek temettü miktarı [1 / (1 / (1 + r))] birim azalmaktadır. Netice itibariyle, firmanın paydaşlarının her iki tarihte de ellerine geçen nakit akışı 'x' birim olmaktadır.

Diğer bir ifadeyle, firmanın pozitif NBD'ye sahip tüm yatırım fırsatlarını değerlendirdiği ve dışsal finansman sağlamanın mümkün olduğu bir ortamda, temettü politikası ile firmanın değeri ve paydaşların serveti arasında bir ilişki bulunmamaktadır. Zira temettü politikaları, firmaların beklenen nakit akışlarını ya da sermaye maliyetlerini etkilememektedir. Dolayısıyla, bu görüşe göre firma yöneticilerinin paydaşlarının servetlerini en çoklamak adına sistematik bir temettü politikası arayışı içerisinde olmaları gereksizdir. MM[184], temettü gelirleri üzerindeki vergi oranlarının, sermaye kazançları üzerindeki vergi oranlarından fazla olmasının ise firmaları temettü ödememeye teşvik edecek önemli bir neden oluşturabileceğini öne sürmüşlerdir. Diğer yandan, yüksek oranda temettü ödeyen firmaların hisse senetlerinin, düşük oranda temettü dağıtan firmaların hisse senetlerine nazaran primle işlem görmesi gerektiğini gösteren çok sayıda araştırma olmasının[185], sistemik olarak rasyonellikten uzaklaşıldığı (systematic irrationality) şeklinde yorumlanabileceğini savunmuşlardır.

Çalışmalarının son bölümünde MM[186], temettü dağıtım kararlarının yalnızca sermaye pazarlarına yeni bilgi aktardığı taktirde önemi olduğunu öne sürmektedir. Zira, firmaların uzun dönemli temettü dağıtım oranı hedefleri bulunduğu varsayımı altında, dağıtılan temettülerde değişiklik olması, sermaye pazarlarına, yöneticilerin firma ile ilgili gelecekte bekledikleri nakit akışlarında

[184] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 411-433.
[185] Clendenin ve Cleave, a.g.e., s. 365-376; Auerbach, a.g.e., s. 291-305; Gordon, a.g.e., s. 99-105.
[186] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 411-433.

değişiklik olduğunun işaretini verebilmektedir[187]. Fakat bu durumda bile hisse senetlerindeki fiyat değişikliklerinin arkasında yatan asıl sebep, dağıtılan temettü oranlarının farklılaşması değil, firma ile ilgili gelecekteki getiri beklentilerinin değişikliğe uğramasıdır[188].

2.5. SİMETRİK BİLGİ VE VERGİ YAKLAŞIMI

Belirli bazı basitleştirici varsayımlar altında temettü politikası ile sermaye maliyeti ve firma değerinin bağımsız olduğunu savunan MM[189]'nin çalışmasının ardından, vergilerin de dikkate alındığı durumda firmaların temettü politikası kararlarının nasıl oluştuğu da çok sayıda araştırmanın konusunu oluşturmuştur. Vergilerin dikkate alınmasının yatırımcıların serveti üzerinde başlıca iki şekilde etkisi olabilmektedir. Bunlardan birincisi, temettü gelirleri üzerindeki vergi oranlarının sermaye kazançları üzerindeki vergi oranlarından farklı ve genellikle yüksek olabilmesidir. İkincisi de, temettü üzerindeki gelir vergilerinin temettünün elde edildiği dönemde tahsil edilmesi; sermaye kazançları üzerindeki vergilerin ise genellikle sermaye kazancının nakde dönüştüğü dönemde alınmasıdır. Diğer bir ifadeyle, hisse senetleri elden çıkarılmadığı müddetçe, meydana gelen sermaye kazancı üzerinden vergi tahsil edilmemektedir. Bu durum hem yatırımcıların vergi yönetimi yapabilmelerine olanak tanımakta, hem de ödenecek vergilerin ötelenebilmesi imkanını sağlayarak bugünkü değerlerinin gerilemesini mümkün kılmaktadır.

Rasyonel yatırımcıların vergi sonrası gelirlerini en çoklamak amacını güdeceği varsayımından hareketle Farrar ve Selwyn[190], temettü üzerindeki gelir vergisi oranının sermaye kazancı üzerindeki vergi oranından yüksek olması durumunda, yatırımcıların sermaye kazancını temettü gelirine tercih edeceklerini savunmuşlardır. Zira, tercih edilen gelir şekli, üzerinden daha az vergi ödenecek seçenek olacaktır. Netice itibariyle Farrar ve Selwyn[191], temettü üzerindeki gelir

[187] Lintner, a.g.e., s. 97-113.
[188] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 411-433.
[189] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 411-433.
[190] Donald E. Farrar ve Lee L. Selwyn, "Taxes, corporate financial policy and return to investors," **National Tax Journal** 20, 1967, s. 444-462.
[191] Farrar ve Selwyn, a.g.e., s. 444.462.

vergisi oranının sermaye kazancı üzerindeki vergi oranından fazla olması durumunda, firmaların sıfır temettü dağıtımı yapmalarının paydaşların menfaatine bir durum oluşturacağını öne sürmüşlerdir.

Temettü dağıtım oranları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi analiz eden Brennan[192]'a göre, vergi öncesi hisse senedi getirileriyle temettü dağıtım oranları arasında pozitif ve doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Zira rasyonel yatırımcılar, yüksek oranda temettü dağıtan firmaların hisse senetlerinden vergi dezavantajı nedeniyle daha yüksek getiri beklentisi içerisinde olacaklardır. Dolayısıyla, bu görüşe göre yüksek oranda temettü dağıtan firmaların hisse senetleri, düşük oranda temettü dağıtan firmaların hisse senetlerine kıyasla, diğer herşey aynı olmak kaydıyla, iskontolu işlem görecektir.

Temettü gelirleri üzerindeki vergi oranlarıyla sermaye kazançları üzerindeki vergi oranlarının farklılığının hisse senedi fiyatlarına etkisini analiz ettikleri çalışmada Elton ve Gruber[193], kuponlu ve kuponsuz tarihlerde (ex-dividend day) hisse senedi fiyatlarındaki değişimleri incelemişlerdir. Bu iki tarih arasındaki hisse senedi fiyat hareketlerinin incelenmesi, bir birim temettü ile bir birim sermaye kazancının paydaşların serveti üzerindeki etkisinin analiz edilmesi amacını taşımaktadır. Zira kuponsuz tarihten bir gün önce satın alınan hisse senetleri üzerinde temettü hakkı bulunmakta, kuponsuz tarihte satın alınan hisse senetleri üzerinde ise temettü hakkı kalmamaktadır. Dolayısıyla, hisse senedi fiyatlarının kuponsuz tarihte, bir gün önceye kıyasla gerilemesi doğaldır. Rasyonel yatırımcıların, vergi sonrası gelirlerini en çoklamak amacını güttükleri varsayımından yola çıkan Elton ve Gruber, teste tabi tuttukları modellerini aşağıdaki şekilde kurgulamışlardır[194]:

$$P_B - t_c (P_B - P_C) = P_A - t_c (P_A - P_C) + D (1 - t_o)$$

denklem yeni baştan düzenlenerek basitleştirildiğinde:

[192] Michael J. Brennan, "Taxes, Market Valuation, and Corporate Financial Policy," **National Tax Journal** 23, 1970, s. 417-429.
[193] Edvin J. Elton ve Martin J. Gruber, "Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect," **The Review of Economics and Statistics** 52, 1970, s. 68-74.
[194] Elton ve Gruber, a.g.e., s. 68-74.

$$(P_B - P_A) / D = (1 - t_o) / (1 - t_c)$$

şeklini almaktadır.

P_B = Kuponsuz tarihten bir gün önceki hisse senedi kapanış fiyatı,
P_A = Kuponsuz tarihteki hisse senedi kapanış fiyatı,
P_C = İlk satın alındığında hisse senedinin fiyatı,
t_o = Temettü gelirleri üzerinden alınan gelir vergisi oranı,
t_c = Sermaye kazançları üzerinden alınan vergi oranı,
D = Hisse senedi başına dağıtılan temettü miktarı.

1 Nisan 1966 ile 31 Mart 1967 arasında New York Stock Exchange'deki tüm hisse senetlerinin kuponsuz tarihteki ve kuponsuz tarihten bir gün önceki kapanış fiyatlarının incelendiği çalışma, hisse senetlerinde kuponsuz tarihlerde meydana gelen fiyat gerilemelerinin, hisse senedi başına yapılan temettü ödemelerinin boyutundan düşük olduğunu ortaya koymuştur. Diğer yandan, hisse başına temettü oranı arttıkça, hisse senedi fiyat değişimiyle hisse senedi başına ödenen temettünün boyutu arasındaki fark da fazlalaşmaktadır. Analizin bulguları, vergi oranlarındaki farklılık nedeniyle yatırımcıların sermaye kazançlarını temettü kazançlarına tercih ettikleri hipotezini destekler şeklinde yorumlanmıştır.

Hisse senedi şeklinde temettü dağıtımı ve nakit temettü dağıtımının hisse senetleri üzerindeki etkilerini analiz eden Poterba[195]'nın çalışmasının bulguları, hisse senedi şeklinde yapılan temettü dağıtımlarında, kuponsuz tarihteki hisse senedi fiyat gerilemelerinin hisse senedi başına dağıtılan hisse temettü ile aynı olduğunu; diğer yandan nakit temettü ödemelerinde, kuponsuz tarihteki fiyat gerilemelerinin hisse senedi başına yapılan temettü ödemelerinden daha düşük olduğunu ortaya koymuştur. Dolayısıyla, Poterba[196]'nın çalışmasının sonuçları,

[195] James M. Poterba, "The market Valuation of Cash Dividends: The Citizens Utilities Case Reconsidered," **Journal of Financial Economics** 15, 1986, s. 395-406.
[196] Poterba, a.g.e., s. 395-406.

vergi oranlarındaki farklılık nedeniyle yatırımcıların sermaye kazançlarını temettü kazançlarına tercih ettikleri hipotezini ve Elton ve Gruber[197]'in çalışmasının bulgularını destekler niteliktedir.

Elton ve Gruber[198]'in modeli üzerine yapılan araştırmalardan bir diğeri, vergi düzenlemelerindeki değişikliklerin, kuponsuz tarihteki hisse senedi fiyat hareketleri üzerindeki etkilerini analiz eden Barclay[199]'in çalışmasıdır. New York Stock Exchange'de 1900-1910 arasında işlem gören 146 firmanın dahil edildiği araştırmanın bulguları, temettü gelirleri ile sermaye kazançlarının vergilendirilmesinde fark bulunmayan dönemde, hisse senedi fiyatlarının kuponsuz tarihte tam olarak hisse senedi başına temettü miktarı kadar gerilediğini; temettü gelirlerinin sermaye kazançlarına nazaran daha yüksek vergi oranına tabi tutulduğu dönemde ise hisse senedi fiyatlarındaki gerilemelerin ödenen temettünün boyutundan daha az olmaya başladığını ortaya koymaktadır. Bu sonuçlar, yatırımcıların tercihlerinin vergi oranlarındaki değişimleri yansıtacak biçimde yeni baştan şekillendiği şeklinde yorumlanmıştır; ve araştırmanın bulgularının Elton ve Gruber[200]'in çalışmasındaki bulguları destekler nitelikte olduğu ifade edilmiştir.

1988 yılında İngiltere'de, temettü gelirleri ve sermaye kazançları arasındaki vergi oranı farklılıklarını azaltan vergi düzenlemesi değişikliklerinin, kuponsuz tarihte hisse senedi fiyat hareketleri üzerindeki etkilerini inceleyen Lasfer[201]'in çalışmasında, 1988 öncesi dönemde kuponsuz tarihteki hisse senedi getirilerinin pozitif olduğu, 1988 sonrası dönemde ise bu tür pozitif getirilerin azaldığı gözlemlenmiştir. Bu sonuçlar neticesinde Lasfer[202], vergi düzenlemelerinin yatırımcıların hisse senedi tercihleri üzerinde önemli rol oynadığını öne sürmüştür.

---

[197] Elton ve Gruber, a.g.e., 68-74.
[198] Elton ve Gruber, a.g.e., 68-74.
[199] Michael J. Barclay, "Dividends, Taxes, and Common Stock Prices: The Ex-Dividend Day Behavior of Common Stock Prices Before the Income Tax," **Journal of Financial Economics** 19, 1987, s. 31-44.
[200] Elton ve Gruber, a.g.e., 68-74.
[201] Ameziane M. Lasfer, "Ex-Day Behavior: Tax or Short-Term Trading Effects," **Journal of Finance**, 1995, s. 875-897.
[202] Lasfer, a.g.e., 875-897.

Lasfer[203]'in FTSE'de işlem gören hisse senetleri üzerine yaptığı diğer bir çalışmaya göre de, kurumlar vergisi ve gelir vergileri, İngiltere'deki firmaların temettü dağıtım kararları ve kuponsuz tarihteki hisse senedi fiyat hareketleri üzerinde etkili olmaktadır. Bu araştırmaya göre İngiltere'de firma yöneticileri, temettü dağıtım oranlarını belirlerlerken hem kurumlar vergisini hem de paydaşlarının gelir vergisi sonrasındaki getirilerini dikkate almaktadır. Kuponsuz tarihteki hisse senedi fiyat gerilemelerinin hisse senedi başına dağıtılan temettü miktarından az olmasının vergilerden kaynaklandığı savunulmuştur; ve araştırmanın bulguları Elton ve Gruber[204]'in çalışmasındaki bulguları destekler nitelikte olmuştur.

Diğer yandan, vergi farklılıklarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini inceleyen pek çok çalışmanın sonuçları da farklı yönde bulgular ortaya koymuştur. Nitekim, işlem maliyetlerinin olanak verdiği bir ortamda Kalay[205], vergi farklılıkları nedeniyle kuponsuz tarihte hisse senedi fiyatlarında meydana gelen düşüşlerin hisse senedi başına temettü dağıtımından az olmasının, kısa vadeli düşünen yatırımcılar için fırsat yaratacağını savunmuştur. Zira, hisse senedini kuponsuz tarihten bir gün önce satın alıp kuponsuz günde satan yatırımcı, sermaye zararını vergiden düşerken, temettü kazancı üzerinden vergi ödeyecek; dolayısıyla da nette ödeyeceği vergi, temettü kazancı ile sermaye zararı arasındaki farkın, yatırımcının kişşisel gelir vergisi oranıyla çarpımı kadar olacaktır. Nitekim Kalay[206]'a göre bu durum, temettü gelirleri ile hisse senetlerindeki fiyat gerilemeleri arasındaki farkın kapanmasına yol açacaktır.

Nitekim, Karpoff ve Walkling[207]'in konuyla ilgili yaptıkları çalışmada, yüksek oranda temettü dağıtan firmaların hisselerinde, kuponsuz tarihin öncesi ve sonrasında, temettü getirisi ile hisse senedi fiyat gerilemesi arasındaki farkı ortadan kaldıracak kısa vadeli işlemler olduğu gözlemlenmiştir.

---

[203] Ameziane M. Lasfer, "Tax and dividends: The UK evidence," **Journal of Banking and Finance**, 1996, s. 455-472.
[204] Elton ve Gruber, a.g.e., 68-74.
[205] Avner Kalay, "The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-examination of the Clientele Effect," **Journal of Finance** 37, 1982, s. 1059-1070.
[206] Kalay, a.g.e., s. 1059-1070.
[207] Jonathan M. Karpoff ve Ralph A. Walkling, "Short-term trading around ex-dividend days," **Journal of Financial Economics** 21, 1988, s. 291-298.

Meydana gelen işlem hacminin boyutu ile işlem maliyetlerinin seviyesi arasında da negatif yönde ilişki olduğu ifade edilmiştir.

ABD'de 1986'da yapılan vergi düzenlemelerinin öncesi ve sonrasında kuponsuz tarihteki hisse senedi fiyat hareketlerinin analiz edildiği Michaely[208]'nin çalışmasında, kuponsuz tarihteki hisse senedi fiyat hareketlerinde belirgin herhangi bir değişiklik olmadığı gözlemlenmiştir. Sermaye kazançları ile temettü gelirleri arasındaki vergi oranı farklılıklarını azaltan 1986'daki vergi düzenlemelerinin öncesi ve sonrasında, kuponsuz tarihte hisse senedi fiyat hareketlerinde değişiklik görülmemesi, kısa vadeli işlemler ile fiyat farklılıklarının ortadan kaldırıldığı görüşüne dayandırılmıştır. Neticede bu sonuç, Kalay[209]'ın ve Karpoff ve Walkling[210]'in çalışmalarındaki bulgularla aynı paralelde olup, Barclay[211]'in ve Lasfer[212]'in araştırmalarının bulguları ile çelişmektedir.

Kanada'da vergi düzenlemelerinde 1971 yılında meydana gelen değişikliklerin, kuponsuz tarihteki hisse senedi fiyat hareketleri üzerindeki etkilerini analiz eden çalışmalarında Lakonishok ve Vermaelen[213], temettü gelirleri üzerindeki vergilerin azaltılmasının, kuponsuz tarihteki hisse senedi fiyat hareketleri üzerinde herhangi bir etki yaratmadığını bulgulamışlardır. Toronto Stock Exchange'de 1971 ve 1972 yıllarındaki toplam 1226 gözlemi içeren araştırmanın sonuçları, kuponsuz tarihteki hisse senedi fiyat gerilemelerinin, vergileri de dikkate alır şekilde hisse senedi başına temettü dağıtımından daha az olacağı şeklinde özetlenebilen hipotezle aynı paralelde olmayıp, kısa vadeli işlemler ile fiyat farklılıklarının ortadan kaldırılacağı görüşüyle tutarlı bulunmuştur.

Netice itibariyle, hisse senedi fiyat hareketleri üzerinde vergilerin etkilerini test eden çok sayıda ampirik çalışma neticesinde önemli bulgular ortaya konmuş, fakat araştırmaların sonuçları her zaman aynı doğrultuda olmamış ve

---

[208] Roni Michaely, "Ex-dividend day stock-price behavior: The case of the 1986 Tax Reform Act," **The Journal of Finance** 46, 1991, s. 845-859.
[209] Kalay, a.g.e., s. 1059-1070.
[210] Karpoff ve Walkling, a.g.e., s. 291-298.
[211] Barclay, a.g.e., s. 31-44.
[212] Lasfer, a.g.e., 875-897.
[213] Josef Lakonishok ve Theo Vermaelen, "Tax Reform and Ex-Dividend Day Behavior," **Journal of Finance** 38, 1983, s. 1157-1179.

birbirine karşıt önemli sayıda görüş ortaya çıkmıştır. Temettü politikası kararlarına vergi farklılıkları açısından yaklaşan teori, temettü gelirleri üzerindeki vergi oranlarının sermaye kazançları üzerindeki vergi oranlarından yüksek olması ve sermaye kazançlarından kaynaklanan vergilerin ötelenebilmesi nedeniyle, yatırımcıların yüksek oranda temettü dağıtan firmaların hisse senetlerinden daha yüksek vergi öncesi getiri beklentisi içerisinde olacaklarını öngörmektedir. Fakat çalışmaların sonuçları toplu olarak değerlendirildiğinde görülmektedir ki, temettü üzerindeki gelir vergisi oranı ile sermaye kazancı üzerindeki vergi oranı arasındaki farklılık, hisse senedi fiyatlarını her zaman aynı oranda ya da yönde etkilememektedir. Nitekim, temettü gelirleri üzerindeki gelir vergisi etkisinin, her ne kadar rasyonel bir etken olarak gözükmekte olsa da, temettü politikası kararları üzerindeki dominant etmen olduğunu güçlü bir şekilde öne sürmek ya da savunmak, mevcut araştırmaların bulgularının ışığı altında mümkün değildir.

2.6. ASİMETRİK BİLGİ VE TEMETTÜ VASITASIYLA SERMAYE PAZARLARINA İŞARET VERME (DIVIDEND-SIGNALING) YAKLAŞIMI

MM[214]'nin temettü ilintisizliği yaklaşımı, firmaların mevcut durumlarının ve gelecekleri ile ilgili tüm bilgilerin yöneticiler ve dışsal yatırımcılar arasında tam olarak paylaşıldığı varsayımına dayanmaktadır. Diğer yandan, MM[215]'nin çalışmalarının son bölümünde vurgu yaptıkları "sermaye pazarlarına yeni bilgi aktarma" kriteri, temettü politikası teorisi alanında asimetrik bilgi ortamında temettü dağıtımı vasıtasıyla sermaye pazarlarına işaret verilmesi (dividend-signaling) teorisinin gelişmesine zemin hazırlamıştır. Asimetrik bilgiden yola çıkarak temettü kararlarını açıklamaya çalışan modeller genellikle iki temel varsayıma dayanmaktadır[216]. Bunlardan birincisi, firma yöneticilerinin dışsal yatırımcılara kıyasla, firmanın sahip olduğu varlıkların ve potansiyel yatırım fırsatlarının değeri konusunda daha fazla ve daha doğru bilgiye sahip

[214] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 411-433.
[215] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 411-433.
[216] Luis Correia Da Silva, Marc Georgen ve Luc Renneboog, **Dividend Policy and Corporate Governance**, Oxford University Press, ABD, 2004, s. 39.

olduklarıdır. İkincisi ise, gelecekle ilgili beklentileri aslında pozitif olmayıp, temettü dağıtımını sadece hisse senedi fiyatlarını yükseltmek amacıyla kullanmak isteyen firma yöneticilerinin, oluşan dışsal finansman ihtiyacı nedeniyle yüksek maliyetlere katlanmak zorunda kalmalarıdır. Zira, sermaye pazarlarına verilen işaretin güvenilir olarak kabul edilebilmesi için, bu mekanizmanın kullanımının, sadece hisse fiyatlarını yükseltmek amacını taşıyan firmalar açısından caydırıcı olması gerekmektedir[217].

Temettü politikalarıyla sermaye pazarlarına işaret verilmesi üzerine yaptığı araştırmada Bhattacharya[218], temettü gelirleri üzerinden ödenen gelir vergisinin sermaye kazançları üzerindeki vergiden daha yüksek olmasına rağmen firmaların temettü dağıtımı yaptıklarını, zira asimetrik bilgi ortamında temettü ödemelerinin firmaların mali yapılarının sağlıklı olduğuna dair yatırımcılar tarafından önemli bir işaret olarak algılandığını öne sürmüştür. Yatırımcıların beklentilerinin de üzerinde gerçekleşen temettü ödemeleri, firmanın gelecekteki getirileriyle ilgili olumlu bir işaret olarak algılandığından, ekseriyetle hisse senetlerinin pazar değerlerinde artışa sebep olmaktadır. Diğer yandan, yöneticilerin sadece firmayla ilgili yatırımcı beklentilerini yükseltmek adına yapacakları ve içsel kaynaklarla finansmanı sağlanamayacak derecede büyük temettü artışları ise oldukça maliyetlidir. Zira yöneticiler, ileriki dönemlerde firmanın dağıtacağı temettü miktarını düşürerek yatırımcılara olumsuz işaret vermek istemeyeceklerinden, bu ek kaynak ihtiyacını dışarıdan sağlayacakları borç ya da yeni öz sermaye ile finanse ederek yüksek maliyetlere katlanmak durumunda kalacaklardır.

Miller ve Rock[219], firmaların karlarında artış olması ile temettü dağıtımlarında artış olmasının, sermaye pazarlarına firmanın gelecek beklentileriyle ilgili aynı olumlu bilgiyi yansıttığını ve duyuruların genellikle hisse senedi fiyatlarında artışa neden olduğunu öne sürmüşlerdir. Beklenmeyen

---

[217] Kose John ve Joseph Williams, "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium," **Journal of Finance** 40, 1985, s. 1053-1070.
[218] Sudipto Bhattacharya, "Imperfect Information, Dividend Policy and 'The Bird in Hand' Fallacy," **The Bell Journal of Economics** 10, 1979, s. 259-270.
[219] Merton H. Miller ve Kevin Rock, "Dividend Policy Under Assymetric Information," **Journal of Finance** 40, 1985, s. 1031-1051.

yeni hisse senedi ihraçları ise sermaye pazarları tarafından olumsuz algılanarak hisse senedi fiyatlarında gerilemeye neden olmaktadır. Diğer yandan, yatırımcı beklentilerine kıyasla daha yüksek temettü dağıtılacağının açıklanması, aslında firmanın gelecekte yapacağı yatırımların azalması anlamına gelse dahi, duyurunun ardından hisse senedi fiyatlarında yükseliş olabilmektedir. Gerçek durumun ortaya çıkmasının ardından ise hisse senedi fiyatları gerilemektedir.

Healy ve Palepu[220]'nun, 1969-1980 yılları arasında 131 adet ilk defa temettü ödeyen (ya da on yıllık bir aranın ardından ilk defa ödeyen) ve 172 adet temettü ödemesi yapmayı ilk defa bırakan (ya da on yıllık bir sürenin ardından ilk defa ödeme yapmayan) firmayı analiz ettikleri araştırmanın bulgularına göre:

1) Temettü ödemeye başlayan (bırakan) firmaların, duyuruların en azından bir yıl öncesi ve sonrasında gerçekleşen kar rakamlarında ciddi artışlar (azalışlar) olmaktadır. Bu bulgu Lintner[221]'in, ve Fama ve Babiak[222]'ın çalışmalarındaki, temettü dağıtım oranlarının, geçmiş karlılık, mevcut karlılık ve gelecekteki karlılık beklentilerinin bir fonksiyonu olarak açıklanabildiği gözlemleriyle paraleldir.
2) Temettü ödemeye başlayan (bırakan) firmaların hisse senedi fiyatlarında, duyuruların 60 gün öncesi ve 20 gün sonrasında piyasa performansının ciddi oranda üzerinde artışlar (azalışlar) gözlemlenmiştir. Dolayısıyla, hisse senedi fiyat hareketlerinin üzerinde temettü duyurularının etkisinin bulunduğu, diğer yandan temettü duyurularının öncesinde, firmaların gelecekteki performanslarıyla ilgili sermaye pazarlarının başka şekillerde de bilgi sahibi olduğu savunulmuştur.

[220] Paul M. Healy ve Krishna G. Palepu, "Earnings Information Conveyed By Dividend Initiations And Omissions," **Journal of Financial Economics** 21, 1988, s. 149-175.
[221] Lintner, a.g.e., s. 97-113.
[222] Fama ve Babiak, a.g.e., s. 1132-1161.

1963-1998 yılları arasında New York Stock Exchange'de işlem gören firmaları araştırmalarının kapsamına dahil eden Nissim ve Ziv[223], firmaların temettü dağıtım oranlarındaki değişimle, değişimin yapıldığı yılı takip eden iki yılın kar rakamları arasında pozitif yönde ilişki olduğunu gözlemlemiştir. Bu bulgu, temettü dağıtım oranlarındaki değişimlerin firmaların gelecekteki performanslarıyla ilgili öncü gösterge olduğu gözlemini içeren Healy ve Palepu[224]'nun çalışmasının bulgularıyla paraleldir; ve temettü dağıtımı vasıtasıyla sermaye pazarlarına işaret verildiği (dividend-signaling) yaklaşımını destekler niteliktedir.

Firmaların sahip olduğu yatırım fırsatları ile temettü dağıtımının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini birlikte inceleyen Lang ve Litzenberger[225]'in çalışmasına göre, temettü duyurularının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi, firmaların yatırım fırsatlarına göre ciddi oranda değişebilmektedir. Çalışmada, Tobin'in Q'su oranı analiz kapsamındaki firmaların optimum ölçeğin üzerinde yatırım yapıp yapmadıklarını (overinvestment) temsil eden bir ölçü olarak kullanılmıştır. Araştırmada, Q rasyosu 1'in altında olan firmaların negatif NBD'ye sahip projelere yatırım yaparak paydaşlarının servetini olumsuz yönde etkiledikleri varsayımından hareket edilmiştir. Araştırmanın bulguları, Q oranı 1'in üzerinde olan firmaların hisse senetlerine kıyasla Q oranı 1'in altında olan firmaların hisse senetlerinin, yüksek temettü duyurularını takip eden iki gün içerisinde üç kat daha yüksek performans gösterdiklerini ortaya koymuştur.

1964-1988 yılları arasında temettü ödemesine başlayan ve temettü ödemeyi bırakan firmaların hisse senedi performanslarını inceledikleri çalışmada Michaely, Thaler ve Womack[226], temettü duyurusu sonrasında hisse senedi fiyatlarında Healy ve Palepu[227]'nun çalışmasına benzer yönde değişiklikler olduğunu ve temettü ödemesinin bırakılmasının yeni temettü ödemeye

[223] Doron Nissim ve Amir Ziv, "Dividend Changes and Future Profitability," **Journal of Finance** 56, 2001, s. 2111-2131.
[224] Healy ve Palepu, a.g.e., s. 149-175.
[225] Larry H. P. Lang ve Robert H. Litzenberger, "Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis," **Journal of Financial Economics** 24, 1989, s. 181-191.
[226] Roni Michaely, Richard H. Thaler ve Kent L. Womack, "Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift," **Journal of Finance** 50, 1995, s. 573-608.
[227] Healy ve Palepu, a.g.e., s. 149-175.

başlanmasına kıyasla hisse senedi fiyatları üzerinde daha ciddi oranlarda etki yaptığını gözlemlemişlerdir. Pettit[228]'nin 1967-1969 döneminde işlem gören 135 firmanın hisse senetlerinin temettü dağıtımı sonrasındaki iki günlük fiyat performansını analiz ettiği araştırmada, temettü oranlarındaki artış ve azalışlara sermaye pazarlarının aynı yönde ve anlamlı tepkiler verdikleri gözlemlenmiştir. Aharony ve Swary[229]'nin 1963-1976 yıllarını ve 149 firmanın çeyreksel temettü ödeme bilgilerini kapsayan çalışmasının bulguları da benzer yönde olmuş ve sonuçlar temettü yoluyla sermaye pazarlarına verilen işaretin güçlü olduğu hipotezini destekler şekilde yorumlanmıştır.

