



T.C.

NEVŞEHİR HACI BEKTAŞ VELİ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİMDALI

**SAHİPLİK YAPISININ KÂR DAĞITIM POLİTİKASI
ÜZERİNE ETKİSİ : BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA**

Yüksek Lisans Tezi

Koray ÖZVAR

Danışman

Doç. Dr. ERSAN ERSOY

Nevşehir

Eylül 2015



T.C.

NEVŞEHİR HACI BEKTAŞ VELİ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİMDALI

**SAHİPLİK YAPISININ KÂR DAĞITIM POLİTİKASI
ÜZERİNE ETKİSİ : BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA**

Yüksek Lisans Tezi

Koray ÖZVAR

Danışman

Doç. Dr. ERSAN ERSOY

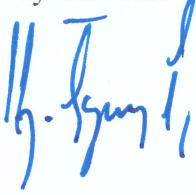
Nevşehir

Eylül 2015

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK

Bu çalışmadaki tüm bilgilerin, akademik ve etik kurallara uygun bir şekilde elde edildiğini beyan ederim. Aynı zamanda bu kural ve davranışların gerektirdiği gibi, bu çalışmanın özünde olmayan tüm materyal ve sonuçları tam olarak aktardığımı ve referans gösterdiğimi belirtirim.

Koray ÖZVAR

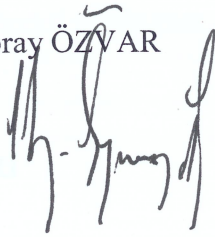


TEZ YAZIM KILAVUZUNA UYGUNLUK

“Sahiplik yapısının kâr dağıtım politikası üzerine etkisi: Borsa İstanbul’da bir uygulama” adlı Yüksek Lisans tezi, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Tez Kılavuzu’na uygun olarak hazırlanmıştır.

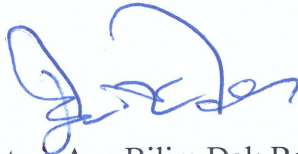
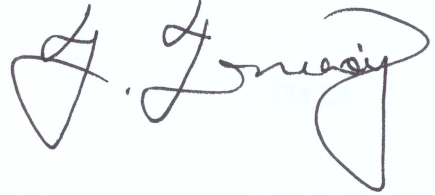
Tezi Hazırlayan

Koray ÖZVAR



Danışman

Doç. Dr. Ersan ERSOY



İşletme Ana Bilim Dalı Başkanı

Prof. Dr. Emir ERDEN

KABUL VE ONAY SAYFASI

Doç. Dr. Ersan ERSOY danışmanlığında Koray ÖZVAR tarafından hazırlanan “Sahiplik yapısının kâr dağıtım politikası üzerine etkisi: Borsa İstanbul’da bir uygulama” adlı bu çalışma jürimiz tarafından Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı’nda Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

10 / 09 / 2015

JÜRİ

İMZA

Danışman : Doç. Dr. Ersan ERSOY

Üye : Doç. Dr. Levant GİTAK

Üye : Doç. Dr. Hüseyin GİTENAK

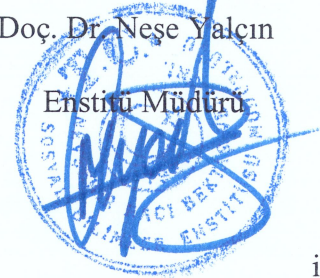
ONAY:

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulunun 16 / 09 / 2015 tarih ve 2015-30-561

sayılı kararı ile onaylanmıştır.

16 / 09 / 2015

Doç. Dr. Neşe Yalcın
Enstitü Müdürü



TEŞEKKÜR

Yüksek Lisans eğitimin boyunca bilgisiyle, deneyimiyle, verdiği fikirlerle ve yaptığı yorumlarla beni yönlendiren ve bana katkı sağlayan, tezimin teorik ve uygulama safhalarında yol gösteren değerli hocam Sayın Doç. Dr. Ersan ERSOY'a teőekkürü bir borç bilirim.

Hayatını ailesine ve çocuklarına adayan, maddi ve manevi hiçbir desteğini esirgemeyen, babam Kadir ÖZVAR'a ve annem Rukiye ÖZVAR'a, anlayışını ve desteğini sürekli gördüğüm ağabeyim H. Engin ÖZVAR'a teőekkürlerimi sunarım.

**SAHİPLİK YAPISININ KÂR DAĞITIM POLİTİKASI ÜZERİNE
ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA**

Koray ÖZVAR

**Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Ana Bilim Dalı, Yüksek Lisans, Eylül 2015**

Danışman: Doç. Dr. Ersan ERSOY

ÖZET

Bu çalışmanın amacı sahiplik yapısının kâr dağıtım kararları üzerine etkisini araştırmaktır. Çalışmada Borsa İstanbul'a kote 142 imalat sanayi şirketinin 2009-2014 dönemine ait verilerinden faydalanılmıştır. Analizlerde Rassal Etkili Panel Tobit yöntemi kullanılmıştır. Sahiplik yapısını temsilen en büyük üç ortağın payı, halka açıklık oranı, yabancı sahiplik ve aile sahipliği değişkenleri bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Temettü verimi bağımlı değişken, aktif kârlılık oranı, kaldıraç oranı ve aktif büyüme oranı da kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır.

Tahmin edilen modellerden elde edilen sonuçlara göre, en büyük üç ortağın payı ve yabancı sahiplik ile temettü verimi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki, halka açıklık oranı ile temettü verimi arasında ise istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki vardır. Aile sahipliği ile temettü verimi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamıştır. Dolayısıyla şirket sermayesinde en büyük üç ortağın payının artması ve şirketlerde yabancı sahipliğin olması durumunda kâr dağıtım oranı artarken, halka açıklık oranının artması kâr dağıtım oranı azaltmaktadır. Aile sahipliğinin ise kâr dağıtım oranı üzerinde bir etkisi yoktur.

Sahiplik yapısının kâr dağıtım kararları üzerine etkisini belirlemek amacıyla oluşturulan dört modelde de beklentilerle uyumlu olarak, aktif kârlılık oranı ile temettü verimi arasında pozitif, kaldıraç oranı ile temettü verimi arasında ise negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Bu durum, şirketlerin aktif kârlılık oranı arttıkça kâr dağıtım oranının da arttığını, borçlanma düzeyindeki artışın ise kâr dağıtım oranını azalttığını göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Sahiplik Yapısı, Kâr Dağıtım Politikası, Borsa İstanbul.

**THE IMPACT OF OWNERSHIP STRUCTURE ON DIVIDEND
POLICY: AN APPLICATION ON BORSA ISTANBUL**

Koray ÖZVAR

Nevşehir Hacı Bektaş Veli University, Institute of Social Sciences

The Department of Business, M.B.A, September 2015

Supervisor: Assoc. Prof. D. Ersan ERSOY

ABSTRACT

The aim of this study is to investigate the influence of the ownership structure on dividend payout policy. To this end, by using Random Effect Tobit Model we utilized the data of 142 manufacturing firms that are listed on the Borsa Istanbul for the period 2009-2014. The percentage of the three largest shareholders, free float rate, foreign ownership and family ownership are used as independent variables. The dividend yield is used as dependent variable and return on assets, debt ratio and asset growth rate are used as control variables.

The results show that there is a statistically significant positive relationship between the percentage of the three largest shareholders, foreign ownership and dividend yield, but statistically significant negative relationship between the free float ratio and dividend yield. No significant relationship between the family ownership and dividend yield is found. Therefore, dividend payout ratio increases, in case of the presence of foreign ownership and as the percentage of the three largest shareholders increases. But, dividend payout ratio is decreases, as the free float ratio increases. The dividend payout ratio is not affected by the presence of family ownership.

Four models established to determine the effect of ownership structure on dividend yield, reveal statistically significant positive relationship between the return on assets and dividend yield, and statistically significant negative relationship between the corporate debt ratio and dividend yield. These results are consistent with the expectations. Results indicate that as return on assets of firms increases, so does the dividend yield, whereas as the debt ratio of firms increases, the dividend yield decreases.

Keywords: Ownership Structure, Dividend Policy, Borsa Istanbul

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK.....	ii
TEZ YAZIM KILAVUZUNA UYGUNLUK.....	iii
KABUL VE ONAY SAYFASI.....	iv
TEŞEKKÜR.....	v
ÖZET	vi
ABSTRACT.....	vii
İÇİNDEKİLER	viii
KISALTMALAR	xi
TABLolar LİSTESİ.....	xii
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SAHİPLİK YAPISI

1.1. Sahiplik Kavramı	3
1.2. Sermaye Sahipliği	4
1.3. Sahiplik Yapısı Türleri.....	6
1.3.1. Aile Sahipliği.....	8
1.3.2. Kurumsal Sahiplik.....	10
1.3.3. Yönetici Sahipliği.....	13
1.3.4. Çalışan Sahipliği.....	14
1.3.5. Kamu Sahipliği.....	16

viii

1.3.6. Geniş Tabanlı Sermaye Sahipliği (Dağımk Sahiplik)	18
1.3.7. Sahiplik Yoğunlaşması.....	20

İKİNCİ BÖLÜM

KÂR DAĞITIM POLİTİKASI

2.1. Kâr Dağıtım Politikaları.....	23
2.1.1. Sabit Tutarda Yapılan Kâr Dağıtımları	26
2.1.2. Sabit Oranlı Kâr Dağıtımı	27
2.1.3. Artık Kâr Dağıtımı	27
2.1.4. İstikrarlı Kâr Dağıtımı.....	28
2.2. Kâr Dağıtım Politikalarını Etkileyen Faktörler.....	30
2.2.1. Yasal Kurallar.....	31
2.2.2. Vergi Düzenlemeleri	32
2.2.3. Yatırım Olanakları.....	33
2.2.4. Likidite Durumu	34
2.2.5. Borç Ödeme Gereği ve Borç Sözleşmelerindeki Sınırlamalar	34
2.2.6. Enflasyon.....	35
2.2.7. Şirket Yönetiminde Kontrolü Giderme İsteği	36
2.3. Kâr Dağıtım Yöntemleri	36
2.3.1. Nakit Olarak Yapılan Kâr Dağıtımı	37
2.3.2. Hisse Senedi Şeklinde Yapılan Kâr Dağıtımı	38
2.3.3. Hisse Senetlerinin Bölünmesi	40
2.3.4. Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Almaları.....	41
2.4. Kâr Dağıtım Politikası Teorileri	42

2.4.1. Miller&Modigliani Modeli (Kâr payı İntisizliği Teorisi)	42
2.4.2. J. Lintner ve M. Gordon Modeli (Eldeki Kuş Teorisi-Bird in The Hand Theory).....	44
2.4.3. Litzenger ve Ramaswamy Modeli (Vergi Farklılığı Teorisi-Tax Differential Theory)	45
2.4.4. Kâr Payının Bilgi Verme Özelliği veya Sinyal Etkisi.....	46
2.4.5. Müşteri Etkisi	48
2.4.6. James E. Walter Formülü	50
2.5. Sahiplik Yapısı ile Kâr Dağıtım Politikası Arasındaki İlişkiye Yönelik Literatür Özeti	51

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SAHİPLİK YAPISININ KÂR DAĞITIM POLİTİKASI ÜZERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA

3.1. Araştırmanın Konusu ve Amacı.....	59
3.2. Tobit Modeli	60
3.3. Veri Yapısı ve Yöntem.....	62
3.4. Ampirik Bulgular	66
SONUÇ.....	73
KAYNAKÇA.....	76
ÖZGEÇMİŞ	

KISALTMALAR

BUY: Aktif Büyüme Oranı

EBOP: En Büyük Üç Ortağın Payı

ESOP: Employee Stock Ownership Plan

HAO: Halka Açıklık Oranı

KALD: Kaldıraç Oranı (Toplam Borçlar/Toplam Aktif)

KİT: Kamu İktisadi Teşebbüsü

OECD: The Organisation for Economic Co-operation and Development

ROA: Aktif Kârlılık Oranı (Net Kâr/Toplam Aktif)

TV: Temettü Verimi (Toplam Net Nakit Temettü/Piyasa Değeri)

YAB: Yabancı Sahiplik

TABLolar LİSTESİ

Tablo 3.1. Çalışmada Kullanılan Değişkenlerin Tanımları.	64
Tablo 3.2. Çalışmada Kullanılan Değişkenlerin Ortalama Değerleri.	67
Tablo 3.3. Değişkenler Arası Korelasyon Katsayıları.	67
Tablo 3.4. Panel Tobit Modeli (1) Tahmin Sonuçları.	69
Tablo 3.5. Panel Tobit Modeli (2) Tahmin Sonuçları.	70
Tablo 3.6. Panel Tobit Modeli (3) Tahmin Sonuçları.	71
Tablo 3.7. Panel Tobit Modeli (4) Tahmin Sonuçları.	72

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 3.1. Temettü Verimi Değişkeninin Dağılımı.....	66
--	----

GİRİŞ

Kâr dağıtım politikası (temettü politikası); temel olarak firmaların faaliyetleri sonucunda elde ettikleri kârın, ortaklara dağıtılıp dağıtılmayacağı, kâr dağıtımı yapılacaksa, kârın ne kadarının ne şekilde ortaklara dağıtılacağı, ne kadarının da firma bünyesinde bırakılacağı ile ilgili kararları kapsar. Ayrıca kâr dağıtım konusunda alınacak kararın, firmanın yatırım ve finansman gibi temel finansal karar alanları ile piyasa değerine etkisinin nasıl olacağını da içerir.

Sahiplik yapısı; dar anlamda öz kaynakların ortaklara oransal dağılımını ifade ederken, geniş anlamda hissedarların niteliksel özelliklerini (aile şirketi mi, yabancı ortağı var mı, şirket yönetimine kim hakim vs.), hissedarların yönetimle olan ilişkisini ve hissedarların şirket kontrolünü ellerinde bulundurup bulundurmadıklarını ifade etmektedir (Sayman, 2012).

Firmaların sahiplik yapıları, aile, yabancı sahiplik, kurumsal sahiplik, sahiplik yoğunlaşması anlamında en büyük hissedarların payı, devlet sahipliği, yönetici sahipliği gibi farklılıklar göstermektedir. Finans literatüründe tartışılan konulardan biri de sahiplik yapısındaki farklılıkların, firma performansı, kârlılık, yatırım kararları ve kâr dağıtım kararları vb. üzerine etkisidir.

Literatürde, kâr dağıtım politikasının sahiplik yapısından etkilendiğini ortaya koyan birçok çalışma vardır. Dolayısıyla firmaların kârlılık düzeyi, borçlanma düzeyi, gelecekteki yatırım hedefleri ve yasalar gibi, kâr dağıtım kararlarını etkileyen faktörlerden birinin de sahiplik yapısı olduğu söylenebilir.

