

**KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINDA AKTARMA TEORİSİ: BORSA İSTANBUL
ÜZERİNE BİR UYGULAMA**
*THE CATERING THEORY OF DIVIDEND POLICY: AN APPLICATION IN BORSA
ISTANBUL*

Gamze SALKIMCI¹

gamzesalkimci@gmail.com

Doç.Dr Yasemin Deniz KOÇ

Dumlupınar Üniversitesi, KUBFA, Bankacılık ve Finans, Kütahya

denizkoc12@gmail.com

ORCID ID : 0000-0001-8280-7657

Doç.Dr Sibel ÇELİK

Dumlupınar Üniversitesi, KUBFA, Sigortacılık ve Risk Yönetimi, Kütahya

sibelcelik1@gmail.com

ORCID ID : 0000-0003-4430-9803

ÖZET

İşletmelerde elde edilen karın işletme sahip ve ortaklarına dağıtılması ya da otofinansmana gidilerek daha yüksek getiri sağlayabilecek yeni ve farklı yatırımlara dönüştürülmesi ile ilgili kararlar bütünü kar payı dağıtım politikası olarak ifade edilmektedir. Kar payı dağıtım politikası işletmeler, yatırımcılar, piyasa katılımcıları için önemli finansal kararlardan biridir. Yatırımcıların yatırım kararında işletmelerin kar dağıtım kararları fiyatlamalarına yansırken işletmeler de buna göre geleceğe yönelik finansal yapılanmalarını şekillendirmektedir.

Çalışmanın amacı, kar payı dağıtım politikası teorilerinden biri olan ve Baker-Wurgler tarafından ortaya atılan Aktarma Teorisi'nin Borsa İstanbul 100 (BİST 100) Endeksi işletmelerinde geçerliliğini tespit etmektir. Bu çerçevede BİST100 Endeksi'nde 2007-2016 yılları arasında aralıksız işleme sahip farklı sektörlerden 80 işletme üzerinde aktarma teorisinin geçerliliği panel logit probit yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz sonucunda BİST100 işletmelerinde belirlenen dönemde Aktarma Teorisi'nin geçerli olmadığı sonucuna varılmıştır. Elde edilen bulgu aynı zamanda işletmelerin kar payı dağıtım yoğunlukları ile piyasa değerleri arasında bir ilişki olmadığı anlamına gelmektedir. Elde edilen bulgular daha önce test edilmemiş olması nedeniyle özgündür.

Anahtar Kelimeler: Kar Payı Dağıtım Politikaları, Aktarma Teorisi, Borsa İstanbul

Jel Kod : G14, G15

ABSTRACT

Dividend distribution policy is a whole of decisions about distribution of profit that is acquired at businesses or transforming of profit into new and different investment that supply high gaining by going auto financing. Dividend distribution policy is one of the significant decisions for businesses, financiers, market makers and participants. While financiers are reflecting situations of distribution on their prices during investment, businesses are forming prudential financial configuration according to that investment.

¹ Doç.Dr Yasemin Deniz KOÇ danışmanlığında Gamze Salkımcı tarafından hazırlanan Kütahya Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Bankacılık ve Finans Anabilim Dalı Finansal Ekonomi Tezli yüksek lisans programında hazırlanan 2019 yılında tamamlanan "Kar Payı Dağıtım Politikasında Aktarma Teorisi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama" başlıklı yüksek lisans tezinin makale şeklinde özetlenmiş halidir.

The aim of this study is to determine the validity of Theory of Catering, which is suggested by Baker-Wurgler, at stock market Istanbul (BIST100) Index. In this study 80 businesses have been chosen which have nonstop transaction from different sectors between in 2007 and 2016 in BIST100 index. At the end of analyzing, it is found that Theory of Catering is not valid in that period. It also means that there is not any relation between businesses intensity of dividend distribution and market prices. Findings are genuine and reasonable in terms of finance literatüre.

Key words: Dividend Policies, Theory of Catering, BIST100.

Jel Codes: G14, G15

1. GİRİŞ

İşletmeler kuruluşlarından itibaren kar ve süreklilik esasına dayalı olarak faaliyetlerini devam ettirmektedir. İşletmelerin sürekliliğini sağlayabilmesi ve finansal faaliyetlerini devam ettirebilmesi giderlerini karşılayacak seviyede gelir elde etmeleri ile doğrudan ilişkilidir. Giderlerinin üzerinde geliri olan işletmeler bu noktadan sonra elde ettikleri kazançları kar olarak adlandırmaktadır. Başka bir deyişle kar giderleri karşıladıktan sonra değerlendirilmek üzere elde kalan tutardır.

İşletmelerde elde edilen karın işletme sahip ve ortaklarına dağıtılması ya da otofinsmana gidilerek daha yüksek getiri elde edilecek yeni ve farklı yatırımlara dönüştürülmesi ile ilgili kararlar bütünü kar payı dağıtım politikası olarak ifade edilmektedir. Elde edilen dönem karının o dönemde dağıtılma veya dağıtılmama kararı, kar payı dağıtılacaksa miktarının ne olacağı veya ne biçimde dağıtılacağı, işletmelerin karar vereceği esas konulardandır. Kar payı dağıtım politikası, işletmelerin nakit yönetimi, yatırım ve finansman kararları açısından önemli bir yere sahipken borsada işlem gören ve hisse senetleri alınıp satılan işletmelerin piyasa değeri açısından da belirleyici olmaktadır.