Diğer yandan, analizi kapsamına 1946-1967 yılları arasında işlem gören 310 firmayı alan Watts[230], mevcut ve geçmiş kar rakamları ile temettü duyurularının, firmaların gelecekteki performansları açısından ne derece doğru ön göstergeler olduğunu araştırmıştır. Çalışmada, temettü dağıtımı vasıtasıyla sermaye pazarlarına aktarılan bilginin firmanın gelecekteki performansıyla ilgili açıklayıcı gücünün, mevcut ya da geçmişteki kar rakamlarının açıklayıcı gücünden fazla olmadığı gözlemlenmiştir.

Benzer şekilde, Benartzi, Michaely ve Thaler[231]'in, ve Gonedes[232]'in araştırmalarında da temettü oranlarındaki değişikliklerin, firmaların gelecekteki performanslarıyla ilgili öncü gösterge olmaktan çok, geçmiş performansları yansıttığı gözlemlenmiştir. Jensen ve Johnson[233]'un çalışmasının bulgularına göre, firmaların temettü dağıtım oranlarında azaltıma gittikleri dönemler genellikle yeniden yapılanma çalışmalarının hız kazandığı zamanlara denk gelmektedir; ve temettü dağıtımının azaltılmasından kısa bir süre sonra kar rakamlarında olumlu

---

[228] Richardson R. Petit, "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency," **Journal of Finance** 27, 1972, s. 993-1007.
[229] Joseph Aharony ve Itzhak Swary, "Quarterly Dividends and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis," **Journal of Finance** 35, 1980, s. 1-12.
[230] Ross Watts, "The Information Content of Dividends," **The Journal of Business** 46, 1973, s. 191-211.
[231] Shlomo Benartzi, Roni Michaely ve Richard Thaler, "Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?" **Journal of Finance** 52, 1997, s. 1007-1034.
[232] Nicholas J. Gonedes, "Corporate Signaling, External Accounting, And Capital Market Equilibrium: Evidence On Dividends, Income, And Extraordinary Items," **Journal of Accounting Research** 16, 1978, s. 26-79.
[233] Gerald R. Jensen ve James M. Johnson, "The Dynamics of Corporate Dividend Reductions," **Financial Management** 24, 1995, s. 31-51.

yönde değişimler olmaktadır. Dolayısıyla bu bulgular, temettü dağıtım oranlarındaki değişimlerin firmaların gelecekteki performanslarıyla ilgili öncü gösterge olduğu gözlemini içeren Healy ve Palepu[234]'nun, ve Nissim ve Ziv[235]'in çalışmalarının bulgularıyla çelişmektedir.

Konuyla ilgili yapılan ampirik çalışmalarda, genellikle temettü dağıtım oranlarında değişime giden, ilk defa temettü dağıtmaya başlayan ve/veya temettü dağıtımına son veren firmaların hisse senetlerindeki fiyat değişimleri analiz edilmiştir. Çalışmaların büyük çoğunluğunun bulguları, beklentilerin dışında gelen temettü duyurularının, hisse senedi fiyatlarını ciddi oranlarda etkilemekte olduğuna işaret etmektedir; ve temettü dağıtım oranlarının artmasının hisse senedi fiyatlarını en azından kısa vadede olumlu etkileyen bir etmen olduğu görülmektedir. Diğer yandan, beklentilerin dışında gelen temettü duyurularının firmaların gelecekteki performanslarını açıklama gücünün, mevcut ya da geçmiş kar rakamlarının açıklama gücünden fazla olup olmadığı tartışmalı bir konudur. Zira bu konuda yapılan araştırmalar birbirleriyle çelişen bulgular ortaya koymuştur. Bu alanda Lang ve Litzenberger[236]'in yaptığı çalışma oldukça önemlidir. Zira bu çalışmada temettü dağıtım oranları, firmalardan sermaye pazarlarına yansıyan diğer işaretlerle birlikte değerlendirilmektedir. Nitekim yapılan çalışmadan, temettü dağıtım kararı ile verilen işaretin sermaye pazarları tarafından firmaların yatırım fırsatlarıyla beraber değerlendirildiği sonucunu çıkarmak mümkündür. Dolayısıyla, yatırım fırsatları az olan firmalara nazaran, yatırım fırsatları fazla olan firmaların yüksek oranda temettü dağıtımı yapmasının, sermaye pazarları tarafından daha az olumlu hatta bazen olumsuz bir işaret olarak algılanması mümkün olabilmektedir.

[234] Healy ve Palepu, a.g.e., s. 149-175.
[235] Nissim ve Ziv, a.g.e., s. 2111-2131.
[236] Lang ve Litzenberger, a.g.e., s. 181-191.

2.7. TEMETTÜ POLİTİKASI İLE TEMSİL SORUNUNU İLİŞKİLENDİREN YAKLAŞIM (AGENCY COST THEORY OF DIVIDENDS)

Hak sahipliği ile yönetim fonksiyonunun birbirinden ayrılması firma üzerinde hak sahibi olanların çıkarlarının, firmanın yönetim fonksiyonunu yürütenler tarafından temsil edilmesi sonucunu doğurmaktadır. Pay oranları küçük parçalara bölünmüş ve hiç bir pay sahibinin çoğunluğa sahip olmadığı firmanın paydaşları, firmanın karar alma ve yürütme faaliyetlerine doğrudan müdahale etme olanağına sahip değildir. Ancak firmayı kontrol edebilecek oranda çoğunluk payına sahip bulunan pay sahipleri yönetime direkt olarak müdahale etme olanağına sahip olabilmektedir. Böyle bir durumda firmada çoğunluk payına sahip bulunan paydaşlar temsilci (agent), azınlıkta kalan paydaşlar ise hak sahibi (principal) konumundadır. Bu durum, firmanın tamamına sahip olmayan paydaş-yöneticilerin, firmanın tamamına sahip olmaları durumundan daha farklı davranmaları ve firmanın değerini en çoklamak yerine kendi kişisel menfaatlerini en çoklama uğraşına girmelerine neden olabilmektedir. JM[237], paydaş-yöneticiler ile yönetim fonksiyonuna sahip olmayan dışsal-paydaşlar arasındaki bu çıkar çatışmasını öz sermayeye ilişkin temsil sorunu olarak adlandırmaktadır.

Firmaya borç şeklinde kaynak sağlayan kesimlerle firma arasındaki ilişkiye bakıldığında ise, yöneticiler paydaşların çıkarları doğrultusunda hareket edeceklerinden, paydaşların temsilci (agent), borç veren kesimlerin ise hak sahibi (principal) konumunda oldukları görülmektedir. Paydaşların servetini en çoklamak olarak nitelendirilen amaç, pay senetlerinin, yani öz sermayenin en çoklanması anlamına gelmektedir. Finansal kaldıraçtan yararlanan bir firmada ise firmanın değerinin en çoklanması ile öz sermayenin değerinin en çoklanması amaçları birbiriyle çelişebilmektedir. Zira firmanın değerini (borç + öz sermaye) en çoklayan yatırımlarla öz sermayenin değerini en çoklayan yatırımlar aynı

[237] Michael C. Jensen ve William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure," **The Modern Theory of Corporate Finance**, 2. ed. der. Clifford W. Smith, McGraw-Hill int ed., 1990, s. 82-137.

olmayabilmektedir[238]. Sermaye yapısı içerisinde borcun yer alması, paydaşları riskli projelere yatırım yapmaya (risk shifting)[239], ya da karlı yatırım fırsatlarından vazgeçmeye (under-investment)[240] yöneltebilmektedir. JM[241], kaldıraçtan faydalanma neticesinde firmaya borç olarak kaynak sağlayan hak sahipleriyle paydaşlar arasında ortaya çıkan bu çıkar çatışmasını borca ilişkin temsil sorunu olarak adlandırmaktadır.

Firmaya borç verenler ile öz sermaye şeklinde kaynak sağlayan tarafların firmanın gelirleri ve varlıkları üzerindeki talep hakları farklıdır. Firmaya öz sermaye şeklinde kaynak sağlayan paydaşlar, ancak firmaya borç verenlere karşı tüm yükümlülükler yerine getirildikten sonra kardan pay almaya hak kazanabilmektedirler[242]. Firmanın tasfiye olması durumunda ise borç verenlerin, firmanın paydaşlarına kıyasla firmanın varlıkları üzerinde öncelik hakları bulunmaktadır. Ancak bütün borçlar ödendikten sonra kalan bakiye firmanın paydaşlarına dağıtılabilmektedir.

Firmaya öz sermaye şeklinde kaynak sağlayan paydaşlar, sınırlı sorumlu oldukları için, firmanın faaliyetleri başarısız olduğu taktirde sadece koydukları sermayenin kaybedilmesi riskini taşımaktadırlar. Diğer bir ifadeyle, paydaşların aldıkları maksimum risk miktarı sınırlıdır. Diğer taraftan, firma faaliyetlerinde ne kadar başarılı olursa firmanın değeri o kadar artacak, paydaşların refahları da o derecede yükselecektir. Diğer bir ifadeyle, paydaşların firmadan sağlayabilecekleri menfaatin ucu kapalı değildir.

Firmaya borç şeklinde kaynak sağlayanlar ise, firmanın ne derecede başarılı olduğuyla değil, sadece firmaya sağladıkları anapara ve faizi geri alabilecekleri ölçüde başarılı olmasıyla ilgilidirler[243]. Zira, borç verenlerin firmadan sağlayabilecekleri menfaatin ucu kapalıdır.

---

[238] Ahmet K. Köse, "Temsil Sorunu (Agency Problem) ve Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Sermaye Kararlarında Sorunun Önemini Test Etmeye Yönelik Bir Araştırma," Yayınlanmamış Doktora Tezi, İ.Ü. İşletme Fakültesi, İstanbul, 1997, s. 51.
[239] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[240] Stewart C. Myers, "Determinants of Corporate Borrowing," **The Modern Theory of Corporate Finance**, 2. baskı., der. Clifford W. Smith, McGraw-Hill Int. Ed., 1990, s. 138-166.
[241] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[242] Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, 5. baskı, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2000, s. 304.
[243] Akgüç, a.g.e., s. 481-483.

Firmaya borç verenler ile öz sermaye şeklinde kaynak sağlayanların, firmanın varlıkları ve gelirleri üzerindeki bu hak sahipliği farklılığı, doğal olarak risk tercihlerinin de değişik olması sonucunu doğurmaktadır. Firmanın yüksek riskli projelere yatırım yapması, paydaşlar tarafından kabul edilebilir bir durumdur. Zira başarılı olunduğu taktirde, paydaşların getirileri de başarıyla orantılı olarak artacaktır. Diğer taraftan, yüksek riskli projelerin kabul edilmesi, borca ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilebilme ihtimalini düşürmektedir.

Netice itibariyle, sermaye içerisinde borca yer verilmesi durumunda paydaşlar getiri potansiyeli yüksek olan riskli projelere yatırım yapmaya meyilli olabilmektedir. Zira başarısızlık borç verenlerle paylaşılmakta, başarı ve refah artışı ise büyük ölçüde firmaya öz sermaye şeklinde kaynak sağlayan paydaşların olmaktadır[244]. Firmanın başarısız olarak iflas etmesi durumunda bile, paydaşların iflas öncesinde temettü şeklinde sağladıkları getirileri borç verenlerle paylaşma yükümlülükleri bulunmamaktadır. Diğer bir ifadeyle, firmanın yüksek oranlarda temettü dağıtması, firma en sonunda iflas etse dahi, paydaşların firmadan getiri sağlamalarına olanak tanımaktadır.

Dolayısıyla temettü dağıtımı, firmanın varlık havuzundan firmanın paydaşlarına kaynak aktarımı yapılması anlamına gelmektedir. Bu kaynak aktarımının maliyeti, firmanın toplam değerinin gerilemesine neden olarak hem borç verenler hem de paydaşlar tarafından paylaşılırken, getiri sadece paydaşların olmaktadır. Dolayısıyla, temettü dağıtımı borç verenlerin menfaatine bir durum ortaya çıkarmamaktadır. Zira paydaşlara temettü dağıtımı yapılması, firmaya borç şeklinde sağlanan kaynağın güvencesi durumundaki varlıkların değerinin azalmasına neden olarak, borcun pazar değerinin gerilemesi sonucunu doğurabilmektedir. Bu durum, firmanın finansal kaldıraç oranının çok düşük olduğu durumda ihmal edilebilir derecede küçük bir maliyet yaratırken, yüksek finansal kaldıraca sahip bir firmanın yüksek oranda temettü dağıtması, borcun değerinin gerilemesinde daha belirgin bir etki yaratabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, firmanın finansal kaldıracının yüksek olduğu bir durumda yüksek

[244] Köse, a.g.e., s. 54.

oranlarda temettü dağıtımı yapılması, borç verenlerden sermayedarlara daha büyük bir servet transferine neden olabilmektedir.

Paydaşların, yüksek oranda temettü ödemesi yoluyla kendilerine servet transferi yapabileceğinin farkında olan borç verenler de, firmanın yapabileceği temettü dağıtım oranı üzerine en baştan bir takım kısıtlamalar koyabilmektedir. Dolayısıyla paydaşlar, ancak bu kısıtlamaların verdiği ölçüde temettü geliri sağlayabilmektedir.

1956-1975 yılları arasında işlem gören 150 firmayı çalışmasının kapsamına dahil eden Kalay[245]'a göre borç verenler, temettü dağıtım oranları üzerine koydukları kısıtlamalar vasıtasıyla paydaşların servet transferi yapabilmelerini etkin bir şekilde önleyerek, çıkar çatışmasını ortadan kaldırabilmektedir. Diğer yandan çalışmaya göre, firmaların gerçekte yaptığı temettü dağıtımları, mümkün olan limitin de çok altında gerçekleşmektedir. Araştırmada bunun sebebi olarak, firma yöneticilerinin, ileride ortaya çıkabilecek pozitif NBD'ye sahip yatırım fırsatlarını değerlendirmek için firma bünyesinde kaynak tutmak istemeleri ve/veya ileride sürdürülemeyebilecek miktarda temettüyü bugün dağıtmak istememeleri gösterilmiştir. Bu gözlem, Lintner[246]'in araştırmasındaki gözlemlerle de paraleldir.

1975-1976 yılları arasında işlem gören ve finansal kaldıraca sahip olan firmaları analiz ettikleri çalışmada Handjinicolaou ve Kalay[247], temettü dağıtım oranlarının artırılmasının ardından tahvil fiyatlarında herhangi bir düşüş olmadığını gözlemlemişlerdir. 1962-1982 yıllarını analiz eden Jayaraman ve Shastri[248]'nin çalışmasının bulguları da Handjinicolaou ve Kalay[249]'ın bulgularıyla paralel olmuştur; ve temettü ödemeleri sonrasında tahvil fiyatlarında düşüş gözlemlenmemesi, temettü dağıtımı vasıtasıyla borç verenlerden paydaşlara servet transferi yapılmadığının bir göstergesi olarak yorumlanmıştır.

---

[245] Avner Kalay, "Stockholder-Bondholder Conflict And Dıvıdend Constraints," **Journal of Financial Economics** 10, 1982, s. 211-233.
[246] Lintner, a.g.e., s. 97-113.
[247] George Handjinicolau ve Avner Kalay, "Wealth Redistributions or Changes in Firm Value: An Analysis of Returns to Bondholders and the Stockholders around Dividend Announcements," **Journal of Financial Economics** 13, 1984, s. 35-63.
[248] Narayanan Jayaraman ve Kuldeep Shastri, "The Valuation Impacts of Specially Designated Dividends," **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 23, 1988, s. 301-312.

Temettü dağıtım politikalarına yöneticiler ile paydaşlar arasındaki çıkar çatışması çerçevesinde bakıldığında, yöneticilerin firmanın içsel kaynaklarını paydaşlara dağıtmayarak bünyede bırakmaya meyilli olabilecekleri öne sürülebilmektedir. Zira:

1) Firmanın içsel kaynakları, yöneticilerin yönetsel lüks harcamalar yapmak ya da firmayı optimum ölçeğin üzerine çıkarmak için en az denetim ve gözetime maruz kalarak kullanabilecekleri fonlardır. Zira dışsal kaynaklar, firmanın ve yöneticilerinin faaliyetlerinin sermaye pazarları tarafından daha yakından gözlenmesi ve denetlenmesi sonucunu doğurmaktadır. Dolayısıyla, yöneticiler yüksek oranda temettü dağıtarak, en fazla esnekliğe sahip oldukları içsel kaynakları paydaşlara dağıtmak istemeyebileceklerdir[250].
2) Yöneticilerin firmadan sağladıkları ücret ve benzeri menfaatler ile firmanın ölçeği ekseriyetle doğru orantılıdır. Dolayısıyla, yöneticiler yüksek oranda temettü dağıtarak firmanın ölçeğinde küçülme yaratmak istemeyebileceklerdir[251].
3) Yöneticilerin sosyal statülerinin, yönettikleri firmanın ölçeğiyle doğru orantılı olduğu öne sürülebilir. Dolayısıyla, yöneticiler yüksek oranda temettü dağıtarak firmanın ölçeğinde ve dolayısıyla kendi statülerinde küçülme yaratmak istemeyebileceklerdir[252].
4) Yöneticilerin beşeri sermayeleri kolaylıkla çeşitlendirilemez bir şekilde firmanın başarısına bağlıdır. Dolayısıyla, yöneticiler yüksek oranda temettü dağıtarak firmanın riskinde artış yaratmak istemeyebileceklerdir[253].
5) Yöneticiler, hisse senedi opsiyonlarına (stock-option) sahip olmaları durumunda, bu opsiyonları nakde çevirmeden önce

---

[249] Handjinicolau ve Kalay, a.g.e., s. 35-63.
[250] Frank H. Easterbrook, "Two agency-cost explanations of dividends," **The American Economic Review** 74, 1984, s. 650-659.
[251] Michael C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," **The American Economic Review**, 1986, s. 323-329.
[252] Easterbrook, a.g.e., s. 650-659.

temettü dağıtarak ileride sahip olacakları hisse senetlerinin değerini düşürmek istemeyebileceklerdir[254].

2.7.1. EASTERBROOK YAKLAŞIMI

Easterbrook[255]'a göre temettü dağıtım politikası, hak sahipliği ile yönetim fonksiyonlarının birbirinden ayrılmasından kaynaklanan temsil maliyetlerinin azaltılmasında etkin bir yöntem olarak kullanılabilmektedir. Pay oranları küçük parçalara bölünmüş ve hiç bir pay sahibinin çoğunluğa sahip olmadığı firmanın paydaşları için yöneticilerin faaliyetlerini bireysel olarak denetlemek ve gözetlemek, maliyeti getirisini aşan bir durumdur. Zira bu faaliyetleri yerine getiren paydaş bunun bütün maliyetlerine kendisi katlanırken getiriyi diğer bütün paydaşlarla bölüşmek durumunda kalacaktır. Diğer yandan, meseleye tüm paydaşlar açısından topluca bakıldığında, gözetim-denetim faaliyetlerinin toplam maliyeti, paydaşların servetinde meydana gelen toplam artışın çok altında kalabilmektedir.

Easterbrook'a göre yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, firma yöneticilerinin ellerinde bulundurdukları içsel kaynakların azalmasına neden olarak, yeni yatırım fırsatları oluştuğunda kaynak ihtiyacını karşılamaları için sermaye pazarlarına başvurmalarına neden olmaktadır. Böylelikle de, paydaşların bireysel olarak yerine getiremeyecekleri denetim-gözetim faaliyetlerinin sermaye pazarları tarafından yapılması sonucu ortaya çıkmaktadır. Zira, hem firmaya yeni kaynak sağlayacak potansiyel dışsal yatırımcıların firmanın faaliyetlerini derinlemesine incelemek için yeterli sebepleri olmakta, hem de firma yöneticilerinin yeni dışsal kaynağı sağlayabilmek için yeni yatırımcılarla ve sermaye pazarlarıyla paylaşmak durumunda kalacakları bilginin boyutu artmaktadır. Dolayısıyla, yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, yöneticilerin kullanımda en fazla esnekliğe sahip oldukları içsel kaynakların boyutunu

---

[253] Jensen, a.g.e., s. 323-329.
[254] Ronald C. Lease, v.d., **Dividend Policy: Its Impact on Firm Value**, Harvard Business School Press, ABD, 2000, s. 84.
[255] Easterbrook, a.g.e., s. 650-659.

azaltarak, firma ölçeğini büyütme adına aslında firmanın değerinin gerilemesine neden olabilecek yatırımları gerçekleştirebilme olanaklarını kısıtlamaktadır.

Easterbrook[256]'a göre yüksek temettü dağıtımı yapılmasının paydaşlar açısından diğer bir faydası da, beşeri sermayesi firmanın başarısına bağlı olup firmanın finansal kaldıraç oranını optimum seviyenin çok altında tutmaya meyilli olabilecek yöneticilere bu fırsatı tanımıyor olmasıdır. Zira paydaşların kolaylıkla çeşitlendirebildikleri bir takım riskler, maaş ve benzeri menfaatleri firmanın başarısına ve faaliyetlerinin devamına bağlı olan yöneticiler açısından kolaylıkla çeşitlendirilemez durumdadır. Netice itibariyle, düzenli olarak yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, öz sermayenin değerini azaltarak, yöneticilerin firmanın finansal kaldıracını, kendi beşeri risklerini azaltmak adına kasıtlı olarak düşürme şanslarını ortadan kaldırmaktadır.

Dolayısıyla, Easterbrook[257]'a göre temsil sorunundan kaynaklanan maliyetlere dayanarak firma özellikleri ile temettü politikaları arasında aşağıdaki ilişkileri kurmak mümkündür[258]:

1) Firmalarda yüksek oranda paydaşlık oranına sahip olan ve yönetimde temsil edilen bir yatırımcı ya da yatırımcı grubu bulunduğunda, yöneticilerin faaliyetlerinin dışsal-paydaşlar tarafından denetlenmesi ve gözetlenmesi ihtiyacı daha az olmaktadır. Zira yüksek oranda paya sahip olan yatırımcı, denetim-gözetim faaliyetlerini küçük paydaşların da yararlanacağı şekilde yerine getirmek durumunda kalmaktadır.
2) Yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, yöneticilerin insiyatiflerinde bulunan içsel kaynakları azaltarak sermaye pazarlarına daha fazla başvurmalarını sağlamaktadır. Yüksek büyüme oranlarına sahip firmalar ise, zaten içsel kaynakları yeterli olmadığından sermaye pazarlarıyla sürekli yakın ilişki içerisinde bulunmak zorundadır. Dolayısıyla, yüksek büyüme

[256] Easterbrook, a.g.e., s. 650-659.
[257] Easterbrook, a.g.e., s. 650-659.
[258] Easterbrook, a.g.e., s. 650-659.

potansiyeline sahip olan firmalarda, yüksek oranlarda temettü dağıtımı yapılmasına gerek bulunmamaktadır.

3) Finansal kaldıracı yüksek olan firmalarda, yöneticilerin insiyatifinde bulunan içsel kaynakların boyutu ekseriyetle küçük olmaktadır. Dolayısıyla, finansal kaldıracı yüksek olan firmalarda, yüksek oranlarda temettü dağıtımı yapılmasına gerek bulunmamaktadır.

2.7.2. ROZEFF YAKLAŞIMI

Jensen ve Meckling[259]'in temsil sorunu yaklaşımından yola çıkan Rozeff[260], temsil maliyetlerinin azaltılmasında temettü politikalarının etkin rol oynayabileceğini savunmuştur. Rozeff[261]'e göre yüksek oranda temettü dağıtımının temsil maliyetlerinin azaltımında oynadığı rol aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

1) Yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, ileriki dönemlerde temettü dağıtım oranlarında azaltıma giderek sermaye pazarlarına olumsuz işaret vermek istemeyecek yöneticileri, firmanın faaliyet performansını yükseltmek için teşvik edecektir. Zira firma yöneticileri, yüksek oranda temettü dağıtımını devam ettirebilmek için sürekli olarak pozitif NBD'ye sahip yeni projelerin arayışı içerisinde olacaklardır.
2) Yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, yöneticilerin insiyatiflerindeki içsel kaynakları azaltarak, yeni yatırımların finansmanı için yeni dışsal kaynak sağlamayı gerektirebilecektir. Böylelikle yöneticilerin, kendi menfaatlerini ön planda tutan davranışlar sergilemeleri ve sadece firma ölçeğini artırmaya yönelik olan, ama aslında negatif NBD'ye sahip olup firma değerinin gerilemesine yol açacak yatırımları üstlenebilme olanakları kısıtlanacaktır.

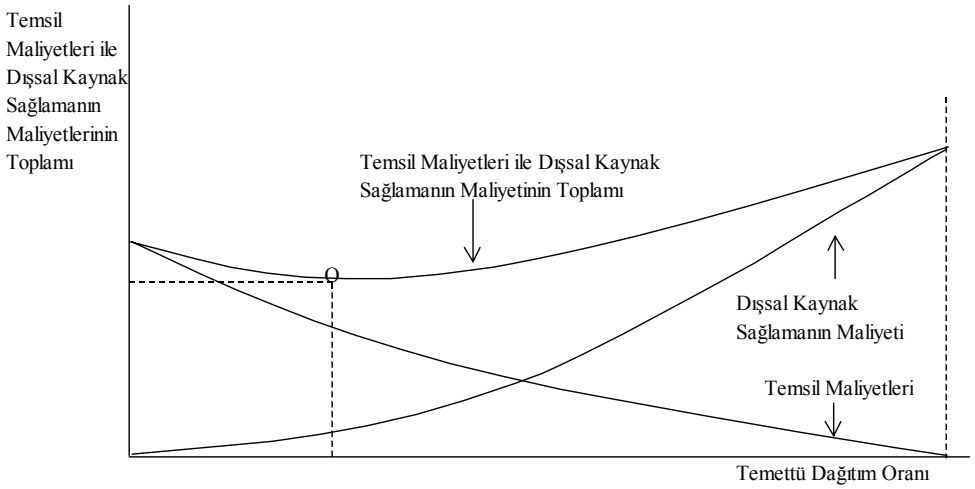
[259] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[260] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.

3) Yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, yeni yatırımların finansmanı için firmanın sermaye pazarlarına daha sık başvurmasını gerektirecektir. Bu paydaşlar açısından arzu edilen bir durumdur. Zira firma yöneticileri yeni dışsal kaynak arayışına gittiklerinde sermaye pazarlarının artan denetim-gözetim faaliyetleriyle karşılaşacaklardır; ve yeni kaynağın hangi şartlarda sağlandığı mevcut paydaşlar açısından değerli bir bilgi olacaktır.

Rozeff[262]'e göre, yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, bir taraftan temsil sorunundan kaynaklanan maliyetlerin azaltılmasında önemli rol oynarken diğer taraftan da dışsal kaynak yaratımından kaynaklanan maliyetlerin yükselmesine yol açmaktadır. Dolayısıyla, firmanın değerini en çoklamak amacını güden yöneticiler, temettü politikalarını, temsil sorunundan kaynaklanan maliyetler ile dışsal kaynak sağlamanın yarattığı maliyetlerin toplamını en düşük düzeyde tutacak şekilde belirleyebilirler.

[261] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.
[262] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.

Şekil 17: Temettü Dağıtımı Neticesinde, Temsil Maliyetlerinin Gerilemesi İle Dışsal Kaynak Yaratımının Maliyetinin Artması Arasındaki İlişki



Firmanın büyüme fırsatlarının fazla olduğu bir ortamda kaynak ihtiyacı da yüksek olacağından, dışsal kaynak sağlamanın maliyeti de fazla olacaktır. Dolayısıyla, böyle bir firma için optimum temettü dağıtım oranı daha düşük seviyede oluşacaktır. Firma yöneticilerinin paydaşlık oranının düşük olduğu bir durumda ise temsil maliyetleri fazla olacağından, daha yüksek bir temettü dağıtım oranı toplam maliyetlerin azaltılmasını sağlayacaktır. Diğer yandan, firmanın finansal kaldıracının ve faaliyet kaldıracının yüksek olduğu durumda, firmada yaratılan nakit akımlarının oynaklığı da fazla olacaktır. Diğer bir ifadeyle, kaldıraç oranlarının yüksekliği, kaldıraçtan yararlanmayan bir firmaya kıyasla, firma için ek maliyetler yaratabilmektedir. Dolayısıyla, kaldıraç oranları yüksek olan firmanın dışsal kaynaklara bağımlılığı zaten fazla olduğundan, temettü dağıtım oranının yüksek olmasına gerek kalmayacaktır.

Rozeff[263], teste tuttuğu modeli aşağıdaki şekilde kurgulamıştır:

[263] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.

$$PAY = C + a_1 * INS + a_2 * GROW1 + a_3 * GROW2 + a_4 * BETA + a_5 * STOCK + e$$

PAY = Temettü dağıtım oranı,
INS = Paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı,
GROW1 = Satış gelirlerindeki son beş yıllık büyüme hızı,
GROW2 = Satış gelirlerinde gelecek beş yılda beklenen büyüme hızı,
BETA = Beta,
STOCK = Firmadaki toplam hissedar sayısı.

Rozeff[264]'in kurguladığı modele göre, bağımlı değişken olan temettü dağıtım oranının:

1) temsil maliyetlerinin boyutunu temsil eden paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı ile negatif,
2) firmanın hisse senetlerinin ne kadar fazla sayıda hissedara dağıldığını temsil eden hissedar sayısı ile pozitif,
3) dışsal kaynak sağlamanın maliyetini yansıtan geçmiş ve beklenen büyüme oranları ile negatif, ve
4) kaldıraç oranlarını temsil eden Beta ile negatif

yönde ilişki içerisinde olması beklenmektedir.

Rozeff[265], 64 sektörü temsil eden 1000 firmanın verilerini, 1974-1980 arasındaki yedi yıllık aritmetik ortalamalarını alarak çoklu regresyona tabi tutmuştur. Bankacılık, sigortacılık gibi özel regülasyona tabi olan sektörlere ait firmalar, temsil sorunundan kaynaklanan maliyetlerin boyutu ve şekli değişik olabileceğinden çalışma kapsamının dışında bırakılmıştır. Regresyon analizinin sonuçları, büyük ölçüde modelin öngördüğü yönde ve hipotezi destekler nitelikte olmuştur.