Bu çalışmanın amacı sahiplik yapısındaki farklılıkların kâr dağıtım kararları üzerine etkisini araştırmaktır. Çalışmada, en büyük üç ortağın şirket sermayesindeki payı, yabancı sahiplik, aile sahipliği ve halka açıklık oranı olmak üzere dört farklı sahiplik yapısı unsuru kullanılmıştır. Analizlerde Rassal Etkili Panel Tobit Modeli kullanılmış olup, Borsa İstanbul'a kote 142 imalat sanayi şirketinin 2009-2014 dönemine ait verilerinden faydalanılmıştır.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde sahiplik yapısı kavramı ve sahiplik yapısı türleri incelenmiştir. İkinci bölümde, kâr dağıtım politikaları, kâr dağıtım politikasını etkileyen faktörler, kâr dağıtım yöntemleri, kâr dağıtım politikası ile ilgili teoriler ve sahiplik yapısı ile kâr dağıtım politikası arasındaki ilişkiye dair literatür taraması verilmiştir. Üçüncü bölümde ise sahiplik yapısının kâr dağıtım politikasına etkisini araştırmak amacıyla yapılan analizlerden elde edilen bulgular değerlendirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

SAHIPLİK YAPISI

1.1. Sahiplik Kavramı

Sahiplik kavramının çeşitli tanımları vardır. Sahiplik kavramı, Türk Dil Kurumunun resmi internet sitesinde yer alan Türkçe sözlüğünde; “*Kendisinin olan bir şeyi yasa çerçevesi içinde dilediği gibi kullanabilme hakkını taşıma durumu, iyelik, mülkiyet.*” şeklinde tanımlanmaktadır (www.tdk.gov.tr, 2014). 4721 sayılı Türk Medeni Kanununun 683. maddesinin ilk fıkrasına göre; bir şeye malik olan kimse, hukuk düzeninin sınırları içinde o şey üzerinde dilediği gibi kullanma, yararlanma ve tasarrufta bulunma yetkisine sahiptir (Ayrıçay ve Kalkan, 2013). Sahiplik kavramı, bir varlığı hukuki çerçevelerde kullanabilme özgürlüğü olarak tanımlanabilmektedir. Diğer bir ifadeyle sahiplik, bireyin menkul veya gayrimenkul varlıklar üzerinde tasarruf hakkını istediği gibi kullanması anlamına gelmektedir (Sayman, 2012).

Bir başka tanıma göre, sahiplik, nakit akımları üzerindeki hakları ifade eden bir kavram olup işletmenin kâr payı gelirlerinden pay almayı ifade etmektir (Öztürkçü, 2012). Sahiplik, bir işletmenin üretim faktörlerinin kullanımını üzerindeki yasal hakkıdır (Rasiah, 2012). Sahiplik soyut bir kavram olmayıp geçmişten günümüze bir nevi sosyal hak olarak ifade edilen bir müessesedir. Bununla birlikte topluma ve zamana göre değişebilmektedir. Kısacası sahiplik kavramına yüklenen anlam; hukuki, ekonomik ve ahlaki değerlere göre değişebilmektedir (Eren, 1974).

Roma hukukunda sahiplik hakkı; mutlak bir hak niteliğinde iken, İngiliz hukukunda, sınırsız mutlak bir hak olarak tanımlanan sahiplik hakkının bilahare kamu yararı gerekçesiyle sınırlandırılabilceği, Fransız hukukunda ise, 1789 Fransız ihtilalından önce derebeylik anlamında var olan sahiplik hakkı, somutlaştırılarak özgürlük ve eşitlik gibi doğal bir hak olarak benimsenmiştir (Sakınç, 2008).

Sahipliğin sağladığı en önemli haklardan birisi, sahipliğin bir başkasına transfer edilebilmesi hakkıdır. Hisse senedi sahipleri transfer edilebilirlik hakkını daha üst bir hak şeklinde kabul ederek, sahipliğin sağladığı diğer hakların bazılarından feragat etmeye gönüllü olmaktadır (Kargın, 2006).

1.2. Sermaye Sahipliği

“Firma” veya “ Sermaye Sahipliği” kavramları birbirlerinin yerine kullanılabilirse de aralarında ufak farklılıklar vardır. Firma sahipliği kurulmuş veya kurulacak olan firmaya ortak olma yoluyla gerçekleşmektedir. Ortaklık sonucunda kâr veya zararı üstlenmek söz konusudur (Karabıyık, 2011).

Sermaye sahipliği kavramı ile dar anlamda öz sermaye kastedilirken; geniş anlamda sermaye sahipliğinde, sadece hisse senetlerini ellerinde tutanların ellerindeki menkul kıymetlerin nominal (parasal) değeri değil nominal olsun olmasın tüm hususları ifade etmektedir. Diğer bir ifade ile sermaye sahipliği; işletmenin aile işletmesi olup olmama durumunu, işletmenin kurumsal yatırımcısının olup olmadığını, işletmenin hisse senetlerini ellerinde tutanların arasında yabancı yatırımcının bulunup bulunmadığını, işletme yöneticisinin hisse senedi sahipleri arasında olup olmadığını da içermektedir (Sayman, 2012).

Öz sermaye, bir işletmede ortakların o işletme üzerindeki mülkiyet hakları toplamına eşittir ve hissedarların sermaye olarak koydukları varlıklarla, işletme kaynaklarının dağıtılmayıp işletmede alıkonmasından oluşur (Sakınç, 2008).

Öz sermaye, firmanın varlıklarından borçlarının çıkarılmasıyla bulunan parasal değeri ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle işletme hissedarlarının varlıklar üzerindeki yasal haklarını gösteren ve parayla somutlaştırılan değerdir. Bu noktada sermaye sahipliği kavramından ayrılmaktadır. “Sermaye sahipliği” sadece hissedarın parasal değeri ile ilgilenmemektedir (Öztürkçü, 2012).

Sermaye sahipliği, hisse senetlerini ellerinde tutanların firma yöneticileriyle olan ilişkilerini de içiren bir kavramdır. Bir firma sahibi sadece belirli bir aile olacağı gibi, hisse senetleri belirli bir grubun elinde de toplanabilmektedir. Ayrıca yüksek oranda kurumsallaşmış işletmelerde hisse senetleri miktar olarak çok sayıda yatırımcı tabanına da yayılabilmektedir (Sayman, 2012). Sermaye sahipliği kapsamında ayrıntılı olarak ele alınan konular şunlardır (Öztürkçü, 2012):

- *Hissedarların niceliksel özelliklerinin yanında niteliksel özellikleri:* “Sermaye Sahipliği” kavramına hissedarların niteliksel özellikleri de girmektedir. Hissedarlar arasında kurumsal yatırımcı, kurumsal yabancı yatırımcı veya yabancı yatırımcı var mı? Şirket yöneticisine verimliliği artırmak için hisse senedi verilmiş mi? Bu soruların cevabı sermaye sahipliği kavramı içinde aranmaktadır.
- *Hissedarların yönetim ile olan ilişkisi:* Her işletmenin nitelikleri birbirinden farklıdır. Kimi zaman hisse senedi belli bir grubun elinde toplanmakta kimi zamansa hisselerin sahipliği geniş kitlelere dağılmaktadır. Özellikle aile şirketlerinde olduğu gibi aile bireyleri hisselerin çoğunu elinde bulundurmakta ve yönetim kademesini istedikleri gibi şekillendirebilmektedirler. Aile bireyleri, şirketi kendileri yönetebileceği gibi kendi istediği yöneticiler ile de çalışabilmektedirler. Diğer taraftan diğer sermaye sahipliklerinde hissedarın ne gibi etkileri olduğu sermaye sahipliğinin ilgilendiği konuların başında gelmektedir.
- *Hissedarların işletme kontrolünü elinde tutma isteği:* Küçük işletmelerde sermaye sahipleri aynı zamanda işletmenin kontrolünü elinde bulunduran kişidir. Ancak işletmeler büyüdükçe ve hissedar sayısı arttıkça şirket kontrolü önemli olmaktadır. Şirket kontrolünü elinde tutmaya yarayan araçların temel görevi oy hakkı ile nakit akımı arasında ayrım

sağlamaktadır. Amaç, hissedarın elinde tuttuğu sermaye oranında daha fazla oy hakkına sahip olma isteğidir.

- *Sorumlu hissedar için “Kurumsal Yönetim” uygulamalarına rehberlik:* Kurumsal yönetimin ilgi alanlarına giren bir konu da hissedar kavramıdır. Özellikle işletmenin, tüm paydaşlarına karşı sorumluluğunu içeren kurumsal yönetim anlayışı, hissedarın olması ve yapması gerekenleri kavrayan yaklaşımıyla sermaye sahipliği kavramının ele alındığı konulara değinmektedir. Bundan dolayı sermaye sahipliği kavramından yararlanmakta ve önem göstermektedir.

1.3. Sahiplik Yapısı Türleri

Sahiplik yapısı, işletme sermayesini sağlayanların kim olduğunu ve sermaye paylarının büyüklüğünü ifade etmektedir. Şirket hisselerinin belirli şahısların elinde toplanması ve bu şahısların hisse oranlarının diğer kişilerin hisse oranlarına göre büyük olması, şirket yönetiminin ve kontrolünün bu şahıslara ait olması demektir (Karabıyık, 2011).

Modern şirketlerde sahiplik ve kontrolün ayrılması etkin bir şekilde Berle ve Means tarafından öne çıkarılmıştır. Berle ve Means, 1932 yılında yayınladıkları “Modern Şirket ve Özel Mülkiyet” (The Modern Corporation and Private Property) adlı kitaplarında Amerikan şirketlerinde baskın sahipler olmadığı ve kontrolün sahiplikten ayrı bir şekilde öne çıktığını söylemektedirler (Ayrıçay ve Kalkan, 2013).

Berle ve Means, çalışmalarında şirket kontrolünü yönetim kurulunun çoğunluğunu seçme gücü olarak ifade etmişlerdir ve şirketlerin kontrol edilmesi açısından farklı bir sınıflandırma geliştirmişlerdir (Gençtürk, 2003):

- *Özel mülkiyetli şirketler (Privately owned):* Şirketin baskın olan hissedarının, şirket hisselerinin % 80’inden fazlasına sahip olduğu şirketlerdir.
- *Çoğunluk kontrollü şirketler (Majority controlled):* Şirketin baskın hissedarının şirket hisselerinin % 50’sinden fazla % 80’inden azına sahip olduğu şirketlerdir.

- *Azınlık kontrollü şirketler (Minority controlled)*: Şirketin baskın hissedarının, hisselerin % 20'sinden fazla % 50'sinden azına sahip olduğu şirketlerdir. Bu şirketler, oylama hisselerinin önemli bir kısmını elinde bulunduran hissedarlar tarafından kontrol edilmektedir.
- *Yasal araçlar tarafından kontrol edilen şirketler (Controlled by means of a legal device)*: Şirketlerin yasal imkânların tanıdığı araçlar kullanılarak kontrol edildiği şirketlerdir. Örneğin, holdingler yatırım yaptıkları şirketlerde, yönetimde ve kontrolde söz sahibi olmak için holdingleşerek şirket hisselerini toplamaktadır.
- *Yönetim kontrollü şirketler (Management controlled)*: Şirketin yönetim tarafından kontrol edildiği şirketlerdir. Yönetim şirket sahiplerinden oluşabileceği gibi dışarıdan atanmış kişilerden de oluşabilmektedir.

Monsen ve Downs (1965) ise işletmeleri kontrol edilme açısından maliklerin yönettiği firmalar ve yönetsel firmalar olmak üzere ikiye ayırmışlardır:

- *Maliklerin yönettiği firmalar*: Şirketin sahibi ile yöneticisinin aynı olduğu firmalardır.
- *Yönetsel firmalar*: Yöneticilerin şirkette hiçbir kontrol hissesine sahip olmadığı firmalardır.

Sahiplik türleri, işletme hissedarlarının bireysel veya kurumsal olarak kimlerden oluştuğunu ortaya koymaktadır. İşletmelerin özkaynak yapıları sahiplik bakımından incelendiğinde birbirinden farklı sahiplik yapılarının olduğu görülmektedir. Örneğin özkaynakların büyük kısmı bazı şirketlerde belirli bir aileye ait iken, bazı şirketler bir holdinge veya bir kurumsal yatırımcıya aittir. Bazı şirketlerin özkaynakların büyük bir kısmı devlete ait iken, bazı firmalarda yabancı bir kişi veya şirkete ait olmakta, bazı firmalarda ise halka açıklık oranının yüksek olması nedeniyle özkaynakların büyük kısmı geniş bir yatırımcı tabanına yayılmaktadır (Ersoy ve Çetenak, 2015). Bu çalışmada sahiplik yapısı türleri, aile sahipliği, kurumsal sahiplik, yönetici sahipliği, çalışan sahipliği, kamu sahipliği, dağıntık sahiplik ve sahiplik yoğunlaşması şeklinde incelenmiştir.

1.3.1. Aile Sahipliği

Aile şirketi kavramı ile ilgili çok sayıda tanımlamanın yapıldığı görölmektedir. Yapılan tanımların her biri konuyu farklı bir açıdan ele almaktadır. Örneğin bazı tanımlarda aile şirketinin aile yönü ve kurucu kişilikleri öne çıkarılırken, bazılarında işletmede aktif yönetim içinde olma durumu önemsenmektedir. Bazılarında mülkiyetin kime ait olduğu, bazılarında ise yönetim öncelikli olarak ele alınmaktadır (Özkaya ve şengöl, 2006).

Aile şirketleri, ailenin geçimini sağlamak veya mirasın dağılmasını önlemek amacıyla kurulmuş bir şirket türüdür. Bu tarz şirketlerde, aile geçimini sağlayan kişi en son sözü söyleyen kişidir. Yönetim kademelerinin önemli bir bölümü aile üyelerinden oluşmaktadır. Kararların alınmasında büyük ölçüde aile üyeleri etkili olmakta ve aileden en az iki nesil şirkette istihdam edilmektedir (Sakınç, 2008). Aile şirketlerinin ekonomi içerisindeki ağırlıkları dikkate alındığında, bu tip şirketlerin varlıklarını devam ettirebilmeleri son derece önemlidir. Aile şirketlerindeki kurucu kişi faktörü, ataerkil yapı, işi paylaşamama duygusu, şirketle aile kavramının ayrılamaması gibi faktörler aile şirketlerinin kısa ömürlü olmasına sebep olmaktadır. Yapılan çalışmalarda tipik bir aile şirketinin ömrünün ortalama 24 yıl ile sınırlı olduğu belirlenmiştir (Çemberci, 2013). Aile şirketleri, bütün ekonomilerde sayıca çok olan, sahiplik türleri arasından en yaygın ve belki de en önemlisidir. Bu sahiplik yapısının özelliklerini ortaya koyabilmek bir anlamda ülkelerin genel sahiplik yapısı hakkında bilgi vermektedir (Öztürkçü, 2012).