Kar payı dağıtımında işletmelerin temel amacı, öncelikle işletme değerini yükseltmek ve yatırımcıların hisse senetlerine olan taleplerini artırmaktır. Hem yatırımcıyı hem işletme ortaklarını tatmin edecek bir kar payı dağıtım politikasının belirlenmesi ve uygulanması da işletme yöneticilerinin en önemli sorumluluklarından biridir. İşletme ortaklarını memnun edecek kar payı dağıtımını belirlerken işletmenin büyüme hedefleri ve potansiyel karlılığını da dikkate almalıdır. Eğer elde edilen kardan daha fazla kar payı dağıtımı yapılırsa işletme yeni yatırımları için oto finansman yapmak yerine dış borçlanma yoluna giderek maliyetlerini arttıracak ya da yeni yatırım fırsatlarını kaçıracaktır. Aynı şekilde kar payı dağıtım yapılmayıp elde edilen karlar işletme bünyesinde kalırsa da hem işletme sahip ve ortakları memnun olmayacak hem de yatırımcıların tepkisiyle işlem hacmi ve hisse değerinde düşüş yaşanacaktır. İşte tüm bu sebeplerden dolayı işletmelerin hem büyümesini ve yeni yatırımları yapmasını sağlamak hem de ortakların beklentilerini yerine getirmek için kar dağıtım politikalarını stratejilerinin odağına yerleştirmesi kaçınılmaz olmaktadır. Çünkü işletmenin piyasa değeri ve yatırımcıların korunması seçilen ve uygulanan bu kararlarla doğrudan bağlantılıdır.

Finans literatüründe kar payı dağıtımına ilişkin teoriler Modigliani ve Miller (1961) Kar Payı İlintisizliği Teorisi ile başlayıp günümüze kadar araştırılmaya devam etmektedir. “Kar Payı İlintisizliği” teorisi ile dağıtılan kar paylarının işletmelerin piyasa değeri üzerinde olumlu veya olumsuz bir etkisinin bulunmadığını varsayılmaktadır. John Linther ve Myron Gordon (GL) ise Modigliani ve Miller’ın kar dağıtımının işletmelerin hisse senedi fiyatına etkisi olmadığı görüşünün tersini savunduğu teorisi ile kar paylarının, nakit olması ve sermaye piyasalarının ne şekilde

değişeceğinin belli olmaması sebebiyle sermaye kazançlarına göre biraz daha garantili olduğu ve hisse değeri yoluyla piyasa değerini etkilediğini varsaymaktadır. Finans literatüründe zamanla temel olarak kabul edilen bu iki görüşü takiben Vekalet Maliyetleri Teorisi, Yaşam Döngüsü Teorisi, Vergi Farklılığı Teorisi, Sinyalleme Teorisi, Artık Kar Payı Teorisi, Müşteri Etkisi Teorisi ve Aktarma Teorisi gibi farklı modern teoriler ortaya çıkmıştır.

Kar payı dağıtım politikası modern teorilerinden biri olan aktarma teorisi Baker- Wurgler (2004) tarafından geliştirilmiştir. Aktarma Teorisi işletmelerin kar payı dağıtım olasılığının yatırım yapanların kar payı dağıtım veya tam tersi dağıtmayan işletmelere yönelmelerine ve onları yönlendirmelerine bağlı olması ve yatırımcıların kar payı dağıtım işletmeleri ayrı bir yere koyarak, bu işletmelerin hisse senetlerine diğerlerine kıyasla fazla değer verirdilerse, işletmenin yönetim kurulunun da kar payı dağıtım yönelimine gitmesi olarak ifade edilmektedir. Tam tersi yatırımcılar kar dağıtım işletmeleri dağıtmayanlardan ayırmaksızın herhangi bir fiyat artışına gitmez, değerini arttırmayıp azaltmayı tercih ederlerse, azalıştan dolayı zarara uğrayacak olan işletmeler kar payı ödemelerini de azaltır veya durdururlar.

İşletmelerin kar payı dağıtımıyla ilgili kararlarını davranışsal yönden açıklayan Baker ve Wurgler, hem psikolojik hem de yönetsel sebeplerle bazı yatırımcıların kar payı dağıtım hisse senetlerine karşı tekdüze ve zamanla değişen talepleri olduğunu öne sürer. Bu durumda da arbitrajda üstlenilen limitlerde kar payı dağıtım hisse senedi fiyatlarının kar payı dağıtmayan hisse senedi fiyatlarına göre dalgalanmaya neden olacağı düşünülür. İşletme yöneticileri de bu sebeplerden ötürü, kar payı dağıtım hisse senetlerine yatırımcılar prim verdiği zaman kar payı ödeyerek karşılık verirken; tam tersi yatırımcıların kar payı dağıtmayan hisse senetlerini tercih etmeleri durumunda ise kar payı dağıtmamayı tercih ederler.

Bu çalışmanın amacı 2007-2016 tarihleri arası kesintisiz işlem gören 80 işletme üzerinde Aktarma Teorisinin geçerliliğini araştırmaktır. Bu amaç doğrultusunda çalışmanın kapsamı girişi takiben, literatür özeti, veri ve yöntem, ampirik bulgular ve sonuç olmak üzere 5 kısım olarak belirlenmiştir. Ulusal literatürde bu kapsamda yapılmış benzer bir çalışma olmaması çalışmanın özgünlüğü ve literatüre katkısıdır.

2. Literatür

Kar payı dağıtım politikası ve teorileri finans alanının ilgi çeken konularından biri olup araştırmacılar tarafından değişik boyutlarda ele alınmış farklı çalışmalara ulaşmak mümkündür. Çalışmanın bu kısmında literatür incelemesi, kar payı dağıtım ile ilgili çalışmalar, kar payı dağıtım teorilerine ilişkin çalışmalar ve aktarma teorisine ilişkin çalışmalar olarak üç grupta ele alınmıştır.

Kar payı dağıtımına ilişkin çalışmalar incelendiğinde; Black ve Scholes (1974) kar payı politikası ile getiriler arasında ilişki olduğu; Yücel (2001) Borsa İstanbul'da piyasa performansı ile kar payı dağıtım arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu; Batchelor ve Orakçioğlu (2003), Borsa İstanbul'da hisse senedi şeklinde kar payı dağıtımının dağıtım öncesinde hisse senedi getirisini artırdığı; Batchelor ve Orakçioğlu (2003) hisse senedi şeklinde kar payı dağıtımının dağıtım öncesinde hisse senedi getirisini artırdığı, fakat bunun istatistiksel olarak anlamlı olmadığı; Hussainey ve Oscar (2010) hisse fiyatı değişimleri kar payı verimliliği ve kar payı oranının ilişkisiz olduğu; Allen ve Rachim (1996) Avustralya borsasında hisse senedi fiyat artışı ve azalışı şeklindeki