[264] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.
[265] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.

Rozeff[266]'in çalışmasını baz alarak 1974-1980 ve 1981-1987 dönemlerini analiz eden Dempsey ve Laber[267]'in çalışmasında da teoriyi destekler nitelikte bulgular ortaya konmuştur. Rozeff[268]'in çalışmasında kullanılan Beta yerine, firmaların finansal kaldıraçlarının ve faaliyet kaldıraç derecelerinin ayrı ayrı kullanıldığı, dışsal kaynak sağlamanın maliyetini temsil etmesi amacıyla da firma ölçeğinin logaritmasının alındığı Moh'd, Perry ve Rimbey[269]'in araştırmasında, yine teorinin öngördüğü şekilde bulgular ortaya konmuştur. Konuyla ilgili yapılan araştırmaların büyük çoğunluğunun bulguları, teoriyi destekler nitelikte olmuştur[270].

2.7.3. TEMETTÜ POLİTİKALARIYLA TEMSİL SORUNUNU İLİŞKİLENDİREN YAKLAŞIMA GÖRGÜL KATKI SAĞLAYAN ÇALIŞMALAR

Teoriyi test etmeye yönelik çok sayıda görgül çalışma yapılmış olup, tamamı aşağıda sunulan başlıklarla sınırlı değildir. Diğer yandan, çalışmaların genelinde birden fazla önerme test edildiğinden, çalışmaları belirli bir sınıflandırmaya tabi tutmak oldukça güçtür. Dolayısıyla, bu kısımda yer alan çalışmalar tarihsel bir sıraya sokularak ana hatlarıyla aşağıda sunulmaktadır; ve en sonda, ele alınan çalışmaların temel bulgularının özetlendiği bir tablo yer almaktadır.

---

[266] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.
[267] Stephen J. Dempsey ve Gene Laber, "Effects of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratioss: Further Evidence of the Agency-Transaction Cost Hypothesis," **Journal of Financial Research** 15, 1992, s. 317-321.
[268] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.
[269] Mahmoud Moh'd, Larry G. Perry ve James N. Rimbey, "An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy," **The Financial Review** 30, 1995, s. 367-385.
[270] Frankfurter ve Wood, a.g.e., s. 101.

2.7.3.1. CRUTCHLEY VE HANSEN'İN ÇALIŞMASI[271]

1981-1985 yılları arasında işlem gören 603 firmayı analizleri kapsamına alan Crutchley ve Hansen[272], paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranının, finansal kaldıracın ve temettü politikalarının temsil sorunuyla ilişkilerini test etmişlerdir.

Çalışmada, karlılıktaki ve hisse senedi getirisindeki oynaklığın, reklam ve arge harcamalarının, ölçeğin, ve yeni dışsal kaynak sağlamanın maliyetlerinin, firmalardaki temsil maliyetlerini temsil eden etmenler olduğu varsayılmıştır. Çalışmada, temsil maliyetlerini temsil eden bu beş etmenin, yöneticilerin firmadaki paydaşlık oranı, finansal kaldıraç ve temettü politikası kararlarını ne şekilde etkilediği test edilmiştir. Çalışmanın bulgularına göre:

1) karlılıktaki oynaklık, ve reklam ve arge harcamalarının boyutu, finansal kaldıracı negatif yönde, temettü dağıtım oranını ve yöneticilerin firmadaki paydaşlık oranını pozitif yönde,
2) firma ölçeği, yöneticilerin firmadaki paydaşlık oranını negatif yönde, finansal kaldıracı ve temettü dağıtım oranını pozitif yönde,
3) hisse senedi getirisindeki oynaklık ve yeni dışsal kaynak sağlamanın maliyeti, finansal kaldıracı ve temettü dağıtım oranını negatif yönde, yöneticilerin firmadaki paydaşlık oranını ise pozitif yönde

etkilemektedir. Bu bulgular, firma yöneticilerinin temsil sorunundan kaynaklanan maliyetleri azaltmaya yönelik kararlar aldığı yönünde yorumlanmıştır, ve çalışmanın sonuçlarının temsil teorisini desteklediği savunulmuştur.

[271] Claire E. Crutchley ve Robert S. Hansen, "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends," **Financial Management** 1989, s. 36-46.
[272] Crutchley ve Hansen, a.g.e., s. 36-46.

2.7.3.2. LAMBERT, LANEN VE LARCKER'IN ÇALIŞMASI[273]

Lambert, Lanen ve Larcker[274]'in 1956 yılınında işlem görmekte olan 221 firmayı analiz ettikleri çalışmada, firma yöneticilerinin hisse senedi opsiyonlarının (stock option) olmasının, temettü dağıtım oranlarının azalması sonucunu doğurduğu gözlemlenmiştir. İncelenen dönemde, firma yöneticilerinin sahip olduğu hisse senedi opsiyonları, genellikle temettü dağıtımı neticesinde meydana gelebilecek hisse senedi fiyat gerilemelerine karşı korumalı değildir. Dolayısıyla, temettü dağıtımları hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olarak yönetcilerin menfaatlerinin gerilemesi sonucunu doğurmaktadır. Bu yüzden de yöneticiler, hisse senedi opsiyonlarına sahip olmaları durumunda temettü dağıtım oranlarını azaltmaya meyilli olmaktadır.

Araştırmanın bulguları, yöneticilerin ücret ve menfaatlerinin yapısının temettü politikası kararları üzerinde etkili olabileceğini öne süren Easterbrook[275]'un çalışmasıyla paraleldir.

2.7.3.3. DEMPSEY VE LABER'IN ÇALIŞMASI[276]

Rozeff[277]'in çalışmasındaki modeli baz alarak, 1974-1980 yılları arasındaki 968, ve 1981-1987 yılları arasındaki 739 firmanın verilerini iki dönem halinde ayrı ayrı analiz eden Dempsey ve Laber[278]'in çalışmasında teoriyi destekler nitelikte bulgular ortaya konmuştur. Çalışmaya göre, temettü dağıtım oranlarının:

1) temsil maliyetlerinin boyutunu temsil eden paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı ile negatif,
2) firmanın hisse senetlerinin ne kadar fazla sayıda hissedara dağıldığını temsil eden hissedar sayısı ile pozitif,

---

[273] Richard A. Lambert, William N. Lanen ve David F. Larcker, "Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy," **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 24, 1989, s. 409-425.
[274] Lambert, Lanen ve Larcker, a.g.e., s. 409-425.
[275] Easterbrook, a.g.e., s. 650-659.
[276] Dempsey ve Laber, a.g.e., s. 317-321.
[277] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.
[278] Dempsey ve Laber, a.g.e., s. 317-321.

3) dışsal kaynak sağlamanın maliyetini yansıtan geçmiş ve beklenen büyüme oranları ile negatif, ve
4) kaldıraç oranlarını temsil eden Beta ile negatif

yönde ilişki içerisinde olduğu gözlemlenmiştir.

2.7.3.4. JENSEN, SOLBERG VE ZORN'UN ÇALIŞMASI[279]

1982 yılında işlem gören 565 ve 1987 yılında işlem gören 632 firmayı analizleri kapsamına alan Jensen, Solberg ve Zorn[280], paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı, finansal kaldıraç ve temettü politikaları üzerinde doğrudan ve dolaylı olarak etkili olan firma özelliklerini incelemişlerdir.

Çalışmada, paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı, finansal kaldıraç ve temettü politikalarının bağımlı değişken olduğu üç ayrı denklem kurgulanmış ve bu bağımlı değişkenler üzerinde açıklayıcı rolü olabileceği düşünülen etmenler analiz edilmiştir. Çalışmada, yöneticilerin firmadaki paydaşlık oranları ile finansal kaldıraç ve temettü oranları arasında dolaylı olarak negatif yönlü bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir ve bu bulgunun temettü politikalarını temsil sorununa dayanarak açıklayan teoriyi desteklediği savunulmuştur.

2.7.3.5. AGRAVAL VE JAYARAMAN'IN ÇALIŞMASI[281]

1979-1983 yılları arasında işlem gören 71 firmanın verilerini analiz ettikleri çalışmada Agraval ve Jayaraman[282], firmaların temettü dağıtım oranları ile finansal kaldıraç oranlarının temsil maliyetleri üzerindeki etkilerini incelemişlerdir.

Araştırmanın sonuçları, sermaye yapısı içerisinde borca yer vermeyen firmaların temettü dağıtım oranlarının, borca yer veren firmalara kıyasla daha

---

[279] Gerald R. Jensen, Donald P. Solberg ve Thomas S. Zorn, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies," **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 27, 1992, s. 247-263.
[280] Jensen, Solberg ve Zorn, a.g.e., s. 247-263.
[281] Anup Agraval ve Narayanan Jayaraman, "The Dividend Policies of All-equity Firms: A Direct Test of the Free Cash Flow Theory," **Managerial and Decision Economics** 15, 1994, s. 139-148.
[282] Agraval ve Jayaraman, a.g.e., s. 139-148.

yüksek olduğu yönündedir. Diğer yandan, sermaye yapısı içerisinde borca yer vermeyen firmalarda yöneticilerin paydaşlık oranlarının düşük olması, temettü dağıtım oranlarının daha yüksek olması sonucunu doğurmaktadır. Çalışmanın bulguları, Jensen[283]'in temettü dağıtımı ile finansal kaldıracın temsil maliyetlerini azaltmada alternatif yöntemler olarak kullanılabileceği yönündeki hipotezini destekler niteliktedir.

2.7.3.6. MOH'D, PERRY VE RIMBEY'İN ÇALIŞMASI[284]

1972-1989 yılları arasında işlem gören 341 firmanın verilerinin analiz edildiği, Rozeff[285]'in modelinde kullanılan Beta yerine, firmaların finansal kaldıraç oranlarının ve faaliyet kaldıraç derecelerinin ayrı ayrı kullanıldığı, ve dışsal kaynak sağlamanın maliyetini temsil etmesi amacıyla da firma ölçeğinin logaritmasının alındığı Moh'd, Perry ve Rimbey[286]'in araştırmasında, temettü dağıtım oranı ile:

1) temsil maliyetlerinin boyutunu temsil eden paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı arasında negatif,
2) firmanın hisse senetlerinin ne kadar fazla sayıda hissedara dağıldığını temsil eden hissedar sayısı arasında pozitif,
3) dışsal kaynak sağlamanın maliyetini yansıtan geçmiş ve beklenen büyüme oranları arasında negatif,
4) finansal kaldıraç oranı ve faaliyet kaldıracının derecesi arasında negatif, ve
5) firmanın ölçeği arasında pozitif

yönde ilişki bulunduğu gözlemlenmiştir. Araştırmanın sonuçları, Rozeff[287]'in çalışmasındaki bulgularla paraleldir.

[283] Jensen, a.g.e., s. 323-339.
[284] Moh'd, Perry ve Rimbey, a.g.e., s. 367-385.
[285] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.
[286] Moh'd, Perry ve Rimbey, a.g.e., s. 367-385.

2.7.3.7. NORONHA, SHOME VE MORGAN'IN ÇALIŞMASI[288]

1986-1988 yılları arasında işlem gören 400 firmanın verilerini analiz ettikleri çalışmada Noronha, Shome ve Morgan[289], Easterbrook[290]'un temettü politikalarının yöneticilerin denetim ve gözetimleri için kullanılabilecek ve temsil maliyetlerini düşürebilecek bir mekanizma olduğu hipotezini test etmişlerdir.

Çalışmanın bulgularına göre, temsil maliyetlerini azaltmada alternatif mekanizmaların bulunduğu ve/veya firmaların büyüme oranlarının yüksek olduğu durumlarda, temettü politikaları ile temsil maliyetleri ve sermaye yapısı kararları arasında ilişki bulunmamaktadır. Diğer yandan, temsil maliyetlerini azaltmada alternatif mekanizmaların bulunmadığı ve büyüme oranlarının düşük olduğu durumlarda, temettü politikaları ile temsil maliyetleri ve sermaye yapısı kararları arasında güçlü ilişki bulunmaktadır. Dolayısıyla çalışmada, temsil maliyetlerini azaltmada alternatif mekanizmaların bulunduğu durumlarda, temettü politikalarının bu amaçla kullanılmadığı savunulmuştur.

2.7.3.8. COLLINS, SAXENA VE WANSLEY'İN ÇALIŞMASI[291]

Temsil sorunu ile temettü politikalarının denetim-gözetim açısından bir mekanizma olarak işlevlerinin incelendiği Collins, Saxena ve Wansley[292]'in çalışmasında, regülasyona tabi olan ve olmayan sektörlerde faaliyet gösteren firmaların temettü politikalarında sistemik olarak farklılık bulunup bulunmadığı analiz edilmiştir.

1989-1990 yılları arasında işlem gören 500 firmanın verilerinin analiz kapsamına alındığı çalışmada, bankacılık ve elektrik üretimi gibi özel regülasyona tabi olan sektörlerde faaliyet gösteren firmalarda, temettü politikalarının temsil maliyetlerini azaltmada daha küçük bir rol oynadığı gözlemlenmiştir. Zira

---

[287] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.
[288] Gregory M. Noronha, Dilip K. Shome ve George E. Morgan, "The monitoring rationale for dividends and the interaction of capital structure and dividend decisions," **Journal of Banking & Finance** 20, 1996, s. 439-454.
[289] Noronha, Shome ve Morgan, a.g.e., s. 439-454.
[290] Easterbrook, a.g.e., s. 650-659.
[291] Cary M. Collins, Atul K. Saxena ve James W. Wansley, "The Role of Insiders and Dividend Policy: A Comparison of Regulated and Unregulated Firms," **Journal of Financial and Strategic Decisions** 9, 1996, s. 1-9.

regülasyon faaliyetini yürüten üst kurullar denetim-gözetim fonksiyonu yaptığından, bu sektörlerde faaliyet gösteren firmalarda temsil maliyetlerini azaltmak için temettü politikalarının kullanılmasına daha az gerek duyulmaktadır.

2.7.3.9. GUL'UN ÇALIŞMASI[293]

1988-1992 yılları arasında Japon borsasında işlem gören 1327 firmanın verilerini analiz ettiği çalışmada Gul[294], büyüme fırsatları, sermaye yapısı ve temettü politikası arasındaki ilişkiyi incelemiştir.

Çalışmada, firma ölçeği ve karlılık oranlarının benzer olduğu firmalarda, büyüme fırsatları ile finansal kaldıraç ve temettü dağıtım oranları arasında negatif yönde ilişki bulunduğu gözlemlenmiştir. Çalışmanın bulguları, Jensen[295]'in, Easterbrook[296]'un ve Rozeff[297]'in araştırmalarının sonuçları ile paraleldir.

2.7.3.10. FILBECK VE MULLINEAUX'NUN ÇALIŞMASI[298]

1976-1994 yılları arasında işlem gören 318 firmanın verilerini analiz ettikleri çalışmada Filbeck ve Mullineaux[299], temettü politikası kararlarında temsil sorunundan kaynaklanan maliyetlerin temel etmenlerden olup olmadığını araştırmışlardır.

Easterbrook[300]'un hipotezini test etmeyi amaçlayan çalışmanın bulguları, özel regülasyona tabi olan finansal holdinglerin hisse senetlerinde, temettü ödemelerinin ardından aşırı getiriler meydana geldiğini ortaya koymaktadır. Çalışmada, bu firmaların hisse senetleri zaten özel regülasyona tabi olduklarından, temettü ödemelerinin ardından hisse senetlerinde meydana gelen

---

[292] Collins, Saxena ve Wansley, a.g.e., s. 1-9.
[293] Ferdinand A. Gul, "Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan," **Journal of Corporate Finance** 5, 1999, s. 141-168.
[294] Gul, a.g.e., s. 141-168.
[295] Jensen, a.g.e., s. 323-339.
[296] Easterbrook, a.g.e., s. 650-659.
[297] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.
[298] Greg Filbeck ve Donald J. Mullineaux, "Agency costs and dividend payments: The case of bank holding companies," **The Quarterly Review of Economics and Finance** 39, 1999, 409-418.
[299] Filbeck ve Mullineaux, a.g.e., s. 409-418.
[300] Easterbrook, a.g.e., s. 650-659.

aşırı getirilerin, temsil maliyetlerinin haricinde de açıklaması olması gerektiği savunulmuştur. Bu durumun, temettü politikalarının temsil maliyetlerini azaltma fonksiyonunun haricinde de önemi olduğunu ortaya koyduğu öne sürülmüştür. Çalışmada, hisse senetlerinde meydana gelen aşırı getirilerin, temettü yoluyla sermaye pazarlarına işaret verme (dividend-signaling) yaklaşımıyla açıklanabildiği savunulmuştur.

2.7.3.11. YURTOĞLU'NUN ÇALIŞMASI[301]

1998 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 257 firmanın verilerini çalışması kapsamına alan Yurtoğlu[302], firmalardaki paydaşlık yapılarının, faaliyet performanslarına, sermaye yapısı kararlarına ve temettü politikası kararlarına etkilerini analiz etmiştir.

Çalışmada, firmaların önemli bir kısımının doğrudan ya da piramit sahiplik yapısı çerçevesinde dolaylı olarak belirli aileler tarafından kontrol edildiği, ve bu yapının, azınlık konumunda olan hissedarların haklarının çok etkin olarak korunmadığı bir yasal çerçevede, risk primini önemli ölçüde yükselterek hisse senedi fiyatlarına ciddi oranda olumsuz etki yaptığı gözlemlenmiştir. Analiz kapsamına alınan dönemde, birçok firmanın doğrudan ya da dolaylı olarak belirli aileler ya da gruplar tarafından yönetilmesinin, azınlık haklarının da yeterince korunamadığı bir yasal çerçevede, kontrol gücüne sahip olan grupların lehine olacak şekilde firmalar arasında kar transferlerine olanak tanıdığı savunulmuştur. Zira azınlık hissedarların menfaatleri, hisse senetlerine sahip oldukları firmaların bireysel performansları ile ilişkiliyken, kontrol gücünü elinde bulunduran gruplar için tüm grup şirketlerinin toplam performansı önemli olmaktadır.

Çalışmada, bu durumun firmaların sermaye yapısı kararları ve temettü politikaları üzerinde etkili olduğu öne sürülmüştür. Bu durumun da, rasyonel davranan dışsal-paydaşların talep ettikleri risk primini önemli ölçüde artırarak hisse senedi fiyatlarına negatif yönde etki yaptığı savunulmuştur.

---

[301] Burçin B. Yurtoğlu, "Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms," **Empirica** 27, 2000, 193-222.

2.7.3.12. LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER VE VISHNY'NİN ÇALIŞMASI[303]

1989-1994 yılları arasında 33 farklı ülkenin menkul kıymetler borsalarında işlem gören toplam 4103 firmanın verilerini çalışmalarının kapsamına alan La Porta, v.d.[304], temettü politikaları ile temsil sorunundan kaynaklanan maliyetlerin ilişkisini analiz etmişlerdir.

Çalışma kapsamına dahil edilen firmalar farklı ülkelerin sermaye pazarlarında işlem görmekte olduklarından, azınlık hissedarların haklarının korunduğu yasal çerçeve de farklılık göstermektedir. Çalışmanın bulguları, temettü dağıtım oranları üzerinde en fazla etkili olan etmenin, azınlık hissedarların haklarının korunduğu yasal çerçeve olduğu yönündedir. Zira çalışmada, etkin bir yasal çerçevenin bulunduğu durumlarda dışsal-paydaşların, yöneticilerin temettü politikalarıyla kendi menfaatlerini korumadığını düşündükleri taktirde:

1) firmanın yöneticilerini değiştirerek,
2) sahip oldukları hisse senetlerini firmayı daha iyi yönetebileceklerini düşündükleri potansiyel alıcılara satarak, ya da
3) kendi menfaatlerini dışsal-paydaşların menfaatlerinin önünde tuttuklarını düşündükleri paydaş-yöneticiler hakkında dava açarak

temettü dağıtımı üzerinde etkili olabildikleri savunulmaktadır. La Porta, v.d.[305]'ye göre bu durum, azınlık hissedarların haklarının etkin olarak korunduğu pazarlarda firma yöneticilerinin daha yüksek oranlarda temettü dağıtımı yapmalarını teşvik etmektedir.

Çalışmanın bulgularının Jensen[306], Easterbrook[307] ve Rozeff[308]'in çalışmalarıyla aynı paralelde olmadığı öne sürülebilir. Zira sözü geçen çalışmalarda temettü politikalarının, yasal çerçevenin zayıf olup denetim-gözetim

---

[302] Yurtoğlu, a.g.e., s. 193-222.
[303] Rafael La Porta, v.d., "Agency Problems and Dividend Policies around the World," **Journal of Finance** 55, 2000, 1-33.
[304] La Porta, v.d., a.g.e., s. 1-33.
[305] La Porta, v.d., a.g.e., s. 1-33.
[306] Jensen, a.g.e., s. 323-339.
[307] Easterbrook, a.g.e., s. 650-659.
[308] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.

faaliyetlerinin az olduğu durumlarda daha etkin bir mekanizma olarak kullanılması beklenmektedir. La Porta, v.d.[309]'nin çalışmasının bulgularına göre ise azınlık hissedarların korunduğu yasal çerçevenin gücü ile temettü dağıtım oranları arasında pozitif yönde bir ilişki bulunmaktadır.

2.7.3.13. LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER VE VISHNY'NİN ÇALIŞMASI[310]

1995-1997 yılları arasında 27 ülkenin menkul kıymetler borsalarında işlem gören en büyük 20 firmanın (toplam 539 firma) verilerini çalışmalarının kapsamına alan La Porta, v.d.[311], temettü politikaları ile temsil sorunundan kaynaklanan maliyetlerin ilişkisini, azınlık hissedarların haklarının korunduğu yasal çerçeve dahilinde analiz etmişlerdir.

Çalışmada:

1) azınlık hissedarların haklarının korunduğu yasal çerçevenin güçlü olması ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönde,
2) azınlık hissedarların haklarının korunduğu yasal çerçevenin zayıf olduğu durumlarda, paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı ile hisse senedi fiyatları arasında yine pozitif yönde

ilişki gözlemlenmiştir. Çalışmada, firma değeri ile firmaların tabi oldukları yasal çerçeve arasında yakın ilişki bulunduğu savunulmaktadır.

[309] La Porta, v.d., a.g.e., s. 1-33.
[310] Rafael La Porta, v.d., "Investor Protection and Corporate Valuation," **Journal of Finance** 57, 2002, s. 1147-1170.
[311] La Porta, v.d., a.g.e., s. 1-33.

2.7.3.14. GUGLER'IN ÇALIŞMASI[312]

1991-1999 yılları arasında işlem gören 351 firmanın verilerinin analiz edildiği Gugler[313]'ın çalışmasında, temettü politikası kararları ile paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı ve kontrol gücü arasındaki ilişki incelenmiştir.

Çalışmada, firmalardaki sermayedarlık yapılarıyla temettü politikası kararları arasında yakın ilişki bulunduğu gözlemlenmiştir. Zira belirli bir ailenin kontrolünde bulunan ya da paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranlarının yüksek olduğu firmalarda hedef temettü dağıtım oranları, paydaşlık oranları geniş dağılım gösteren firmalara nazaran daha düşük olmaktadır.

Diğer taraftan, bankacılık gibi özel regülasyona tabi bulunan sektörlerde faaliyet gösteren firmalarda temettü dağıtım oranları, regülasyon görevi gören üst kurullar temsil maliyetlerinin azaltılmasında önemli rol oynadığından, regülasyona tabi olmayan firmalara nazaran daha düşük gerçekleşmektedir.

[312] Klaus Gugler, "Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment," **Journal of Banking & Finance** 27, 2003, s. 1297-1321.
[313] Gugler, a.g.e., s. 1297-1321.

Tablo 2: Temettü Politikaları İle Temsil Sorununu İlişkilendiren Yaklaşıma Görgül Katkı Sağlayan Çalışmaların Özeti

Yazar (Tarih)	Analiz Dönemi	Firma Sayısı	Temel Bulgular
Gugler (2003)	1991-1999	214	Firmaların sermayedarlık yapılarıyla temettü politikası kararları arasında yakın ilişki bulunmaktadır. Belirli bir ailenin kontrolünde bulunan ve yöneticilerin paydaşlık oranlarının yüksek olduğu firmaların temettü dağıtım oranları, paydaşlık oranları geniş dağılım gösteren firmalara nazaran daha düşük olmaktadır. Bankacılık gibi özel regülasyona tabi bulunan sektörlerde faaliyet gösteren firmaların temettü dağıtım oranları, regülasyona tabi olmayan firmalara nazaran daha düşük olmaktadır.
La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer ve Vishny (2002)	1995-1997	539	Azınlık hissedarların haklarının korunduğu yasal çerçevenin gücü ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönde ilişki bulunmaktadır. Azınlık hissedarların haklarının korunduğu yasal çerçevenin zayıf olduğu durumlarda, paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönde ilişki bulunmaktadır.
Yurtoğlu (2000)	1998	257	Yöneticilerin firmalardaki paydaşlık oranlarının yüksek olması, azınlık haklarının yeterince korunamadığı bir yasal çerçevede, dışsal paydaşların talep ettikleri risk primini artırarak hisse senedi fiyatları üzerinde negatif yönde etki yapmaktadır. Yöneticilerin firmalardaki paydaşlık oranlarının yüksek olması, firmaların faaliyet performanslarını ve temettü dağıtım oranlarını negatif yönde etkilemektedir.
La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer ve Vishny (2000)	1989-1994	4103	Azınlık hissedarların haklarının etkin bir şekilde korunduğu pazarlarda, firma yöneticileri daha yüksek oranlarda temettü dağıtımı yapmaya meyilli olmaktadır.
Gul (1999)	1988-1992	1327	Firmaların büyüme fırsatları ile finansal kaldıraç ve temettü dağıtım oranları arasında negatif yönde ilişki bulunmaktadır.

Yazar (Tarih)	Analiz Dönemi	Firma Sayısı	Temel Bulgular
Filbeck ve Mullineaux (1999)	1976-1994	318	Özel regülasyona tabi olan finansal holdinglerin hisse senetlerinde, temettü ödemelerinin ardından aşırı getiriler meydana gelmektedir; bu durum, temettü politikalarının temsil maliyetlerini azaltmak açısından oynadıkları fonksiyonun haricinde de önemi olduğunu göstermektedir.
Noronha, Shome ve Morgan (1996)	1986-1988	400	Temsil maliyetlerini azaltmada alternatif mekanizmaların bulunduğu ve/veya büyüme oranlarının yüksek olduğu durumlarda, temettü politikaları ile temsil maliyetleri ve sermaye yapısı kararları arasında ilişki bulunmamaktadır. Temsil maliyetlerini azaltmada alternatif mekanizmaların bulunmadığı ve büyüme oranlarının yüksek olmadığı durumlarda, temettü politikaları ile temsil maliyetleri ve sermaye yapısı kararları arasında güçlü ilişki bulunmaktadır.
Collins, Saxena ve Wansley (1996)	1989-1990	500	Bankacılık ve elektrik üretimi gibi özel regülasyona tabi olan sektörlerde faaliyet gösteren firmalarda temettü politikaları, temsil maliyetlerinin azaltımında daha küçük bir rol oynamaktadır; zira regülasyon faaliyetini yürüten üst kurullar denetim-gözetim fonksiyonu yaptığından, bu sektörlerde faaliyet gösteren firmalarda temsil maliyetlerini azaltmak için temettü politikalarının kullanılmasına daha az gerek duyulmaktadır.
Moh'd, Perry ve Rimbey (1995)	1972-1989	341	Temettü dağıtım oranları: 1) temsil maliyetlerinin boyutunu temsil eden paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı ile negatif, 2) firmanın hisse senetlerinin ne kadar fazla sayıda hissedara dağıldığını temsil eden hissedar sayısı ile pozitif, 3) dışsal kaynak sağlamanın maliyetini yansıtan geçmiş ve beklenen büyüme oranları ile negatif, 4) finansal kaldıraç ve faaliyet kaldıracının derecesi ile negatif, ve 5) firmanın ölçeği ile pozitif yönde ilişki içerisindedir.

Yazar (Tarih)	Analiz Dönemi	Firma Sayısı	Temel Bulgular
Agrawal ve Jayaraman (1994)	1979-1983	71	Sermaye yapısı içerisinde borca yer vermeyen firmaların temettü dağıtım oranları, borca yer veren firmalara kıyasla daha yüksektir. Sermaye yapısı içerisinde borca yer vermeyen firmalarda yöneticilerin paydaşlık oranlarının düşük olması, temettü dağıtım oranlarının daha fazla olması sonucunu doğurmaktadır. Temettü dağıtımı ile finansal kaldıraç, temsil maliyetlerini azaltmada alternatif yöntemler olarak kullanılabilmektedir.
Dempsey ve Laber (1992)	1974-1980 1981-1987	968 739	Temettü dağıtım oranları: 1) temsil maliyetlerinin boyutunu temsil eden paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı ile negatif, 2) firmanın hisse senetlerinin ne kadar fazla sayıda hissedara dağıldığını temsil eden hissedar sayısı ile pozitif, 3) dışsal kaynak sağlamanın maliyetini yansıtan geçmiş ve beklenen büyüme oranları ile negatif, ve 4) kaldıraç oranlarını temsil eden Beta ile negatif yönde ilişki içerisindedir.
Jensen, Solberg ve Zorn (1992)	1982 1987	565 632	Yöneticilerin firmadaki paydaşlık oranları ile finansal kaldıraç ve temettü dağıtım oranları arasında negatif yönde bir ilişki bulunmaktadır.
Crutchley ve Hansen (1989)	1981-1985	603	Karlılıktaki oynaklık, ve reklam ve arge harcamalarının boyutu, finansal kaldıracı negatif yönde, temettü dağıtım oranını ve yöneticilerin firmadaki paydaşlık oranını ise pozitif yönde etkilemektedir. Firma ölçeği, yöneticilerin firmadaki paydaşlık oranını negatif yönde, finansal kaldıracı ve temettü dağıtım oranını ise pozitif yönde etkilemektedir. Hisse senedi getirisindeki oynaklık ve yeni dışsal kaynak sağlamanın maliyeti, finansal kaldıracı ve temettü dağıtım oranını negatif yönde, yöneticilerin firmadaki paydaşlık oranını ise pozitif yönde etkilemektedir.
Lambert, Lanen ve Larcker (1989)	1956	221	Firma yöneticilerinin, temettü dağıtımlarına karşı korumalı olmayan hisse senedi opsiyonlarına (stock option) sahip olması, temettü dağıtım oranlarının gerilemesi sonucunu doğurmaktadır.