Aile şirketleri, sahiplik temel olarak ele alındığında, üçe ayrılmaktadır. Bunlar; tek patron, kardeş ortaklığı ve kuzenler şirketleri şeklinde olmaktadır. ABD’de ve diğer birçok batı ülkelerinde aile şirketlerinin % 75’i bir kişinin şirket kontrolünü elinde tuttuğu tek patron özelliğini taşımaktadır. Bu tür aile şirketlerinin en temel sorunu yeterli derecede sermayeyi elde edememektir. Genelde bu sorunu çözebilmek için halka arz yöntemine başvurulmaktadır (Korkmaz, Savaş ve Yahyaoğlu, 2012).

Birçok ülkede ekonominin önemli bir kısmının az sayıda ailenin kontrolünde olduğu, nakit akımı hakkı ve kontrol hakkı ayırımına olanak sağlayan yapılarla firmaya çok az

sermaye yatırılarak baskın kontrol hakları elde edilebildiği belirtilmektedir. Bu durum, temsil sorunlarına ve kaynakların yanlış dağıtılmasına neden olmakta, dolayısıyla ülke ekonomisini etkileyebilecek makroekonomik bir probleme dönüşmektedir (Yılgör ve Yücel, 2012).

Tüm dünyada aile şirketleri kendi ekonomilerine çok önemli katkılar sağlamaktadırlar. Bunun en önemli nedeni, bu tür şirketlerin ülke ekonomilerinde sahiplik yapısı bakımından en fazla orana sahip olmalarıdır (Sakınç, 2008). Aile şirketlerinin bütün işletmeler içindeki oranı kapitalizmin beşiği İngiltere’de % 75 düzeyinde gözlemlenirken, dünyanın Asya ve Latin Amerika gibi bölümlerinde % 95’e yaklaşan oranlarda gerçekleşmektedir. Türkiye’de ise aile şirketleri % 95’e yakın bir orana sahiptir (Kalkan, 2006).

Aile şirketlerinin en ayırt edici yönlerinden biri, şirket yönetimi ile işletme stratejileri üzerinde bir aile kültürünün açıkça etkili olması ve aile ilişkilerinin, iş ilişkilerinin önüne geçebilmesidir. Bu nedenle, aile şirketleri uzun vadeli plan ve kararlarında işletmenin geleceği ölçüsünde, ailenin geleceğini de dikkate alma eğilimi taşımaktadır (Yıldırım, 2007).

Aile şirketlerinin sürdürülebilirliği önünde engel teşkil eden, işletmeden, aileden veya sosyo-ekonomik çevreden kaynaklanan birçok neden saymak mümkündür. Aile şirketlerinin hangi çevre koşullarında faaliyet gösterdiği, yönetim yaklaşımları, ne tür bir teknoloji kullandıkları, işletmenin nasıl yapılandığı ve kültürel dokusunun oluşup oluşmadığı, sürdürülebilirliğin önündeki en önemli sorunlar olmalarına karşın, işletmenin stratejik ve yönetsel kararlarının alınmasında son sözü söyleyen ilk kuşak girişimcilerin belirleyicilikleri daha baskındır (Yelkikalan ve Aydın, 2010).

Aile şirketlerinde yaşanan önemli sorunlardan bir tanesi de çok az sayıda aile şirketinin, işlerini yeni nesil aile üyelerine başarılı bir şekilde devredebilmeleridir. Dünya genelinde yaşanan bu sorun ülkemizde de belirgin bir şekilde gözlemlenmektedir. Ülkemizdeki aile şirketlerinde ise yönetim yetersizliği nedeniyle, kurumsallaşma ve bilgi yönetimi istenen düzey ve nitelikten uzaktır. Bu

durum, aile şirketlerinin süreklilik yönetimi açısından ciddi sıkıntılar yaşadığını göstermektedir (Kalkan, 2006). London Business School tarafından 1990 yılında yapılan çalışmanın sonuçlarına göre (Güney, 2007);

- Aile şirketlerinin sadece % 30'u ikinci nesile geçebilmektedir,
- İkinci nesile geçebilen firmaların ancak 2/3'ü ayakta kalabilmektedir,
- Aile şirketlerinin 3.nesil boyunca sadece % 13'ü ayakta kalabilmektedir.

Amerikan aile şirketlerinin sürekliliklerini tespitiye yönelik yapılan araştırmaların sonuçları, bu işletmelerin % 40'ının ilk 5 yıl içerisinde iflas ettiğini, geri kalanların % 66'sının birinci nesilde ya kapandığını ya da el değiştirdiğini, ancak % 20'sinin ikinci kuşağa kadar yaşayabildiğini göstermektedir. 100 Amerikan aile şirketinden ancak 3,4'ünün üçüncü kuşağa kadar ayakta kalabildiği söylenebilir. İngiltere'de faaliyet gösteren aile şirketlerinin varlıklarını devam ettirme sürelerinin de Amerikan aile şirketleriyle benzer özellik gösterdiği ve sadece % 3,3'ünün üçüncü kuşağa kadar ulaşabildiği görülmektedir. Türkiye'de ise mevcut aile şirketlerinin var olma sürelerine bakıldığında, yaşamını sürdüren aile şirketi sayısının, Amerikan ve İngiliz aile şirketlerinden daha az olduğu söylenebilir (Yıldırım, 2007).

1.3.2. Kurumsal Sahiplik

Kurumsal yatırımcılar, küçük yatırımcıların tasarruflarını toplayarak, kabul edilebilir makul risk düzeyinde, getiri maksimizasyonu ve vade uyumu amaçlarına yönelik olarak yöneten ihtisaslaşmış finansal kurumlar olarak tanımlanmaktadır (Aras ve Müslümov, 2008).

Kurumsal yatırımcılar bir profesyonel para yöneticisi olup müşterileri namına onların emeklilik ve hayat sigortası fonlarını diğer menkul kıymetlerde değerlendiren piyasa aktörleridir. Kurumsal yatırımcılar genellikle sermaye piyasalarında büyük çapta yatırım yapan kuruluşlardır (Sakınç, 2008).

Kurumsal yatırımcılar kavramı, farklı kurumlar ve kişilerce çeşitli kategorilere ayrılmakta ve genel durum itibari ile bazı görüş ayrılıklarına neden olmaktadır. Sermaye piyasaları ile ilgili bazı çalışmalarda ve bazı kurumlar tarafından kurumsal

yatırımcılar olarak; emeklilik fonları, sigorta şirketleri, sosyal güvenlik kurumları, portföy yönetim şirketleri, vakıf ve bağış fonları gibi kurumlar ele alınırken, kolektif yatırım kuruluşları adı altındaki menkul kıymet yatırım fonları, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklığı ve girişim (risk) sermayesi yatırım ortaklığı bu tanımın içine alınmamaktadır (Sancaktar, 2006).

Kurumsal yatırımcı kimliğindeki pay sahipliğinin farklı mekanizmalar vasıtasıyla şirketin liderlik yapısını etkilemesi düşünülebilir. Kurumsal yatırımcılar portföy yatırımı yapmakta ve yatırım yaptıkları şirketi finansal performans ve likidite açısından takibe almaktadırlar (Yamak, Ertuna ve Bolak, 2006). Kurumsal yatırımcılar riski toplayarak, bireysel yatırımcıların tek başlarına yapabileceklerinden daha iyi risk ve getiri dengesi sağlamaktadır. Kurumsal yatırımcıların özelliklerinden bir tanesi de portföy çeşitlendirmesini ulusal ve uluslararası pazarlarda yapabilmesidir. Kurumsal yatırımcılar geniş ve likit sermaye piyasalarına yatırım yaptıklarından yüksek likidite sağlayabilmektedir. Kurumsal yatırımcıların bilgiyi elde etme ve işleme yeteneği sermaye piyasalarındaki bireysel yatırımcılardan daha yüksektir (Sakinç, 2008).

Kurumsal yatırımcılar değişime aracılık, tasarruf birikimi, kaynak transferi, risk yönetimi, risk kontrolü, fiyat bilgisinin sağlanması ve asimetrik bilgi sorununun çözümü işlevleri aracılığıyla sermaye piyasalarının gelişimini etkilemektedir (Bodie, 1990; Davis, 1996; Vitas, 1998; aktaran Aras ve Müslümov, 2008). Daha açık ifade edilirse, kurumsal yatırımcıların yerine getirdiği bu fonksiyonlar sermaye piyasasının likiditesinde ve işlem hacminde artışa, fiyat dalgalanmalarında düşüşe, varlık fiyatlandırma etkinliğine, uluslararası bütünleşme düzeyinin ve kurumsal göstergelerin gelişmesine neden olur (Aras ve Müslümov, 2008).

Kurumsal yatırımcıların yaptıkları her yatırımda inançlı mülkiyet esasına uymak zorunda olmaları gerekir. İnançlı mülkiyet esası, kendisine emanet edilen fonları, basiretli sağduyulu ve zeki bir insanın kendi yatırımlarında gösterdiği inanç ve sağduyuyu göstererek yönetme prensibidir. Söz konusu yatırım, inançlı mülkiyet esasına uyduğunu gösteren bazı ölçütlere ihtiyaç duyulmasına neden olmaktadır. Bu

ölçütler, menkul kıymetlerine yatırımın yapılan şirketlerin bazı özelliklerinin değerlendirilmesi yoluyla belirlenmektedir. Söz konusu şirket özellikleri, iki açıdan değerlendirilerek belirlenebilir. Birincisi, inançlı mülkiyet esasına göre faaliyetlerini sürdüren bir kurumsal yatırımcının, dikkate alması gereken şirket özelliklerinden yararlanılabilir. İkincisi, daha önce yapılan uygulamalı çalışmaların ışığında, bazı şirket özelliklerinin belirlenmesiyle mümkündür (Kandır, 2011).

Kurumsal yatırımcıların büyüklüğünün önemli finansal uygulamaları vardır. Ölçek ekonomisi sayesinde kurumsal yatırımcıların yüksek hacimli işlem yapması, işlem maliyetlerini minimize etmekte ve kurumsal yatırımcıların büyüklüğü, onların büyük ölçekli bölünemez yatırımlara yatırım yapmasına olanak vermektedir. Büyüklükten dolayı, kurumsal yatırımcıların yatırım yaptıkları işletmeler üzerindeki gelişmiş kontrol mekanizmasına sahip olması temsilcilik sorununun çözümünü de kolaylaştırmaktadır. Sonuç olarak kurumsal yatırımcıların üstlendikleri fonksiyonlar şu şekilde açıklanabilir (Aras ve Müslümov, 2003);

- *Malların, hizmetlerin ve varlıkların el değiştirmesini kolaylaştırmak amacıyla değişime aracılık edilmesi:* Kurumsal yatırımcıların bu işlevi gelişmiş ülkelerde, özellikle ABD ve Fransa'da, finansal yeniliklerin önünü açarak kurumsal yatırımcıların bankacılık sektörü karşısında rekabet gücünün artmasına ve para piyasalarının gelişimine neden olmuştur. Yatırım fonları para piyasalarında oluşturdukları fonlar aracılığıyla kısa vadeli ve yüksek getiriye sahip borçlanma senetlerine yatırım yapabilir. Yatırım fonlarının katılımcıları ise bankaların sağladığı aracılık işlevinin benzeri olarak işlemlerinde çek kullanabilmektedir. Diğer taraftan, faiz oranlarının kontrol altında tutulduğu zamanlarda, bu uygulama parasal fonlara uygulanmadığından, bu fonlar ekonomiye daha etkin hizmet vermektedir. Bu durumlarda kurumsal yatırımcılar bankacılık sektörüne ciddi alternatif oluşturmaktadırlar.
- *Büyük ölçekli projelerin finansmanını kolaylaştırmak amacıyla tasarruf birikimi ve risk dağıtım sistemi oluşturarak mülkiyetin tabana yayılması:* Tasarruf birikimi kurumsal yatırımcıların en önemli fonksiyonlarından birisidir. Büyüklüklerinden dolayı ölçek ekonomisine sahip olmaları,

kurumsal yatırımcıları tasarrufların değerlendirilmesinde hane halkından daha avantajlı konuma getirmektedir.

- *Ekonomik kaynakların zaman içerisinde, coğrafi bölgeler ve sektörler arasında transferinin sağlanması:* Nüfusun yaşlanması ve sosyal güvenlik sistemine duyulan güvenin zaman içerisinde azalması, kaynakların zaman içerisinde transferine olan talebin artmasına neden olmuştur. Bu talep esasen, özel emeklilik fonları, kısmen hayat sigorta şirketleri, yatırım fonları ve ortaklıklarının faydasına olmuştur. Kurumsal yatırımcıların portföy yapısında risk çeşitlendirme amacıyla uluslararası portföy yatırımlarının artması fonların bölgeler arası transferinin kanıtıdır.
- *Risk yönetimi ve risk kontrolü yöntemlerinin geliştirilmesi:* Kurumsal yatırımcılar risk dağıtımını için uygun finansal araçlar sunarak risk yönetimini kolaylaştırmaktadır. Türev piyasaların gelişmesi kurumsal yatırımcıların önemini artırmıştır. Diğer taraftan, kurumsal yatırımcıların uluslararası piyasalara girebilmesi risk çeşitlendirmesi için uygun fırsatlar sunmaktadır.
- *Fiyat bilgisinin sağlanması:* Kurumsal yatırımcıların ölçek ekonomisinden dolayı, bilgiyi bireysel yatırımcılar ve rakip kurumlardan daha ucuz maliyete işleyebilmesi onların gelişiminin esas nedenlerinden birisidir. Kurumsal yatırımcıların fiyat dalgalanmaları üzerindeki olası düşürücü etkisi fiyatların bilgi içeriğini arttırmaktadır.
- *Asimetrik bilgi sorununun çözümünün kolaylaştırılması:* Temsilcilik sorununun çözümünde kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara göre büyüklük avantajı mevcuttur. Kurumsal yatırımcılar anonim şirket hisselerine blok halinde yatırım yaptıklarında, şirkette bir temsilcilik sorunu olduğunu hissettikleri anda, oy haklarını kullanarak şirket yönetimini değiştirebilmektedirler. Diğer taraftan, kurumsal yatırımcılar büyüklük avantajından dolayı para ve mali politikalar üzerinde de etkili olabilmektedirler.