dalgalanmaların kar payı verimi ile ilişkili olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Baker ve Powell (1999) New York borsasında kar payı dağıtımının işletme değerin üzerinde de etkili olduğu; Günalp vd. (2010) yüksek kar payı oranı açıklayan hissenin normal olmayan değer kaybı, düşük kar payı oranı açıklayan payın normal olmayan değer kaybıyla kıyaslandığında daha fazla olduğu; Sayılğan ve Sayman (2010) işletmelerin ortaklık yapılarının sermaye yapısı olarak adlandırılan yabancı kaynak, iç kaynak ve kar dağıtım kararları üzerinde etkisi olduğu; Khan (2011) nakit kar payının, dağıtılmayan kar oranının ve özsermaye karlılığının hisse fiyatı ile pozitif bir ilişkisi olduğu; Zakaria vd.(2012) hisse fiyatı değişimlerinin sadece %43'ünün kar payı dağıtım oranı, kar payı verimi, yatırım büyümesi, işletme büyüklüğü, kaldıraç ve kar oynaklığı ile açıklandığı; Hussain (2011) Hindistan'daki işletmelerde kar dağıtım politikasının pay getirileri üzerinde etkisi Pakistan ve Sri Lanka'ya kıyasla yüksek ve Sri Lanka'daki işletmelerde kar dağıtım politikasının etkisinin düşük olduğu; Ersoy ve Çetenek (2015) Borsa İstanbul'da sahiplik yoğunlaşmasının kar payı verimini pozitif yönde etkilediği bulgularına ulaşmıştır.

Kar payı dağıtım politikası teorilerine ilişkin çalışmalar incelendiğinde, Modigliani ve Miller (1961) Kar Payı İlintisizliği teorisine göre işletmenin kar payı dağıtırken izlediği politikanın, finansman ve yatırım kararlarından bağımsız olarak seçildiği, işletmenin dış borçlanma yoluyla elde edeceği ve finansman ihtiyacının karşılanmasında kullanılacak olan gelir, hisse senedi satışından elde edeceği gelirle aynı olduğu varsayımları ile işletmelerin kar payı dağıtım politikası ile hisse senetlerinin piyasa değeri ve yatırımcıların toplam kazancı arasında bir ilişki olmadığı; Gordon (1962) Kar Payı İlintisizliği Teorisi'nin aksine, işletmenin kar payı dağıtması ile işletme değeri arasında ilişki olduğu ve yatırımcıların şimdi kar payı dağıtımını ile elde ettikleri kazancı o finansmanla ileride elde edilecek daha yüksek kar paylarına tercih ettikleri; Bhattacharya (1979) işletme dışındaki yatırımcıların işletmenin karlılığı ile ilgili yetersiz bilgiye sahip olduklarını ve kar payı getirisinin sermaye getirisinden daha yüksek vergilendirmeye dahil edildiği varsayımı ile kar paylarının beklenen nakit akımları ile ilgili sinyal etkisi gösterdiği; Litzenberger ve Ramaswamy (1979) Vergi Farklılığı Teorisi çerçevesinde yatırımcıların, kar payına ödeyeceği vergi yükünün fazla olması sebebiyle karın dağıtılmak yerine işletme finansmanında kalmasını ve hisse senedi getirisi olarak kazanç sağlamayı istedikleri ve hisse senedi getirisi ile kar dağıtımını arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu; Hoberg, ve Prabhala (2009) “kaybolan kar payı” yapbozunu risk merceği kullanılarak incelediği Birincisi; risk faktörü bu düşüşteki eğilimin önemli bir belirleyicisi olduğu ve kar paylarının ortadan kalkması yani dağıtılmaması işletmelerin kar payı taleplerini geçici heveslere yansıttığı görüşüne çok az destek verdiği; De Angelo (2004) yaşam döngüsü teorisi çerçevesinde işletmelerin yaşam döngülerinden ne aşamada (büyüme, olgunluk vs) olduğunu temsilen birikmiş karların toplam öz sermayeye oranını kullanarak Amerika'daki işletmeler için yaşam döngüsünün geçerli olduğu; Murhadi (2008) Endonezya sermaye piyasalarında sinyalleme teorisi çerçevesinde hisse senedi fiyatı hareketlerinde sinyalleme teorisinin etkili olduğu kar payı politikalarında yaşam döngüsü teorisinin de etkili olduğu ancak vekalet teorisinin geçerli olmadığı; Suwanna (2012) Tayland'da kar payı açıklamalarının hisse senedi getirileri üzerine etkisini de sinyalleme teorisi çerçevesinde araştırmış ve sinyalleme teorisinin geçerliliğini ve hisse fiyatında önemli etkiye sahip olduğu; Çelik (2013) yaşam döngüsü teorisinin Borsa İstanbul'da deyişle işletmelerin yaşam döngülerinde oldukları (büyüme, olgunluk vs.) dönem ile kar dağıtım kararları arasında anlamlı ilişki olduğu ve olgunluk döneminde bulunan işletmelerin kar payı dağıtım olasılığının aşamalardan büyüme olan dönemde bulunan işletmelere kıyasla yüksek olduğu;

Kadioğlu ve Öcal (2016) Türkiye’de kar payı değişiklikleri ile gelecek yıllardaki kazanç değişiklikleri arasında istatikselsel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı ve kar payı değişikliklerinin işletmenin gelecek kazanç değişiklikleri hakkında bilgi içermediği, Sinyalleme Teorisinin geçersiz olduğu bulgularına ulaşmıştır.