Yazar (Tarih)	Analiz Dönemi	Firma Sayısı	Temel Bulgular
Jayaraman ve Shastri (1988)	1962-1982	2023	Temettü dağıtım oranlarının artırılmasının ardından tahvil fiyatlarında herhangi bir düşüş gözlenmemektedir. Borç verenlerden paydaşlara servet transferi yapıldığının herhangi bir kanıtı gözlemlenmemektedir.
Handjinicolaou ve Kalay (1984)	1975-1976	255	Temettü dağıtım oranlarının artırılmasının ardından tahvil fiyatlarında herhangi bir düşüş gözlemlenmemektedir.
Rozeff (1982)	1974-1980	1000	Temettü dağıtım oranları: 1) temsil maliyetlerinin boyutunu temsil eden paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı ile negatif, 2) firmanın hisse senetlerinin ne kadar fazla sayıda hissedara dağıldığını temsil eden hissedar sayısı ile pozitif, 3) dışsal kaynak sağlamanın maliyetini yansıtan geçmiş ve beklenen büyüme oranları ile negatif, ve 4) kaldıraç oranlarını temsil eden Beta ile negatif yönde ilişki içerisindedir.
Kalay (1982)	1956-1975	150	Borç verenler, temettü dağıtım oranları üzerine koydukları kısıtlamalar vasıtasıyla paydaşlara servet transferi yapılmasını etkin bir şekilde önleyerek, borç verenlerle paydaşlar arasındaki çıkar çatışmasını ortadan kaldırabilmektedir. Firmaların yaptığı temettü dağıtımları, mümkün olan limitin çok altında gerçekleşmektedir.

3. BÖLÜM
TEMSİL SORUNU VE TEMETTÜ POLİTİKASI ARASINDAKİ İLİŞKİYİ TEST ETMEYE YÖNELİK OLARAK TÜRKİYE ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

3.1. ARAŞTIRMANIN KONUSU VE AMACI

Modigliani ve Miller[314]'in (MM) temettü ilintisizliği önermesinin (dividend irrelevance proposition) ardından, temettü politikası kararlarının açıklanmasında en fazla kabul gören yaklaşımlardan birisi, Jensen ve Meckling[315]'in temsil sorunu teorisinden (agency theory) yola çıkan ve Easterbrook[316]'un, Rozeff[317]'in ve Jensen[318]'in çalışmalarıyla şekillenen, temettü politikası kararlarını temsil sorununa dayanarak açıklayan yaklaşımdır (agency cost theory of dividends). Bu yaklaşıma göre temsil maliyetleri, temettü politikaları kullanılarak etkin bir biçimde azaltılabilmektedir.

Yaklaşıma göre yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, ileriki dönemlerde temettü dağıtım oranlarında azaltıma giderek sermaye pazarlarına olumsuz işaret vermek istemeyecek yöneticileri, firmanın faaliyet performansını yükseltmek için teşvik etmektedir. Zira firma yöneticileri, yüksek oranda temettü dağıtımını devam ettirebilmek için sürekli olarak pozitif NBD'ye sahip yeni projelerin arayışı içerisinde olacaklardır.

Yaklaşıma göre yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, yöneticilerin insiyatiflerindeki içsel kaynakları azaltarak, yeni yatırımların finansmanı için yeni dışsal kaynak sağlanmasını gerektirmektedir. Böylelikle yöneticilerin, kendi menfaatlerini ön planda tutan davranışlar sergilemeleri ve

---

[314] Franco Modigliani ve Merton H. Miller, "Dividend policy, growth and the valuation of shares," **Journal of Business** 34, 1961, s. 411-433.
[315] Michael C. Jensen ve William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure," **The Modern Theory of Corporate Finance**, 2. ed. der. Clifford W. Smith , ABD, McGraw-Hill int ed., 1990, s. 82-137.
[316] Frank H. Easterbrook, "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," **The American Economic Review,** (Vol.74, No.4, 1984), s. 650-659.
[317] Michael S. Rozeff, "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios," **Journal of Financial Research** 5, 1982, s. 249-259.

sadece firma ölçeğini artırmaya yönelik olan, ama aslında negatif NBD'ye sahip olup firma değerinin gerilemesine yol açacak yatırımları üstlenebilme olanakları kısıtlanmaktadır.

Yaklaşıma göre yüksek oranda temettü dağıtımı yapılmasının sağladığı diğer bir olumlu durum da, yeni yatırımların finansmanı için firmanın sermaye pazarlarına daha sık başvurmasını gerektirmesidir. Bu paydaşlar açısından arzu edilen bir durumdur. Zira firma yöneticileri yeni dışsal kaynak arayışına gittiklerinde sermaye pazarlarının ve yasal otoritenin artan denetim-gözetim faaliyetleriyle karşılaşmaktadırlar.

Bu çalışmanın amacı, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım kararlarında temsil sorunundan kaynaklanan maliyetlerin önemi olup olmadığının test edilmesidir. Dolayısıyla çalışmada, temettü politikasını temsil maliyetleri vasıtasıyla açıklayan teorik değişkenlerin, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü kararları üzerindeki etkileri araştırılmakta; ve bu amaçla geliştirilen hipotezler test edilmektedir.

Çalışmanın önemi, temettü politikası kararlarında temsil sorununun etkisini dolaysız olarak test eden, ve bu konuda görgül bulgular sunan ilk araştırmalardan biri olmasından kaynaklanmaktadır.

[318] Michael C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," **The American Economic Review**, 1986, s. 323-329.

3.2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE SINIRLARI

Bu çalışma, 1997-2002 yılları arasında hisse senetleri İMKB'de işlem gören 108 sanayii şirketini kapsamaktadır. Bankacılık ve sigortacılık sektörlerinde faaliyet gösteren firmalar ile holdingler bu çalışmanın kapsamının dışında bırakılmıştır. Bankacılık ve sigortacılık sektörlerinde faaliyet gösteren firmalar, imalat sanayiinde faaliyet gösteren firmalara kıyasla nitelik ve nicelik olarak daha farklı denetim ve gözetim faaliyetlerine maruz kalmaktadır. Bu durum, söz konusu firmaların hem sermaye yapısı kararları ve temettü politikaları üzerinde etkili olmaktadır, hem de temsil sorunundan kaynaklanan maaliyetlerin boyutunu ve yapısını değiştirmektedir. Dolayısıyla, sanayi şirketleriyle bankacılık ve sigortacılık alanında faaliyet gösteren firmaları aynı araştırma kapsamında değerlendirmek sağlıklı sonuçlar üretmeyecektir.

Diğer yandan, 1997-2002 yılları arasında holdinglerin konsolide mali tablo yayınlama sorumlulukları bulunmamaktaydı. Dönem içerisinde holdingler tarafından yayınlanmış solo mali tablolar, holdinglerin faaliyet performanslarını tam olarak yansıtmaktan uzak olduğundan, holdinglerin de böyle bir çalışmanın kapsamına dahil edilmesi sağlıklı sonuçlar üretmeyecektir. Nitekim holding şirketleri de bu araştırmanın kapsamı dışında bırakılmıştır. Dönem içerisinde faaliyette bulunan Şişe ve Cam Fabrikaları firması da esas itibariyle holding yapısında bulunduğundan, yine bu çalışmanın dışında bırakılmıştır. Araştırma kapsamına alınan firmaların isimleri ve hangi sanayi kolunda faaliyet gösterdikleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 3: Araştırma Kapsamına Giren Firmalar ve Sektörel Dağılımları

SIRA NO	DOKUMA, GİYİM VE EV ÜRÜNLERİ	GIDA VE GIDA PERAKENDECİLERİ	KAĞIT VE ÜRÜNLERİ	KİMYASALLAR	METALLER VE ELEKTRONİK	TAŞA VE TOPRAĞA DAYALI SANAYİ	TURİZM, ULAŞTIRMA VE LOJİSTİK
1	Akal Tekstil	Banvit	Doğan Gazetecilik	Aksa	Alarko Carrier	Afyon Çimento	Altinyunus Çeşme
2	Aksu Iplik	Dardanel	Duran Doğan Basim	Aygaz	Alcatel Teletaş	Anadolu Cam	Camiş Lojistik
3	Altinyildiz	Gima	Hürriyet Gazetecilik	Bağfaş	Arçelik	Bolu Çimento	Marmaris Altinyunus
4	Derimod	Kent Gida	Kartonsan	Brisa	Aselsan	Bursa Çimento	Milliyet Pazarlama
5	Edip Iplik	Kerevitaş Gida	Olmuksa	Dyo Boya	Beko Elektronik	Çimentaş	Marmaris Marti Otel
6	Gentaş	Merko Gida	Tire Kutsan	Ege Gübre	Borusan Boru	Çimsa	Net Turizm
7	Karsu Tekstil	Migros	Viking Kağit	Egeplast	Bosch Fren Sistemleri	Denizli Cam	Petrokent Turizm
8	Kelebek Mobilya	Pınar Su		Goodyear	Bsh Ev Aletleri	Ege Seramik	Türk Hava Yollari
9	Koniteks	Pınar Süt		Gübre Fabrikaları	Burçelik	İzocam	Usaş
10	Lüks Kadife	Tat Konserve		Hektaş	Çelik Halat	Konya Çimento	
11	Okan Tekstil	Tuborg		Kordsa	Ditaş Doğan	Kütahya Porselen	
12	Sönmez Filament	Tukaş		Marshall	Doğusan	Lafarge Aslan Çimento	
13	Sönmez Pamuklu			Petkim	Döktaş	Mardin Çimento	
14	Yünsa			Petrol Ofisi	Ege Endüstri	Oysa Çimento	
15				Pimaş	Ege Profil	Trakya Cam	
16				Tüpraş	Ereğli Demir Çelik	Uşak Seramik	
17					Feniş Alüminyum	Ünye Çimento	
18					F-M Izmit Piston		
19					Ford Otosan		
20					Intema		
21					Işiklar Ambalaj		
22					İzmir Demir Çelik		
23					Makine Takım		
24					Mutlu Akü		
25					Netaş Telekom		
26					Parsan		
27					Raks Elektronik		
28					Raks Ev Aletleri		
29					Sarkuysan		
30					Tofaş		
31					Türk Demir Döküm		
32					Türk Prysmia Kablo		
33					Vestel		

3.3. ARAŞTIRMADA TEST EDİLECEK OLAN HİPOTEZLER

Temettü politikası kararlarını temsil sorununa dayanarak açıklayan yaklaşıma (agency cost theory of dividends) göre temsil maliyetleri, temettü politikaları kullanılarak etkin bir biçimde azaltılabilmektedir.

Yaklaşıma göre yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, ileriki dönemlerde temettü dağıtım oranlarında azaltıma giderek sermaye pazarlarına olumsuz işaret vermek istemeyecek yöneticileri, firmanın faaliyet performansını yükseltmek için teşvik etmekte ve yöneticilerin insiyatiflerindeki içsel kaynakları azaltarak, yeni yatırımların finansmanı için yeni dışsal kaynak sağlanmasını gerektirmektedir. Firma yöneticileri yeni dışsal kaynak arayışına gittiklerinde ise sermaye pazarlarının ve yasal otoritenin artan denetim-gözetim faaliyetleriyle karşılaşmaktadırlar.

Bu çalışmanın amacı, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım kararlarında temsil sorunundan kaynaklanan maliyetlerin önemi olup olmadığının test edilmesidir. Bu amaçla test hipotezi:

H_0 = Temsil sorunu, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü politikası kararlarında önemli bir etmendir.

şeklinde oluşturulmuştur.

Söz konusu hipotezin geçerliliğini test edebilmek amacıyla, teorinin öngördüğü açıklayıcı değişkenlerle firmaların temettü dağıtım politikaları arasında öngörülen doğrultuda bir ilişkinin olup olmadığı test edilecektir. Temettü politikalarıyla teorik açıklayıcı değişkenler arasında öngörülen doğrultuda bir ilişkinin bulunması durumunda H_0, yani "hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü politikası kararlarında temsil sorununun önemi olduğu" hipotezi kabul edilecektir. Temettü dağıtım politikasıyla ilişkili olduğu öngörülen teorik açıklayıcı değişkenler ise paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı, büyüme

fırsatları, finansal kaldıraç oranı, faaliyet kaldıracının derecesi, firma ölçeği ve serbest nakit akışıdır.

3.3.1. PAYDAŞ-YÖNETİCİLERİN PAYDAŞLIK ORANI

Paydaş-yöneticilerin, dışsal-paydaşların aleyhine kendi çıkarları peşinde olmaları paydaş-yöneticiler ile dışsal-paydaşlar arasında çıkar çatışmasına neden olmaktadır[319]. Paydaş-yöneticilerin, temsil sorunundan kaynaklanan maaliyetleri düşürmesinin bir yolu, firmadaki sermayedarlık oranlarını yükseltmeleridir. Nitekim paydaş-yöneticinin firmadaki paydaşlık oranı %100'e yükseldiği taktirde, paydaş-yöneticiler ile dışsal-paydaşlar arasındaki çıkar çatışması da sıfırlanmış olacaktır. Firmadaki paydaşlık oranları azaldıkça, paydaş-yöneticilerin kendi çıkarları peşinde olma eğilimlerinin arttığını ileri süren Easterbrook[320]'a ve Rozeff[321]'e göre, temsil sorunu nedeniyle paydaş-yöneticilerin firmadaki paydaşlık oranı ile dışsal paydaşların temettü talepleri arasında negatif yönde bir ilişki bulunmaktadır.

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü politikası kararlarında temsil sorununun önemi olması için, firmaların temettü dağıtım oranlarıyla paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranları arasında negatif yönde bir ilişki olmalıdır. Dolayısıyla hipotez şu şekilde oluşturulmuştur:

H_1 = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranları arasında negatif yönde bir ilişki vardır.

[319] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[320] Easterbrook, a.g.e., s. 650-659.

3.3.2. BÜYÜME FIRSATLARI

Easterbrook[322]'a ve Rozeff[323]'e göre yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, yöneticilerin insiyatiflerinde bulunan içsel kaynakları azaltarak sermaye pazarlarına daha fazla başvurmalarına neden olmaktadır. Bu paydaşlar açısından arzu edilen bir durumdur. Zira firma yöneticileri yeni dışsal kaynak arayışına gittiklerinde sermaye pazarlarının ve yasal otoritenin artan denetim-gözetim faaliyetleriyle karşılaşacaklardır; ve yeni kaynağın hangi şartlarda sağlandığı mevcut paydaşlar açısından değerli bir bilgi niteliği taşıyacaktır. Yüksek büyüme oranlarına sahip firmalar ise, zaten içsel kaynakları yatırım fırsatlarını karşılamaya yeterli olmadığından, sermaye pazarlarıyla sürekli yakın ilişki içerisinde bulunmak zorundadır. Dolayısıyla, yüksek büyüme potansiyeline sahip olan firmalarda, yüksek oranlarda temettü dağıtımı yapılmasına gerek bulunmamaktadır.

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü politikası kararlarında temsil sorununun önemi olması için, firmaların temettü dağıtım oranlarıyla büyüme fırsatları arasında negatif yönde bir ilişki olmalıdır. Dolayısıyla hipotez şu şekilde oluşturulmuştur:

H_2 = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla büyüme fırsatları arasında negatif yönde bir ilişki vardır.

3.3.3. FİNANSAL KALDIRAÇ

Finansal kaldıracın artması, firmanın gelirlerindeki dalgalanmaların fazlalaşmasına sebep olarak, firmanın mevcut temettü politikasını devam ettirebilmek için ihtiyaç duyduğu kaynakların bazı dönemlerde yetersiz kalmasına neden olabilmektedir[324]. Firmalar, mevcut temettü politikalarında azaltıma giderek

---

[321] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.
[322] Easterbrook, a.g.e., s. 650-659.
[323] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.
[324] Mahmoud A. Moh'd, Larry G. Perry ve James N. Rimbey, "An Investigation of the Dynamic Relationship Between Agency Theory and Dividned Policy," **The Financial Review** 30, 1995, s. 367-385.

dışsal paydaşlar tarafından negatif algılanabilecek bir işaret vermek istemediklerinden, finansal kaldıraçlarının yüksek olması nedeniyle gelirlerindeki oynaklık fazla olan firmalar, nakit temettü dağıtım oranlarını daha düşük belirlemeyi tercih edeceklerdir[325].

Rozeff[326]'e göre, firmaların temettü dağıtım oranları ile sermaye yapıları içerisindeki finansal kaldıracın oranı arasında negatif yönde bir ilişki olması gerekmektedir. Zira, finansal kaldıraç oranının yüksekliği firmanın dışarıdan kaynak sağlama ihtiyacı duyma ihtimalini ve maliyetini artırmaktadır[327].

Easterbrook[328]'a göre de, finansal kaldıracın yüksek olduğu firmalarda, yöneticilerin insiyatifinde bulunan içsel kaynakların boyutu ekseriyetle küçük olmaktadır. Dolayısıyla, finansal kaldıracı yüksek olan firmalarda, yüksek oranlarda temettü dağıtımı yapılmasına gerek bulunmamaktadır.

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü politikası kararlarında temsil sorununun önemi olması için, firmaların temettü dağıtım oranlarıyla finansal kaldıraçları arasında negatitif yönde bir ilişki olmalıdır. Dolayısıyla hipotez şu şekilde oluşturulmuştur:

H_3 = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla finansal kaldıraçları arasında negatif yönde bir ilişki vardır.

3.3.4. FAALİYET KALDIRACININ DERECESİ

Finansal kaldıraç oranına benzer şekilde, faaliyet kaldıracının derecesi de Rozeff[329]'in çalışmasında, gelirler üzerindeki oynaklığı ve dışarıdan kaynak sağlama ihtiyacını artırarak firmaların daha düşük oranda temettü dağıtımı

[325] Avner Kalay, "Signalling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends," **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 15, 1980, s. 855-869.
[326] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.
[327] Moh'd, Perry ve Rimbey, a.g.e., s. 367-385.
[328] Easterbrook, a.g.e., s. 650-659.
[329] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.

yapmasına neden olan bir diğer etmen olarak belirlenmiştir. Partington[330] ve Kalay[331]'ın çalışmaları da, yatırımcılar tarafından olumsuz algılanabilecek bir işaret vermek istemediklerinden, firma yöneticilerinin mevcut temettü dağıtım oranlarında azaltıma gitmek konusunda isteksiz olduklarını desteklemektedir. Bu bulgular da faaliyet kaldıracının derecesinin yüksek olduğu firmalarda genel olarak daha düşük oranda temettü dağıtılacağı görüşünü desteklemektedir.

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü politikası kararlarında temsil sorununun önemi olması için, firmaların temettü dağıtım oranlarıyla faaliyet kaldıraç dereceleri arasında negatif yönde bir ilişki olmalıdır. Dolayısıyla hipotez şu şekilde oluşturulmuştur:

H_4 = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla faaliyet kaldıraç dereceleri arasında negatif yönde bir ilişki vardır.

3.3.5. FİRMA ÖLÇEĞİ

Firma ölçeğinin artması, bir yandan firmanın denetim ve gözetiminin önemini artırırken diğer yandan da bu faaliyetlerin yürütülmesini zorlaştırmaktadır. Bu nedenle firma ölçeği büyüdükçe katlanılan maliyetler de hızlanan bir oranda fazlalaşmakta ve büyük firmaların denetim ve gözetimi (monitoring) için katlanılan maliyet göreceli olarak daha fazla olmaktadır[332]. Diğer yandan, dışarıdan kaynak sağlamanın yaratacağı maliyetler de firmanın ölçeğiyle ters orantılı olarak değişmektedir[333]. Nitekim, Moh'd, Perry ve Rimbey[334]'in, ve Crutchley ve Hansen[335]'in çalışmalarında firma ölçeği, hem

[330] Graham, H., Partington, "Dividend Policy and its Relationship to Investment and Financial Policies: Empirical Evidence," **Journal of Business Finance and Accounting** 12, 1985, s. 531-542.
[331] Avner Kalay, "Signalling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends," **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 15, 1980, s. 855-869.
[332] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[333] Claire, Crutchley, ve Robert, S., Hansen, "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Divident," **Financial Management**, 1989, s. 36-46.
[334] Moh'd, Perry ve Rimbey, a.g.e., s. 367-385.
[335] Crutchley ve Hansen, a.g.e., s. 36-46.

temsil sorununun boyutunu büyüten hem de dışsal kaynak sağlamanın maliyetini azaltan bir açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır.

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü politikası kararlarında temsil sorununun önemi olması için, firmaların temettü dağıtım oranlarıyla ölçekleri arasında pozitif yönde bir ilişki olmalıdır. Dolayısıyla hipotez şu şekilde oluşturulmuştur:

H_5 = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla ölçekleri arasında pozitif yönde bir ilişki vardır.

3.3.6. SERBEST NAKİT AKIŞI

Paydaşlara yapılacak temettü ödemeleri, yöneticiler ile paydaşlar arasındaki başlıca çatışma kaynaklarından birisidir[336]. Zira, yöneticilerin kendi kontrolleri altındaki kaynakların fazla olması hem yöneticilerin güçlerini hem de yönetsel lüks harcamalarını artırmalarını olanaklı kılabilmektedir. Diğer yandan yöneticilerin, firmanın optimum ölçeğin üzerinde büyümesinde de çıkarları olabilmektedir. Zira, maaş ve prim gibi yönetsel menfaatlerle firmanın ölçeği arasında pozitif yönde bir ilişki bulunmaktadır.

Yöneticilerin servetlerinin önemli bir kısmı firmaya yatırım yaptıkları beşeri sermayeleridir. Dolayısıyla yöneticiler firmadaki kendi istihdamlarıyla ilgili risklerini de azaltma kaygısı içindedirler. Bu nedenle yöneticiler, firmanın esas faaliyet alanları dışındaki alanlara da yatırımlar yaparak, reel varlık portföylerini çeşitlendirme yoluna gidebilirler. Böylelikle de firmanın faaliyet riskini düşürerek kendi istihdamlarıyla ilgili beşeri risklerini azaltma yolunu seçebilirler[337].

Yöneticilerin, net bugünkü değeri pozitif olup firmanın değerini artıran projeleri gerçekleştirdikten sonra kalan serbest nakit akışlarıyla, net bugünkü değeri negatif olup firmanın değerini azaltan projelere yatırım yapmaya

[336] Jensen, a.g.e., s. 323-329.
[337] Ahmet K. Köse, "Temsil Sorunu (Agency problem) ve Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Sermaye Kararlarında Sorunun Önemini Test Etmeye Yönelik Bir Araştırma, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İstanbul, 1997, s. 86.

meyilli olabileceklerini ileri süren Jensen[338], içsel kaynakların dağıtılmamasının yöneticilerin menfaatlerini artırırken paydaşların menfaatlerinin gerilemesine neden olduğunu ileri sürmüştür. Zira, serbest nakit akışlarının paydaşlara dağıtıldığı durumda yöneticiler firmanın optimum ölçeğin üzerinde büyümesini sağlayacak projelere kaynak sağlayabilmek için yeterli içsel kaynak bulamayacaklardır. Firma dışından kaynak arayışına gittikleri durumda ise firma faaliyetlerinin sermaye piyasalarının denetim ve gözetimine girmesi durumu ortaya çıkacaktır. Böylelikle de yeni elde edilen kaynakların kullanımı hususunda, içsel kaynaklara kıyasla daha az esnekliğe sahip olacaklardır. Dolayısıyla Jensen[339], serbest nakit akışlarının yarattığı temsil maliyetlerinin, firmadaki serbest nakit akışlarının ortaklara dağıtılmasıyla azaltılabileceğini ileri sürmüştür.

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü politikası kararlarında temsil sorununun önemi olması için, firmaların temettü dağıtım oranlarıyla serbest nakit akışları arasında pozitif yönde bir ilişki olmalıdır. Dolayısıyla hipotez şu şekilde oluşturulmuştur:

H_6 = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla serbest nakit akışları arasında pozitif yönde bir ilişki vardır.

3.4. HİPOTEZLERİN TEST EDİLMESİNDE KULLANILACAK DEĞİŞKENLERİN TANIMLANMASI, VERİLERİN ELDE EDİLMESİ VE ANALİZE HAZIR HALE GETİRİLMESİ

3.4.1. BAĞIMLI DEĞİŞKEN

Çalışmanın bağımlı değişkeni nakit temettü oranıdır ve tanımı:

[338] Jensen, a.g.e., s. 323-339.
[339] Jensen, a.g.e., s. 323-339.

NAKİT TEMETTÜ ORANI = (YIL İÇERİSİNDE PAYDAŞLARA ÖDENEN TOPLAM NAKİT TEMETTÜ / YILLIK NET KAR)

şeklinde belirlenmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 15. maddesinde 4487 sayılı kanunla yapılan değişiklikle Türkiye'deki firmalara üçer aylık hesap dönemleri itibariyle "temettü avansı" dağıtma hakkı tanınmıştır[340]. Fakat, bu düzenleme 13 Kasım 2001'de devreye girdiğinden[341], firmaların 1997-2002 dönemindeki verilerini kapsayan bu çalışmada kullanılan modelde, temettü dağıtımlarının karın gerçekleştiği yıldan sonraki yıl yapıldığı varsayılarak, bağımlı değişkenin bir sonraki yıl aldığı değerler ile açıklayıcı değişkenlerin ilgili yıldaki değerleri ilişkilendirilmektedir. Diğer bir ifadeyle, bağımlı değişkenin "$_{t+1}$" yılındaki değerleriyle açıklayıcı değişkenlerin "$_{t}$" yılındaki değerleri karşılaştırılmaktadır.

Araştırma kapsamındaki firmaların yıllık verileri, elektronik veri dağıtım sistemi "RASYONET" kullanılarak elde edilmiştir.

3.4.2. AÇIKLAYICI DEĞİŞKENLER

Çalışmanın açıklayıcı değişkenleri, paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı, büyüme fırsatları, finansal kaldıraç oranı, faaliyet kaldıracının derecesi, firma ölçeği ve serbest nakit akışıdır.

3.4.2.1. PAYDAŞ-YÖNETİCİLERİN PAYDAŞLIK ORANI

Paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı değişkeninin ölçüsü, firmada karar alma ve/veya yürütme yetkisine sahip olan içsel paydaşların (yönetici ve yönetim kurulu üyeleri dahil) sahip olduğu hisse senedi sayısının, firmanın toplam hisse senedi sayısına oranıdır.

---

[340] Aynur Korgun, "Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri," **Araştırma Raporu**, sayı: 14-12/6-4, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, 1999, s. 20.

[341] Sermaye Piyasası Kurulu, Seri: IV, No: 27, Madde: 6-7-8-9-10-11-12-13-14-15-16-17-18-19-20-21-22, http/www.spk.gov.tr/mevzuat/html/bolum_3/3_1_11_seriv_no27.htm, (13 Kasım 2001 tarihli ve 24582 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.)

YÖNETİCİLERİN PAYDAŞLIK ORANI = (İÇSEL PAYDAŞLARIN HİSSE SENEDİ SAYISI / FİRMANIN TOPLAM HİSSE SENEDİ SAYISI)

Analiz kapsamındaki 1997-2002 döneminde, Türkiye'de firmaların önemli bölümünün halka açık olmayan payları dolaylı veya dolaysız olarak belli ailelerin ya da grupların kontrolünde bulunduğundan, bu çalışmada firmalardaki karar alma ve yürütme yetkisine sahip içsel paydaşların oranı olarak, firmaların halka açık olmayan kısımları alınmıştır. Bu uygulama Köse[342]'nin çalışmasındaki yöntemle de paraleldir.

Araştırma kapsamındaki firmaların yıllık verileri, elektronik veri dağıtım sistemi "RASYONET" kullanılarak elde edilmiştir.

3.4.2.2. BÜYÜME FIRSATLARI

Büyüme fırsatlarının ölçüsü olarak çalışmada üç farklı değişken kullanılmıştır. Bunlardan iki tanesi geçmiş dönemlerdeki büyüme hızını, üçüncüsü de gelecek dönemlerdeki büyüme hızı beklentisini yansıtmaktadır. Geçmiş dönemlerdeki büyüme hızının ölçüsü olarak 1) Toplam net gelirlerin büyüme hızı ve 2) Toplam aktiflerin büyüme hızı kullanılmıştır. Gelecek dönemlerdeki büyüme hızının beklentisi olarak da firmaların Fiyat / Defter Değeri oranları kullanılmıştır.

3.4.2.2.1. TOPLAM NET GELİRLERİN BÜYÜME HIZI

Toplam net gelirlerin büyüme hızı olarak, her yıl için toplam net gelirlerin geçmiş üç yıllık ortalama büyüme hızı kullanılmıştır. Veriler analize hazır hale getirilerken enflasyonun etkisini ortadan kaldırabilmek maksadıyla TEFE (Toptan Eşya Fiyat Endeksi) ile reel hale getirilmiştir. Gelirlerin, yılın sadece belli bir bölümünde gerçekleşmeyerek yılın tamamında sağlandığı, diğer bir ifadeyle gelirlerde önemli mevsimsellikler bulunmadığı varsayımından hareketle toplam net gelirler yıl sonu reel değerlerine getirilirken önce yılın ortalama TEFE değerine bölünmüş, daha sonra da yıl sonu TEFE değeriyle

[342] Köse, a.g.e., s. 115.