1.3.3. Yönetici Sahipliği

Şirkette yönetici olarak çalışanlara, özellikle temsil maliyetlerini azaltmak amacıyla şirket sermayesinden belirli bir pay verilmesi, yönetici sahipliği olarak

tanımlanmaktadır. Yönetici sahipliğinin ortaya çıkmasının nedeni, şirket sahibinin yöneticiyi ortak ederek, yöneticinin kendi kişisel çıkarlarını işletme çıkarlarının üstünde tutmasına engel olmak istemesidir (Karayormuk, 2010). Yönetici sahipliğinden (managerial ownership) bahsedebilmek için yönetim kademesinin şirket hisselerine sahip olması gerekmektedir. Ancak, yönetici sahipliği için yöneticilerin baskın (hâkim) ortak olma zorunluluğu yoktur (Sakınç, 2008).

Yönetici sahipliğinin en etkin olduğu sermaye sahipliği türü dağılık sermaye sahipliğidir (sermaye yoğunlaşmasının daha az olduğu şirketler). Bunun en önemli nedeni ise dağılık sermaye sahipliği türünde hâkim hissedarın olmamasıdır. Dolayısıyla dağılık sermaye sahipliğinde yönetici çok az bir sermaye payına sahip olarak kontrolü elinde bulundurabilmektedir (Öztürkçü, 2012).

Jensen ve Meckling'in temsil teorisine göre işletmeye yeni ortaklar alındığı zaman, yönetici sahiplerin işletmeye karşı taşıdıkları motivasyon değişir. Söz konusu teoride; yönetici sahiplerin pay sahipliğindeki bir azalmanın, işletmenin yönetici sahipleri ile yeni ortakların çıkarlarını birbirinden uzaklaştırabileceğine işaret edilir. Yönetici sahiplerin pay sahipliğindeki azalmanın sonucu olarak, işletmenin değerini artırmaya yönelik olmayan kişisel harcamaları artırma eğilimi içine girerler ve buna bağlı olarak yönetici sahiplerle yeni ortaklar arasında çıkar çatışması ortaya çıkar. İşletme performansı da bu durumdan olumsuz yönde etkilenir (Bulut, Çankaya ve Er, 2009).

1.3.4. Çalışan Sahipliği

Çalışanların, çalıştıkları şirketin sermayesine ortak olmaları, diğer bir ifadeyle çalışan sahipliği, üst ve orta düzey yöneticilerden ve daha çok sayıda çalışandan oluşan grubun, bir şirketin, adi veya imtiyazlı paylarına sahip olması anlamına gelmektedir (Blasi, Gasaway ve Kruse, 1994). Çalışan sahipliği, çalışanların çalıştıkları işletmenin hissesine sahip olmasını ifade eden konu olarak, son yıllarda büyük ilgi görmekte ve bu konu üzerinde özellikle ABD olmak üzere birçok ülkede çok sayıda araştırma yapılmakta, kitap ve makaleler yayınlanmakta, çalışanların sahibi olduğu işletmelerin artmasını teşvik eden yasalar çıkarılmaktadır (Sakınç,

2008). Çalışanların sahip olduğu işletmelerin ekonomik performansı, çalışanları hisse senedi edindirme planları kapsamındaki şirket ve bireylerin sayısındaki artış ve çalışanların aynı zamanda hissedar oldukları şirketlerde iş tatmininin, üretkenliğin ve dolayısıyla kârlılığın arttığına ilişkin iddialar, konuya ilişkin ilginin olası nedenleri olarak sayılabilir (Demirkan, 1999).

Çalışanların çalıştığı şirketin sermayesine ortak olması çok çeşitli yollarla gerçekleşebilir. Ancak işçilerin çalıştıkları şirket sermayesine ortak edilmelerine yönelik olarak Amerika’da en çok uygulama alanı bulan yöntem, Çalışanların Hisse Senedi Sahipliği Planı (Employee Stock Ownership Plan- ESOP)’dır (Işık, 2011). Çalışanları Hissedar Yapma Planı, çalışan sahipliği kavramı içinde yer almaktadır. Çalışanları Hissedar Yapma Planı özetle, işletme çalışanlarına işletmenin sahipliğinin bir bölümünün verilmesi veya çalışanların da işletmenin kârlılığı, değer artışı ve performansından dolayı olarak değil doğrudan etkilenmesinin sağlanması imkânı olarak tanımlanabilmektedir (Sayman, 2012).

Ülkemizde de ilk defa Karabük Demir–Çelik Fabrikaları, hisselerinin yarısından fazlası çalışanlara satılmak suretiyle özelleştirilmiş ve bir anlamda çalışanların mülkiyet sahibi olduğu özelleştirme tipi ortaya çıkmıştır ve çalışan sahipliği kavramına da ilk örneği teşkil etmiştir. Bu tarz işletmelerde mülkiyet sahipliği, gerek mülkiyet sahibi çalışanlar ve gerekse mülkiyet sahibi çalışanlar adına işletmeyi yönetenlerin davranışlarında önemli değişimler meydana getirmekte geleneksel çalışma ilişkileri, sendikacılık ve toplu pazarlık anlayışı büyük ölçüde değişime uğramaktadır (Ersöz vd., 2004).

Küçük tasarrufları bir araya getirerek büyük bir sermaye birikimini oluşturan ESOP’un çalışanlara sağladığı yararlarından birisi, onların motivasyonunu artırmasıdır. Çalışanın motivasyonunun artmasıyla da verimlilik artar, işletme büyür, işletmenin hisse senedi piyasa değeri yükselir. Böylece yükselen hisse senedi ile hem çalışanın kendisi, hem de işletme kazançlı çıkar (Ayaydın ve Dağlı, 2012).

İşverenin çalışanlarını ortak yapma noktasında en önemli amacı işletmesinin geleceğine yapacağı olumlu katkılardır. Çalışan çalıştığı işletmeye ortak olunca artık kendisini o işletmenin kısmen sahibi olarak görmeye başlayacak ve bu durum işletmenin uzun dönemde performansında pozitif etki yaratacaktır (Sakınç, 2008). Yapılan birçok çalışmada, çalışanların sahip olduğu şirketlerin, klasik şirketlere oranla daha verimli ve kârlı oldukları ve performanslarının daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Çalışanların sermayeye ortaklığının sağladığı diğer avantajlar ise işçi-işveren ilişkilerini geliştirmesi, grevler nedeniyle kaybedilen zamanı azaltması, olası işyeri kapanmalarını önlemesi, şirkete olan bağlılığı artırarak iş değiştirmelerini azaltması ve iş deneyimini artırması, şirketlerde ortak hedef ve kimlik yaratması, vergi avantajları sağlamasıdır. Diğer taraftan, çalışanların sermayeye ortaklığı, çalışanların şirkete bağlılığını, sadakatini artırmakta, çalışanların şirketlerin amaç ve hedeflerinden haberdar olmalarını sağlamaktadır (Atasoy, 2009).

1.3.5. Kamu Sahipliği

Kamu sahipliği, devletin herhangi bir şirket, endüstri veya işletmenin varlıkları üzerinde sermayesi oranında söz sahibi olmasıdır. Devletin sahip olduğu bir şirket genellikle kâr amacı olmayan bir görüntü vermekte ve kâr sağlamaktan ziyade sosyal sorumluluğunu yerine getirmesi beklenmektedir (Öztürkçü, 2012). Diğer taraftan kamunun payının olduğu işletmeler kamu işletmesi veya kamu ortaklı işletme olarak ifade edilir (Tanrıöven ve Aksoy, 2009). Lakin genel bütçeye destek olmak için, devlet ve kamu tüzel kişileri de özel mülkiyete gereksinim duyabilirler. Bu haller anayasamızın 46. maddesinde düzenlenmiştir: “Devlet ve kamu tüzel kişileri; kamu yararının gerektirdiği hallerde, karşılıklarını peşin ödemek şartıyla, özel mülkiyette bulunan taşınmaz malların tamamını veya bir kısmını, kanunla gösterilen esas ve usullere göre, kamulaştırmaya ve bunlar üzerinde idarî irtifaklar kurmaya yetkilidir” (Karabıyık, 2011).

Kamu işletmeleri genel olarak; sermayesinin tamamı veya belirli bir kısmı doğrudan veya dolaylı olarak kamu otoritesine ait olan, kamu otoritesinden ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olan, kâr amacı gütmekten çok, kamu hizmeti ve sosyal amaçlar için kurulmuş, üretim ve ticaret işleri ile uğraşan kuruluşlardır. Kamu işletmeleri, kamu

otoritesinin piyasalara müdahale etmek zorunda kalması veya müdahale etmek istemesi sonucunda ortaya çıkmıştır (Sayman, 2012).

Kamu sahipliği yıllardır tartışılmakta ve bazı görüşler kamu sahipliğine karşı çıkarken, bazıları da bu görüşü savunmaktadır. Kamunun sahipliğini savunanlar aşağıdaki nedenlerden dolayı bu görüştedirler (Sakınç, 2008);

- *Kamu Hizmetleri:* Bazı hizmetler, örneğin savunma, özel sektör tarafından amme hizmeti olarak doğrudan yapılmamaktadır. Sadece devletin vatandaşından tahsil ettiği vergiler sayesinde finanse edilmektedir. Eğitim ve sağlık hizmetleri de kamu hizmetlerine örnek olarak verilebilir. Ancak, bu hizmetler özel sektör tarafından belirli bir bedel karşılığında yerine getirilebilmektedir. Her ne kadar bu hizmetler özel sektör tarafından da sağlansa, devletin bu sektörlere ciddi katkıları olmaktadır.
- *Zorunlu hizmetler:* Zorunlu hizmetler, ahlaki kaygılar nedeniyle kamunun üstlendiği hizmetlerdir. Örneğin Çocuk Esirgeme Kurumu, huzurevleri, diyanet işleri v.b.
- *Etkinlik:* Doğal tekellerde rekabet, tahrip edicidir ve özel sektör tekellerine geçişi sağlamaktadır. Kamu tekelleri seçilmiş hükümetler tarafından oluşturulurken özel sektör tekellerinde seçim yoktur. Her ne kadar özel sektör tekelleri kamu düzenine tabi olsalar da halkın çıkarını gözetme noktasında etkin olmamaktadır.
- *Sorumluluk:* Her ne kadar kamu tekelleri de birer tekel olsa da, devlet birkaç grup sermayedara değil tüm halka (seçmenlere) karşı sorumludur.
- *Tüketici Çıkarları:* Kamu sahipliği rekabetin az olduğu sektörlerde tüketici çıkarlarını korumaktadır. Örneğin, seçimin önemli olduğu ve tüketicinin çok fazla değerlendirme yapamayacağı sağlık hizmetleri gibi.
- *Kamu Menfaati:* Kârlı bir kamu iktisadi teşebbüsü elde ettiği kârı bütün halkla, özel sektör ise sadece ortaklarıyla paylaşmaktadır.
- *Kredi Güvencesi:* Devlet tahvillerinin, hazine bonolarının faiz oranı özel sektör borçlanma kâğıtlarına göre daha düşüktür. Çünkü devletin borcunu ödememe riski yoktur.

- *Çalışma Ahlakı:* Kamu yararına çalışma düşüncesi çalışanları olumlu yönde etkilemektedir. Elde edilen bütün başarılar tüm topluma yansıtacağı için yöneticiler manevi bir haz almaktadır. Özel teşebbüste ise yönetici toplum menfaatlerinden ziyade kendi sermayedarlarının menfaatine hizmet etmektedir.
- *Sermaye:* Kamu sahipliğinin, servetin paylaşımı konusunda dengesizliği önleyen bir yönü bulunmaktadır.

Liberal sistem içerisinde devlet sahipliğinin diğer tüm sahiplik yapılarına göre daha fazla olduğu ve etkin olduğu ülkelerin başında İsveç gelmektedir. İsveç hükümeti 57 şirketin ortağı konumundadır. Bir diğer devlet sahipliğinin yoğun olduğu kuzey ülkesi Norveç'tir. Burada devlet daha çok ticaret ve sanayi sektörlerine yatırım yapmıştır. Tüm çalışanların devlet işletmelerinde çalışan insan sayısına oranı % 82'dir. Çin'de de menkul kıymetler borsasında 1995 yılı rakamlarına göre devlet sahipliğinde olan işletmelerin oranı % 30,9'dur. Rusya'da, Sovyetler birliğinin dağılmasından sonra piyasa ekonomisi etkisi ile özelleştirmeler hız kazanmış, 2006 yılı the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) verilerine göre devletin hisselerinin % 100'üne sahip olduğu işletmelerin oranı % 11'dir (Sakınç, 2008).

Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) ülkemizdeki kamu sahipliğindeki işletmelere örnek olarak gösterilebilmektedir. KİT kavramı kamusal kaynakları kullanmak suretiyle ekonomik alanda faaliyet gösteren kamu sahipliğindeki işletmeleri ifade etmek üzere kullanılmaktadır. KİT'ler, kamunun sosyal ve ekonomik ihtiyaçlarına cevap verebilmek adına kurulmuşlardır. Genel olarak KİT'lerin kuruluş amaçları; ekonomik kalkınmayı sağlamak, tekelleri kamu eliyle işletmek, özel sektörün başaramayacağı ya da giremediği işleri yapmak, ekonomiye yön vermek, özel sektöre öncülük etmek ve gelir dağılımını düzenlemek şeklinde özetlenmektedir (Sayman, 2012).

1.3.6. Geniş Tabanlı Sermaye Sahipliği (Dağınık Sahiplik)

Dağınık sermaye sahipliği, şirket kontrolünün tek elde toplanmadığı, birden fazla hissedar grubuyla paylaşıldığı durumu ifade etmektedir (Sakınç, 2008). Diğer bir

ifadeyle işletmenin sahipleri arasında hakim ortakların (bir aile grubu, kurumsal yatırımcı, kamu otoritesi gibi) bulunmadığı ve sermayenin pek çok katılımcı tarafından sağlandığı işletmelerdir (Sayman, 2012).

Öztürkçü (2012) tarafından yapılan çalışmada, La Porta vd.'ne (1999) göre, geniş tabanlı sermaye sahipliğinde hiçbir hissedar % 10'dan daha fazla bir oy hakkına sahip değildir. Bu tür şirketlerde baskın sermayedar grubu olmadığı için şirket genel kurullarının seçtiği en üst yöneticiler şirketin en yetkili kişileri olmaktadır. Hâkim hissedar olmadığı için yöneticilerin seçiminde herhangi bir hissedarın da etkisi olmamaktadır. Hissedar çoğunluğunun onayını alan yönetici, şirketin üst yönetiminde yer almaktadır. Bundan dolayı şirket yöneticileri sermaye sahiplerinden kısmen bağımsızdır. Dağınık sermaye sahipliğinde, kaynakları yöneticiler yönetmektedir.