Aktarma teorisine ilişkin çalışmalar incelendiğinde, Baker ve Wurgler (2004) tarafından ilk kez ortaya atılan teorisin testinde kar payı ödeyen ve ödemeyen işletmeleri ayrı ayrı ele alınmış hisse senedi primi, piyasa/defter değeri, büyüklük, karlılık oranı değişkenleri kullanılarak yatırımcıların kar payı dağıtan işletmeleri ayrı bir yere koyar ve bu işletmelerin hisse senetlerine daha yüksek fiyat biçerse yöneticilerin kar payı dağıtma eğilimi daha da artacağı; Ferris vd. (2006) kar payı dağıtan işletmelerin yüksek fiyatlandırma eğilimindeki azalışın işletmelerin kar payı dağıtımlarını azalttığı ve aktarma teorisinin geçerli olduğu; Neves ve Torre (2006) Eurozone ülkelerinde yatırım şansları, yatırımcı etkinliği, likit varlıklar ve nakit akımları değişkenlerini kullanarak, değerli yatırım fırsatları olan, likit varlıkları diğerlerine göre yüksek olan ve iyi derecede nakit akışına sahip işletmelerde Aktarma Teorisinin daha fazla geçerli olduğu; Li ve Lie (2006) İngiltere’de işletmelerin kar payı dağıtma kararlarının borsadaki hisse senedi fiyatlarındaki artışa göre değişiklik göstereceği, işletmelerin hisse senetleri primleri arttıkça kar payı dağıtma eğilimlerinin de artacağı, işletmelerin yatırımcıların kar payı taleplerini dikkate alarak kar dağıtım kararı vermesi hisse senedi fiyatlarında önemli bir artışa neden olacağı, hisse senedi değerinin artmasıyla birlikte piyasalar da yöneticilerini ödüllendirdiği ve Aktarma Teorisinin geçerli olduğu; Eije ve Megginson (2008) 15 Avrupa birliği ülkesinde işletmelerin kar payı dağıtma eğiliminin gittikçe düştüğü ve Avrupa ülkelerinde Aktarma Teorisinin geçerli olmadığı; Denis ve Osobov (2008) altı gelişmiş ülkede aktarma teorisinin geçerliliğini işletme büyüklüğü, karlılık, büyüme fırsatları ve net kar /öz sermaye değişkenlerini kullanarak araştırmış ve ortak kanun hükümlerinin uygulandığı ülkelerde aktarma teorisinin geçerli olduğu, buna karşılık medeni kanun hükümlerinin geçerli olduğu ülkelerde aktarma teorisinin reddedildiği, maliyet temelli yaşam döngüsü teorisinin ise geçerli olduğu; Hoberg ve Prabhala (2009) Amerika’da kar payı dağıtan işletmelerin hisse senedi fiyatlarında değişiklik olmaması ve yatırımcıların kar payı dağıtan işletmelere yatırım yapma eğilimlerinin düşük olması sebebiyle Aktarma Teorisinin geçerli olmadığı; Polk ve Sapienza (2009) Aktarma Teorisinin geçerliliğini test etmek için borsa sektöründeki yanlış fiyatlandırmanın bireysel işletmelerin yatırım kararlarını nasıl etkileyebileceğini araştırmış, anormal yatırımlar ile isteğe bağlı yatırımlar arasında pozitif bir ilişki olduğu, anormal yatırımların Ar-Ge yoğunluğu yüksek veya hisse devri (kısa dönemli yatırımcıya sahip işletmeler) için daha hassas olduğu; anormal yatırımı yüksek olan işletmelerin stok getirisine sahip olduğu; ve göreceli fiyat primi ne kadar büyükse, anormal getiri tahmin edilebilirliği o kadar güçlü olduğu ve Aktarma Teorisinin geçerli olmadığı; Ferris vd. (2006) aktarma teorisinin ortak kanun hükümlerinin net olarak uygulandığı ülkelerde geçerli, medeni kanun hükümlerinin uygulandığı ülkelerde ise geçerli olmadığı ve işletme büyüklüğü yüksek, kar oranı fazla ve daha düşük yatırım fırsatlarına sahip işletmelerin daha fazla kar payı dağıtma eğiliminde olduğu, PD/DD oranı pozitif olan ve daha önce kar dağıtmış işletmelerin kar dağıtımında daha da istekli davrandıkları ve Aktarma teorisinin geçerli olduğu; Tsuji (2010) Japon elektrikli uçak sektöründe aktarma teorisinin geçerli olmadığı, hisse başına ağırlıklandırılmış kar payları bir önceki döneme göre düşüş gösterdiğinde sektördeki yöneticilerin daha da kar payı dağıtma eğilimine girdiği ve bu sonucun aktarma teorisinin varsayımları ile çelişmekte ve geçersiz olduğu; Lue (2011) AMEX ve NYSE’de işlem gören hisse senetlerinin

PD/DD oranı ile işletmelerin kar dağıtımını arasında pozitif anlamlı bir ilişki olduğu ve Aktarma Teorisi'nin geçerli olduğu; Anouar (2012) Fransa'da en büyük 250 işletmenin kar payı değişkeninin borçlar ile negatif ve anlamsız, önceki dönem karlılığı ile pozitif ve anlamlı, büyüklük ile pozitif, yatırım fırsatları ile negatif olduğu ve sonuçların Fransa'da 250 büyük işletmede Aktarma Teorisi'nin geçerli olduğu bulgularına ulaşmıştır.

3. Veri Ve Yöntem

Borsa İstanbul (BİST) 100 Endeksi'nde yer alan 2007-2016 yılları arasında borsada aralıksız işlem gören 80 işletme çalışmanın veri setini oluşturmaktadır. Seçilen işletmelerin ilgili döneme ait finansal tabloları www.kap.gov.tr ile www.finet.com.tr internet adreslerinden elde edilmiştir. Aktarma Teorisinin geçerliliğinin testinde Tablo 2'de açıklanan değişkenler kullanılmıştır. Bu değişkenler işletmelerin 10 yıllık finansal tabloları incelenerek her bir değişken için farklı formüller kullanılarak hesaplanmıştır.