çarpılarak yıl sonu reel değerlerine ulaşılmıştır. Daha sonra da verileri istenilen dönemin yıl sonu değerlerine getirebilmek için, gelirler istenilen dönemin yıl sonu TEFE değeriyle çarpılıp, gerçekte yapıldığı senenin yıl sonu TEFE değerine bölünmüştür.

Dolayısıyla, t-3 yılı içerisinde kazanılmış olan nominal gelirleri t yılı sonundaki reel değere getirecek formülasyon aşağıdaki şekilde gösterilebilmektedir:

$$\text{a) REEL GELİR}_{t-3} = \frac{\text{NOMİNAL GELİR}_{t-3} * \text{TEFE}_{t-3(\text{yıl sonu})}}{\text{TEFE}_{t-3(\text{yıl ortalaması})}}$$

$$\text{b) REEL GELİR}_{t} = \frac{\text{REEL GELİR}_{t-3} * \text{TEFE}_{t(\text{yıl sonu})}}{\text{TEFE}_{t-3(\text{yıl sonu})}}$$

Yukarıdaki formülasyondan yola çıkarak t yılı için toplam net gelirlerin geçmiş üç yıllık ortalama reel büyüme hızı şu şekilde formüle edilebilmektedir:

c) TOPLAM NET GELİRLERİN SON ÜÇ YILLIK ORTALAMA REEL BÜYÜME HIZI$_t$ =
((REEL GELİR$_t$ / (REEL GELİR$_{t-3}$ * (TEFE$_{t(\text{yıl sonu})}$ / TEFE$_{t-3(\text{yıl sonu})}$))) ^ 1/3) – 1

Araştırma kapsamındaki firmaların yıllık mali tablo verileri, elektronik veri dağıtım sistemi "RASYONET" kullanılarak elde edilmiştir. Yıl sonu ve yıllık ortalama TEFE değerleri ise TÜİK'in sitesinden sağlanmıştır.

3.4.2.2.2. TOPLAM AKTİFLERİN BÜYÜME HIZI

Toplam aktiflerin büyüme hızı olarak, her yıl için toplam aktiflerin geçmiş üç yıllık ortalama büyüme hızı kullanılmıştır. Veriler analize hazır hale getirilirken enflasyonun etkisini ortadan kaldırabilmek maksadıyla TEFE ile reel hale getirilmiştir.

Dolayısıyla, t-3 yıl sonundaki aktifleri t yılı sonundaki reel değere getirecek formülasyon aşağıdaki şekilde gösterilebilmektedir:

$$\text{a) REEL AKTİF}_t = \frac{\text{NOMİNAL AKTİF}_{t-3} * \text{TEFE}_{t(\text{yıl sonu})}}{\text{TEFE}_{t-3(\text{yıl sonu})}}$$

Yukarıdaki formülasyondan yola çıkarak t yılı için toplam aktiflerin geçmiş üç yıllık ortalama reel büyüme hızı şu şekilde formüle edilebilmektedir:

b) TOPLAM AKTİFLERİN SON ÜÇ YILLIK ORTALAMA REEL BÜYÜME HIZI_t =
$((\text{NOMİNAL AKTİF}_t / (\text{NOMİNAL AKTİF}_{t-3} * (\text{TEFE}_{t(\text{yıl sonu})} / \text{TEFE}_{t-3(\text{yıl sonu})})))$ ^ 1/3) – 1

Araştırma kapsamındaki firmaların yıllık mali tablo verileri, elektronik veri dağıtım sistemi "RASYONET" kullanılarak elde edilmiştir. Yıl sonu TEFE değerleri ise TÜİK'in sitesinden sağlanmıştır.

3.4.2.2.3. FİYAT / DEFTER DEĞERİ

Hisse senetlerinin fiyat değerleri hesaplanırken, hisse senetlerinin yılbaşındaki toplam sayısıyla yılbaşındaki hisse başı fiyatının çarpımı ile, hisse senetlerinin yıl sonundaki toplam sayısıyla yıl sonundaki hisse başı fiyatının çarpım değerleri toplanmış, ardından da ikiye bölünmüştür. Defter Değeri oranları hesaplanırken de yine aynı şekilde yılbaşı ve yıl sonu değerlerinin ortalaması alınmıştır. Ardından da Fiyat, Defter Değeri'ne bölünmüştür. Ortalama değerlerin kullanılması ile fiyat oynamalarının etkisinin bir miktar azaltılabilmesi hedeflenmiştir.

Yapılan hesaplama aşağıdaki şekilde gösterilebilmektedir:

FİYAT / DEFTER DEĞERİt = (((HİSSE SENETLERİNİN PAZAR DEĞERİ_{t-1} * HİSSE SENETLERİNİN SAYISI_{t-1}) + (HİSSE SENETLERİNİN PAZAR

DEĞERİ$_t$ * HİSSE SENETLERİNİN SAYISI$_t$)) / 2) / ((DEFTER DEĞERİ$_{t-1}$ + DEFTER DEĞERİ$_t$) / 2)

Araştırma kapsamındaki firmaların yıllık mali tablo ve fiyat verileri, elektronik veri dağıtım sistemi "RASYONET" kullanılarak elde edilmiştir.

3.4.2.3. FİNANSAL KALDIRAÇ

Finansal kaldıracın ölçüsü, toplam borçların yılbaşı ve yıl sonundaki defter değerlerinin ortalamasının, toplam borçların yılbaşı ve yıl sonundaki defter değerlerinin ortalaması ile firmanın öz sermayesinin yılbaşındaki ve yıl sonundaki toplam defter değerlerinin ortalamasının toplamına bölümüdür.

Yapılan hesaplama aşağıdaki şekilde gösterilebilmektedir:

FİNANSAL KALDIRAÇt = ((TOPLAM KISA VE UZUN VADELİ BORCUN DEFTER DEĞERİ$_{t-1}$ + TOPLAM KISA VE UZUN VADELİ BORCUN DEFTER DEĞERİ$_t$) / 2) / (((ÖZSERMAYENİN DEFTER DEĞERİ$_{t-1}$ + ÖZSERMAYENİN DEFTER DEĞERİ$_t$) / 2) + ((TOPLAM KISA VE UZUN VADELİ BORCUN DEFTER DEĞERİ$_{t-1}$ + TOPLAM KISA VE UZUN VADELİ BORCUN DEFTER DEĞERİ$_t$) / 2))

Araştırma kapsamındaki firmaların yıllık mali tablo ve fiyat verileri, elektronik veri dağıtım sistemi "RASYONET" kullanılarak elde edilmiştir.

3.4.2.4. FAALİYET KALDIRACININ DERECESİ

Faaliyet kaldıracının derecesi olarak, vergi ve faiz öncesi karın (VFÖK) yıllık reel değişiminin, toplam net gelirlerin yıllık reel değişimine oranı kullanılmıştır.

Yapılan hesaplama şu şekilde formüle edilebilir:

FAALİYET KALDIRACININ DERECESİ$_t$ = ((VFÖK$_t$ / (VFÖK$_{t-1}$ * (TEFE$_{t(\text{yıl ortalaması})}$ / TEFE$_{t-1(\text{yıl ortalaması})}$)) – 1) / ((TOPLAM NET GELİR$_t$ / (TOPLAM NET GELİR$_{t-1}$ * (TEFE$_{t(\text{yıl ortalaması})}$ / TEFE$_{t-1(\text{yıl ortalaması})}$)) – 1)

Araştırma kapsamındaki firmaların yıllık mali tablo verileri, elektronik veri dağıtım sistemi "RASYONET" kullanılarak elde edilmiştir.

3.4.2.5. ÖLÇEK

Firma ölçeğinin ölçüsü olarak çalışmada iki farklı değişken kullanılmıştır. Bunlar toplam net gelirler ve toplam aktiflerdir.

3.4.2.5.1. TOPLAM NET GELİRLER

Toplam net gelir değişkeninin ölçüsü, firmanın her yıl için yarattığı toplam net gelirlerin logaritmasıdır.

Araştırma kapsamındaki firmaların yıllık mali tablo verileri, elektronik veri dağıtım sistemi "RASYONET" kullanılarak elde edilmiştir.

3.4.2.5.2. TOPLAM AKTİFLER

Toplam aktif değişkeninin ölçüsü, firmanın her yıl sonu bilançosunda açıkladığı toplam aktiflerin logaritmasıdır.

Araştırma kapsamındaki firmaların yıllık mali tablo verileri, elektronik veri dağıtım sistemi "RASYONET" kullanılarak elde edilmiştir.

3.4.2.6. SERBEST NAKİT AKIŞI

Bu değişkenin ölçüsü, firmanın her yıl yarattığı serbest nakit akışının logaritmasıdır. Serbest nakit akışı hesaplanırken, faiz ve vergi öncesi kar ile nakit çıkışı gerektirmeyen kalemler toplanmış, ve bulunan değerden vergi ödemesi, çalışma sermayesindeki değişim ve sermaye harcamaları çıkarılmıştır.

Köse[343]'nin çalışmasındaki uygulamayla da paralel olan hesaplama yöntemi aşağıdaki şekilde gösterilebilmektedir:

SERBEST NAKİT AKIŞI = (VERGİ ÖNCESİ KAR + FİNANSMAN GİDERLERİ + AMORTİSMAN + KIDEM TAZMİNATI KARŞILIĞINDAKİ ARTIŞ + MALİYET ARTIŞ FONUNDAKİ ARTIŞ – DÖNEM BAŞI VERGİ KARŞILIĞI – DÖNEMİN VERGİSİ + DÖNEM SONU VERGİ KARŞILIĞI – KISA VADELİ TİCARİ ALACAKLARDAKİ ARTIŞ – STOKLARDAKİ ARTIŞ – DİĞER DÖNEN VARLIKLARDAKİ ARTIŞ + KISA VADELİ TİCARİ BORÇLARDAKİ ARTIŞ + DİĞER KISA VADELİ BORÇLARDAKİ ARTIŞ + ALINAN SİPARİŞ VE AVANSLARDAKİ ARTIŞ + DİĞER BORÇ VE GİDER KARŞILIKLARINDAKİ ARTIŞ – MADDİ DURAN VARLIKLARDAKİ ARTIŞ – AMORTİSMAN + DURAN VARLIKLARDAKİ DEĞER ARTIŞI + BEDELSİZ SERMAYE ARTIRIMLARI)

Araştırma kapsamındaki firmaların yıllık mali tablo verileri, elektronik veri dağıtım sistemi "RASYONET" kullanılarak elde edilmiştir.

3.5. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİNİ TEST ETMEK AMACIYLA GELİŞTİRİLEN MODEL VE ÇÖZÜMLEME YÖNTEMİ

3.5.1. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİNİ TEST ETMEK AMACIYLA GELİŞTİRİLEN MODEL

Bu çalışmada, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım kararlarında temsil sorunundan kaynaklanan maliyetlerin önemi olup olmadığı araştırılmaktadır. Dolayısıyla çalışmada, temettü politikasını temsil maliyetleri vasıtasıyla açıklayan teorik değişkenlerin, firmaların temettü kararları üzerindeki etkileri incelenmiş ve bu amaçla geliştirilen hipotezler test edilmiştir.

[343] Köse, a.g.e., s. 158.

Çalışmanın bağımlı değişkeni nakit temettü oranı, açıklayıcı değişkenler ise paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı, büyüme fırsatları (1- toplam net gelirlerin büyüme hızı, 2- toplam aktiflerin büyüme hızı, 3- Fiyat / Defter değeri), finansal kaldıraç, faaliyet kaldıracının derecesi, firma ölçeği (1- net gelirler, 2- toplam aktifler) ve serbest nakit akışıdır.

Bu amaçla geliştirilen model aşağıda gösterilmektedir:

$$NTO_{it} = a_0 + a_1 YPO_{it} + a_2(BUYUME1)_{it} + a_3(BUYUME2)_{it} + a_4(BUYUME3)_{it} + a_5(FINK)_{it} + a_6(FAALK)_{it} + a_7(OLCEK1)_{it} + a_8(OLCEK2)_{it} + a_9(SNA)_{it}$$

Modelde kullanılan değişken kısaltmalarının açılımları ve bağımlı değişkenle hangi yönde ilişkide olmalarının beklendiği aşağıda gösterilmektedir:

Bağımlı değişken:
NTO = Nakit Temettü Oranı

Açıklayıcı değişkenler:
(-) YPO = Yöneticilerin Paydaşlık Oranı,
(-) BUYUME1 = Toplam Net Gelirlerin Büyüme Hızı,
(-) BUYUME2 = Toplam Aktiflerin Büyüme Hızı,
(-) BUYUME3 = Fiyat / Defter Değeri,
(-) FINK = Finansal Kaldıraç Oranı,
(-) FAALK = Faaliyet Kaldıracının Derecesi,
(+) OLCEK1 = Toplam Net Gelirlerin Logaritması,
(+) OLCEK2 = Toplam Aktiflerin Logaritması,
(+) SNA = Serbest Nakit Akışlarının Logaritması.

Modelde kullanılan diğer semboller:
$_i$ = 1,……, 108; araştırma kapsamına alınan firmalar,
$_t$ = 1,……, 6; araştırma kapsamına alınan yıllar.

3.5.2. ÇÖZÜMLEME YÖNTEMİ

Çalışmada, 1997-2002 yılları arasında hisse senetleri İMKB'de işlem gören 108 firmanın verileri analiz edilmiştir. Analizin ilk kısmında, her firmanın 1997-2002 yılları arasındaki verilerinin, altı yıllık aritmetik ortalamaları alınarak regresyon denklemleri tahmin edilmiştir. Bu uygulama Rozeff[344]'in çalışmasındaki yöntemle de paraleldir. İkinci kısımda ise firmaların yıllar itibariyle ham verileri kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır.

3.5.2.1. REGRESYON ANALİZİ

Bir ya da birden çok bağımsız değişkenin, bağımlı değişkeni açıkladıkları modeller regresyon denklemi şeklinde adlandırılmaktadır[345]. Bağımsız değişken sayısının tek olması durumunda bu denklem basit regresyon denklemi adını alırken, bağımsız değişken sayısının birden fazla olması durumunda denklem çoklu regresyon denklemi olarak adlandırılmaktadır. Regresyon denklemi ile ilgili bazı terimlerin açıklamaları aşağıda gösterilmektedir:

1) Bağımlı Değişken: Regresyon denkleminde bağımsız değişken ya da bağımsız değişkenlerce açıklanan değişkendir.
2) Bağımsız Değişken: Regresyon denkleminde bağımlı değişkeni açıkladığı düşünülen değişken ya da değişkenlerdir.
3) Hata Terimleri: Regresyon denkleminde bağımlı değişkenin gerçek değeri ile bağımsız değişkenler tarafından açıklanan kısmı arasındaki fark değişkenidir.

Regresyon denklemi bir örnekle açıklanacak olduğunda:

$$Y_i = \alpha + \beta X_i + \varepsilon_i$$

[344] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.
[345] Selahattin Güriş ve Ebru Çağlayan, **Ekonometri Temel Kavramlar**, Der Yayınları, İstanbul, 2000, s. 87.

Yukarıdaki denklem basit regresyon denklemine örnektir. Buna göre X değişkeni Y değişkenini açıklamaktadır. Diğer bir ifadeyle, X değişkenindeki değişiklikler, Y değişkenindeki değişiklikleri açıklamaktadır. Bu bağlamda, X değişkeni bağımsız değişken iken, Y değişkeni bağımlı değişkendir.

Yukarıdaki denklemin tahmin aşamasına geçildiğinde ise denklem tahmin yöntemi olarak "en küçük kareler" yöntemi kullanılmaktadır. Bu yöntem, modelin açıklanmayan kısmı olan hata terimlerinin karelerinin minimizasyonuna dayanmaktadır. Bu yöntemde iki koşulun sağlanması gerekmektedir. Birincisi her bağımlı-bağımsız değişken çiftine karşı gelen nokta ile bu noktanın en küçük kareler yöntemi ile elde edşlecek doğru üzerindeki izdüşümü arasındaki farkların toplamı sıfır olmalıdır. İkincisi bu farkların karelerinin toplamı minimum olmalıdır[346]. Modelde hata terimleri yalnız bırakıldığında,

$$\varepsilon_i = Y_i - (\alpha + \beta X_i)$$

halini almaktadır. Denklemde her X değeri için iki farklı Y değeri olacaktır. İlki modelde yer alan gerçek Y değeri, ikincisi ise Y'nin teorik değeridir. Y'nin teorik değeri X değişkeni ve modeldeki tahmini katsayılar kullanılarak elde edilen Y'nin tahmini değeridir. Hata terimlerinin karelerinin minimum değeri,

$$\sum \varepsilon_i^{\,2} = \sum (Y_i - (\alpha + \beta X_i))^2$$

şeklinde hesaplanmaktadır. Bu denklemi minimize etmek için α ve β katsayılarına göre türev alınarak bu denklemler sıfıra eşitlenir.

$$\frac{\partial \varepsilon_i^{\,2}}{\partial \alpha} = 2\sum (-1)(Y_i - (\alpha + \beta X_i)) \Rightarrow \sum Y - n\alpha - \beta \sum X = 0 \Rightarrow \sum Y = n\alpha + \beta \sum X$$

[346] Özkan Ünver ve Hamza Gamgam, **Uygulamalı Temel İstatistik Yöntemler**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 4. baskı, 2006, s. 288.

$$\frac{\partial \varepsilon_i^{\,2}}{\partial \beta} = 2\sum(-1)(Y_i - (\alpha + \beta X_i))(X_i) \Rightarrow \sum XY = \alpha \sum X + \beta \sum X$$

Aşağıdaki iki denklemin α ve β katsayılarına göre çözümü yapıldığında,

$$\sum Y = n\alpha + \beta \sum X$$
$$\sum XY = \alpha \sum X + \beta \sum X$$

regresyon denklemindeki bilinmeyen olan α ve β katsayılarına ulaşılmaktadır.

Ekonometrik çalışmalarda kullanılan veri türleri temel olarak ikiye ayrılmaktadır. Aynı zaman diliminde farklı birimlerden elde edilen verilere yatay kesit verisi, aynı birimden farklı zaman dilimlerinde elde edilen verilere ise dikey kesit verisi ya da diğer bir ifadeyle zaman serisi verileri denilmektedir. Bu iki tür verinin ortak birleşimi olan verilere de panel veri[347] adı verilmektedir.

3.6. VERİLERİN ANALİZİ VE ARAŞTIRMANIN BULGULARI

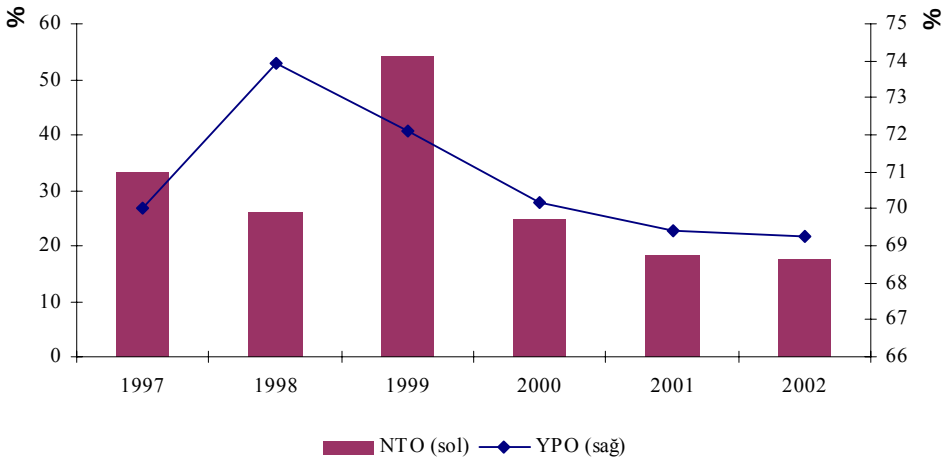
3.6.1. ORTALAMALAR ÜZERİNDEN YAPILAN ANALİZLER

3.6.1.1. HİPOTEZ 1

H_1 = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranları arasında negatif yönde bir ilişki vardır.

[347] Damodar N. Gujarati, **Temel Ekonometri**, Çevirenler: Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2. baskı, 2001, s. 24.

Şekil 18: Temettü Dağıtım Oranları ve Paydaş-yöneticilerin Paydaşlık Oranları



Analiz kapsamındaki 1997-2002 döneminde, İMKB'de işlem gören 108 firmanın paydaş-yöneticilerin ortalama paydaşlık oranı (YPO) %69,3 ile %73,9 arasında değişirken, firmaların ortalama nakit temettü dağıtım oranı (NTO) da %29,1 seviyesinde gerçekleşmiştir. 1999 yılı karları üzerinden 2000 yılında dağıtılan %54,4 oranındaki nakit temettü, dönem içerisindeki en yüksek seviye olmuştur. En düşük nakit temettü dağıtım oranları ise sırasıyla %18,3 ve %17,8 ile 2001 ve 2002 yılı karları üzerinden yapılmıştır. Aynı dönem içerisinde ortalama temettü getirisi (toplam nakit temettü / hisse senetlerinin toplam pazar değeri) %2,1 olarak gerçekleşmiştir. En yüksek temettü getirisi %3,2 ile 1999 yılında elde edilmiş, en düşük temettü getirisi ise %1,6 ile 2002 yılında gerçekleşmiştir.

Analiz dönemi içerisinde, 1999 yılında Türkiye ile IMF arasında yüklü bir kredi paketini de içeren bir yakın izleme (stand-by) anlaşması imzalanmış ve kontrollü kur sistemine geçilmiştir. Bunun ardından 1999 yılının son çeyreği ile 2000 yılnın ilk çeyreği, hem enflasyon ve nominal faiz oranlarının önemli ölçülerde gerilediği, hem de menkul kıymetler borsasının ciddi oranlarda yükselişler sergilediği bir dönem olmuştur. 2001 yılının şubat ayında ise kontrollü kur sisteminden dalgalı kur sistemine geçilmek zorunda kalınmış, ve oluşan belirsizlik nedeniyle hem enflasyon ve nominal faizlerde ciddi yükselişler olmuş,

hem de ekonomideki küçülmeyle birlikte hisse senetleri piyasasında önemli geri çekilmeler yaşanmıştır. Dolayısıyla, analiz kapsamına alınan 1997-2002 döneminde en yüksek temettü dağıtımının 1999'da yapılmış olması, ve en düşük temettü dağıtım oranlarının ise önemli belirsizliklerin yaşandığı 2001 ve 2002 yıllarında gerçekleşmiş olması, ülkenin içerisinde bulunduğu makroekonomik koşullara bağlanabilir.

Hipotez 1'i test etmek amacıyla basit regresyon yöntemi kullanılmıştır. Bu hipoteze göre paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranları, firmaların temettü dağıtım oranlarıyla negatif yönde hareket etmektedir. Bu hipotezi test etmek için ilk etapta, çalışmada yer alan 108 firmanın yöneticilerinin 1997-2002 yılları arasındaki paydaşlık oranlarının aritmetik ortalamaları alınmıştır. Aynı yöntem, firmaların temettü dağıtım oranları için de uygulanmıştır. Temettü dağıtım oranlarının hesaplanış şekli bölüm 3.4.1.'de, yöneticilerin paydaşlık oranlarının hesaplanış şekli ise bölüm 3.4.2.1.'de açıklanmaktadır.

Tablo 4: Temettü Dağıtım Oranları İle Paydaş-yöneticilerin Paydaşlık Oranları – Altı Yıllık Ortalama Veriler Üzerinden Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken: NTO
Yöntem: En Küçük Kareler
Örneklem: 1 - 108
Gözlem sayısı: 108

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olas.
C	0.352905	0.264494	1.334266	0.1850
YPO	-0.087684	0.364860	-0.240323	0.8105
R-kare	0.000545	Bağımlı Değişken ort.		0.290809
Düzeltimiş R-kare	-0.008884	Bağımlı Değişken Std. Sap.		0.584716
Modelin St. Hata	0.587307	Akaike bilgi kriteri		1.791808
Hata Ter. Kare. top.	36.56256	Schwarz kriteri		1.841477
Log. Olabilirlik	-94.75761	F-istatistiği		0.057755

Durbin-Watson ist.	1.921549	Olasılık (F-istatistiği)	0.810544

Kurgulanan modelin açık yazılımı,

NTO = 0.3529054311 – 0.08768420889 * YPO şeklindedir.

En küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan basit regresyon denkleminde;

- Modelin açıklama oranı (R^2) 0.0005 civarında bir değer olarak gerçekleşmiştir. Bu değerin 1'e yakın olmasının modelin açıklama oranını artırdığı göz önüne alındığında, modelde çıkan bu değerin oldukça düşük olduğu ve modeli yeterince açıklayamadığı görülmektedir.

- Yöneticilerin Paydaşlık Oranı (YPO) bağımsız değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakıldığında, t-istatistiği değerinin -0.24 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu değer %5 hata payı düzeyinde 1.96'dan küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifadeyle, 1997-2002 yılları arasında çalışmada kullanılan 108 firmanın yöneticilerinin paydaşlık oranlarının ortalaması alınarak oluşturulan YPO değişkeni, yine aynı dönemler arasında 108 firmanın ortalama temettü dağıtım oranlarını istatistiksel olarak açıklayamamaktadır.

3.6.1.2. HİPOTEZ 2

H_2 = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla büyüme fırsatları arasında negatif yönde bir ilişki vardır.

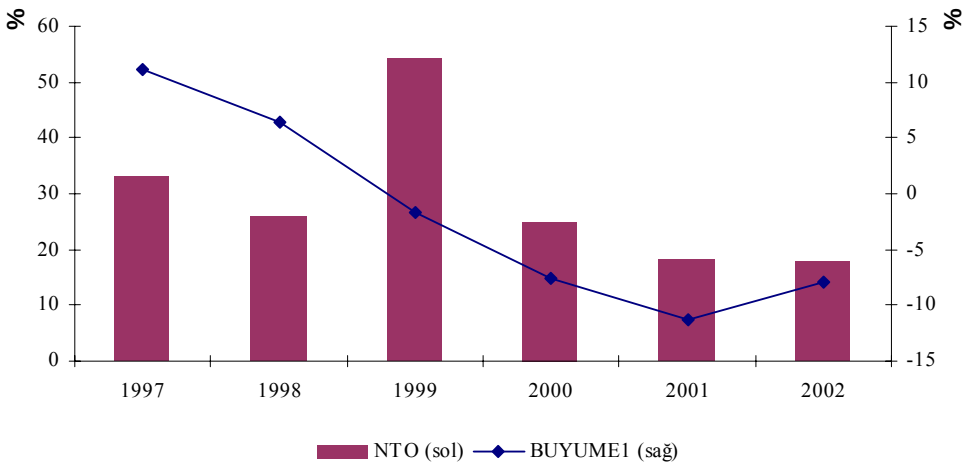
Bu hipotezi test etmek amacıyla basit regresyon yöntemi kullanılmıştır. Bu hipoteze göre firmaların büyüme fırsatları, temettü dağıtım oranlarıyla negatif yönde hareket etmektedir. Çalışmada, büyüme fırsatlarını temsil eden üç değişken kullanılmıştır. Bunlar sırasıyla, toplam net gelirlerin

büyüme hızı, toplam aktiflerin büyüme hızı, ve Fiyat / Defter Değeri'dir. Dolayısıyla, yukarıdaki hipotezi üç alt hipoteze ayırmak mümkündür.

3.6.1.2.1. HİPOTEZ 2-1

$H_{2\text{-}1}$ = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla toplam net gelirlerinin büyüme hızları arasında negatif yönde bir ilişki vardır.

Şekil 19: Temettü Dağıtım Oranları ve Toplam Net Gelirlerin Geçmiş Üç Yıllık Ortalama Reel Büyüme Hızları



Analiz dönemi içerisinde, firmaların toplam net gelirlerinin geçmiş üç yıllık ortalama reel büyüme hızlarında (BUYUME1), makroekonomik koşullara bağlı olarak önemli dalgalanmalar yaşanmıştır. Yukarıdaki şekilde de görülebileceği üzere, en yüksek büyüme (enflasyondan arındırılmış geçmiş üç yıllık ortalama) 1997 yılında, en yüksek küçülme ise 2001 yılında gerçekleşmiştir. Firmaların toplam net gelirlerinin geçmiş üç yıllık ortalama reel büyüme hızı değişkeninin hesaplanış şekli, bölüm 3.4.2.2.1.'de açıklanmaktadır.

Hipotez 2-1'i test etmek amacıyla, çalışmada yer alan firmaların 1997-2002 yılları arasındaki toplam net gelirlerinin geçmiş üç yıllık ortalama reel

büyüme hızlarının, altı yıllık aritmetik ortalamaları alınmıştır. Aynı yöntem, firmaların temettü dağıtım oranları için de uygulanmıştır.

Tablo 5: Temettü Dağıtım Oranları İle Toplam Net Gelirlerin Geçmiş Üç Yıllık Ortalama Reel Büyüme Hızları – Altı Yıllık Ortalama Veriler Üzerinden Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken: NTO

Yöntem: En Küçük Kareler

Örneklem: 1 - 108

Gözlem sayısı: 108

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olas.
C	0.288088	0.057902	4.975455	0.0000
BUYUME1	-0.151040	0.698900	-0.216112	0.8293
R-kare	0.000440	Bağımlı Değişken ort.		0.290809
Düzeltimiş R-kare	-0.008989	Bağımlı Değişken Std. Sap.		0.584716
Modelin St. Hata	0.587338	Akaike bilgi kriteri		1.791912
Hata Ter. Kare. top.	36.56637	Schwarz kriteri		1.841581
Log. Olabilirlik	-94.76324	F-istatistiği		0.046704
Durbin-Watson ist.	1.926955	Olasılık (F-istatistiği)		0.829316

Kurgulanan modelin açık yazılımı,

NTO = 0.2880884782 - 0.1510403401 * BUYUME1 şeklindedir.

En küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan basit regresyon denkleminde;

- Modelin açıklama oranı (R^2) 0.0004 civarında bir değer olarak gerçekleşmiştir. Bu değerin 1'e yakın olmasının modelin açıklama oranını

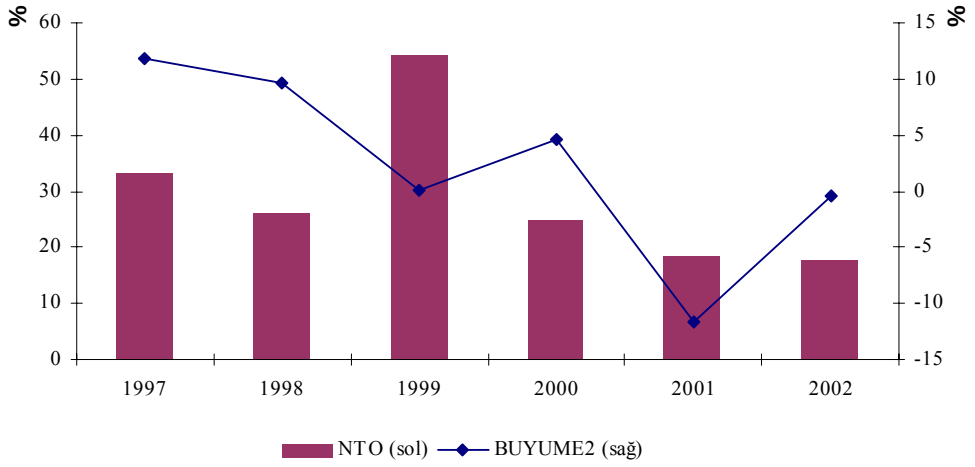
artırdığı göz önüne alındığında, modelde çıkan bu değerin oldukça düşük olduğu ve modeli yeterince açıklayamadığı görülmektedir.

- Bağımsız değişken olan, toplam net gelirlerin büyüme hızının istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakıldığında, t-istatistiği değerinin -0.21 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu değer %5 hata payı düzeyinde 1.96'dan küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifadeyle, 1997-2002 yılları arasında çalışmada kullanılan 108 firmanın toplam net gelirlerinin büyüme hızı ortalamaları alınarak oluşturulan BUYUME1 değişkeni, yine aynı dönemler arasında 108 firmanın ortalama temettü dağıtım oranlarını istatistiksel olarak açıklayamamaktadır.

3.6.1.2.2. HİPOTEZ 2-2

$H_{2\text{-}2}$ = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla toplam aktiflerinin büyüme hızı arasında negatif yönde bir ilişki vardır.

Şekil 20: Temettü Dağıtım Oranları ve Toplam Aktiflerin Geçmiş Üç Yıllık Ortalama Reel Büyüme Hızları



Analiz dönemi içerisinde, firmaların toplam aktifletinin geçmiş üç yıllık ortalama reel büyüme hızlarında (BUYUME2), BUYUME1 değişkenine benzer şekilde, makroekonomik koşullara bağlı olarak önemli dalgalanmalar yaşanmıştır. Yukarıdaki şekilde de görülebileceği üzere, en yüksek büyüme (enflasyondan arındırılmış geçmiş üç yıllık ortalama) 1997 yılında, en yüksek küçülme ise 2001 yılında gerçekleşmiştir.

Hipotez 2-2'yi test etmek amacıyla, çalışmada yer alan firmaların 1997-2002 yılları arasındaki toplam aktiflerinin geçmiş üç yıllık ortalama reel büyüme hızlarının, altı yıllık aritmetik ortalamaları alınmıştır. Aynı yöntem, firmaların temettü dağıtım oranları için de uygulanmıştır. Firmaların toplam aktiflerinin geçmiş üç yıllık ortalama reel büyüme hızları (BUYUME2) değişkeninin hesaplanış şekli, bölüm 3.4.2.2.2.'de açıklanmaktadır.

Tablo 6: Temettü Dağıtım Oranları İle Toplam Aktiflerin Geçmiş Üç Yıllık Ortalama Reel Büyüme Hızları – Altı Yıllık Ortalama Veriler Üzerinden Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken: NTO
Yöntem: En Küçük Kareler
Örneklem: 1 - 108
Gözlem sayısı: 108

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olas.
C	0.302052	0.058116	5.197351	0.0000
BUYUME2	-0.473911	0.597410	-0.793275	0.4294

R-kare	0.005902	Bağımlı Değişken ort.	0.290809
Düzeltimiş R-kare	-0.003477	Bağımlı Değişken Std. Sap.	0.584716
Modelin St. Hata	0.585731	Akaike bilgi kriteri	1.786433
Hata Ter. Kare. top.	36.36658	Schwarz kriteri	1.836102
Log. Olabilirlik	-94.46739	F-istatistiği	0.629286
Durbin-Watson ist.	1.927562	Olasılık (F-istatistiği)	0.429390

Kurgulanan modelin açık yazılımı,

NTO = 0.3020516743 - 0.473910845 * BUYUME2 şeklindedir.

En küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan basit regresyon denkleminde;

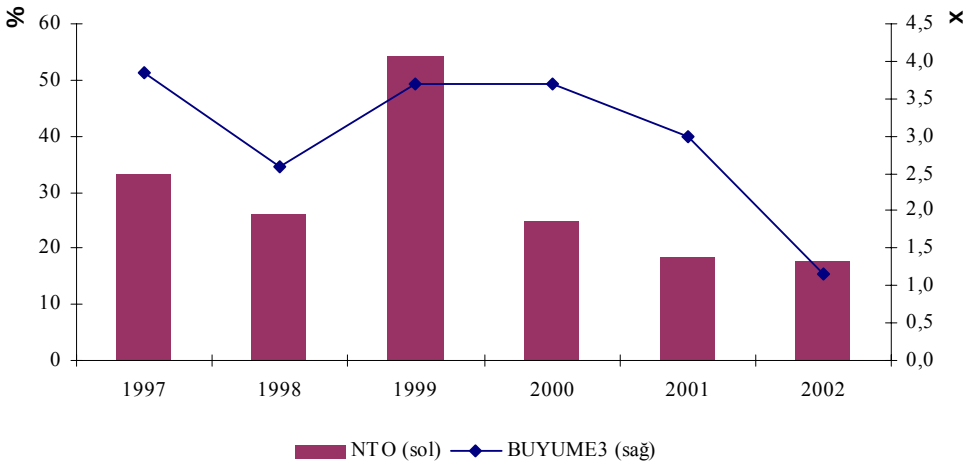
- Modelin açıklama oranı (R^2) 0.0059 civarında bir değer olarak gerçekleşmiştir. Modelde çıkan bu değerin oldukça düşük olduğu ve modeli yeterince açıklayamadığı görülmektedir.

- Toplam aktiflerin büyüme hızı bağımsız değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakıldığında, t-istatistiği değerinin -0.79 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu değer %5 hata payı düzeyinde 1.96'dan küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifadeyle, 1997-2002 yılları arasında çalışmada kullanılan 108 firmanın toplam aktiflerinin büyüme hızı ortalamaları alınarak oluşturulan BUYUME2 değişkeni, yine aynı dönemler arasında 108 firmanın ortalama temettü dağıtım oranlarını istatistiksel olarak açıklayamamaktadır.

3.6.1.2.3. HİPOTEZ 2-3

H_{2-3} = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla Fiyat / Defter değerleri arasında negatif yönde bir ilişki vardır.

Şekil 21: Temettü Dağıtım Oranları ve Fiyat / Defter Değerleri



Fiyat / Defter Değeri, modelde firmaların gelecekteki büyüme hızlarını temsil eden bir değişken (BUYUME3) olarak kullanılmıştır. Yukarıdaki şekilde de görülebileceği üzere, 108 firmanın ortalama Fiyat / Defter Değeri 1997 yılında %4 seviyesindeyken, 2002 yılında özellikle hisse senedi fiyatlarındaki düşüşlere bağlı olarak %1'e kadar gerilemiştir. Fiyat / Defter Değeri değişkeninin hesaplanış şekli, bölüm 3.4.2.2.3'te açıklanmaktadır.

Hipotez 2-3'ü test etmek amacıyla, çalışmada yer alan firmaların 1997-2002 yılları arasındaki Fiyat / Defter değerlerinin aritmetik ortalamaları alınmıştır. Aynı yöntem, firmaların temettü dağıtım oranları için de uygulanmıştır.

Tablo 7: Temettü Dağıtım Oranları İle Fiyat / Defter Değeri Oranları – Altı Yıllık Ortalama Veriler Üzerinden Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken: NTO

Yöntem: En Küçük Kareler

Örneklem: 1 - 108

Gözlem sayısı: 108

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olas.
C	0.278830	0.068624	4.063155	0.0001

BUYUME3	0.004005	0.013019	0.307625	0.7590

R-kare	0.000892	Bağımlı Değişken ort.	0.290809
Düzeltimiş R-kare	-0.008534	Bağımlı Değişken Std. Sap.	0.584716
Modelin St. Hata	0.587205	Akaike bilgi kriteri	1.791460
Hata Ter. Kare. top.	36.54985	Schwarz kriteri	1.841129
Log. Olabilirlik	-94.73884	F-istatistiği	0.094633
Durbin-Watson ist.	1.929154	Olasılık (F-istatistiği)	0.758972

Kurgulanan modelin açık yazılımı,

NTO = 0.2788295084 + 0.00400491404 * BUYUME3 şeklindedir.

En küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan basit regresyon denkleminde;

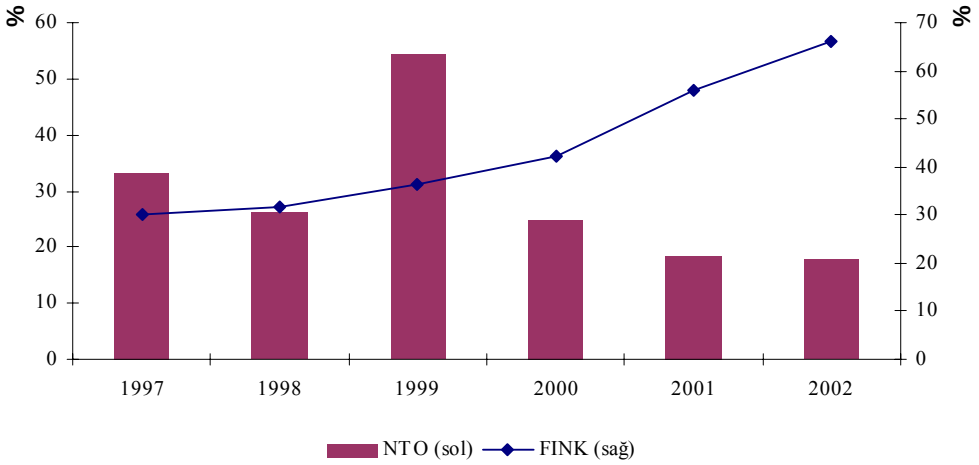
- Modelin açıklama oranı (R^2) 0.0008 civarında bir değer olarak gerçekleşmiştir. Modelde çıkan bu değerin oldukça düşük olduğu ve modeli yeterince açıklayamadığı görülmektedir.

- Fiyat / Defter değeri bağımsız değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakıldığında, t-istatistiği değerinin 0.30 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu değer %5 hata payı düzeyinde 1.96'dan küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifadeyle, 1997-2002 yılları arasında çalışmada kullanılan 108 firmanın Fiyat / Defter değerlerinin aritmetik ortalamaları alınarak oluşturulan BUYUME3 değişkeni, yine aynı dönemler arasında 108 firmanın ortalama temettü dağıtım oranlarını istatistiksel olarak açıklayamamaktadır.

3.6.1.3. HİPOTEZ 3

H_3 = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla finansal kaldıraç oranları arasında negatif yönde bir ilişki vardır.

Şekil 22: Temettü Dağıtım Oranları ve Finansal Kaldıraç Oranları



Yukarıdaki şekilde görülebileceği üzere, analiz kapsamındaki firmaların finansal kaldıraç oranlarının ortalaması, 1997-1998 yıllarındaki %30-35 seviyesinden, 2001-2002 yıllarında %55-65 seviyesine yükselmiştir. Bunun temel sebebi, firmaların 2001-2002 yıllarında bilinçli olarak önemli oranlarda yeni borçlanmaya gitmeleri değildir. Esas sebepler: 1) 2001 yılında dalgalı kur sistemine geçilmesinin ardından TL'de yabancı para birimlerine karşı önemli değer kayıpları oluşması, ve bu durumun da büyük ölçüde yabancı para birimleri üzerinden yapılmış olan borçlanmaların TL değerini aynı oranda artırması, ve 2) 2001 yılında yaşanan makroekonomik daralmayla birlikte firmaların öz sermayelerinde kayıplar oluşmasıdır. Dolayısıyla, dönem içerisinde finansal kaldıraç oranları istem dahilinde artırılmamış, yukarıda sayılan iki faktörün etkisi neticesinde ciddi oranlarda yükselmiştir.

Hipotez 3'ü test etmek amacıyla basit regresyon yöntemi kullanılmıştır. Bu hipoteze göre firmaların finansal kaldıraç oranları, temettü dağıtım oranlarıyla negatif yönde hareket etmektedir. Bu hipotezi test etmek amacıyla, çalışmada yer alan firmaların 1997-2002 yılları arasındaki finansal kaldıraçlarının aritmetik ortalamaları alınmıştır. Aynı yöntem, firmaların temettü

dağıtım oranları için de uygulanmıştır. Finansal kaldıraç oranı değişkeninin (FINK) hesaplanış şekli bölüm 3.4.2.3'te açıklanmaktadır.

Tablo 8: Temettü Dağıtım Oranları İle Finansal Kaldıraç Oranları – Altı Yıllık Ortalama Veriler Üzerinden Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken: NTO

Yöntem: En Küçük Kareler

Örneklem: 1 - 108

Gözlem sayısı: 108

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olas.
C	0.344121	0.069924	4.921374	0.0000
FINK	-0.121984	0.095506	-1.277234	0.2043
R-kare	0.015157	Bağımlı Değişken ort.		0.290809
Düzeltimiş R-kare	0.005866	Bağımlı Değişken Std. Sap.		0.584716
Modelin St. Hata	0.582998	Akaike bilgi kriteri		1.777080
Hata Ter. Kare. top.	36.02801	Schwarz kriteri		1.826749
Log. Olabilirlik	-93.96230	F-istatistiği		1.631327
Durbin-Watson ist.	1.939436	Olasılık (F-istatistiği)		0.204310

Kurgulanan modelin açık yazılımı,

NTO = 0.3441212688 - 0.1219839115 * FINK şeklindedir.

En küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan basit regresyon denkleminde;

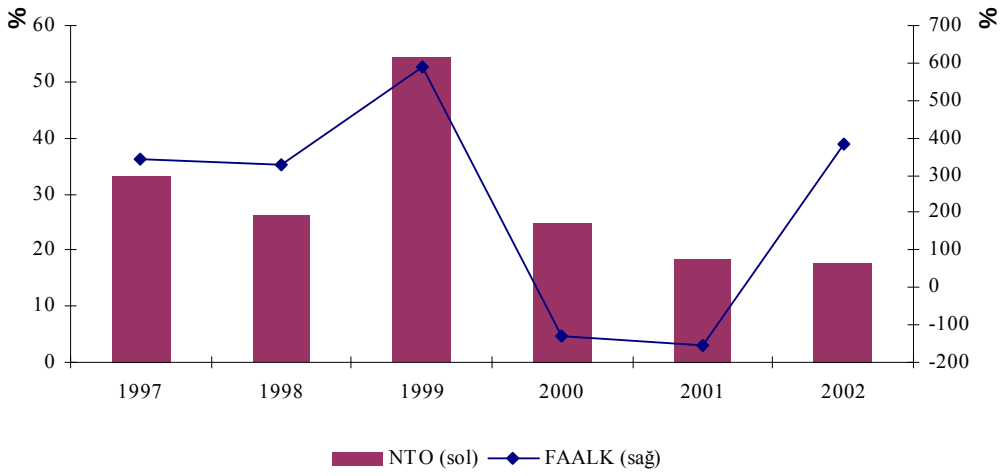
- Modelin açıklama oranı (R^2) 0.015 civarında bir değer olarak gerçekleşmiştir ve bu değerin oldukça düşük olduğu ve modeli yeterince açıklayamadığı görülmektedir.

- Finansal kaldıraç oranı bağımsız değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakıldığında, t-istatistiği değerinin -1.27 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu değer %5 hata payı düzeyinde 1.96'dan küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifadeyle, 1997-2002 yılları arasında çalışmada kullanılan 108 firmanın finansal kaldıraç ortalamaları alınarak oluşturulan FINK değişkeni, yine aynı dönemler arasında 108 firmanın ortalama temettü dağıtım oranlarını istatistiksel olarak açıklayamamaktadır.

3.6.1.4. HİPOTEZ 4

H_4 = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla faaliyet kaldıraç dereceleri arasında negatif yönde bir ilişki vardır.

Şekil 23: Temettü Dağıtım Oranları ve Faaliyet Kaldıraç Dereceleri



Analiz kapsamına alınan dönem içerisinde, firmaların faaliyet kaldıraç derecelerinde önemli dalgalanmalar yaşanmıştır. En yüksek seviyenin görüldüğü 1999 yılında, enflasyondan arındırılmış yıllık net gelirler %5 azalırken firmaların esas faaliyet gelirleri %29 gerilemiştir. 2000 yılında ise net gelirler %8 artarken esas faaliyet karları %10 gerilemiştir. Net gelirler artarken esas faaliyet karlarında düşüş yaşanmasını, 2000 yılında ekonomideki beklentilerin büyük ölçüde olumlu

olması neticesinde firmaların yatırım harcamalarına hız vermelerine, böylelikle de firmaların amortisman giderlerinin önemli ölçüde artmış olmasına bağlamak mümkündür.

Hipotez 4'ü test etmek amacıyla basit regresyon yöntemi kullanılmıştır. Bu hipoteze göre firmaların faaliyet kaldıraç dereceleri, temettü dağıtım oranlarıyla negatif yönde hareket etmektedir. Bu hipotezi test etmek için, çalışmada yer alan firmaların 1997-2002 yılları arasındaki faaliyet kaldıraç derecelerinin aritmetik ortalamaları alınmıştır. Aynı yöntem, firmaların temettü dağıtım oranları için de uygulanmıştır. Faaliyet kaldıraç derecesi değişkeninin (FAALK) hesaplanış şekli bölüm 3.4.2.4.'te açıklanmaktadır.

Tablo 9: Temettü Dağıtım Oranları İle Faaliyet Kaldıraç Dereceleri – Altı Yıllık Ortalama Veriler Üzerinden Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken: NTO
Yöntem: En Küçük Kareler
Örneklem: 1 - 108
Gözlem sayısı: 108

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olas.
C	0.295387	0.056917	5.189805	0.0000
FAALK	0.000363	0.000590	0.615268	0.5397
R-kare	0.003559	Bağımlı Değişken ort.		0.290809
Düzeltimiş R-kare	-0.005842	Bağımlı Değişken Std. Sap.		0.584716
Modelin St. Hata	0.586421	Akaike bilgi kriteri		1.788787
Hata Ter. Kare. top.	36.45230	Schwarz kriteri		1.838457
Log. Olabilirlik	-94.59452	F-istatistiği		0.378555
Durbin-Watson ist.	1.925239	Olasılık (F-istatistiği)		0.539696

Kurgulanan modelin açık yazılımı,

NTO = 0.2953873009 + 0.0003627883827 * FAALK şeklindedir.

En küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan basit regresyon denkleminde;

- Modelin açıklama oranı (R^2) 0.003 civarında bir değer olarak gerçekleşmiştir. Modelde çıkan bu değerin oldukça düşük olduğu ve modeli yeterince açıklayamadığı görülmektedir.

- Faaliyet kaldıracı derecesi bağımsız değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakıldığında, t-istatistiği değerinin 0.61 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu değer %5 hata payı düzeyinde 1.96'dan küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifadeyle, 1997-2002 yılları arasında çalışmada kullanılan 108 firmanın faaliyet kaldıraç derecesi ortalamaları alınarak oluşturulan FAALK değişkeni, yine aynı dönemler arasında 108 firmanın ortalama temettü dağıtım oranlarını istatistiksel olarak açıklayamamaktadır.

3.6.1.5. HİPOTEZ 5

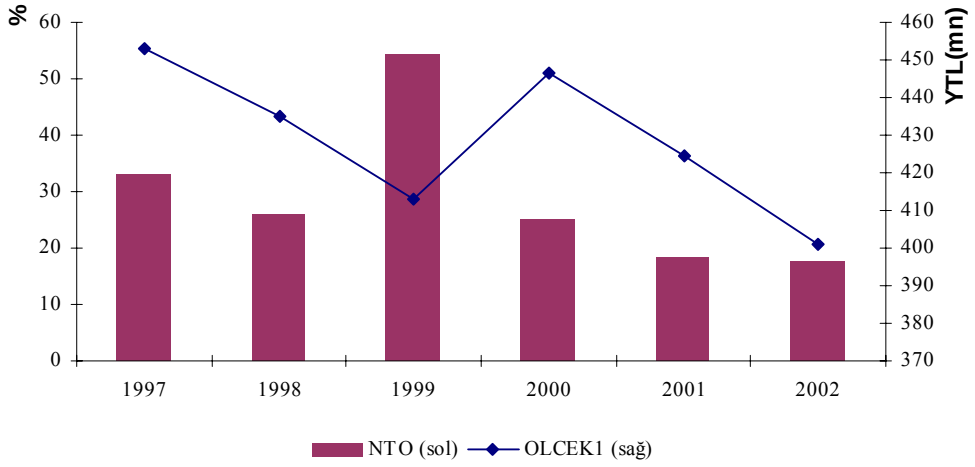
H_5 = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla ölçekleri arasında pozitif yönde bir ilişki vardır.

Bu hipotezi test etmek amacıyla basit regresyon yöntemi kullanılmıştır. Bu hipoteze göre firma ölçeği, temettü dağıtım oranıyla aynı yönde hareket etmektedir. Çalışmada firma ölçeğini temsil eden iki değişken mevcuttur. Bunlar sırasıyla, toplam net satışlar ve toplam aktiflerdir. Dolayısıyla, yukarıdaki hipotezi iki alt hipoteze ayırmak mümkündür.

3.6.1.5.1. HİPOTEZ 5-1

$H_{5\text{-}1}$ = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla toplam net gelirleri arasında pozitif yönde bir ilişki vardır.

Şekil 24: Temettü Dağıtım Oranları ve Toplam Net Gelirler



Hipotez 5-1'i test etmek için, çalışmada yer alan firmaların 1997-2002 yılları arasındaki toplam net reel gelirlerinin logaritması alınmıştır. Ayrıca, firmaların temettü dağıtım oranlarının 1997-2002 yılları arasındaki değerlerinin ortalamaları alınmıştır.

Tablo 10: Temettü Dağıtım Oranları İle Toplam Net Gelirler – Altı Yıllık Ortalama Veriler Üzerinden Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken: NTO

Yöntem: En Küçük Kareler

Örneklem: 1 - 108

Gözlem sayısı: 108

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olas.
C	0.152182	0.210143	0.724183	0.4705

OLCEK1	0.064952	0.094847	0.684812	0.4950

R-kare	0.004405	Bağımlı Değişken ort.	0.290809
Düzeltimiş R-kare	-0.004988	Bağımlı Değişken Std. Sap.	0.584716
Modelin St. Hata	0.586172	Akaike bilgi kriteri	1.787938
Hata Ter. Kare. top.	36.42134	Schwarz kriteri	1.837607
Log. Olabilirlik	-94.54864	F-istatistiği	0.468968
Durbin-Watson ist.	1.920110	Olasılık (F-istatistiği)	0.494957

Kurgulanan modelin açık yazılımı,

NTO = 0.1521817879 + 0.06495211592 * OLCEK1 şeklindedir.

En küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan basit regresyon denkleminde;

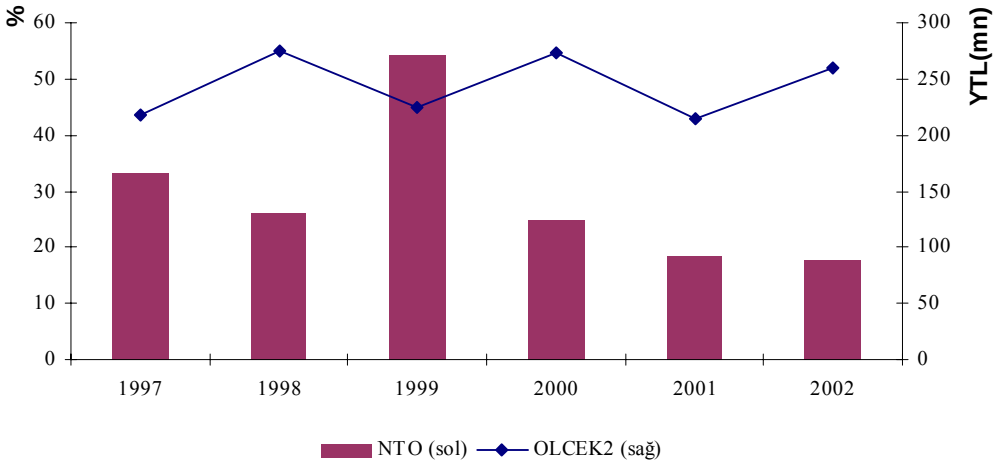
- Modelin açıklama oranı (R^2) 0.004 civarında bir değer olarak gerçekleşmiştir, ve modelde çıkan bu değerin oldukça düşük olduğu ve modeli yeterince açıklayamadığı görülmektedir.

- Toplam net gelirlerin logaritması bağımsız değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakıldığında, t-istatistiği değerinin 0.68 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu değer %5 hata payı düzeyinde 1.96'dan küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifadeyle, 1997-2002 yılları arasında çalışmada kullanılan 108 firmanın toplam net gelirlerinin logaritma değerlerinin ortalamaları alınarak oluşturulan OLCEK1 değişkeni, yine aynı dönemler arasında 108 firmanın ortalama temettü dağıtım oranlarını istatistiksel olarak açıklayamamaktadır.

3.6.1.5.2. HİPOTEZ 5-2

$H_{5\text{-}2}$ = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla toplam aktifleri arasında pozitif yönde bir ilişki vardır.

Şekil 25: Temettü Dağıtım Oranları ve Toplam Aktifler



Hipotez 5-2'yi test etmek için, çalışmada yer alan firmaların 1997-2002 yılları arasındaki toplam reel aktiflerinin logaritması alınmıştır. Ayrıca, firmaların temettü dağıtım oranlarının 1997-2002 yılları arasındaki değerlerinin ortalamaları alınmıştır.

Tablo 11: Temettü Dağıtım Oranları İle Toplam Aktifler – Altı Yıllık Ortalama Veriler Üzerinden Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken: NTO

Yöntem: En Küçük Kareler

Örneklem: 1 - 108

Gözlem sayısı: 108

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olas.
C	0.170818	0.221069	0.772693	0.4414

OLCEK2	0.059488	0.105967	0.561385	0.5757

R-kare	0.002964	Bağımlı Değişken ort.	0.290809
Düzeltimiş R-kare	-0.006442	Bağımlı Değişken Std. Sap.	0.584716
Modelin St. Hata	0.586596	Akaike bilgi kriteri	1.789384
Hata Ter. Kare. top.	36.47404	Schwarz kriteri	1.839053
Log. Olabilirlik	-94.62671	F-istatistiği	0.315153
Durbin-Watson ist.	1.922311	Olasılık (F-istatistiği)	0.575720

Kurgulanan modelin açık yazılımı,

NTO = 0.1708183003 + 0.05948799873 * OLCEK2 şeklindedir.

En küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan basit regresyon denkleminde;

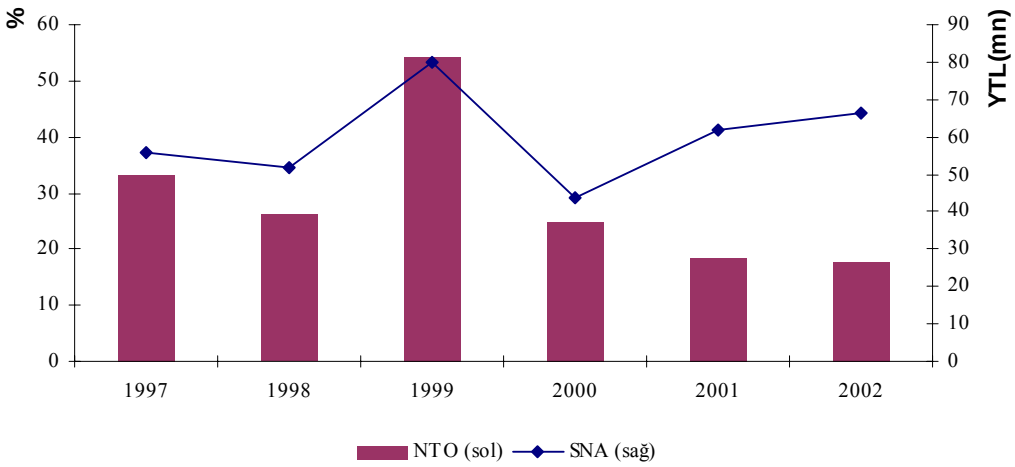
- Modelin açıklama oranı (R^2) 0.002 civarında bir değer olarak gerçekleşmiştir ve modelde çıkan bu değerin oldukça düşük olduğu ve modeli yeterince açıklayamadığı görülmektedir.

- Toplam aktiflerin logaritması bağımsız değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakıldığında, t-istatistiği değerinin 0.56 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu değer %5 hata payı düzeyinde 1.96'dan küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifadeyle, 1997-2002 yılları arasında çalışmada kullanılan 108 firmanın toplam aktiflerinin logaritma değerlerinin ortalamaları alınarak oluşturulan OLCEK2 değişkeni, yine aynı dönemler arasında 108 firmanın ortalama temettü dağıtım oranlarını istatistiksel olarak açıklayamamaktadır.

3.6.1.6. HİPOTEZ 6

H_6 = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla serbest nakit akışları arasında pozitif yönde bir ilişki vardır.