Geniş tabanlı sermaye sahipliği işletme kontrolünün hisse senedi sahiplerinin elinden almakta ve demokratik yöntemlerle seçilmiş yöneticilerin ellerine vermektedir. Buna göre geniş tabanlı sermaye sahipliğinde ana kural, hisse sahipliği ile kontrolün birbirinden ayrılmasıdır. Söz konusu ayırmda dikkat edilmesi gereken husus kontrol ile sahiplik kavramlarının birbirinden ayrılırken kontrol hakkının tamamen devredilmesinin mümkün olmadığı gerçeğidir (Sayman, 2012).

Dağınık sahiplik yapısı, sahiplik yoğunlaşması derecesi olarak kullanılan eşiklerin altındaki durumları ifade eder. Bu yapı, birçok yatırımcının, birden fazla şirkette küçük yatırımlarının olmasıdır. Geniş tabanlı sermaye sahipliği yapısı, Birleşik Krallık ve Amerika Birleşik Devletlerinde yaygın olarak görülürken, kıta Avrupa'sı ve Uzakdoğu'da ise hâkim hissedarların olduğu yoğunlaşmış sahiplik yapıları daha yaygın bir şekilde görülmektedir (Claessens, Djankov ve Lang, 2000).

Dağınık ortaklık yapısı ve sonucunda ayrılmış sahiplik ve kontrol ile tanımlanan gelişmiş piyasalarda, temel çıkar çatışması, hissedarlar ile yöneticiler arasındadır. Dağınık ortaklık yapısında yönetime doğrudan katılmayan hissedarlar, asimetric bilgi ve denetleme maliyetlerine maruz kalmaktadırlar (Ertuna ve Tükel, 2010). Bu

durum için önerilen bir yol, dağılmış pay sahipliği durumunda, pay sahiplerini fiziki ya da telekonferans sistemleriyle bir araya getirmek ve birlikte uzlaşarak, blok halinde oy verme hakkı kazandıracak mekanizmaları geliştirmektir (Karabıyık, 2011).

1.3.7. Sahiplik Yoğunlaşması

Sahiplik yoğunlaşması kavramı, bir işletmeye ait hisse senetlerinin önemli bir kısmının bir veya birkaç hissedara ait olması ve dolayısıyla işletme üzerindeki mülkiyet ve kontrol gücünün bir veya birkaç kişide toplanması olarak ifade edilebilir (Ersoy ve Çetenak, 2015).

Bir işletmenin hisse senetlerinin pay ve nicelik olarak önemli bir bölümü birkaç hissedarın elinde toplanmış ise bu tür işletmelere sahiplik yoğunlaşması yüksek işletmeler; şayet bir işletmenin hisse senetleri pay ve nicelik olarak küçük parçalar halinde çok sayıda hissedarın elinde toplanmış ise bu tür işletmelere sahiplik yoğunlaşması düşük işletmeler denilmektedir (Sayman, 2012). Sahiplik yoğunlaşması ne kadar yüksekse işletmede hâkim ortak sayısı da o kadar düşüktür (Okuyan, 2009). Bir başka tanıma göre de baskın ortak olarak adlandırılan hissedarın şirketin sahipliğinin büyük bir kısmını elinde tuttuğu, geri kalan kısmın ise azınlık hissedarların elinde tuttuğu durumu ifade eder (Ayrıçay ve Kalkan, 2013).

Aile şirketlerinde, şahıs şirketlerinde ve halka kapalı şirketlerde genellikle hisse senetlerinin büyük kısmının tek bir kişi veya birkaç kişiye ait olmasından dolayı sahiplik yoğunlaşmasının yüksek olması söz konusu olabilmektedir. Nitekim büyümek ve kaynak yaratmak amacıyla halka açılan firmalarda, daha fazla dağılmış sahiplik yapısı görüleceğinden, sahiplik yoğunlaşması oranı görece olarak daha düşük olacaktır (Karabıyık, 2011).

Sahiplik yoğunlaşması yüksek olan firmalarda genellikle; hissedarlar ve yöneticiler aynı kişiler olmaktadır. Bu tür işletmelerde yönetim ve sahiplik ayırımından kaynaklı temsil problemlerinin daha az olacağı söylenebilir. Diğer taraftan sahiplik yoğunlaşması daha az olan firmalarda (genellikle halka açıklık oranı yüksek

firmalarda), hissedarlar ile yönetici olan kişiler birbirlerinden ayrılmaktadır. Söz konusu firmalarda profesyonel yöneticiler bulunmakta ve ister istemez temsil problemleri ortaya çıkmaktadır (Sayman, 2012).

Öztürk ve Demirgüneş (2008) tarafından yapılan çalışmada, Weimer ve Pape (1999)'in çalışmasından hareketle sahiplik yoğunlaşmasının, sistemin yönelimine, firma kavramına yönelik olarak yapılan farklı algılamalara ve bazı çıkar gruplarının niteliklerine bağlı olarak farklılıklar gösterdiği belirtilmiştir. Bireysel yatırımcıların ön plana çıktığı piyasa yönelimli sistemlerde işletme, hissedar değeri yaratma aracı olarak görülmekte ve sahiplik yoğunlaşması nispeten düşük seviyede olmaktadır.

Sahiplik yoğunlaşması, hisse senedi sahiplerinin hukuki açıdan korunup korunmadığı ile ilişkili olarak şekillenebilmektedir. Hisse senedi sahiplerinin hukuki açıdan korunduğu ülkelerdeki işletmeler, hisse senedi sahiplerinin işletme üzerindeki kontrollerini sürdürmek ve yöneticilerin art niyetli davranışlarını önlemek amacıyla daha fazla sermaye sahibi olmak istemektedirler. Hisse senedi sahiplerinin hukuki açıdan yetersiz korunduğu ülkelerdeyse, potansiyel yatırımcıların hisse senetlerini düşük değerlendirmeleri gibi nedenlerle, daha düşük yoğunlukta sermaye sahipliği tercih edilmektedirler. Sonuç olarak, hisse senedi sahiplerinin hukuki açıdan daha fazla korunması durumu sahiplik yoğunlaşmasının azalmasını beraberinde getirecektir (Porta, Lopez-De-Silanez ve Shleifer, 1999).

1.3.7.1. Birinci En Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı

Birinci en büyük ortağın sahip olduğu hisse oranı; şirketin en büyük hissesine sahip olan ortağın, toplam hisse senetleri içinde sahip olduğu oran olarak ifade edilebilir. İşletme sermayesi içinde en büyük paya sahip olan hisse senedi sahibi diğer hisse senedi sahiplerine göre yönetim kararlarında daha etkili olacaktır. Dolayısıyla işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmek adına vermek zorunda olacağı; yatırım politikaları, finansman politikaları, faaliyetlerle ilgili kararlarda, pazarlama politikalarında, üretim politikalarında ve kâr dağıtım politikalarında doğrudan etkiye sahip olacaktır (Sayman, 2012).

Şirketlerde en büyük ortağın, kontrolü elinde tutmaya yetecek oranda hisse senedine sahip olması nihai ortak olarak nitelendirilmektedir. Matematiksel olarak % 50'nin üzerinde hisseye sahip ortak nihai ortak sıfatını kazanır (Sakınç, 2008).

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde baskın veya nihai ortağın, kontrol edici olarak şirket yönetimini şahsen üstlendiği yönetim kurulları ve yönetici pozisyonlarını kendi kontrolünde tuttuğu bilinmektedir (Arıkboğa ve Menteş, 2009). Örneğin aile şirketlerini, kontrol edici hissedarlı şirketler sınıfında değerlendirmek mümkündür. Ancak aile şirketlerinin kendine has önemli bazı özellikler vardır. Aile şirketlerinin en belirleyici özelliği, mülkiyet ve kontrolün aile bağı ile bağlı kişiler tarafından elde tutulması arzudur. Bu arzunun kaynağı aile şirketinin sağladığı parasal olmayan faydalardır (Menteş, 2008).

1.3.7.2. İkinci Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı

İkinci büyük ortağın sahip olduğu hisse oranı; ikinci büyük ortağın sahip olduğu hisselerin toplamının, şirketin toplam hisse senetlerine oranı şeklinde ifade edilebilir. İkinci büyük ortağın elinde bulunan hisselerinin sayısının artması baskın ortağın gücünü sınırlamakta ve sahiplik-kontrol gücünün kısmen de olsa tek elde toplanmasını engellemektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

KÂR DAĞITIM POLİTİKASI

2.1. Kâr Dağıtım Politikaları

İşletmelerin dönem sonunda elde ettiği kârın bir kısmını yahut tamamını pay sahiplerine dağıtmasına “temettü” veya “kâr payı dağıtımı” adı verilmektedir (Özdemir, 1997).

Kâr dağıtım politikası, finansman kararının önemli bir unsuru olmakla birlikte (Pamukçu, 1999) elde edilen kârın ne kadarının şirket bünyesinde bırakılarak, oto finansman sağlanacağı ve ne kadarının şirket ortaklarına dağıtılacağı şeklinde kararları içerir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010). İşletmelerde kâr dağıtım politikaları bizzat işletme yöneticileri tarafından verilmektedir (Arslan, 2008). İlk durumda ortaklar, kârını yatırımlara dönüştüren işletmenin gelecekteki değerinin elde edeceği temettü gelirinden daha yüksek bir sermaye kazancı getireceği beklentisi içine girmektedirler. İkinci durumda ise, yani kârın ortaklara dağıtılması karındaysa, ortaklar “eldeki bir kuş daldaki iki kuştan iyidir” düşüncesi ile kârı hemen elde etmek isteyeceklerdir (Gürel, 2011).

Rekabetin artarak daha çok ön plana çıktığı küreselleşen dünya düzeni içinde ulusal ve uluslararası boyutta faaliyet gösteren şirketler açısından, izlenen kâr dağıtım politikası büyük önem taşımaktadır. Şirketlere yeni ortakların katılımını sağlamak ve sermaye piyasası kanalıyla hisse senetlerinin daha yoğun bir şekilde alınıp satılmasına olanak vermek isteyen şirketlerin etkin bir kâr dağıtım politikası

oluşturması ve takip etmesi kaçınılmazdır. Bu alanda kâr dağıtım politikası şirket stratejisinin belirlenmesinde ve ileriye yönelik adımlar atılmasında önemli rol oynamaktadır (Yılmaz, 2004).

Finansal yönetim politikalarında temel hedef şirket değerinin artmasını, diğer bir deyişle hissedarların servetinin artmasını sağlamaktır (Canbaş ve Vural, 2012). Kâr dağıtım politikaları çerçevesinde finans yöneticileri, kâr dağıtım politikalarını, işletmenin büyüme seyrine engel olmayacak ve aynı zamanda paydaşların beklentilerine uygun düzeyde belirlemelidirler (Apak ve Demirel, 2013). Çünkü paydaşların serveti, hisselerin piyasa değerinden ve kârlardan oluşmaktadır (Bolak, 2010).

Kâr dağıtım politikaları, şirketlerin yatırım ve finansman kararı üzerinde etkili olmaktadır (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010). Bir işletme büyüme fırsatlarını değerlendirmek için kârlarını yatırımlara yöneltmeyi tercih ederse, kârların yatırım bütçesini aşan kısmı temettü olarak dağıtılacak, dolayısıyla temettü miktarı yatırım kararının bir sonucu olacaktır. Diğer taraftan bir başka işletme yatırımlarını büyük oranda borçla finanse etme yoluna giderse veya hisse senedi ihraç ederek finanse ederse, işletmenin elindeki nakit serbest kalacak ve temettü olarak dağıtabilecektir. Bu durumda da kâr dağıtım miktarı finansman kararının bir sonucu olacaktır (Gürsoy, 2012).

İşletmelerde yöneticiler daha uzun vadeli düşünürken, yatırımcılar daha kısa vadeli düşünmektedir. Bu sebeple işletmeler kârı işletmede alıkoyup yatırımların finansmanında kullanma eğiliminde olabilirken, paydaşlar ise yatırımlarının karşılığını düzenli bir şekilde temettü ödemeleriyle almayı beklerler. Bu durumda işletme yöneticileri işletme çıkarları ile paydaşların beklentileri arasında bir denge kurmak zorundadır (Çelik, 2013).

Kârın işletmede alıkonulması, yatırımcıların işletmenin iyi yatırım fırsatları olduğu görüşünü güçlendirebilir. Buna karşı olarak da yüksek oranlarda veya miktarlarda kâr dağıtımını, yatırımcıların büyüme konusundaki endişelerini arttırabilir (Canbaş ve

Vural, 2012). Ayrıca temettü dağıtımlarında istikrarın sağlanması ve korunması için kârların yüksek olduğu dönemlerde yedek akçe ayrılması ve kârların düşük olduğu dönemlerde de geçmiş dönemlerdeki yedek akçelerin temettü olarak dağıtılmasının faydalı olacağı belirtilmektedir (Omağ, 2007).

Canbaş ve Vural (2012), tarafından yapılan çalışmada, Brealey vd.'ne (1997) göre, işletmeler için, temettü dağıtımı yapılıp yapılamayacağı, yapılacaksa tutarının, oranının, zamanının ve dağıtım şeklinin ne olacağının belirlenmesinin oldukça karmaşık bir karar süreci gerektirdiği belirtilmiştir. Ayrıca işletmelerin kârlılıkları birçok nedene bağlı olarak zaman içinde dalgalanmaktadır. Kârlar dalgalı bir seyir izlerken kâr dağıtımının istikrarlı bir seyir izlemesi işletmenin prestiji açısından önemlidir. İşletmelerin kâr paylarını nasıl belirlediklerine ilişkin dört farklı olguya değinmek faydalı olacaktır:

- İşletmelerin uzun vadeli bir kâr payı dağıtım oranı hedefi vardır. Bu oran kârların kâr payı olarak ödenen yüzdesidir.
- Yöneticiler mutlak düzeylerden çok kâr paylarındaki değişmelere önem vermektedirler. Bundan ötürü örneğin 2 TL temettü ödemek, eğer geçen yılın temettüsü 1 TL olmuşsa önemli bir finansal kararken, geçen yılın temettüsü 2 TL ise hiç de büyük bir iş değildir.
- Kâr payı değişimleri, kârlardaki kısa vadeli değişimlerden çok, uzun süre devam eden kâr düzeylerinin, uzun vadedeki süreçlerini izler. Yöneticilerin temettü ödemelerini kârlardaki geçici değişimlere paralel olarak değiştirmeleri doğru değildir. Aksine kâr paylarında istikrarlı bir yol izlemeleri uygun olacaktır.
- Yöneticiler tersine dönebilecek kâr payı değişiklikleri yapmaya istekli değildirler. Özellikle de bir kâr payı artışını iptal etmek zorunda kalmaktan endişe duyarlar.