Tablo 1: Değişkenlerin Açıklaması

DEĞİŞKEN	AÇIKLAMASI
KP	Kar payı bağımlı değişken; işletmenin kar dağıtması durumunda 1, dağıtmaması durumunda 0 değerini almaktadır.
PD/DD	Yatırımcıların hisse senetlerine talebin bir göstergesi olarak (PD/DD) _{t-1} 'dir. İşletmelerin ortaklara kar payı dağıtma ihtimali (PD/DD) _{t-1} ile pozitif ilişkilidir.
ΔV	İşletmelerin yatırım fırsatlarının bir ölçüsü olarak varlıklarındaki değişimdir. $\Delta V = (V_t - V_{t-1}) / V_{t-1}$ İşletmelerin yatırım fırsatları arttıkça kar payı dağıtma ihtimalleri azalacaktır.
ΔB	İşletmelerin yatırım fırsatlarının bir ölçüsü olarak borçlarındaki değişimdir. Borçlardaki büyüme daha çok yatırım yapıldığı anlamına gelmektedir. $\Delta B = (B_t - B_{t-1}) / B_{t-1}$ Borçlardaki büyüme ile kar dağıtma ihtimali arasında ters yönlü bir ilişki vardır.
DY	İşletmelerin bir önceki yıl karlılığıdır. Bir önceki yıl karlılık ile kar payı dağıtma ihtimali pozitif ilişkilidir.
BYK	İşletmelerin büyüklüğünü ifade etmektedir. İşletmelerin toplam varlıklarının doğal logaritmasıdır. İşletmelerin büyüklüğü ile kar payı dağıtımını pozitif ilişkilidir.

Araştırmada kar payı bağımlı değişkenini etkileyen faktörler panel logit yöntemi ile test edilmiştir. Tek yönlü birim etkiye sahip sabit etkiler panel logit modeli aşağıdaki gibidir:

$$\Pr(Y_{it} = 1) = \Pr(Y_{it}^* > 1) = F(\delta_i + X_{it} \cdot \beta) \quad (1)$$

(1)'deki modelde i:birim, t:zaman, X_{it}:bağımsız değişken, Y_{it}*:gözlenemeyen değişkendir. F olasılık dağılımının lojistik olduğu kabul edilen modelde bağımsız değişkenlerdeki bir birim değişim için işletmelerin kar payı dağıtma olasılığını ne kadar etkilediğine bakılmaktadır.

Rassal etkiler logit modeli aşağıdaki gibidir:

$$Y_{it}^* = X_{it}'\beta + u_{it} + \varepsilon_i \quad (2)$$

(2)'de verilen modelde yatay-kesit birimlerinin sayısı $i=1, \dots, N$ olarak, zaman aralığının uzunluğu $t=1, \dots, T$ ile gösterilmektedir. Kesikli bağımlı değişkene sahip doğrusal olasılık modellerinde, Y_{it}^* , gözlemlenemeyen bağımlı değişken değerlerini ifade eder. X_{it}' ise açıklayıcı değişkenleri göstermektedir (Greene, 2003: 294-295).

Logit ve Probit modelleri, bağımlı değişkenin 0 ve 1'lerden oluştuğu, bağımsız değişkenin rassal değerler alabildiği modellerdir. Logit modeller logit regresyona sahip ve ikili bağımlı değişkenler için dizayn edilmiş doğrusal olmayan modeldir. Probit model normal birikimli dağılım fonksiyonundan oluşturulurken, logit model lojistik birikimli dağılımdan elde edilen modellerdir. (Cebeci, 2012: 129).

4. Ampirik Bulgular

Aktarma Teori'nin BİST 100 endeksinde geçerliliği test edilirken 2007-2016 yılları arasında kesintisiz işlem gören 80 işletmenin verileri kar payı dağıtım dağıtmaması bağımlı değişkeni, varlıklardaki değişim, borçlardaki değişim, büyüklük, bir önceki yıl karlılığı ve PD/DD (piyasa değeri/defter değeri) bağımsız değişkenleri hesaplanarak STATA programında panel logit probit yöntemi ile araştırılmıştır.

Tablo 1'de KP, DY, DV, DB, BYK, PD/DD verilerinin ortalama, medyan, maksimum, minimum, standart sapma, basıklık ve çarpıklık olmak üzere özet istatistikleri yer almaktadır. 10 yıllık zaman periyodu içinde en yüksek ortalamaya sahip veri 15.96835 ile borçlardaki değişim olurken, en düşük ortalamaya sahip veri -1.368183 ile bir önceki yıl karlılığı verisidir. PD/DD oranı 1.622731 ile en yüksek standart sapmaya sahipken, DY verisi 0.136332 ile en düşük standart sapmaya sahiptir. Jarque-Bera değerleri serilerin normal dağılım gösterdiği anlamına gelmektedir.

Tablo 1 Özet İstatistikleri

	KP	DY	DV	DB	BYK	PD/DD
Ortalama	0.776250	0.041057	0.186479	0.276544	8.213997	1.188364
Medyan	1.000000	0.042903	0.135321	0.166913	8.473776	0.766965
Maksimum	1.000000	0.506687	9.722284	15.96835	10.50346	13.63548
Minimum	0.000000	-1.368183	-0.675754	-0.889551	4.677954	-2.316132
Standart Sapma	0.417017	0.136332	0.464653	0.827010	1.111245	1.622731
Çarpıklık	-1.325714	-4.064095	12.82545	11.37623	-0.502110	3.863861
Basıklık	2.757519	38.27016	236.9585	187.9409	2.277354	25.11941
Jarque-Bera	236.2957	43668.38	1846484.	1157360.	51.02248	18299.54
Olasılık	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000

Tablo 2'de kar payı dağıtan ve dağıtmayan işletmelere ait değişkenlere ilişkin ortalama değerler yer almaktadır. Bu değerler incelendiğinde, kar payı dağıtan işletmelerin PD/DD(t-1)

oranlarının, borçlarındaki değişimin ve karlılığının kar payı dağıtmayan işletmelere göre daha büyük olduğu görülmüştür.

DY(t-1) oranlarının ortalamalarının kar payı dağıtan işletmelerde pozitif ve yüksek olduğu görülürken, kar payı dağıtmayan işletmelerde ise negatif olduğu anlaşılmaktadır. Yani kar payı dağıtmayan işletmelerde bir önceki yıl karlılığı daha düşüktür. Varlıklardaki değişim ve büyüklük değişkenleri ise kar payı dağıtan ve dağıtmayan işletmelerde ortalama olarak birbirine çok yakındır.