Şekil 26: Temettü Dağıtım Oranları ve Serbest Nakit Akışları



Hipotez 6'yı test etmek amacıyla basit regresyon yöntemi kullanılmıştır. Bu hipoteze göre serbest nakit akışları (SNA), firmaların temettü dağıtım oranlarıyla aynı yönde hareket etmektedir. Bu hipotezi test etmek amacıyla çalışmada yer alan firmaların 1997-2002 yılları arasındaki reel serbest nakit akışı ortalamalarının logaritmaları alınmıştır. Ayrıca, firmaların temettü dağıtım oranlarının 1997-2002 yılları arasındaki değerlerinin ortalamaları alınmıştır. Serbest Nakit Akışı değişkeninin hesaplanış şekli, bölüm 3.4.2.6.'da açıklanmaktadır.

Tablo 12: Temettü Dağıtım Oranları İle Serbest Nakit Akışları – Altı Yıllık Ortalama Veriler Üzerinden Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken: NTO

Yöntem: En Küçük Kareler

Örneklem: 1 - 108

Gözlem sayısı: 108

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olas.
C	0.110409	0.149548	0.738282	0.4621
SNA	0.141488	0.100342	1.410051	0.1616
R-kare	0.019306	Bağımlı Değişken ort.		0.304544
Düzeltimiş R-kare	0.009596	Bağımlı Değişken Std. Sap.		0.595420
Modelin St. Hata	0.592556	Akaike bilgi kriteri		1.810485
Hata Ter. Kare. top.	35.46342	Schwarz kriteri		1.861645
Log. Olabilirlik	-91.23997	F-istatistiği		1.988245
Durbin-Watson ist.	2.031330	Olasılık (F-istatistiği)		0.161597

Kurgulanan modelin açık yazılımı,

NTO = 0.1104087837 + 0.1414875756 * SNA şeklindedir.

En küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan basit regresyon denkleminde;

- Modelin açıklama oranı (R^2) 0.019 civarında bir değer olarak gerçekleşmiştir. Bu değerin 1'e yakın olmasının modelin açıklama oranını artırdığı göz önüne alındığında, modelde çıkan bu değerin oldukça düşük olduğu ve modeli yeterince açıklayamadığı görülmektedir.

- Serbest nakit akışlarının logaritması bağımsız değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakıldığında, t-istatistiği değerinin 1.41 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu değer %5 hata payı düzeyinde 1.96'dan küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifadeyle, 1997-2002 yılları arasında çalışmada kullanılan 108 firmanın serbest nakit akışlarının logaritma değerlerinin ortalaması alınarak oluşturulan SNA değişkeni, yine aynı dönemler arasında 108 firmanın ortalama temettü dağıtım oranlarını istatistiksel olarak açıklayamamaktadır.

3.6.2. PANEL VERİ İLE YAPILAN ANALİZLER

3.6.2.1. HİPOTEZ 1

H_1 = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranları arasında negatif yönde bir ilişki vardır.

Bu hipotezi test etmek amacıyla panel veri basit regresyon yöntemi kullanılmıştır. Bu hipoteze göre paydaşlık oranları, firmaların temettü dağıtım oranlarıyla negatif yönde hareket etmektedir. Bu hipotezi test etmek için ilk etapta, çalışmada yer alan firmaların yöneticilerinin 1997-2002 yılları arasındaki paydaşlık oranları panel veri olarak alınmıştır. Aynı şekilde, firmaların temettü dağıtım oranları da panel veri şeklinde alınmıştır.

Tablo 13: Temettü Dağıtım Oranları İle Paydaş-yöneticilerin Paydaşlık Oranları – Panel Veriler Üzerinden Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken: NTO
Yöntem: Panel Veri En Küçük Kareler
Örneklem: 1997 - 2002
Dahil Edilen Kesit Verisi: 108
Toplam Panel Veri Gözlemi: 648

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olas.
C	0.313105	0.230448	1.358679	0.1747
YPO	-0.031483	0.316465	-0.099483	0.9208

R-kare	0.000015	Bağımlı Değişken ort.	0.290809
Düzeltimiş R-kare	-0.001533	Bağımlı Değişken Std. Sap.	1.364918
Modelin St. Hata	1.365963	Akaike bilgi kriteri	3.464679
Hata Ter. Kare. top.	1205.343	Schwarz kriteri	3.478487
Log. Olabilirlik	-1120.556	F-istatistiği	0.009897

Durbin-Watson ist.	2.287475	Olasılık (F-istatistiği)	0.920786

Kurgulanan modelin açık yazılımı,

NTO = 0.3131048254 - 0.03148287416 * YPO şeklindedir.

Panel veri en küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan basit regresyon denkleminde;

- Modelin açıklama oranı (R^2) 0.000015 civarında bir değer olarak gerçekleşmiştir. Bu değerin 1'e yakın olmasının modelin açıklama oranını artırdığı göz önüne alındığında, modelde çıkan bu değerin oldukça düşük olduğu ve modeli yeterince açıklayamadığı görülmektedir.

- Yöneticilerin Paydaşlık Oranı (YPO) bağımsız değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakıldığında, t-istatistiği değerinin -0.09 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu değer %5 hata payı düzeyinde 1.96'dan küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifadeyle, 1997-2002 yılları arasında çalışmada kullanılan 108 firmanın yöneticilerinin paydaşlık oranlarını temsil eden YPO değişkeni, yine aynı dönemler arasında 108 firmanın temettü dağıtım oranlarını istatistiksel olarak açıklayamamaktadır.

3.6.2.2. HİPOTEZ 2

H_2 = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla büyüme fırsatları arasında negatif yönde bir ilişki vardır.

Bu hipotezi test etmek amacıyla panel veri basit regresyon yöntemi kullanılmıştır. Bu hipoteze göre büyüme fırsatları, firmaların temettü dağıtım oranlarıyla negatif yönde hareket etmektedir. Büyüme fırsatlarını temsil etmesi

maksadıyla çalışmada üç değişken kullanılmıştır. Bunlar sırasıyla, toplam net gelirlerin büyüme hızı, toplam aktiflerin büyüme hızı, ve Fiyat / Defter Değeri'dir. Dolayısıyla, yukarıdaki hipotezi üç alt hipoteze ayırmak mümkündür.

3.6.2.2.1. HİPOTEZ 2-1

$H_{2\text{-}1}$ = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla toplam net gelirlerinin büyüme hızı arasında negatif yönde bir ilişki vardır.

Bu hipotezi test etmek için çalışmada yer alan firmaların 1997-2002 yılları arasındaki toplam net gelirlerin büyüme hızları panel veri olarak alınmıştır. Aynı şekilde, firmaların temettü dağıtım oranları da panel veri şeklinde alınmıştır.

Tablo 14: Temettü Dağıtım Oranları İle Toplam Net Gelirlerin Geçmiş Üç Yıllık Ortalama Reel Büyüme Hızları – Panel Veriler Üzerinden Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken: NTO
Yöntem: Panel Veri En Küçük Kareler
Örneklem: 1997 - 2002
Dahil Edilen Kesit Verisi: 108
Toplam Panel Veri Gözlemi: 648

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olas.
C	0.297078	0.053959	5.505615	0.0000
BUYUME1	0.348015	0.337133	1.032278	0.3023

R-kare	0.001647	Bağımlı Değişken ort.	0.290809
Düzeltimiş R-kare	0.000101	Bağımlı Değişken Std. Sap.	1.364918
Modelin St. Hata	1.364849	Akaike bilgi kriteri	3.463046
Hata Ter. Kare. top.	1203.377	Schwarz kriteri	3.476854
Log. Olabilirlik	-1120.027	F-istatistiği	1.065597

Durbin-Watson ist.	2.289938	Olasılık (F-istatistiği)	0.302328

Kurgulanan modelin açık yazılımı,

NTO = 0.2970784428 + 0.3480147663 * BUYUME1 şeklindedir.

Panel veri en küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan basit regresyon denkleminde;

- Modelin açıklama oranı (R^2) 0.0016 civarında bir değer olarak gerçekleşmiştir. Modelde çıkan bu değerin oldukça düşük olduğu ve modeli yeterince açıklayamadığı görülmektedir.

- Toplam net gelirlerin büyüme hızı bağımsız değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakıldığında, t-istatistiği değerinin 1.03 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu değer %5 hata payı düzeyinde 1.96'dan küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifadeyle, 1997-2002 yılları arasında çalışmada kullanılan 108 firmanın toplam net gelirlerin büyüme hızı olan BUYUME1 değişkeni, yine aynı dönemler arasında 108 firmanın temettü dağıtım oranlarını istatistiksel olarak açıklayamamaktadır.

3.6.2.2.2. HİPOTEZ 2-2

$H_{2\text{-}2}$ = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla toplam aktiflerinin büyüme hızı arasında negatif yönde bir ilişki vardır.

Bu hipotezi test etmek amacıyla çalışmada yer alan firmaların 1997-2002 yılları arasındaki toplam aktiflerinin büyüme hızları panel veri olarak alınmıştır. Aynı şekilde, firmaların temettü dağıtım oranları da panel veri şeklinde alınmıştır.

Tablo 15: Temettü Dağıtım Oranları İle Toplam Aktiflerin Geçmiş Üç Yıllık Ortalama Reel Büyüme Hızları – Panel Veriler Üzerinden Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken: NTO

Yöntem: Panel Veri En Küçük Kareler

Örneklem: 1997 - 2002

Dahil Edilen Kesit Verisi: 108

Toplam Panel Veri Gözlemi: 648

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olas.
C	0.291890	0.054219	5.383507	0.0000
BUYUME2	-0.045559	0.327528	-0.139099	0.8894

R-kare	0.000030	Bağımlı Değişken ort.	0.290809
Düzeltimiş R-kare	-0.001518	Bağımlı Değişken Std. Sap.	1.364918
Modelin St. Hata	1.365953	Akaike bilgi kriteri	3.464664
Hata Ter. Kare. top.	1205.325	Schwarz kriteri	3.478472
Log. Olabilirlik	-1120.551	F-istatistiği	0.019349
Durbin-Watson ist.	2.287181	Olasılık (F-istatistiği)	0.889415

Kurgulanan modelin açık yazılımı,

NTO = 0.2918900863 - 0.04555888963 * BUYUME2 şeklindedir.

Panel veri en küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan basit regresyon denkleminde;

- Modelin açıklama oranı (R^2) 0.00003 civarında bir değer olarak gerçekleşmiştir ve bu değerin oldukça düşük olduğu ve modeli yeterince açıklayamadığı görülmektedir.

- Toplam aktiflerin büyüme hızı bağımsız değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakıldığında, t-istatistiği değerinin -0.13 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu değer %5 hata payı düzeyinde 1.96'dan küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifadeyle, 1997-2002 yılları arasında çalışmada kullanılan 108 firmanın toplam aktiflerinin büyüme hızı alınarak oluşturulan BUYUME2 değişkeni, yine aynı dönemler arasında 108 firmanın temettü dağıtım oranlarını istatistiksel olarak açıklayamamaktadır.

3.6.2.2.3. HİPOTEZ 2-3

$H_{2\text{-}3}$ = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla Fiyat / Defter değerleri arasında negatif yönde bir ilişki vardır.

Bu hipotezi test etmek amacıyla firmaların 1997-2002 yılları arasındaki Fiyat / Defter değerleri panel veri olarak alınmıştır. Aynı şekilde, firmaların temettü dağıtım oranları da panel veri şeklinde alınmıştır.

Tablo 16: Temettü Dağıtım Oranları İle Fiyat / Defter Değeri Oranları – Panel Veriler Üzerinden Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken: NTO
Yöntem: Panel Veri En Küçük Kareler
Örneklem: 1997 - 2002
Dahil Edilen Kesit Verisi: 108
Toplam Panel Veri Gözlemi: 648

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olas.
C	0.291763	0.056607	5.154189	0.0000
BUYUME3	-0.000318	0.006008	-0.052921	0.9578
R-kare	0.000004	Bağımlı Değişken ort.		0.290809
Düzeltimiş R-kare	-0.001544	Bağımlı Değişken Std. Sap.		1.364918

Modelin St. Hata	1.365971	Akaike bilgi kriteri	3.464690
Hata Ter. Kare. top.	1205.356	Schwarz kriteri	3.478498
Log. Olabilirlik	-1120.559	F-istatistiği	0.002801
Durbin-Watson ist.	2.287548	Olasılık (F-istatistiği)	0.957811

Kurgulanan modelin açık yazılımı,

NTO = 0.2917632394 - 0.0003179749271 * BUYUME3 şeklindedir.

Panel veri en küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan basit regresyon denkleminde;

- Modelin açıklama oranı (R^2) 0.000004 civarında bir değer olarak gerçekleşmiştir ve modelde çıkan bu değerin oldukça düşük olduğu ve modeli yeterince açıklayamadığı görülmektedir.

- Fiyat / Defter değeri bağımsız değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakıldığında, t-istatistiği değerinin -0.05 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu değer %5 hata payı düzeyinde 1.96'dan küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifadeyle, 1997-2002 yılları arasında çalışmada kullanılan 108 firmanın Fiyat / Defter değerleri alınarak oluşturulan BUYUME3 değişkeni, yine aynı dönemler arasında 108 firmanın temettü dağıtım oranlarını istatistiksel olarak açıklayamamaktadır.

3.6.2.3. HİPOTEZ 3

H_3 = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla finansal kaldıraçları arasında negatif yönde bir ilişki vardır.

Bu hipotezi test etmek amacıyla panel veri basit regresyon yöntemi kullanılmıştır. Bu hipoteze göre firmaların finansal kaldıraç oranları, temettü dağıtım oranlarıyla negatif yönde hareket etmektedir. Bu hipotezi test etmek için çalışmada yer alan firmaların 1997-2002 yılları arasındaki finansal kaldıraç oranları panel veri olarak alınmıştır. Aynı şekilde, firmaların temettü dağıtım oranları da panel veri şeklinde alınmıştır.

Tablo 17: Temettü Dağıtım Oranları İle Finansal Kaldıraç Oranları – Panel Veriler Üzerinden Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken: NTO
Yöntem: Panel Veri En Küçük Kareler
Örneklem: 1997 - 2002
Dahil Edilen Kesit Verisi: 108
Toplam Panel Veri Gözlemi: 648

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olas.
C	0.325283	0.060533	5.373664	0.0000
FINK	-0.078880	0.064371	-1.225398	0.2209

R-kare	0.002319	Bağımlı Değişken ort.	0.290809
Düzeltimiş R-kare	0.000775	Bağımlı Değişken Std. Sap.	1.364918
Modelin St. Hata	1.364389	Akaike bilgi kriteri	3.462372
Hata Ter. Kare. top.	1202.566	Schwarz kriteri	3.476181
Log. Olabilirlik	-1119.809	F-istatistiği	1.501600
Durbin-Watson ist.	2.292584	Olasılık (F-istatistiği)	0.220872

Kurgulanan modelin açık yazılımı,

NTO = 0.325283039 - 0.07887986494 * FINK şeklindedir.

Panel veri en küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan basit regresyon denkleminde;

- Modelin açıklama oranı (R^2) 0.002 civarında bir değer olarak gerçekleşmiştir. Bu değerin oldukça düşük olduğu ve modeli yeterince açıklayamadığı görülmektedir.

- Finansal kaldıraç oranı bağımsız değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakıldığında, t-istatistiği değerinin -1.22 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu değer %5 hata payı düzeyinde 1.96'dan küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifadeyle, 1997-2002 yılları arasında çalışmada kullanılan 108 firmanın finansal kaldıraç oranları alınarak oluşturulan FINK değişkeni, yine aynı dönemler arasında 108 firmanın temettü dağıtım oranlarını istatistiksel olarak açıklayamamaktadır.

3.6.2.4. HİPOTEZ 4

H_4 = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla faaliyet kaldıraç dereceleri arasında negatif bir ilişki vardır.

Bu hipotezi test etmek amacıyla panel veri basit regresyon yöntemi kullanılmıştır. Bu hipoteze göre firmaların faaliyet kaldıraç dereceleri, temettü dağıtım oranlarıyla negatif yönde hareket etmektedir. Bu hipotezi test etmek için firmaların 1997-2002 yılları arasındaki faaliyet kaldıraç dereceleri panel veri olarak alınmıştır. Aynı şekilde, firmaların temettü dağıtım oranları da panel veri şeklinde alınmıştır.

Tablo 18: Temettü Dağıtım Oranları İle Faaliyet Kaldıraç Dereceleri – Panel Veriler Üzerinden Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken: NTO

Yöntem: Panel Veri En Küçük Kareler

Örneklem: 1997 - 2002

Dahil Edilen Kesit Verisi: 108

Toplam Panel Veri Gözlemi: 648

Değişkenler	Katsayılar	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık
C	0.291839	0.053726	5.431990	0.0000
FAALK	8.16E-07	2.19E-06	0.372304	0.7098
R-kare	0.000215	Bağımlı Değişken ort.		0.290809
Düzeltimiş R-kare	-0.001333	Bağımlı Değişken Std. Sap.		1.364918
Modelin St. Hata	1.365827	Akaike bilgi kriteri		3.464480
Hata Ter. Kare. top.	1205.103	Schwarz kriteri		3.478288
Log. Olabilirlik	-1120.491	F-istatistiği		0.138610
Durbin-Watson ist.	2.288399	Olasılık (F-istatistiği)		0.709789

Kurgulanan modelin açık yazılımı,

NTO = 0.2918394931 + 8.164020697E-07 * FAALK şeklindedir.

Panel veri en küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan basit regresyon denkleminde;

- Modelin açıklama oranı (R^2) 0.0002 civarında bir değer olarak gerçekleşmiştir ve bu değerin modeli yeterince açıklayamadığı görülmektedir.

- Faaliyet kaldıracı derecesi bağımsız değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakıldığında, t-istatistiği değerinin 0.37 olarak gerçekleştiği

görülmektedir. Bu değer %5 hata payı düzeyinde 1.96'dan küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifadeyle, 1997-2002 yılları arasında çalışmada kullanılan 108 firmanın faaliyet kaldıraç dereceleri alınarak oluşturulan FAALK değişkeni, yine aynı dönemler arasında 108 firmanın temettü dağıtım oranlarını istatistiksel olarak açıklayamamaktadır.

3.6.2.5. HİPOTEZ 5

H_5 = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla ölçekleri arasında pozitif yönde bir ilişki vardır.

Bu hipotezi test etmek amacıyla panel veri basit regresyon yöntemi kullanılmıştır. Bu hipoteze göre firma ölçeği, temettü dağıtım oranıyla aynı yönde hareket etmektedir. Firma ölçeğini temsil etmesi maksadıyla çalışmda iki farklı değişken kullanılmıştır. Bunlar sırasıyla, toplam net gelirler ve toplam aktiflerdir. Dolayısıyla, yukarıdaki hipotezi iki alt hipoteze ayırmak mümkündür.

3.6.2.5.1. HİPOTEZ 5-1

$H_{5\text{-}1}$ = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla toplam net gelirleri arasında pozitif yönde bir ilişki vardır.

Bu hipotezi test etmek için çalışmada yer alan firmaların 1997-2002 yılları arasındaki toplam net gelirlerinin logaritması panel veri şeklinde alınmıştır. Aynı şekilde, firmaların temettü dağıtım oranları da panel veri şeklinde alınmıştır.

Tablo 19: Temettü Dağıtım Oranları İle Toplam Net Gelirler – Panel Veriler Üzerinden Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken: NTO
Yöntem: Panel Veri En Küçük Kareler
Örneklem: 1997 - 2002
Dahil Edilen Kesit Verisi: 108
Toplam Panel Veri Gözlemi: 648

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olas.
C	0.106521	0.189714	0.561483	0.5747
OLCEK1	0.087288	0.086194	1.012687	0.3116
R-kare	0.001585	Bağımlı Değişken ort.		0.290809
Düzeltimiş R-kare	0.000039	Bağımlı Değişken Std. Sap.		1.364918
Modelin St. Hata	1.364891	Akaike bilgi kriteri		3.463108
Hata Ter. Kare. top.	1203.451	Schwarz kriteri		3.476916
Log. Olabilirlik	-1120.047	F-istatistiği		1.025535
Durbin-Watson ist.	2.291050	Olasılık (F-istatistiği)		0.311589

Kurgulanan modelin açık yazılımı,

NTO = 0.106521162 + 0.0872880074 * OLCEK1 şeklindedir.

Panel veri en küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan basit regresyon denkleminde;

- Modelin açıklama oranı (R^2) 0.001 civarında bir değer olarak gerçekleşmiştir. Bu değerin oldukça düşük olduğu ve modeli yeterince açıklayamadığı görülmektedir.

- Toplam net gelirlerin logaritması bağımsız değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakıldığında, t-istatistiği değerinin 1.01 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu değer %5 hata payı düzeyinde 1.96'dan küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifadeyle, 1997-2002 yılları arasında çalışmada kullanılan 108 firmanın toplam net gelirlerinin logaritması alınarak oluşturulan OLCEK1 değişkeni, yine aynı dönemler arasında 108 firmanın temettü dağıtım oranlarını istatistiksel olarak açıklayamamaktadır.

3.6.2.5.2. HİPOTEZ 5-2

$H_{5\text{-}2}$ = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla toplam aktifleri arasında pozitif yönde bir ilişki vardır.

Bu hipotezi test etmek için, çalışmada yer alan firmaların 1997-2002 yılları arasındaki toplam aktiflerinin logaritması panel veri şeklinde alınmıştır. Aynı şekilde, firmaların temettü dağıtım oranları da panel veri şeklinde alınmıştır.

Tablo 20: Temettü Dağıtım Oranları İle Toplam Aktifler – Panel Veriler Üzerinden Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken: NTO

Yöntem: Panel Veri En Küçük Kareler

Örneklem: 1997 - 2002

Dahil Edilen Kesit Verisi: 108

Toplam Panel Veri Gözlemi: 648

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olas.
C	0.144646	0.202035	0.715944	0.4743
OLCEK2	0.073104	0.097423	0.750380	0.4533

R-kare	0.000871	Bağımlı Değişken ort.	0.290809
Düzeltimiş R-kare	-0.000676	Bağımlı Değişken Std. Sap.	1.364918
Modelin St. Hata	1.365379	Akaike bilgi kriteri	3.463823
Hata Ter. Kare. top.	1204.312	Schwarz kriteri	3.477631
Log. Olabilirlik	-1120.279	F-istatistiği	0.563070
Durbin-Watson ist.	2.289831	Olasılık (F-istatistiği)	0.453299

Kurgulanan modelin açık yazılımı,

NTO = 0.1446461455 + 0.07310414757 * OLCEK2 şeklindedir.

Panel veri en küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan basit regresyon denkleminde;

- Modelin açıklama oranı (R^2) 0.0008 civarında bir değer olarak gerçekleşmiştir. Modelde çıkan bu değerin oldukça düşük olduğu ve modeli yeterince açıklayamadığı görülmektedir.

- Toplam aktiflerin logaritması bağımsız değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakıldığında, t-istatistiği değerinin 0.75 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu değer %5 hata payı düzeyinde 1.96'dan küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifadeyle, 1997-2002 yılları arasında çalışmada kullanılan 108 firmanın toplam aktiflerinin logaritması alınarak oluşturulan OLCEK2 değişkeni, yine aynı dönemler arasında 108 firmanın temettü dağıtım oranlarını istatistiksel olarak açıklayamamaktadır.

3.6.2.6. HİPOTEZ 6

H_6 = Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım oranlarıyla serbest nakit akışları arasında pozitif yönde bir ilişki vardır.

Bu hipotezi test etmek amacıyla panel veri basit regresyon yöntemi kullanılmıştır. Bu hipoteze göre serbest nakit akışları, temettü dağıtım oranlarıyla aynı yönde hareket etmektedir. Bu hipotezi test etmek için firmaların 1997-2002 yılları arasındaki serbest nakit akışlarının logaritması panel veri olarak alınmıştır. Aynı şekilde, firmaların temettü dağıtım oranları da panel veri şeklinde alınmıştır.

Tablo 21: Temettü Dağıtım Oranları İle Serbest Nakit Akışları – Panel Veriler Üzerinden Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken: NTO

Yöntem: Panel Veri En Küçük Kareler

Örneklem: 1997 - 2002

Dahil Edilen Kesit Verisi: 108

Toplam Panel Veri Gözlemi: 648

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olas.
C	0.277864	0.057115	4.865012	0.0000
SNA	0.000216	0.000327	0.660138	0.5094

R-kare	0.000674	Bağımlı Değişken ort.	0.290809
Düzeltimiş R-kare	-0.000873	Bağımlı Değişken Std. Sap.	1.364918
Modelin St. Hata	1.365513	Akaike bilgi kriteri	3.464020
Hata Ter. Kare. top.	1204.549	Schwarz kriteri	3.477828
Log. Olabilirlik	-1120.342	F-istatistiği	0.435782
Durbin-Watson ist.	2.287618	Olasılık (F-istatistiği)	0.509401

Kurgulanan modelin açık yazılımı,

NTO = 0.2778636116 + 0.0002158505443 * SNA şeklindedir.

Panel veri en küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan basit regresyon denkleminde;

- Modelin açıklama oranı (R^2) 0.0006 civarında bir değer olarak gerçekleşmiştir. Bu değerin 1'e yakın olmasının modelin açıklama oranını artırdığı göz önüne alındığında, modelde çıkan bu değerin oldukça düşük olduğu ve modeli yeterince açıklayamadığı görülmektedir.

- Serbest nakit akışlarının logaritması bağımsız değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakıldığında, t-istatistiği değerinin 0.66 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu değer %5 hata payı düzeyinde 1.96'dan küçük olduğu için istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifadeyle, 1997-2002 yılları arasında çalışmada kullanılan 108 firmanın serbest nakit akışlarının logaritması alınarak oluşturulan SNA değişkeni, yine aynı dönemler arasında 108 firmanın temettü dağıtım oranlarını istatistiksel olarak açıklayamamaktadır.

SONUÇ

Jensen ve Meckling[348]'in temsil sorunu teorisinden (agency theory) yola çıkan ve Easterbrook[349]'un, Rozeff[350]'in ve Jensen[351]'in çalışmalarıyla şekillenen, temettü politikası kararlarını temsil sorununa dayanarak açıklayan yaklaşım (agency cost theory of dividends), Modigliani ve Miller[352]'in (MM) temettü ilintisizliği önermesinin (dividend irrelevance proposition) sonrasındaki dönemde, temettü politikası kararlarının açıklanmasında en fazla kabul gören yaklaşımlardan birisi olmuştur. Bu yaklaşıma göre temsil maliyetleri, temettü politikaları kullanılarak etkin bir biçimde azaltılabilmektedir.

Bu çalışmada, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım kararlarında temsil sorunundan kaynaklanan maliyetlerin önemi olup olmadığı araştırılmıştır. Bu amaçla, temettü politikasını temsil maliyetleri vasıtasıyla açıklayan teorik değişkenlerin, 1997-2002 döneminde hisse senetleri İMKB'de işlem gören 108 sanayi şirketinin temettü kararları üzerindeki etkileri incelenmiş ve geliştirilen hipotezler test edilmiştir.

Analiz edilen dönemde, firmaların ortalama nakit temettü dağıtım oranının (NTO) %29,1 seviyesinde gerçekleştiği gözlemlenmiştir. 1999 yılı karları üzerinden 2000 yılında dağıtılan %54,4 oranındaki nakit temettü, dönem içerisindeki en yüksek seviye olmuştur. En düşük nakit temettü dağıtım oranları ise sırasıyla %18,3 ve %17,8 ile 2001 ve 2002 yılı karları üzerinden yapılmıştır. Aynı dönem içerisinde ortalama temettü getirisi de %2,1 olarak gerçekleşmiştir. En yüksek temettü getirisi %3,2 ile 1999 yılında elde edilmiş, en düşük temettü getirisi ise %1,6 ile 2002 yılında gerçekleşmiştir.

Bu rakamlar, gelişmiş ülkelerdeki nakit temettü dağıtım rakamlarına kıyasla bir miktar düşük olarak nitelendirilebilir. Zira yıllık temettü getiri oranları ABD ve Kanada'da %4 civarında olup, Almanya, Fransa, İsviçre ve İtalya'da da

[348] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[349] Easterbrook, a.g.e., s. 650-659.
[350] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.
[351] Jensen, a.g.e., s. 323-329.
[352] Modigliani ve Miller, a.g.e., s. 411-433.

%2,5 ile %3,5 arasında değişmektedir[353]. Diğer yandan, Amerika ve Avrupa'daki birçok ülkenin sermaye pazarları mevzuatlarına paralel bir uygulamayla, 2001 yılında yapılan düzenlemeyle, Türkiye'deki firmalara da üçer aylık hesap dönemleri itibariyle "temettü avansı" dağıtma hakkı tanınmıştır[354]. Fakat bu uygulama henüz geniş çapta yaygınlık kazanmamıştır.

Analiz edilen dönemde temettü dağıtım oranlarının bir miktar düşük olması, ülkenin içerisinde bulunduğu makroekonomik koşullara bağlanabilir. Zira, dönem içerisinde IMF ile yapılan yakın izleme (stand-by) anlaşması çerçevesinde iki yıl içerisinde önce kontrollü kur, ardından da dalgalı kur sistemine geçilmiş ve ekonomideki büyüme oranlarında önemli dalgalanmalar yaşanmıştır. Nitekim, bir miktar daha durağan bir dönem olarak nitelendirilebilecek 1991-2000 yıllarının analiz kapsamına alındığı ve 38 firmanın incelendiği Şahlan[355]'ın çalışmasında, ortalama temettü dağıtım oranının %41 seviyesinde gerçekleştiği gözlemlenmiştir.

Bu çalışmada, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü dağıtım kararlarında temsil sorunundan kaynaklanan maliyetlerin önemi olup olmadığının test edilmesi amacıyla, teorinin öngördüğü açıklayıcı değişkenler olan paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranı, büyüme oranı, finansal kaldıraç oranı, faaliyet kaldıracının derecesi, firma ölçeği ve serbest nakit akışının, bağımlı değişken olan temettü dağıtım oranı üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Analizin ilk kısmında, her firmanın 1997-2002 yılları arasındaki verilerinin, altı yıllık aritmetik ortalamaları alınarak regresyon denklemleri tahmin edilmiştir. Bu yöntem Rozeff[356]'in çalışmasındaki uygulamayla da paraleldir. İkinci kısımda ise firmaların yıllar itibariyle gerçekleşen verileri kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır.