Kâr dağıtım politikası belirlenirken, işletmenin yeni kurulmuş olması ya da gelişmekte olması önem taşımaktadır. Örneğin, yeni kurulmuş işletmelerde kâr payı dağıtımına başlama tarihini ve oranını belirlemek zor bir işlemdir. Çünkü bu tür işletmeler, ilk kuruluş yıllarında diğer kaynaklardan fon bulamadıklarında, kârlarını

dağıtmazlar. Gelişmekte olan işletmelerde ise, yatırıma aktarılan fonlar, dağıtılan kâr paylarından daha yüksek verim getirirse dahi, işletme büyük oranda kâr dağıtımını yapabilir (Ceylan, 2003).

İşletmelerin kâr dağıtım politikalarını etkileyen bir takım hususlar vardır. Bu hususları oldukça yakından takip eden işletmeler kendi bünyelerine uygun olarak çeşitli dağıtım yöntemlerini benimserler (Yurttadur, 2009). Bu yöntemler, işletmenin piyasa değerine olumlu etki yapabilirler veya bunun belli düzeyde kalmasını sağlayabilirler (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010). Şirketlerin belli başlı olarak uyguladıkları kâr dağıtım politikaları vardır.

2.1.1. Sabit Tutarda Yapılan Kâr Dağıtımları

Sabit miktarda kâr dağıtım politikası işletmelerin paydaşlarına dağıttığı kâr paylarını aynı miktarda tutmayı amaçlayan bir politikadır (Karaca, 2007). İşletmenin faaliyet kazancı bir önceki yıla göre ister düşük ister yüksek olsun, işletme, ortaklarına dağıttığı temettü tutarını değiştirmemektedir. Sabit miktarda kâr dağıtan firmanın hissedarları bu politikayı güvenilir buldukları gibi hisse değerinin de piyasada istikrarlı olacağını umut etmektedirler. Özellikle temettü gelirine önem veren bireysel ve kurumsal yatırımcılar da kâr payı önceden belli olan sabit miktarda temettü dağıtan firma hisse senetlerini tercih etmektedirler (Türko, 1999).

Ödenen kâr payının, yatırımcılar nezdinde işletmenin elde ettiği ve edeceği kazancın bir göstergesi olarak kabul edilmesi nedeniyle, işletme tarafından elde edilen kazanç düşmesine rağmen, ödenen temettü miktarının değişmeyerek devam etmesi, yatırımcının söz konusu şirkete olan güvenin sürmesini sağlamaktadır. Bunun sonucunda da yatırımcılar tarafından böyle bir şirkete, ödediği temettü miktarını elde ettiği kazanç ile doğrudan ilişkilendiren bir kâr dağıtım politikası uygulayan şirketlere nazaran daha çok değer atfedilmektedir. Sabit tutarda ödenen temettü, bu özelliğinin yanı sıra sabit periyodik gelir elde etmeyi arzulayan yatırımcılar tarafından da tercih edilmektedir (Korgun, 1999).

Her yıl sabit tutarda temettü dağıtılmasının, geleceğin belirsizliğinin azaltılması yönünden birikim sahipleri açısından çekici yönü olmakla birlikte; böyle bir politika, hisse senetlerini bir anlamda, sabit gelir getiren bir menkul değere dönüştürmektedir. Hisse senetlerine yatırım yapan tasarruf sahiplerinin bir bekleyişi de, değer artışından yararlanarak, sermaye kazancı sağlamaktır. Bu nedenle her yıl sabit tutarda temettü dağıtılması, değer artışı bekleyen birikim sahipleri açısından hisse senetlerinin çekiciliğini azaltmaktadır (Akgüç, 1998).

2.1.2. Sabit Oranlı Kâr Dağıtımı

Bu politikaya göre şirketler, her yıl elde ettiği dönem kârının belli bir oranı kadar temettü dağıtımını yapmaktadırlar. Hissedarlara dağıtılan kârlar, elde edilen kâra göre değiştiğinden, bu politikayı benimseyen şirketler, bazen çok yüksek bazen de çok düşük temettü dağıtabilmektedirler (Bolak, 2010). Kârda yaşanan bu dalgalanmalar nedeniyle, yatırımcılar açısından güvenilir bir kâr dağıtım politikası olarak görülmemektedir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010). Bir işletmenin bu şekildeki kâr dağıtım politikası, yatırımcıların kâr paylarında istikrarlı bir gelişim tercihlerine ters düşmektedir (Canbaş ve Vural, 2012). Bu yaklaşım daha çok, kapalı aile işletmelerinde tercih edilmektedir. Kârlar dalgalanacağı için ödenecek kâr payları değişeceğinden kârlarının azalma eğilimi gösterdiği veya faaliyetlerin zararlı sonuçlandığı durumlarda kâr payları düşecek ya da kesilecektir. Bu durum yatırımcılar tarafından olumsuz bir sinyal olarak algılandığından hisse fiyatları düşecektir (Özenalp, 2000).

2.1.3. Artık Kâr Dağıtımı

Bu politikada, daha kârlı yatırım fırsatları mevcut değilse, işletmeler faaliyetlerinden elde ettiği kazançları hissedarlarına temettü olarak dağıtmalıdır. Başka bir ifade ile eğer işletmenin dağıtılmayan kârlar yoluyla kazanabildiği kârlılık oranı hissedarların ortalama olarak aynı riske sahip diğer yatırımlardan elde edebilecekleri kârlılık oranını aşarsa hissedarlar kendilerine temettü ödemesi yerine, işletme kazancının yeni yatırımlarda kullanılmasını tercih edeceklerdir. Örneğin işletme dağıtılmayan kârların yatırımında % 20 kârlılık sağlıyorsa, diğer taraftan kârı ortaklara dağıtırsa ve hissedarları bu kâr payının tekrar yatırımından sağlayacakları

kazanç en çok % 18 ise, tabi ki hissedarlar kendilerine temettü ödenmesi yerine işletmenin bu kârları dağıtmayıp tekrar % 20 verim sağlayan yatırımlarda kullanılmasını tercih edeceklerdir (Türko, 1999).

Bu politikaya göre, işletmenin yatırımları için gereksinim duyacağı kaynaklar, elde edilen kârlardan sağlandıktan sonra kalan tutarın kâr payı dağıtılması öngörülmektedir. Artıklar oranında kâr payı dağıtılması, işletmenin yatırım politikası, borçlanma politikası ve sermaye yapısı ile yakından ilgilidir. Yatırımcılar açısından riskli olarak kabul edilen bu politikada, her yıl dağıtılacak kâr paylarının değişmesi söz konusudur (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010). Bu yaklaşımda kârın ne kadarının alıkonulup, ne kadarının dağıtılacağı öncelikle işletmenin yatırım fırsatları ile ilişkilendirilmektedir. İşletme oto finansmana gitmeyip, yüksek kâr dağıtımını yaptığında, yatırımlarının finansmanı için dış fonlara ihtiyaç duyacaktır ve bu durum finansman hiyerarşisine ters düşecektir (Canbaş ve Vural, 2012).

Kârlar ve yatırımlar için ihtiyaç duyulan sermaye miktarı yıldan yıla değişeceğinden, artık kâr dağıtım politikasına katı bir bağlılık kâr paylarının da yıldan yıla değişmesi sonucunu getirir. Bir yıl işletme, yatırım fırsatları iyi olduğu için sıfır kâr payı duyurabilir, fakat izleyen yıl yatırım fırsatları kötü olduğu için büyük miktarda temettü ödeyebilir. Benzer biçimde, yatırım fırsatları istikrarlı olsa bile kârların dalgalanması, kâr paylarının dalgalanmasına da neden olacaktır. Eğer yatırımcılar arasında istikrarlı temettü ödemelerini tercih etme yönünde bir eğilim varsa artık kâr dağıtım politikası hisse fiyatlarını olumsuz etkileyecektir (Özenalp, 2000).

2.1.4. İstikrarlı Kâr Dağıtım

İstikrarlı kâr dağıtım politikasında işletmeler, kâr payları için hedef büyüme oranı belirler ve kâr paylarını yıllık olarak bu oran kadar ya da bu orana yıldan yıla yavaş da olsa yaklaşacak şekilde arttırmaya çalışırlar. Bu politikanın izlenmesi kârlarda, kâr payı büyümesini destekleyebilecek bir oranda artışı gerektirir. İstikrarlı kâr dağıtım politikası işletmenin geçici zararlarla karşılaştığı durumlarda da kâr dağıtımının sürmesini gerektirir. İstikrarlı ve tahmin edilebilir bir kâr dağıtım

politikası izleyen işletmeler, düzenli gelire ihtiyaç duyan yatırımcıları kendisine çekebileceği gibi işletme dışındakilere işletmenin geleceği ile ilgili olumlu sinyaller de verebilir (Özenalp, 2000).

İstikrarlı ve tahmin edilebilir kâr dağıtım politikası izlemenin işletmeler açısından kuşkusuz bazı nedenleri vardır. Bu nedenlerden ilki, kâr paylarının bilgi verme niteliğinin varlığı göz önünde tutulursa yıldan yıla dalgalanan bir ödeme politikasının, istikrarlı bir politikaya göre meydana gelebilecek daha büyük bir riske, dolayısıyla daha yüksek bir öz sermaye maliyetine ve sonuç olarak daha düşük bir hisse fiyatına yol açmasıdır. İkinci olarak, bazı hisse senedi sahipleri elde ettikleri kâr paylarını cari tüketimleri için kullanırlar. Şayet bunlar işletmenin dağıttığı kâr paylarını azaltması durumunda nakit elde etmek için hisse senetlerinin bir kısmını satmak zorunda kalıyorlarsa, bunlar sıkıntıya ve masrafa gireceklerdir. Üçüncü olarak, artık kâr dağıtım politikası tarafından belirlenen en uygun kâr dağıtım politikasının yıldan yıla değişir olmasıdır. Bu nedenlerden dolayı işletmeler kendilerini istikrarlı bir kâr dağıtım politikası izlemek zorunluluğunda görmektedirler (Türko, 1999).

Yatırımcıların, özellikle kurumsal yatırımcıların, genellikle istikrarlı temettü dağıtımı yapan, dağıtılan kâr payları düzenli bir artış eğilimi gösteren şirketlerin hisse senetlerini tercih ettikleri gözlenmektedir (Karaca, 2007). İstikrarlı kâr payı dağıtan işletmeler, diğer işletmelere oranla sermaye piyasalarında yüksek değere sahip olurlar (Pamukçu, 1999).

İstikrarlı temettü ödemeleri gerçekleştirebilmek için işletmeler şu önlemlere başvurabilirler (Akgüç, 1998). Kârları arttığı sürece, kâr payı oranını aşamalı olarak yükselterek, artan kârın tümünü hemen dağıtmamak,

- Kâr artışı süreklilik kazanmadan, cari kâr payı dağıtım oranını yükseltmemek,
- Kârlarda uzun süre devam eden önemli düşüşler olmadan kâr payı oranını değiştirmemek.

Çelik (2013) çalışmasında, imalat sektöründe, halka açık şirketlere ait 2006-2011 dönemine ait veriler kullanarak ve logit, probit modeller uygulanarak yaşam döngüsü teorisinin Türkiye’de geçerliliğini test etmiş, sonuçta yaşam döngüsü teorisi ile uyumlu olarak şirketlerin yaşam döngüsünde bulunduğu aşamayı temsil eden, birikmiş kârların öz sermayeye oranı değişkeni ile şirketlerin temettü ödeme olasılıkları arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulmuştur. Bununla birlikte büyük, kârlılığı ve nakit oranı yüksek olan şirketler daha fazla temettü ödeme eğiliminde olduğu gibi şirketlerin yaşam döngülerinde de buldukları aşama kâr payı dağıtım kararlarında etkili ve olgunluk aşamasında bulunan şirketlerin kâr payı dağıtım olasılığı büyüme aşamasında bulunan şirketlerden daha yüksek çıkmıştır (Çelik, 2013). Olgunlaşmış şirketlerin kâr payı dağıtım olasılığı büyüme aşamasındaki şirketlere göre daha yüksek olması, olgunlaşmış şirketlerin büyüme aşamasındaki şirketlere göre daha istikrarlı bir kâr payı dağıtım politikası uygulayabileceği anlamına gelebilir. Çünkü büyüme aşamasındaki firmaların piyasadaki agresif tutumu ve kârların yatırıma yönlendirilmesi gibi nedenlerle kârların şirket bünyesinde bırakılması ve olası kârlarda yaşanan dalgalanma, olgunlaşmış firmalara göre daha fazla olacağından, olgunlaşmış şirketlerin büyüme aşamasındaki şirketlere göre daha istikrarlı bir kâr payı dağıtım politikası uygulayabileceği söylenebilir.

2.2. Kâr Dağıtım Politikalarını Etkileyen Faktörler

İşletmeler neden temettü öderler? Yatırımcılar neden temettüye önem verirler? Bu soruların cevaplanması ilk bakışta kolay görülecektir. Kâr payı, işletmenin taşıdığı riske bağlı olarak yatırımcılar açısından bir getiriye ifade ettiği için belki de işletmeler var olan hissedarları ödüllendirmek ve diğer yatırımcıları yüksek fiyattan yeni hisse senedi satın almaya cesaretlendirmek isterler. Diğer taraftan işletmeler temettü ödemeyerek, temettü ödenmesi durumunda kaçırılacak cazip bir yatırım fırsatı olduğunu göstermeye çalışırlar (Karaca, 2007).

Pekkaya’nın (2006) çalışmasında belirtildiği üzere, Black’in 1976 yılında yayınladığı makalesinde bu sorulara verilebilecek cevapların görüldüğü gibi kolay olmadığını ifade etmektedir. Kâr payı resmine ne kadar çok yakından bakılırsa, resimden çok bir bilmeceye benzediği üzerinde durmaktadır.