Tablo 2: Kar Payı Dağıtan ve Dağıtmayan İşletmelerdeki Değişkenlerin Yıllara Göre Ortalama Değerleri

	Kar Payı Dağıtan İşletmeler					Kar Payı Dağıtmayan İşletmeler				
	PD/DD _(t-1)	ΔV	ΔB	DY _{t-1}	BYK	PD/DD _(t-1)	ΔV	ΔB	DY _{t-1}	BYK
2007	0,9471	0,3226	0,2253	0,1160	8,2135	1,0670	0,0837	0,0274	-0,0077	7,6702
2008	0,4633	0,2131	0,3683	0,0707	8,2716	0,3215	0,4233	0,8487	-0,0663	7,8642
2009	0,8997	0,1059	0,1650	0,0598	8,0610	0,8029	-0,0199	0,0231	-0,0394	8,2784
2010	1,2019	0,1817	0,2526	0,0796	8,1676	1,0912	0,0221	0,2495	-0,1300	8,1019
2011	0,9863	0,2659	0,7473	0,0878	8,1431	0,5417	0,2876	0,2651	-0,1279	8,2779
2012	1,3739	0,0977	0,1130	0,0789	8,1834	0,7989	0,0510	0,0473	-0,0548	8,2659
2013	1,3484	0,2429	0,3492	0,0589	8,2998	0,7624	0,0262	0,2300	-0,1410	8,1958
2014	1,7466	0,1538	0,1243	0,0688	8,3585	0,9169	0,0305	0,1344	-0,1423	8,2110
2015	1,5703	0,2713	0,3091	0,0697	8,2210	1,4311	0,1686	0,1958	-0,0710	8,4908
2016	1,6803	0,1827	0,2621	0,0710	8,3097	2,5835	0,0869	0,1133	-0,0618	8,4433
Ort.	1,2218	0,2037	0,2916	0,0761	8,2229	1,0317	0,1160	0,2135	-0,0842	8,1799

Not: n gözlem sayısı, PD/DD, işletmelerin (PD/DD)_{t-1} oranıdır ; ΔV, işletmelerin varlıklarındaki bir önceki yıla göre değişimdir; ΔB, işletmelerin borçlarındaki bir önceki yıla göre değişimdir; DY, faiz ve vergi öncesi karın toplam aktiflere oranı; BYK, Toplam aktiflerin doğal logaritması; KP işletme kar payı dağıtıyorsa 1 değerini, dağıtmadıysa 0 değerini almaktadır

Tablo 3 İşletmelerin Kar Payı Dağıtma Olasılığını Etkileyen Faktörler

	Panel Logit Tahmini	Sabit Etkiler	Panel Logit Tahmini	Rassal Etkiler
	Katsayı	z-istatistiği	Katsayı	z-istatistiği
PD/DD	-0,0774400	-0,53 (0,593)	-0,2725578	-0,68 (0,497)
ΔV	0,1000319	0,34 (0,731)	-0,5097433	0,41 (0,680)
ΔB	0,2020763	0,91 (0,363)	-0,2787593	0,81 (0,420)
DY	20,7291000*	7,38 (0,000)	22,2451800	10,01 (0,000)
BYK	0,1959996	0,65 (0,515)	-0,2181112	0,51 (0,610)
SABIT			-2.159149	0,24 (0,809)
LOGL		-133.99844		-252.1145
LR		0,000		0,000
		χ ² (5)=119.58		χ ² (5)=20,06
N		510		800

Not: n gözlem sayısı, parantez değerleri anlamlılık, PD/DD , işletmelerin $(PD/DD)_{t-1}$ oranıdır ; ΔV , işletmelerin varlıklarındaki bir önceki yıla göre değişimdir; ΔB , işletmelerin borçlarındaki bir önceki yıla göre değişimdir; DY , faiz ve vergi öncesi karın toplam aktiflere oranı; BYK , Toplam aktiflerin doğal logaritması; KP işletme kar payı dağıtıysa 1 değerini, dağıtmadıysa 0 değerini almaktadır.

BİST 100 endeksinde işlem gören işletmelerde aktarma teorisinin geçerliliği panel logit sabit etkiler ve rassal etkiler logit modelleri ile test edilmiştir. Analizin iki model ile de yapılması sonuçların tutarlılığını göstermesi açısından anlamlıdır.

$(PD/DD)_{t-1}$ oranı yatırımcıların hisse senetlerine taleplerinin bir göstergesidir. Modele göre kar dağıtma eğiliminde olan işletmelerin hisse senetlerine daha çok talep olacak, bu talep hisse senetlerinin piyasa değerini etkileyecek ve işletmeler bu etki nedeniyle daha çok kar payı dağıtma eğiliminde olacaklardır. Aktarma teorisinin geçerliliği için $(PD/DD)_{t-1}$ değişkeninin kar payı dağıtma olasılığı ile pozitif işaretli ve anlamlı bir ilişki içerisinde olması beklenmektedir.

Tablo 3'deki sonuçlar incelendiğinde $(PD/DD)_{t-1}$ değişkeninin kar payı dağıtma olasılığı ile anlamsız ve negatif ilişkili olduğu görülmüştür. Bu sonuca göre aktarma teorisinin geçerliliğine ilişkin hipotez reddedilmiştir. Analiz sonuçlarında kar payı dağıtma olasılığını etkileyen faktörler içerisinde sadece faiz ve vergi öncesi karın toplam aktiflere oranının (DY) anlamlı olduğu görülmüştür. Bu sonuca göre işletmelerin bir önceki yıl karlılıkları arttıkça kar payı dağıtma eğilimleri de artmaktadır. Önceki dönemlerdeki yatırım fırsatları, borçlardaki değişim ve büyüklük değişkenleri ile kar payı dağıtma olasılığı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Sonuç olarak çalışma bulguları Borsa İstanbul'da aktarma teorisinin geçerli olmadığını göstermektedir. Bu sonuç literatürde [Eije ve Megginson, 2008:372:1733-1734; Tsuji, 2010 :12-13] çalışmalarının bulgularını desteklemektedir. Ayrıca literatürde çalışmalar işletmelerin yatırım fırsatları arttıkça kar payı dağıtma olasılıklarının azaldığı sonuçlarına ulaşılırken, analiz bulguları ilgili değişkenler arasında anlamlı bir ilişki olmadığını ifade etmektedir. Elde edilen bulgular Borsa İstanbul için daha önce test edilmemiş olması nedeniyle özgündür.