Teoriye göre, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü politikası kararlarında temsil sorununun önemi olması için, firmaların temettü

[353] Lease, v.d., a.g.e., s. 12, 132.
[354] Sermaye Piyasası Kurulu, Seri: IV, No: 27, Madde: 6-7-8-9-10-11-12-13-14-15-16-17-18-19-20-21-22, http/www.spk.gov.tr/mevzuat/html/bolum_3/3_1_11_seriv_no27.htm, (13 Kasım 2001 tarihli ve 24582 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.)
[355] Hüseyin Şahlan, "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Şirketlerinin Kar Payı Dağıtım Uygulamalarının Belirlenmesine Yönelik Bir Çalışma," Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İstanbul, 2002, s. 36.
[356] Rozeff, a.g.e., s. 249-259.

dağıtım oranlarıyla paydaş-yöneticilerin paydaşlık oranları arasında negatif yönde bir ilişki olmalıdır. Zira, paydaş-yöneticilerin, dışsal-paydaşların aleyhine kendi çıkarları peşinde olmaları paydaş-yöneticiler ile dışsal-paydaşlar arasında çıkar çatışmasına neden olmaktadır[357]. Firmadaki paydaşlık oranları azaldıkça, paydaş-yöneticilerin kendi çıkarları peşinde olma eğilimleri artmakta, dolayısıyla da, temsil sorunu nedeniyle paydaş-yöneticilerin firmadaki paydaşlık oranı ile dışsal paydaşların temettü talepleri arasında negatif yönde bir ilişki bulunmaktadır[358]. Fakat bu çalışmada, gerek altı yıllık aritmetik ortalamalar, gerekse panel veriler üzerinden yapılan analizler, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmalar için böyle bir ilişkiyi teyit etmemiştir. Dolayısıyla ilk hipotez reddedilmiştir.

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü politikası kararlarında temsil sorununun önemi olması için, firmaların temettü dağıtım oranlarıyla büyüme fırsatları arasında negatif yönde bir ilişki olmalıdır. Zira, yüksek oranda temettü dağıtımı yapılması, yöneticilerin insiyatiflerinde bulunan içsel kaynakları azaltarak sermaye pazarlarına daha fazla başvurmalarına neden olmaktadır. Yüksek büyüme oranlarına sahip firmalar ise, zaten içsel kaynakları yatırım fırsatlarını karşılamaya yeterli olmadığından, sermaye pazarlarıyla sürekli yakın ilişki içerisinde bulunmak zorundadır. Dolayısıyla, yüksek büyüme potansiyeline sahip olan firmalarda, yüksek oranlarda temettü dağıtımı yapılmasına gerek bulunmamaktadır[359].

Bu çalışmada, büyüme fırsatlarının ölçüsü olarak üç farklı değişken kullanılmıştır. Bunlardan iki tanesi geçmiş dönemlerdeki büyüme hızını, bir tanesi de gelecek dönemlerdeki büyüme hızı beklentisini yansıtmaktadır. Geçmiş dönemlerdeki büyüme hızının ölçüsü olarak 1) Toplam net gelirlerin büyüme hızı ve 2) Toplam aktiflerin büyüme hızı kullanılmıştır. Gelecek dönemlerdeki büyüme hızının beklentisi olarak da firmaların Fiyat / Defter Değeri oranları kullanılmıştır. Bu çalışmada, gerek altı yıllık aritmetik ortalamalar, gerekse panel veriler üzerinden yapılan analizler, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmalar için böyle bir ilişkiyi teyit etmemiştir. Dolayısıyla ikinci hipotez de reddedilmiştir.

[357] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[358] Easterbrook, a.g.e., s. 650-659.
[359] Rozeff, a.g.e., s. 249-259; Easterbrook, a.g.e., s. 650-659.

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü politikası kararlarında temsil sorununun önemi olması için, firmaların temettü dağıtım oranlarıyla finansal kaldıraçları arasında negatitif yönde bir ilişki olmalıdır. Zira, mevcut temettü politikalarında azaltıma giderek dışsal paydaşlar tarafından negatif algılanabilecek bir işaret vermek istemediklerinden, finansal kaldıraçlarının yüksek olması nedeniyle gelirlerindeki oynaklık fazla olan firmalar, nakit temettü dağıtım oranlarını daha düşük belirlemeyi tercih edeceklerdir[360]. Diğer yandan, finansal kaldıracın yüksek olduğu firmalarda, yöneticilerin insiyatifinde bulunan içsel kaynakların boyutu ekseriyetle küçük olmaktadır. Dolayısıyla, finansal kaldıracı yüksek olan firmalarda, yüksek oranlarda temettü dağıtımı yapılmasına gerek bulunmamaktadır[361]. Bu çalışmada, gerek altı yıllık aritmetik ortalamalar, gerekse panel veriler üzerinden yapılan analizler, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmalar için böyle bir ilişkiyi teyit etmemiştir. Dolayısıyla üçüncü hipotez reddedilmiştir.

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü politikası kararlarında temsil sorununun önemi olması için, firmaların temettü dağıtım oranlarıyla faaliyet kaldıraç dereceleri arasında negatif yönde ilişki olmalıdır. Zira, finansal kaldıraç oranına benzer şekilde, faaliyet kaldıracının derecesi de gelirler üzerindeki oynaklığı ve dışarıdan kaynak sağlama ihtiyacını artırarak firmaların daha düşük oranda temettü dağıtımı yapmasına neden olan bir etmendir. Fakat bu çalışmada, gerek altı yıllık aritmetik ortalamalar, gerekse panel veriler üzerinden yapılan analizler, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmalar için böyle bir ilişkiyi teyit etmemiştir. Dolayısıyla dördüncü hipotez de reddedilmiştir.

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü politikası kararlarında temsil sorununun önemi olması için, firmaların temettü dağıtım oranlarıyla ölçekleri arasında pozitif yönde bir ilişki olmalıdır. Zira, firma ölçeğinin artması, bir yandan firmanın denetim ve gözetiminin önemini artırırken diğer yandan da bu faaliyetlerin yürütülmesini daha zorlaştırmaktadır. Bu nedenle firma ölçeği arttıkça katlanılan maliyetler de hızlanan bir oranda fazlalaşmakta ve

[360] Kalay, a.g.e., s. 855-869.

büyük firmaların denetim ve gözetimi için katlanılan maliyet göreceli olarak daha fazla olmaktadır[362]. Diğer yandan, dışarıdan kaynak sağlamanın yaratacağı maliyetler de firmanın ölçeğiyle ters orantılı olarak değişmektedir[363]. Firma ölçeğinin ölçüsü olarak bu çalışmada iki farklı değişken kullanılmıştır. Bunlar toplam net gelirler ve toplam aktiflerdir. Fakat çalışmada, gerek altı yıllık aritmetik ortalamalar, gerekse panel veriler üzerinden yapılan analizler, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmalar için böyle bir ilişkiyi teyit etmemiştir. Dolayısıyla beşinci hipotez reddedilmiştir.

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü politikası kararlarında temsil sorununun önemi olması için, firmaların temettü dağıtım oranlarıyla serbest nakit akışları arasında pozitif yönde bir ilişki olmalıdır. Zira, yöneticilerin kendi kontrolleri altındaki kaynakların fazla olması hem yöneticilerin güçlerini hem de yönetsel lüks harcamalarını artırmalarını olanaklı kılabildiğinden, paydaşlara yapılacak temettü ödemeleri, yöneticiler ile paydaşlar arasındaki başlıca çatışma kaynaklarından birisidir[364]. Dolayısıyla, içsel kaynakların dağıtılmaması yöneticilerin menfaatlerini artırırken paydaşların menfaatlerinin gerilemesine neden olacaktır. Nitekim temsil maliyetleri, firmadaki serbest nakit akışlarının ortaklara dağıtılmasıyla azaltılabilmektedir[365]. Fakat çalışmada, gerek altı yıllık aritmetik ortalamalar, gerekse panel veriler üzerinden yapılan analizler, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmalar için böyle bir ilişkiyi teyit etmemiştir. Dolayısıyla, altıncı hipotez de reddedilmiştir.

Bu çalışmada, gerek ortalamaların alındığı, gerekse panel verilerin kullanıldığı tüm regresyon analizlerinde, kurgulanan modellerde bağımsız değişkenlerin katsayıları istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Diğer yandan, modellerin açıklama güçlerinin de oldukça düşük seviyelerde olduğu gözlemlenmiştir. Dolayısıyla, kurgulanan tüm alt hipotezler reddedilmiştir. Bu bulguların ışığında, hisse senetleri 1997-2002 yılları arasında İMKB'de işlem gören 108 firmanın çeşitli verileri kullanılarak yapılan bu çalışmada, "hisse

[361] Easterbrook, a.g.e., s. 650-659.
[362] Jensen ve Meckling, a.g.e., s. 82-137.
[363] Crutchley, ve Hansen, a.g.e., s. 36-46; Moh'd, Perry ve Rimbey, a.g.e., s. 367-385.
[364] Jensen, a.g.e., s. 323-329.
[365] Jensen, a.g.e., s. 323-329.

senetleri İMKB'de işlem gören firmaların temettü politikası kararlarında temsil sorununun önemi olduğu" ana hipotezi reddedilmektedir.

Araştırmanın bulguları, 1990-1996 yılları arasında işlem gören 55 firmanın analiz edildiği ve hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların sermaye yapısı kararlarının temsil sorunundan bağımsız olduğu bulgusunu ortaya koyan Köse[366]'nin çalışmasıyla paralel olarak nitelendirilebilir. İki çalışmanın bulguları birlikte değerlendirildiğinde, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların gerek sermaye yapısı kararları gerekse temettü politikası kararlarının, temsil sorunundan bağımsız olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. Fakat bu bulgulardan hareketle, temsil maliyetlerinin hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmalar için önemsiz olduğu sonucuna varılması doğru bir çıkarım olmayacaktır.

Bu doğrultuda, 1998 yılında hisse senetleri İMKB'de işlem gören 257 firmanın analiz edildiği Yurtoğlu[367]'nun çalışmasında, firmaların önemli bir kısımının doğrudan ya da piramit sahiplik yapısı çerçevesinde dolaylı olarak belirli aileler tarafından kontrol edildiği, ve bu yapının, azınlık konumunda olan paydaşların haklarının çok etkin olarak korunmadığı bir yasal çerçeve içerisinde, risk primini önemli ölçüde yükselterek hisse senedi fiyatlarına ciddi oranda olumsuz etki yaptığı savunulmuştur.

Nitekim, 2004-2007 yılları arasında hız kazanan firma satışlarında, özellikle kontrol hakkının da satın alan gruba devredildiği durumlarda, satış fiyatları ile satış öncesi borsada oluşan pazar fiyatları arasında gözlemlenen ciddi farkları, temsil maliyetlerini de içeren bir çerçevede değerlendirmek yanlış bir bakış açısı olmayacaktır.

[366] Köse, a.g.e., s. 141.
[367] Yurtoğlu, a.g.e., s. 193-222.

KAYNAKÇA

Kitaplar

Akgüç, Öztin : **Finansal Yönetim**, Yenilenmiş 7. baskı, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 1998.

Akgül, Aziz ve Çevik, Osman: **İstatistiksel Analiz Teknikleri "SPSS'te İşletme Yöntemi Uygulamaları"**, 2. baskı, Emek Ofset, Ankara, 2005.

Archer, Stephen H., D'Ambrosio Charles A. : **The Theory of Business Finance: A Book of Readings**, 3. baskı, ABD, Macmillan Publishing Co., Inc., 1983.

Arıcı, Hüsnü : **İstatistik - Yöntemler ve Uygulamalar**, 15. baskı, Meteksan, Ankara, 2006.

Berk, Niyazi : **Finansal Yönetim**, 5. baskı, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2000.

Bierman, Harold Jr. : **The Capital Structure Decision**, Kluwer Academic Publishers, 2003.

Bodie, Zvi, Kane, Alex ve Marcus, Alan J. : **Investments**, 3. baskı, Richard D. Irwin, Inc., 1996.

Brealy Richard A. ve Myers, Stewart C. : **Principles of Corporate Finance,** McGraw-Hill Inc., 5. baskı, ABD, 1996.

Brigham, Eugene F. ve Gapenski Louis C. : **Financial Management: Theory and Practice**, 5. baskı, ABD, 1988.

Da Silva, Luis, C., Georgen, Marc ve Renneboog, Luc : **Dividend Policy and Corporate Governance**, Oxford University Press, ABD, 2004.

Friedrich, Benjamin : **The Theory of Capital Structure: How Theory Meets Practice in the German Market**, 2. baskı, Stuttgart, Ibidem-Verlag, 2005.

Graham, Benjamin ve Dodd, David : **Security Analysis**, ABD, Mc-Graw-Hill Book Co., 3. baskı, 1951.

Gujarati, Damodar N. : **Basic Econometrics**, 3. baskı, ABD, McGraw-Hill, 1995.

Güriş, Selahattin ve Çağlayan, Ebru : **Ekonometri Temel Kavramlar**, Der Yayınları, İstanbul, 2000.

Frankfurter, George M. ve Wood, Bob G. : **Dividend Policy: Theory and Practice**, ABD, Academic Press, 2003.

Johnston, John : **Econometric Methods**, 3. baskı, Singapur, McGraw – Hill International Editions, 1991.

Kutlar, Aziz : **Uygulamalı Ekonometri**, 2. baskı, Nobel Yayın Dağıtım, 2005.

Konuralp, Gürel : **Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, 2. baskı, Alfa BasımYayım, 2001.

Lease, Ronald C., Kose, John, Kalay, Avner, Loewenstain, Uri, Sarig, Oded H. : **Dividend Policy: Its Impact on Firm Value**, Harvard Business School Press, ABD, 2000.

Reilly, Frank, K., Brown, Keith C. : **Investment Analysis and Portfolio Management**, 5. baskı, The Dryden Press Harcourt Brace College Publishers, 1997.

Ross, Stephen A., Westerfield Randolph W. ve Jordan, Bradford D. : **Fundamentals of Corporate Finance**, 3. baskı, ABD, Richard D. Irwin, Inc., 1995.

Ross, Stephen A., Westerfield Randolph W. ve Jaffe, Jeffrey : **Corporate Finance**, 4. baskı, ABD, Richard D. Irwin, Inc., 1996.

Samuels, John M., Wilkes, F., ve Brayshaw, R. : **Management of Company Finance**, 6. baskı, İngiltere, Chapman and Hall, 1996.

Smith, Clifford W. : **The Modern Theory of Corporate Finance**, 2. baskı., der. Clifford W. Smith, McGraw-Hill Int. Ed., 1990.

Swanson, Zane, Srinidhi, Bin ve Seetharaman, Ananth : **The Capital Structure Paradigm: Evolution of Debt / Equity Choices**, ABD, Praeger Publishers, 2003.

Ünver, Özkan ve Gamgam, Hamza : **Uygulamalı Temel İstatistik Yöntemler**, 4. baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2006.

Makaleler ve Tezler

Adaoğlu, Cahit : "Yasal Düzenlemelerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Şirketlerinin Temettü Politikalarına Etkisi," **İMKB Dergisi**, Cilt: 3, Sayı: 11, Temmuz-Ağustos-Eylül 1999, s. 5.

Agraval, Anup ve Jayaraman, Narayanan : "The Dividend Policies of All-equity Firms: A Direct Test of the Free Cash Flow Theory," **Managerial and Decision Economics** 15, 1994, s. 139-148.

Aharony, Joseph ve Swary, Itzhak : "Quarterly Dividends and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis," **Journal of Finance** 35, 1980, s. 1-12.

Akbulut, Ramazan : "Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören İmalat Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Yapılarını Etkileyen Faktörler ve Sektörle Finansal Yapı Arasındaki İlişkiyi Ölçmeye Yönelik Bir Uygulama," Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, 2004.

Akkum, Tülin F. : "Firmaların Uzun Dönemli Finansman Tercihlerinde Uygulayabilecekleri Finansman

Hiyerarşisi (Pecking Order) Modeli ve Türkiye Üzerine Bir Araştırma," Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, 1998.

Altman, Edward I. : "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question," **Journal of Finance** 39, 1984, s. 1067-1089.

Ang, James, Chua, Jess ve McConnell, John J. : "The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note," **Journal of Finance** 37, 1982, s. 219-226.

Ang, James, Cole Rebel A. ve Lin, James W. : "Agency Costs and Ownership Structure," **Journal of Finance** 55, s. 81-106.

Auerbach, Alan J. : "Share Valuation and Corporate Equity Policy," **Journal of Public Economics** 12, s. 291-305.

Barclay, Michael J. : "Dividends, Taxes, and Common Stock Prices: The Ex-Dividend Day Behavior of Common Stock Prices Before the Income Tax," **Journal of Financial Economics** 19, 1987, s. 31-44.

Barnea, Amir, Haugen Robert A. ve Senbet, Lemma W. : "Market Imperfections, Agency Problems and Capital Structure: A Review", **Financial Management** 10, 1981, s. 7-22.

Benartzi, Sholomo, Michaely, Roni ve Thaler, Richard : "Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?" **Journal of Finance** 52, 1997, s. 1007-1034.

Bhattacharya, Sudipto : "Imperfect Information, Dividend Policy and 'The Bird in Hand' Fallacy," **The Bell Journal of Economics** 10, 1979, s. 259-270.

Brennan, Michael J. : "Taxes, Market Valuation, and Corporation Financial Policy," **National Tax Journal** 23, 1970, s. 417-427.

Clendenin, John ve Cleave, Van M. : "Growth and Common Stock Values" **Journal of Finance**, 1954, s. 365-376.

Collins, Cary M., Saxena, Atul K. ve Wansley, James W. : "The Role of Insiders and Dividend Policy: A Comparison of Regulated and Unregulated Firms," **Journal of Financial and Strategic Decisions** 9, 1996, s. 1-9.

Crutchley, Claire E. ve Hansen, Robert S. : "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends," **Financial Management** 1989, s. 36-46.

Dempsey, Stephen J. ve Laber, Gene : "Effects of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratioss: Further Evidence of the Agency-Transaction Cost Hypothesis," **Journal of Financial Research** 15, 1992, s. 317-321.

Easterbrook, Frank H. : "Two Agency-cost Explanations of Dividends," **The American Economic Review**, 1984, s. 650-659.

Elton, Edvin J. ve Gruber, Martin J. : "Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect," **The Review of Economics and Statistics** 52, 1970, s. 68-74.

Fama, Eugene F. : "The Empirical Relationship Between The Dividend and Investment Decisions of Firms," **American Economic Review** 64, 1974, s. 304-318.

Fama, Eugene F. ve Babiak, Harvey : "Dividend Policy: An Empirical Analysis," **Journal of American Statistical Association** 63, 1968, s. 1132-1161.

Farrar, Donald E. ve Selwyn, Lee L. : "Taxes, Corporate Financial Policy And Return To Investors," **National Tax Journal** 20, 1967, s. 444.462.

Filbeck, Greg ve Mullineaux, Donald J. : "Agency Costs And Dividend Payments: The Case Of Bank Holding Companies," **The Quarterly Review of Economics and Finance** 39, 1999, 409-418.

Gonedes, Nicholas J. : "Corporate Signaling, External Accounting, And Capital Market Equilibrium: Evidence On Dividends, Income, And Extraordinary Items," **Journal of Accounting Research** 16, 1978, s. 26-79.

Gordon, Myron J. : "Dividends, Earnings, and Stock Prices," **The Review of Economics and Statistics** 41, 1959, s. 99-105.

Gordon, Myron J. : "The Savings, Investment and Valuation of a Corporation," **The Review of Economics and Statistics** 44, 1962, s. 37-51.

Gordon, Myron J. : "Optimal Investment and Financing Policy," **The Theory of Business Finance: A Book of Readings**, 3. baskı, ABD, Macmillan Publishing Co., Inc., der. Stephen H. Archer, Charles A. D'Ambrosio, 1983.

Gugler, Klaus : "Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment," **Journal of Banking & Finance** 27, 2003, s. 1297-1321.

Gul, Ferdinand A. : "Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan," **Journal of Corporate Finance** 5, 1999, s. 141-168.

Handjinicolau, George ve Kalay, Avner : "Wealth Redistributions or Changes in Firm Value: An Analysis of Returns to Bondholders and the Stockholders around Dividend Announcements," **Journal of Financial Economics** 13, 1984, s. 35-63.

Healy, Paul M. ve Palepu, Krishna G. : "Earnings Information Conveyed By Dividend Initiations And Omissions," **Journal of Financial Economics** 21, 1988, s. 149-175.

Jayaraman, Narayanan ve Shastri, Kuldeep : "The Valuation Impacts of Specially Designated Dividends," **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 23, 1988, s. 301-312.

Jensen, Gerald R. ve Johnson, James M. : "The Dynamics of Corporate Dividend Reductions," **Financial Management** 24, 1995, s. 31-51.

Jensen, Gerald R., Solberg, Donald P. ve Zorn, Thomas S. : "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies," **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 27, 1992, s. 247-263.

Jensen, Michael C. : "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," **The American Economic Review**, 1986, s. 323-329.

Jensen, Michael C. ve Meckling, William H. : "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure," **The Modern Theory of Corporate Finance**, 2. ed. der. Clifford W. Smith, McGraw-Hill int ed., 1990, s. 82-137.

Kalay, Avner : "The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-examination of the Clientele Effect," **Journal of Finance** 37, 1982, s. 1059-1070.

Kalay, Avner : "Stockholder-Bondholder Conflict And Dividend Constraints," **Journal of Financial Economics** 10, 1982, s. 211-233.

Kalay, Avner : "Signalling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends," **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 15, 1980, s. 855-869.

Karpoff, Jonathan M. ve Walkling, Ralph A. : "Short-term trading around ex-dividend days," **Journal of Financial Economics** 21, 1988, s. 291-298.

Korgun, Aynur : "Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri," **Araştırma Raporu**, sayı: 14-12/6-4, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, 1999, s. 20.

Kose, John ve Williams, Joseph : "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium," **Journal of Finance** 40, 1985, s. 1053-1070.

Köse, Ahmet K. : "Temsil Sorunu (Agency Problem) ve Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Sermaye Kararlarında Sorunun Önemini Test Etmeye Yönelik Bir Araştırma," Yayınlanmamış Doktora Tezi, İ.Ü. İşletme Fakültesi, İstanbul, 1997.

La Porta, Rafael v.d., : "Agency Problems and Dividend Policies around the World," **Journal of Finance** 55, 2000, 1-33.

La Porta, Rafael v.d., : "Investor Protection and Corporate Valuation," **Journal of Finance** 57, 2002, 1147-1170.

Lakonishok, Josef ve Vermaelen, Theo : "Tax Reform and Ex-Dividend Day Behavior," **Journal of Finance** 38, 1983, s. 1157-1179.

Lambert, Richard A., Lanen, William N. ve Larcker, David F. : "Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy," **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 24, 1989, s. 409-425.

Lang, Larry H. P. ve Litzenberger, Robert H. : "Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis," **Journal of Financial Economics** 24, 1989, s. 181-191.

Lasfer, Ameziane M. : "Ex-Day Behavior: Tax or Short-Term Trading Effects," **Journal of Finance**, 1995, s. 875-897.

Lintner, John : "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," **American Economic Review** 46, 1956, s. 97-113.

Litzenberger Robert H ve Ramaswamy, Krishna : "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Asset Prices: Theory and Empirical Evidence," **Journal of Financial Economics** 7, 1979, s. 163-195.

Michaely, Roni : "Ex-dividend day stock-price behavior: The case of the 1986 Tax Reform Act," **The Journal of Finance** 46, 1991, s. 845-859.

Michaely, Roni, Thaler, Richard H. ve Womack, Kent L. : "Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift," **Journal of Finance** 50, 1995, s. 573-608.

Miller, Merton H. ve Rock, Kevin : "Dividend Policy Under Assymetric Information," **Journal of Finance** 40, 1985, s. 1031-1051.

Miller, Merton H : "Debt and Taxes**," The Theory of Business Finance: A Book of Readings**, 3. baskı, ABD, Macmillan Publishing Co., Inc., der. Archer, Stephen H., D'Ambrosio, Charles A., 1983. s. 462-478.

Modigliani Franco ve Miller, Merton H. : "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," **The Theory of Business Finance: A Book of Readings**, 3. baskı, ABD, Macmillan Publishing Co., Inc., der. Archer, Stephen H., D'Ambrosio, Charles A., 1983. , s. 418-428

Modigliani, Franco ve Miller, Merton H. : "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," **The American Economic Review** 48, 1958, s. 261-297.

Modigliani, Franco ve Miller, Merton H. : "Dividend policy, growth and the valuation of shares," **Journal of Business** 34, 1961, s. 411-433.

Moh'd, Mahmoud, Perry, Larry G. ve Rimbey, James N. : "An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy," **The Financial Review** 30, 1995, s. 367-385.

Myers, Stewart C. : "Determinants of Corporate Borrowing," **The Modern Theory of Corporate Finance**, 2. baskı., der. Clifford W. Smith, McGraw-Hill Int. Ed., 1990.

Myers, Stewart C. : "The Capital Structure Puzzle," **The Journal of Finance** 39, 1984, s. 572-592.

Myers, Stewart C. ve Majluf, Nicholas S. : "Corporate financing and investment decisions when firms information investors do not have," **Journal of Financial Economics** 13, 1984, s. 187-221.

Nissim, Doron ve Ziv, Amir : "Dividend Changes and Future Profitability," **Journal of Finance** 56, 2001, s. 2111-2131.

Noronha, Gregory M., Shome, Dilip K. ve Morgan, George E. : "The monitoring rationale for dividends and the interaction of capital structure and dividend decisions," **Journal of Banking & Finance** 20, 1996, s. 439-454.

Partington, Graham H. : "Dividend Policy and its Relationship to Investment and Financial Policies: Empirical Evidence," **Journal of Business Finance and Accounting** 12, 1985, s. 531-542.

Petit, Richardson R. : "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency," **Journal of Finance** 27, 1972, s. 993-1007.

Poterba, James M. : "The Market Valuation of Cash Dividends: The Citizens Utilities Case Reconsidered," **Journal of Financial Economics** 15, 1986, s. 395-406.

Ross, Stephen A. : "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach," **The Bell Journal of Economics** 8, 1977, s. 23-40.

Rozeff, Michael S., : "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios," **Journal of Financial Research** 5, 1982, s. 249-259.

Seval, Belkıs : "Finansal Kaldıracın Firma Değeri Üzerindeki Etkisi, Enflasyon Altında Firma Değerlemesi, Finansal Yapıyı Etkileyen Etmenler ve Bu Etmenler Üzerinde Türkiye'de Bir Araştırma," Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İstanbul, 1981.

Smith, Clifford W. : "The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview," **The Modern Theory of Corporate Finance**, 2. baskı., der. Clifford W. Smith, McGraw-Hill Int. Ed., 1990, s. 3-24.

Şahlan, Hüseyin : "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Şirketlerinin Kar Payı Dağıtım Uygulamalarının Belirlenmesine Yönelik Bir Çalışma," Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İstanbul, 2002.

Warner, Jerold B. : "Bankruptcy Costs: Some Evidence" **Journal of Finance** 32, 1977, s. 337-347.

Watts, Ross : "The Information Content of Dividends," **The Journal of Business** 46, 1973, s. 191-211.

Weiss, Lawrence A. : "Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims," **Journal of Financial Economics** 27, 1999, s. 285-314.

Williamson, Oliver E. : "Managerial Discretion and Business Behavior," **The American Economic Review** 53, 1963, s. 1032-1057.

Yurtoğlu, Burçin B. : "Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms," **Empirica** 27, 2000, 193-222.

EK 1

TEFE	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**
YIL SONU TEFE ENDEKSİ	137	203	409	808	1096	2386	2976	5943	7866
YIL ORTALAMASI TEFE ENDEKSİ	100	177	322	596	945	1617	2741	4681	6976
YIL SONU TEFE ARTIŞI		%48,6	%101,4	%97,5	%35,6	%117,7	%24,7	%99,7	%32,4
YIL ORTALAMASI TEFE ARTIŞI		%76,7	%81,9	%85,5	%58,4	%71,2	%69,4	%70,8	%49,0

EK 2

ÖZGEÇMİŞ

Yazar, 1972 yılında İstanbul'da doğdu. İlkokulu Işık Lisesi, ortaokul ve liseyi Nişantaşı Anadolu Lisesi'nde okudu. 1996 yılında Boğaziçi Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Ekonomi Bölümü'nden mezun oldu. Aynı yıl, "Yönetici Adayı" (Management Trainee) olarak Demirbank'a girdi. Altı aylık "Genel Bankacılık ve Yöneticilik Eğitimi"nin ardından Demirbank'ın Hazine Bölümü'nde çalışmaya başladı. 1997 yılında Türk Bankalar Birliği ve İngiliz Dışişleri Bakanlığı adına British Council tarafından düzenlenen burs programını kazanarak İngiltere'de London City University Business School'da tam bursla İşletme Yüksek Lisansı (MBA) yapmaya başladı. 1998 yılında mezun olarak Türkiye'ye döndü ve Demir Yatırım Makroekonomi ve Hisse Senedi Araştırma Bölümü'nde çalışmaya başladı. 2002 yılında HSBC Makroekonomi ve Hisse Senedi Araştırma Müdürlüğü'nden, Eczacıbaşı Menkul Değerler Makroekonomi ve Hisse Senedi Araştırma Müdürlüğü'ne, Araştırma Müdürü olarak geçti. 2002-2007 yılları arasında Eczacıbaşı Menkul Değerler'de Araştırma Müdürü olarak görev yaptı. 2006 yılında Eczacıbaşı Holding'in "Üst Düzey Yönetici Adayı" (Top Management Trainee) programına seçilerek eğitim gördü. 2007 yılında İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi'nde Finans alanında doktora eğitimini tamamlayarak "Doktor" ünvanını aldı.