İşletmeler ihtiyaç duyduğu fonların bir kısmını kâr payı olarak dağıtmayarak iç kaynaklardan sağlarken bir kısmını da hedef sermaye yapısına uygun olarak dış kaynaklardan sağlamaktadır. İç kaynakların işletmenin bünyesinde kullanılmasının dış kaynaklara göre bazı avantajları olmasına karşılık borç olarak kullanılacak kaynaklar daha düşük maliyetle işletmenin karşısına çıkar. İşletme gelecekteki yatırım ve finansman politikası çerçevesinde kâr dağıtım politikasını kısa, orta ve uzun vadeli olarak belirler. İşletmeler kâr payı dağıtım politikasını belirlerken bazı faktörleri göz önünde bulundurmaları gerekmektedir (Okka, 2009).

Kâr payı dağıtımına yönelik karar verme aşamasında şirket yönetimi, gerek şirket içi, gerekse şirket dışı bir takım sınırlamaları ve güçlükleri dikkate almak zorundadır (Özdemir, 1997). Teorik açıdan kâr payı dağıtım politikalarının amacı hisse senetlerinin piyasa değerini maksimize etmek olmakla birlikte, işletmelerde kâr dağıtım politikasını etkileyen pek çok faktör vardır (Bolak, 2010). Günün ekonomik, politik ve sosyal şartlarına bağlı olarak değişik öneme sahip faktörler ön plana çıkabilir (Arslanboğa, 1990). Genel olarak işletmelerin kâr dağıtım politikasını etkileyen faktörler, yasal kurallar, vergi düzenlemeleri, yatırım olanakları, likidite durumu, borç ödeme gereği ve borç sözleşmelerindeki sınırlamalar, enflasyon ve şirket yönetiminin kontrolünü elinde tutması şeklinde sıralanabilir.

2.2.1. Yasal Kurallar

Şirketlerin temettü ödemelerini etkileyen en önemli unsurlardan bir tanesi yasalar ve şirketlerin ana esas sözleşmelerinde yer alan hükümlerdir. Her ülkede, değişiklik gösteren bu yasal düzenlemeler, şirketlerin yapabilecekleri temettü ödeme şekillerini ve temettü ödemelerinin kaynaklarını belirlemesi nedeniyle, kâr payı dağıtımları üzerinde belirleyici nitelikte olabilmektedirler (Kaplanoğlu, 2005).

Kâr dağıtımlarına ilişkin yasal kurallar, her ülkenin kendi ilgili yasalarında düzenlenmiş olup, genel olarak azınlık paylarının kâr üzerindeki haklarının korunması ve firmaya fon temin eden üçüncü kişilerin yanlış yönlendirilmelerinin önlenmesi amaçındadır (Karaca, 2007). Ülkemizde Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye

Piyasası Kanunu anonim ortakların kâr payı dağıtımları konusunda bir takım düzenlemeler getirmektedir (Bolak, 2010). Anonim ortaklıklara ilişkin genel hükümler Türk Ticaret Kanunu'nda, halka açık anonim ortaklıklarda ise Sermaye Piyasası Kanunu'nda düzenlemiştir. Anonim şirketlerde kâr dağıtım konusunda yasalar nezdinde genel kurul yetkilidir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010).

Türk Ticaret Kanunu hükümleri, kâr payını ancak safi kârdan ve bu nedenle ayrılmış olan yedek akçelerden dağıtılabileceğini belirtmiştir. Türk Ticaret Kanunu, kâr payı dağıtımıyla ilgili üç ilkeden söz etmektedir (Ertaş ve Karaca, 2010):

- Net Kâr İlkesi,
- Esas Sermayenin Zayıflatılmaması İlkesi,
- Firmanın Borçlarını Ödeme Güçlüğü İçinde Olmaması İlkesi

Net kâr ilkesi, kâr paylarının ancak cari yıl ve geçmişteki kazançlardan ödenmesi gerektiğini ve bu amaçla ayrılmış olan yedek akçelerden ödenebileceğini ifade etmektedir. Esas sermayenin zayıflatılmaması ilkesiyle, işletmede kâr paylarının sermayeden ödenmesinin önüne geçilerek, işletme ile alacak ilişkisi bulunan üçüncü şahıs ve kurumlar korunmaktadır. Firmanın borçlarını ödeme güçlüğü içinde olmaması ilkesi ise, iflasta işletmeden alacaklı olan şahıs ve kurumları koruma amacına ve işletmenin borç ödeme gücüne sahip olmadığı halde temettü ödenmesini engellemeye yöneliktir (Türko, 1999). İşletmelerin bu ilkelere uygun olarak yapacağı kâr payı dağıtımı, temel ilkelere ve mevzuata bağlı bir kâr payı dağıtımını sağlayacaktır.

2.2.2. Vergi Düzenlemeleri

İşletmelerin kâr dağıtım politikalarını etkileyen bir diğer faktör ise vergi düzenlemeleridir. Bir ülkedeki gelir ve kurumlar vergisi oranlarının düzeyi sermaye kazançları ile ilgili vergi uygulamaları ve işletme ortaklarının buldukları vergi dilimi gibi etkenler kâr dağıtım politikalarını etkiler (Özenalp, 2000). İşletme ortaklarından gelir vergisi dilimleri yüksek olanlar, kârların kendilerine dağıtılmayarak işletme bünyesinde bırakılmasını tercih ederler. Aksi takdirde kendilerine dağıtılan kârlar yüksek vergi oranlarına tabi olmaları sebebiyle daha az

miktarlara düşmüş olacaktır. Bu nedenle, vergi oranları kâr dağıtım kararlarının verilmesinde önemli bir rol oynamaktadır (Özdemir, 1997).

2.2.3. Yatırım Olanakları

Bir işletme ne ölçüde hızlı büyüyorsa, işletmenin fon ihtiyacı o derecede yüksek olacaktır. Hızlı büyümeyi amaç edinen ve yatırım planlarını buna göre yapan büyüme aşamasındaki işletmeler, önemli miktarda nakde gereksinim duyacakları için kârlarını kendi bünyesinde tutacak veya düşük kâr payı dağıtım politikası izleyeceklerdir (Canbaş ve Vural, 2012). Buna karşılık olgunlaşmış endüstrilerdeki istikrarlı işletmelerin küçük ve büyüme aşamasındaki işletmelere göre daha yüksek miktarda kâr payı dağıtım politikası izledikleri görülmektedir (Okka, 2009).

Dağıtılmayan kârların işletme bünyesinde tutarak yeni yatırımlarda kullanılması, bu yatırımların uzun dönemde işletmenin piyasa değerini ve dolayısıyla da paydaşların kazançlarını arttıracakları şeklindeki beklenti sonucunda kabul gören bir yaklaşımdır. Aksi takdirde, gerekçesiz bir biçimde kâr dağıtımının yapılmaması, yatırımcılar tarafında işletmeye karşı bir güvensizlik sorunu yaratacaktır (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010).

Omağ'ın (2007) çalışmasında, yatırım olanakları ile kâr payı dağıtımını arasında ters yönlü bir ilişki bulunmakla birlikte, bazı çalışmalarda bunun tersi yönde bulgulara ulaşıldığı ifade edilmiştir. Örneğin Reddy ve Rath'ın (2005), Hindistan menkul kıymetler borsasında işlem gören şirketlerin, 1991–2001 dönemindeki kâr payı eğilimini inceleyen bir çalışmasında, farklı bir ilişki bulunmuştur. Bunun nedeni olarak da gelişmekte olan piyasalarda kâr paylarının asimetrik bilginin ve bununla ilgili maliyetlerin oluşmasını engelleyici bir rol oynaması gösterilmiştir. Bu nedenle, şirketlerde yatırım fırsatları bulunmasına rağmen kâr paylarının ödenebileceği ileri sürülmüştür.

2.2.4. Likidite Durumu

İşletmenin likit olması ya da olmaması kâr dağıtım politikasını etkileyen başlıca faktörlerden birisidir. İşletmenin kâr elde etmiş olması bu kârı hemen dağıtma olanağına sahip olduğu anlamına gelmemektedir. Fakat işletmenin likit olup olmaması kâr dağıtım politikasını her zaman etkileyen bir faktördür. İşletmelerin piyasa şartlarına göre kâr dağıtım politikalarını belirlemeleri en doğru karar olacaktır. Bu bağlamda piyasaların istikrarsız olduğu dönemlerde işletmelerin likidite yapısı, kâr payı dağıtımında oldukça önemli bir unsur olacaktır (Yurtadur, 2009). Likiditesi güçlü ve yüksek kâr oranıyla çalışan işletmeler yüksek temettü ödeyebilirler ve hisse senetlerini geri alma yoluyla hisse senedi fiyatlarının yükselmesini sağlayabilirler (Canbaş ve Vural, 2012). Nakit durumu ve likiditesi iyi olan bir işletme, rahatlıkla kâr payı dağıtabilir. Bunun yanında büyüme aşamasındaki işletmeler, sürekli fona gereksinim duyduklarından nakit olarak kâr dağıtımından uzak durabilirler. Aynı zamanda geleceğin taşıdığı belirsizliğin çok olduğu dönemlerde işletmeler likidite durumlarını bozmamak için yüksek oranda kâr dağıtmazlar (Apak ve Demirel, 2013).

Çeşitli nedenlerle, bir işletmenin bilançosunda yüksek miktarla dönem kârı ve/veya dağıtılmamış kârlar görüldüğü halde, şirketin likidite durumu kâr payı dağıtımına izin vermeyebilir ve nakit olarak kâr payı dağıtımını yapılamaz. Bununla birlikte anonim şirketlerin, yedek akçeleri sermayeye ilave yoluyla sermaye artırımına gitmeleri ve bu şekilde hissedarlara bedelsiz hisse dağıtmaları da mümkündür. Böylece, nakit çıkışına gerek kalmaksızın kâr payı dağıtımını gerçekleştirilebilmektedir (Bolak, 2010). Özetle belirtmek gerekirse, kâr payı dağıtım kararı sadece elde edilen kârın miktarı ile ilgili değil, aynı zamanda temettü ödemelerini gerçekleştirebilecek düzeyde bir nakit miktarının varlığıyla da alakalı bir konu olmaktadır (Özdemir, 1997).

2.2.5. Borç Ödeme Gereği ve Borç Sözleşmelerindeki Sınırlamalar

Borç, işletmeler açısından süreli bir kaynak olup gerek anapara gerekse faiz ödemelerini içermektedir. İşletmeler vadesi gelen borçlarını ödemek zorundadırlar ve bu zorunluluk, işletmenin varlığı açısından önemlidir. İşletmelerin mevcut borçlarını ödemeleri için iki seçenekleri vardır. Bunlarda ilki, yeni borç almak veya borçları

yeniden yapılandırmak, diğeri ise faaliyetleri sonucunda elde edilen kârları dağıtmayarak borç ödemelerinde kullanılmasını sağlamaktır. Bu seçeneklerden hangisinin uygulanacağı, finans yöneticisinin yeni borçlanmanın, işletmenin sermaye maliyetini ve piyasa değerini ne şekilde etkileyeceği ile kâr dağıtmamanın işletmeye maliyetini hesaplaması sonucunda belirlenir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010).

Uzun vadeli borç sözleşmeleri işletmelerin nakit kâr payı dağıtımını kısıtlayıcı bir faktördür. Nakit kâr payı dağıtan işletmelerin nakit pozisyonları zayıflar ve finansal yapıları bozulabilir. Finansal yapının bozulması hem firmanın kredi değerliliğini azaltır, hem de finansal riskini artırır (Türko, 1999).

Finansman kurumları, kredi sözleşmelerine eklenen hükümlerle, işletmelerin kâr dağıtım politikalarını etkileme ve kâr dağıtımını sınırlama olanağını elde etmektedir. Sözleşmelere, ‘Temettü ödemeleri her yılın kârından yapılır. Dağıtılmayan kârlardan temettü ödemesi yapılmaz’ ya da ‘Net işletme sermayesi belirli bir tutarın altına düştüğü zaman temettü ödenmez’ gibi bir takım hükümler koyarak verdikleri kredinin tamamı geri ödeninceye kadar kâr dağıtımını düşük bir düzeyde tutmayı amaçlarlar (Apak ve Demirel, 2013).

Temettü ödemeleri hissedarları ve tahvil sahiplerini çelişki içine sokabilir. Bir işletmede geniş nakit rezervleri ve az sayıda iyi yatırım projeleri varsa bu işletmenin hissedarları eldeki nakdin kâr payı olarak ödenmesini ya da yeni hisse senedi şeklinde alınmasını isteyeceklerdir. Hâlbuki tahvil sahipleri bu nakdin işletme bünyesinde tutulmasını isteyecektir; çünkü bu para riski azaltmak için borç (anapara ve faiz) ödemelerinde kullanılmalıdır (İşeri, 2002). Tahvil sahipleri açısından risk, şirketin tahvil anapara ve faizlerini ödeyemeyecek konuma gelmesi halinde söz konusu olacaktır.

2.2.6. Enflasyon

Kâr payı dağıtım politikasını etkileyen önemli faktörlerden bir diğeri de enflasyondur. Çünkü fiyat artışları, işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimlerini artırır. Diğer taraftan, maliyet bedeli ile bilançoda gösterilen sabit varlıklar için

aşınma payı olarak ayrılan fonlar, sabit varlıkların yenilenmesine yetmez. Bu nedenle, işletmelerin kazanç gücünü devam ettirebilmesi için, fon gereksinimlerinin bir kaynaktan karşılanması gerekir. İşletmenin sermaye yapısını ve kazanç gücünü aynı düzeyde tutabilmesi için, artan fon ihtiyacının, dağıtılmayan kârlarla karşılanması söz konusu olabilir. Uygulamada, birçok işletme, dönem sonu kârından, gelecek dönemlerde ihtiyaç duyacağı fonları çıkardıktan sonra, dağıtacak kâr tutarını hesaplamaktadır (Ceylan, 2003). Kâr payı dağıtım oranının, ekonominin durgun ve kârlı yatırım fırsatlarının az olduğu dönemlerde yüksek, yatırım olanaklarının fazla olduğu dönemlerde ise düşük olduğu gözlemlenmektedir (Apak ve Demirel, 2013).

2.2.7. Şirket Yönetiminde Kontrolü Giderme İsteği

Genelde aile şirketleri veya belli bir gruba ait, az ortaklı, halka kapalı şirketlerde, şirket yönetiminde söz sahibi olan aile bireyleri veya grup üyelerinin kontrolü elden kaybetmekten korktukları görülmektedir. Bu nedenle, yatırımcılar için gerekli fonların sağlanmasında, hissedar sayısında bir artışa neden olabilecek hisse senedi ihracı gibi yöntemler yerine, oto finansmana ağırlık vermeye çalışılır (Bolak, 2010). Yani iç kaynaklar yerine hisse senedi ihracı bu kontrolün kısmen kaybı anlamına gelir. Bu tarz işletmeler mevcut kaynaklar ve borç ile işletmenin ihtiyaç duyduğu fonları temin etmeye çalışırlar. Dolayısıyla da işletmeler düşük oranda kâr payı dağıtımını yaparlar (Okka, 2009).