Sonuç

Rekabetin ve küresel ticaretin giderek arttığı günümüz dünyasında işletmelerin piyasa değerini maksimize etme çabaları, önceki yıla göre büyümede artış göstermesi ve hisse senetlerinin işlem hacmini artırması ile mümkündür. Büyüme ve hisse senetlerine olan talebi arttırmak ise işletmelerin izlediği kar payı dağıtım politikası ile birebir ilişkilidir. Yalnızca büyüme ve süreklilik değil, temelde değer maksimizasyonu amacını edinen işletmelerin kar payı dağıtım politikası, işletmenin ana stratejisinin oluşturulmasında, ileri dönemlere koyulan hedeflerinin gerçekleştirilmesinde ve işletmenin geleceğe yönelik adımlar atmasında belirleyici bir role sahip durumdadır.

Finans literatüründe kar payı dağıtımına ilişkin teoriler Modigliani ve Miller (1961) Kar Payı İltisizliği Teorisi ile başlayıp günümüze kadar araştırılmaya devam etmektedir. Bu teoriyi takiben Eldeki Kuş Teorisi, Vekâlet Maliyetleri Teorisi, Yaşam Döngüsü Teorisi, Vergi Farklılığı Teorisi, Sinyalleme Teorisi, Artık Kar Payı Teorisi, Müşteri Ekisi Teorisi ve Aktarma Teorisi gibi farklı modern teoriler ortaya çıkmış ve araştırmacılar tarafından test edilmiştir.

Kar payı dağıtım politikası modern teorilerinden biri olan aktarma teorisi Baker- Wurgler (2004) tarafından geliştirilmiştir. Aktarma Teorisi işletmelerin kar payı dağıtma olasılığının yatırım yapanların kar payı dağıtan veya tam tersi dağıtmayan işletmelere yönelmelerine ve onları yeğlemelerine bağlı olması ve yatırımcıların kar payı dağıtan işletmeleri ayrı bir yere koyarak, bu işletmelerin hisse senetlerine diğerlerine kıyasla fazla değer verirlerse, işletmenin yönetim kurulunun da kar payı dağıtma yönelimine gitmesi olarak ifade edilmektedir. Tam tersi yatırımcılar kar dağıtan işletmeleri dağıtmayanlardan ayırmaksızın herhangi bir fiyat artışına gitmez, değerini arttırmayıp azaltmayı tercih ederlerse, azalıştan dolayı zarara uğrayacak olan işletmeler kar payı ödemelerini de azaltır veya durdururlar.

Bu çalışmada 2007-2016 tarihleri arası kesintisiz işlem gören 80 işletme üzerinde Aktarma Teorisinin geçerliliği test edilmiştir. Aktarma Teorisi'nin Borsa İstanbul'da geçerliliği test edilirken öncelikle 2007-2016 yılları arasında işlem gören 80 işletmenin finansal tabloları incelenerek teorinin geçerliliğini kanıtlamak için gerekli 6 değişken farklı formüller ile teoride belirtildiği şekliyle hesaplanmıştır. Bu değişkenler kar payı dağıtılıp dağıtılmadığı, piyasa değeri/defter değeri, varlıklardaki değişim, borçlardaki değişim, işletme büyüklüğü, bir önceki yıl karlılığıdır. Belirtilen değişkenlere ilişkin hesaplanan veriler panel logit yöntemi ile analiz edilmiştir.

Aktarma teorisinin geçerliliği için belirlenen değişkenden $(PD/DD)_{t-1}$ değişkeninin kar payı dağıtma olasılığı ile pozitif işaretli ve anlamlı bir ilişki içerisinde olması beklenmektedir. Analiz sonucunda $(PD/DD)_{t-1}$ değişkeninin kar payı dağıtma olasılığı ile anlamsız ve negatif ilişkili olduğu görülmüştür. Bu bağlamda Borsa İstanbul 100 Endeksi'nde işlem gören işletmelerde aktarma teorisinin geçerli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç literatürde Eije ve Megginson (2008) Ferris(2006), Hoberg ve Prabhala (2009), Tsuji (2010), çalışmalarının bulgularını desteklerken; Aktarma Teorisi'nin geçerliliğini kabul eden Baker Wurgler, Neves ve Torre (2006), Li ve Lie (2006), Denis ve Osobov(2009) Anouar (2012) çalışmalarının bulgularını ise desteklememektedir.

Ayrıca kar payı dağıtma olasılığını etkileyen faktörler içerisinde sadece faiz ve vergi öncesi karın toplam aktiflere oranını ifade eden DY değişkeninin anlamlı olduğu görülmüştür. Bu sonuca göre işletmelerin bir önceki yıl karlılıkları arttıkça kar payı dağıtma eğilimleri de artmaktadır. Önceki dönemlerdeki yatırım fırsatları, borçlardaki değişim ve büyüklük değişkenleri ile kar payı dağıtma olasılığı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Borsa İstanbul 100 Endeksi'nde işletmelerin kar payı dağıtma olasılığı yatırım tercihlerini etkilememektedir. İşletmelerin kar payı dağıtımında ise sadece geçmiş yıl kar/zarar rakamları etkili olmaktadır. Varlıklarındaki değişim, büyüklük gibi değişkenler işletmelerin kar payı dağıtım kararlarında belirleyici değildir. Bu sonuca göre borsa yatırımcılarının hisse senedi seçimlerinde işletmenin kar payı dağıtma olasılığının bir etkisi yoktur. Yatırımcılar, piyasa yapıcılar ve aracılar bu bilgi çerçevesinde yatırımlarını yönlendirebilirler. Ayrıca portföy stratejilerini oluştururken kar payı dağıtan ve dağıtmayan işletmelerin hisseleri ayrılarak realize edilebilir. Tek bir değişkene bakılarak yatırım kararı verilmesi yerine tüm değişkenler ele alınarak anlamlı bir sonuca varıldıktan sonra yatırım yapılması daha doğru olacaktır. Kar payı dağıtım teorilerinden Aktarma Teorisi'nin Borsa İstanbul için daha önce test edilmemiş olması nedeniyle elde edilen bulgular özgündür ve literatüre katkı yapması beklenmektedir.

KAYNAKÇA

- Abdioğlu, Z., & Uysal, T. (2013). “Türkiye’de Bölgeler Arası Yakınsama:Panel Birim Kök Analizi”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 27(3): 125-143.
- Allen, D. E., & Rachim(1996). “Dividend Policy And Stock Price Volatility: Australian Evidence”, Applied Financial Economics, 6(2):175-188.
- Anouar, K.(2012). “The Impact Of The Catering Theory And Financial Firms' Characteristics On Dividend Decisions: The Case Of The French Market”, Working Papers Halshs-00765931, Hal.
- Baker, H. K., & Powell, G. E. (1999). “How Corporate Managers View Dividend Policy”, Quarterly Journal Of Business And Economics,38 (2): 17-35.
- Baker, M. ve Wurgler, J. ; (2004b). “Appearing And Disappearing Dividends: The Link To Catering Incentives”, Journal Of Financial Economics, 73: 271–288.
- Baker, M. ve Wurgler, J..(2004a). “A Catering Theory Of Dividends”, The Journal of Finance 59(3):1125-1165
- Batchelor, R., & Orakçioğlu I. (2003). “Event-Related Garch: The Impact Of Stock Dividends in Turkey, Applied Financial Economics, 13(4): 295-307.
- Bhattacharya, S. (1979). “Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy”, Bell Journal of Economics, 10(1): 259-270.
- Black, F., & Scholes, M. (1974). “The Effects Of Dividend Yield And Dividend Policy On Common Stock Prices And Returns”, Journal Of Financial Economics, 1(1), 1-22.
- Cebeci, İ. (2012). “Krizleri İncelemede Kullanılan Nitel Tercih Modelleri: Türkiye İçin Bir Probit Model Uygulaması (1988-2009)”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, 62(1): 127-146.
- Çelik, S. (2013). “Kar Payı Politikası ve Yaşam Döngüsü Teorisi: İMKB İmalat Sektöründe Ampirik Bir Uygulama”, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,13 (2): 115-122.
- De Angelo H., De Angelo L. & Skinner D. (2004). Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings, Journal of Financial Economics, 72 : 425-456.
- Denis, D.J. ve Osobov, I.; (2008), “Why Do Firms Pay Dividends International Evidence On The Determinants Of Dividend Policy”, Journal Of Financial Economics, 89: 62–82.
- Eije, H.E. & Megginson, W. ; (2008), “Dividends And Share Repurchases in The European Union”, Journal of Financial Economics, 89: 347–374.
- Ersoy, E., & Çetenek, E. H. (2015). “Sahiplik Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, Ege Akademik Bakış, 15(4): 509-521
- Ferris, S., Sen, N., ve Yui, H.(2006), “God Save The Queen And Her Dividends: Corporate Payouts in The U.K, Journal Of Business 79: 1149–1173.

- Gordon, M. J. (1962). "The Savings Investment And Valuation Of A Corporation" The Review Of Economics And Statistics, 44 (1): 37- 51.
- Günel, B., Kadioğlu E., & Kılıç, S. (2010). "Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisi Olup Olmadığının İMKB'de Test Edilmesi", Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 28(2): 47-69.
- Hoberg, G. ve Prabhala N R. (2009). "Disappearing Dividends, Catering And Risk", Review Of Financial Studies, 22 (1): 79–116
- Li, W. Ve Lie E. (2006). "Dividend Changes And Catering Incentives", Journal Of Financial Economics, 80 : 293–308
- Hussain, Z., vd. (2011), "The Macroeconomic Variables and Stock Returns in Pakistan: The Case of KSE 100 Index" International Research Journal of Finance and Economics, 80.
- Hussainey, K. Oscar M, Gbame C. (2011). "Dividend Policy And Share Price Volatility: Uk Evidence", The Journal of Risk Finance, 12(1), 57-68.
- Kadioğlu, E., & Öcal, N. (2016). "Temettü Değişiklikleri ile Gelecekteki Karlılık Arasındaki İlişkinin Test Edilmesi", 20. Finans Sempozyumu. Karadeniz Teknik Üniversitesi, Trabzon.
- Khan, M., vd. (2011). "Day of the week effect and stock returns: Evidence from Karachi stock exchange-Pakistan, Far East Journal of Psychology and Business, 3(1).
- Litzenberger, R. H., & Ramaswamy, K. (1979). The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence, Journal Of Financial Economics, 7(2), 163-195.
- Lue, A.W., (2011). "Fire The Caterer : A Test Of Catering Theory For Corporate Dividend Payout Policy", Massachusetts Institute Of Technology.
- Miller M. Ve Modigliani F., (1961). "Dividend Policy: Growth And The Valuation Of Shares", Journal Of Business, 34 : 411-33.
- Murhadi, W. R. (2008). "Studi Kebijakan Deviden: Anteseden dan Dampaknya Terhadap Harga Saham", Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan, 10(1), 1-17.
- Neves, E., & Torre, C. D. L. (2006). Dividends: New evidence on the catering theory.
- Polk, C., & Sapienza, P. (2008). The Stock Market And Corporate Investment: A Test Of Catering Theory, The Review of Financial Studies, 22(1), 187-217.
- Sayılgan, G., & Sayman, G. (2012). "İmalat Şirketlerinin Ortaklık Yapılarının Finansman Kararları Üzerindeki Etkisi: İMKB Uygulaması (1998-2009)" *İMKB Journal*, 12(48), 1-15.
- Suwanna, T. (2012). "Impacts Of Dividend Announcement On Stock Return", *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 40, 721-725.
- Tsuji, C.; (2010). "A Test Of The Catering Theory Of Dividends: The Case Of The Japanese Electric Appliances Industry", *Journal Of Management Research*, 2 (2) :1-15

Yücel, T., (2001), Nakit Dönüşüm Süresi, Nakit Yönetimi ve Karlılık: İMKB Şirketleri Üzerinde Ampirik Bir Çalışma. *İMKB Dergisi*, 6,(22): 1-15.

Zakaria, R., vd. (2012). Profitability and Capital Structure of the Property and Construction Sectors In Malaysia, *Pacific Rim Property Research Journal*, 13 (1): 92-105.