2.3. Kâr Dağıtım Yöntemleri

İşletmeler farklı yöntemlerle kâr payı dağıtımını yapabileceğine sahiptirler. Kâr dağıtım yöntemleri genel olarak şu şekilde sıralanabilir (Türko, 1999);

- Nakit olarak yapılan kâr dağıtımını
- Hisse senedi şeklinde yapılan kâr dağıtımını,
- Hisse senetlerinin bölünmesi
- Şirketlerin kendi hisse senetlerini satın almaları.

2.3.1. Nakit Olarak Yapılan Kâr Dağıtımı

Nakit kâr dağıtımı isminden de anlaşılacağı üzere, işletmeler tarafından temettü ödemesinin hissedarlara nakit olarak dağıtılması yöntemidir. Bu yöntem kâr dağıtım yöntemleri arasında işletmeler tarafından kullanılan en yaygın yöntemdir.

Bu yöntem işletmeden nakit çıkışını zorunlu kıldığı için şirketin likidite durumu bu yöntemin benimsenmesinde önem kazanmaktadır. Bildirilen yüksek kârlar ile nakit varlıklar aynı şeyler değildir. Bir işletmenin gelir tablosunda önemli bir tutarda gelir görülebildiği halde, bilançosundaki nakit varlıkları aynı oranda olmayabilir. Özellikle, fiyatların sürekli olarak yükselme gösterdiği durumlarda, bilanço kârlarına parasal yönden kullanılabilir tutarlar olarak bakılması imkânsızdır. Bu nedenle, nakit olarak kâr dağıtım düşüncesinde olan işletmenin o dönem için yeterli nakde sahip olup olmadığının araştırılması gereklidir. Nakit olarak yapılan kâr dağıtımların işletmelerin elde ettikleri kâr miktarına, nakit ihtiyaçlarına ve yeni kuruluş kurulmadıklarına göre değişiklik gösterebilir (Ertaş ve Karaca, 2010). İşletmelerin nakit sıkıntısı nedeniyle bazen nakdi olmayan temettü ödemelerinde de bulunmaları mümkün olmaktadır (Yücel, 2001).

Dağıtılacak olan kâr payları, genel olarak parasal değer bir yüzdesi (hisse başına kâr payı) olarak ifade edilir (Armağan, 2007). Şirketlerde nakit olarak dağıtılacak kâr payını, dolayısıyla iç kaynaklardan finansmanı etkileyen faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Erdoğan, 1990);

- Yatırım fırsatının varlığı,
- Değeri en üst düzeye çıkarma düşüncesi,
- Mevzuatın kâr dağıtım oranını sınırlayıp, sınırlamadığı,
- İşletmenin nakit kaynaklara gereksinim duyup, duymaması
- İşletmenin borç ödeme durumu,
- Sözleşmelerde kâr dağıtımıyla ilgili sınırlamanın varlığı,
- İşletmenin borç ödeme yeteneği,
- İşletmenin sermaye piyasasına giriş kolaylığı,
- Adi hisse senedi ile dağıtılmamış kârlar arasındaki maliyet farkı,

- Adi hisse senedi ile finanslamanın denetim açısından farkı,
- Yatırımcıların kâr payına verdikleri önem,
- Dağıtılacak kârlarda istikrarlılığın aranıp-aranmaması,
- Hedef alınmış kâr payı oranlarının olup, olmaması
- Enflasyonun varlığı.

Ayrıca nakit kâr paylarını; düzeli nakit kâr payları, ekstra nakit kâr payları, özel kâr payları, tasfiyede kâr payları olarak da bölümlendirmek mümkündür. Belirli bir ödeme planı içerisinde yapılan temettü ödemeleri, düzenli nakit kâr paylarıdır. Örneğin, yılda bir defa, altı ayda bir ya da yılda iki defa şeklinde yapılan ödemelerdir. Ülkemizde yılda bir defa ödeme yaygınken, ABD gibi gelişmiş ülkelerde yılda dört defaya kadar temettü ödemesi mevcuttur. Bazen işletmeler düzenli kâr payının yanı sıra ekstra nakit temettü ödemesi yaparlar. Süreklilik göstermeyen bu tarz temettü ödemeleri ekstra yapılan temettü ödemeleridir. Özel kâr payları, işletmenin sıra dışı bir olaya istinaden yaptığı, bir defaya mahsus ve tekrarı olmayan temettü ödemeleridir. Son olarak tasfiyede temettü ödemeleri ise, işletmenin tamamen veya kısmen satılması ya da tasfiye edilmesi sonucunda ödenen kâr paylarıdır (Ercan ve Ban, 2012).

2.3.2. Hisse Senedi Şeklinde Yapılan Kâr Dağıtımı

İşletmeler, dağıtılmayan kârlar ile isteğe bağlı yedekler (olağanüstü yedekler) karşılığında yeni hisse senetleri çıkararak ve hisse senedi şeklinde olan kâr payını, hissedarlara dağıtmak suretiyle kâr payı dağıtımında bulunabilirler (Özdemir, 1997).

Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımı uygulamasında işletmeden hissedarlara herhangi bir şekilde nakit aktarımı olmamakta, onun yerine kâr payını temsil eden yeni hisse senedi dağıtımı yapılmaktadır. Hisse senedi şeklinde yapılan dağıtımın sonucu olarak da dolaşımdaki hisse senedi sayısı hisse temettü oranında artarken, her bir hisse senedinin işletmede temsil ettiği paydaşlık oranı ve fiyatı da hisse kâr payı oranına paralel olarak gerilemektedir. Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımı neticesinde, işletmenin hissedarlarının işletmedeki paydaşlık oranlarında,

servetlerinde ya da likidite durumlarında herhangi bir değişiklik söz konusu olmamaktadır (Akyol, 2007).

Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımının, hisse senetlerinin fiyatını ve hisse başına geliri düşürmesi bu yöntemin dezavantajı olarak görülmektedir. Hisse başına gelir, hisse senedinin sayısının artmasıyla düşse dahi, hissedarların elinde daha fazla hisse senedi bulunacağından ortakların geliri azalmayacaktır. İşletme bu şekilde alıkoyduğu fonları, verimli yatırımlarda kullandığında, gelecek yıllarda dağıtabileceği kâr payı oranlarını da yükselterek uzun vadede yatırımcılarına daha yüksek kazançlar sunabilecektir (Canbaş ve Vural, 2012).

İşletmeler, finansal güçlükler nedeniyle nakit yerine hisse senedi vermek yoluyla kâr dağıtımını yapıyorsa, fonların kârlı yatırım fırsatlarının değerlendirilmesinde kullanılmasını planlamıyorsa, işletmenin kazanma gücü ve nakden kâr payı dağıtım oranı konusunda gelecek yıllar için bekleyişler olumlu değilse, bu tür kâr dağıtımının, hisse senetlerinin değeri üzerindeki etkisi olumsuzdur (Mao, 1976; aktaran Armağan, 2007).

Hisse senedi şeklinde yapılan kâr payı dağıtımının işletmelere ve ortaklara sağladığı bazı yararlar vardır, bunlar şöyle özetlenebilir (Bolak, 2010):

- İşletme, fon çıkışı olmadan kâr dağıtımını yaptığı için nakit sıkıntısına girmez ve böylece hem kâr dağıtımını yapmış olur, hem de yatırım fırsatlarının değerlendirilmesinde kullanılacak fon kaynakları daralmaz.
- Bu tarz yapılan kâr payı dağıtımını genellikle büyüme potansiyeli içinde olan işletmeler de görülür. Dolayısıyla yatırımcı bu uygulamayı yapan işletmelerin gelecek dönem kazanç seviyelerinde artış olacağı mesajını alabilmektedir.
- Nakit paraya gereksinimi bulunan hissedarlar ellerine geçen hisse senedinin fazlasını satarak nakde dönüştürebilir. Böylece hem eski sahip olduğu hisseleri muhafaza ederken, hem de nakit bir gelir elde etmiş olurlar. Nakit paraya gereksinimi olmayan hissedarlar ise yatırımlarının miktarını arttırmış ve daha fazla hisse senedi sahibi olmuş olurlar.

- Nakit olarak dağıtılan kâr payı vergiye tabi olduğundan, hisse senedi şeklinde dağıtılan kâr paylarının ortaklara vergi avantajı sağlaması söz konusudur.
- Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımını şirketin mülkiyetinin daha geniş kitlelere yayılmasına da olanak yaratmaktadır.

2.3.3. Hisse Senetlerinin Bölünmesi

Hisse bölünmeleri işletmelerin mevcut her hisse senedi karşılığında iki, üç v.b. gibi yeni hisse senetleri vererek mevcut hisse sayısını iki, üç v.b. katına çıkarmak için yaptığı bir işlemdir (Türko, 1999). Buradaki amaç, işletmelerin hisse senetlerine olacak yatırımcı taleplerini arttırmak ve hisse senetlerinin piyasa değerinin yükselmesini sağlayacak psikolojik bir ortam meydana getirmektir. Birçok finansçı hisse senetleri fiyatları için en uygun bir aralığının bulunduğunu düşünür. Bu aralığın içerisinde bulunacak hisse senetlerinin fiyatları daha çabuk yükselir. Aslında hisse senedi bölünmesi firmanın kârlarının yüksek olduğu büyüme dönemlerinde uygulanan bir politikadır ve yatırımcı firmanın geleceği konusunda olumlu bir algı içerisindedir. Pratik hayatta yatırımcıların, psikolojik açıdan örneğin şirketin 100 lira olan hisse senetleri yerine 10 lira olan hisse senetlerine taleplerinin daha yoğunlaştıkları görülmektedir. Bu da değeri düşük olan hisse senetlerinin fiyatlarının göreceli olarak daha çok yükselmesine ve dolayısıyla işletmenin piyasa değerinin artmasına sebep olmaktadır (Okka, 2009).

Hisse senedi bölünmesini, hisse senedi şeklinde yapılan kâr dağıtımını yönteminden ayıran fark, hisse kâr payında, dağıtılmayan kârlardan veya yedeklerden hissedarlara doğru bir fon transferi söz konusuysa, bölünmede ise hisse senedinin piyasa fiyatını düşürmenin söz konusu olmasıdır (Karaca, 2007).

Hisse senedi şeklinde dağıtılan kâr payı ile hisse senedinin bölünmesi, muhasebeleştirilme yöntemindeki farklılık dışında birbirine çok benzemektedir. Bir hisse senedi şeklinde dağıtılan kâr payı ile hisse senedinin nominal değeri düşmez, fakat hisse senedi bölünmesinde düşer. Sonuç olarak öz kaynaklar değişmeden aynı kalır. % 100'lük bir hisse senedi verilerek ödenen kâr payı ile bire ikilik bir bölünme

(yatırımcıların elindeki her bir eski hisse senedi için yeni iki hisse senedi verilmesi)ekonomik sonuçları açısından benzerdir (Özenalp, 2000).

2.3.4. Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Almaları

Şirketlerin kendi hisse senetlerini almaları, kâr dağıtım yolunun bir alternatifidir. Hisse senetlerinin geri alınması “treasurystock” kasa stoku olarak adlandırılır. Mevcut hisse senetlerinden bir kısmı geri satın alındığında ve kasa stoku oluşturulduğunda, geri kalan hisse senetlerinin sayısı azalacak, azalma sonucunda kalan hisse senetlerinin değeri yükselecektir. Hisse senetlerinin geri satın alınması (repurchase) aslında hissedarlara dağıtılacak olan işletme geliridir. Fakat bu dağıtım doğrudan kâr payı olarak değil hisse senedi sayısı azaltılarak yapılmaktadır (Ercan ve Ban, 2012). Bu yöntem özellikle Amerika Birleşik Devletleri (ABD) sermaye piyasalarında şirketler tarafından çok yaygın olarak uygulanmaktadır. S&P-500 endeksine dâhil olan şirketler, 2007 yılında kendi hisse senetlerini geri satın almak için 589 milyar ABD doları ödeme yapmışlardır (Ergin, 2011).

Hisse senedi geri satın alınmasının iki şekli vardır; 1) İşletmenin, hissedarına dağıtmak için nakde sahip olduğu ve bu nakdi kâr payı olarak ödemek yerine hisse senetlerini geri satın almak suretiyle kullanması, 2) İşletmenin sermaye yapısının çok fazla öz sermaye ağırlıklı olduğuna inanıldığı durumlarda, işletmenin borçlanarak hisse senetlerini geri satın alınması. Bu durumda işletmenin sermaye yapısında öz sermaye oranı azaltılmış olmaktadır (Türko, 1999).

Şirketlerin kendi hisse senetlerini geri satın almaları yatırımcılara iki ayrı avantaj sağlamaktadır. Bunlardan ilki, yatırımcılar tarafından hisse senetlerinin satılması sonucunda elde edilecek gelirin, sermaye kazancı niteliğinde olması nedeniyle vergilendirilmesinin bu çerçevede yapılmasıdır. Diğeri ise, şirketlerin hisse senetlerini geri satın alma talebi ile yatırımcılara gitmeleri durumunda, yatırımcıların hisse senetlerini satarak geliri hemen elde etme veya hisse senetlerini elde tutarak fiyat artışlarından yararlanma konusunda bir tercihte bulunabilmeleridir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010). Yani şirketin hisse senetlerini geri almak suretiyle, piyasadaki hisse senedi sayısı azalacak ve dolayısıyla hisse başına düşen kâr artmış

olacaktır. Hisse başına kazancı artması ile şirketin piyasadaki hisse senedinin fiyatı artmış olacak ve nakit kâr dağıtımını yerine sermaye kazancı elde etmiş olacaktır (Ertaş ve Karaca, 2010).

2.4. Kâr Dağıtım Politikası Teorileri

Kâr dağıtım politikalarının hisse senedinin piyasa değerini etkileyip etkilemediği, etkiliyorsa ne şekilde etkilediği, 1960'lı yıllardan beri, finans literatürünün önemli tartışma alanlarından biri olmuştur (Bolak, 2010).

Kâr dağıtım politikası üzerine yapılan teorik çalışmalar temel olarak iki görüş etrafında toplanır. Birincisi, kâr dağıtımlarının işletmelerin piyasa değerini etkilediğini, ikincisi ise kâr dağıtımlarının işletmelerin piyasa değerini etkilemediğini ortaya koyan teorik yaklaşımlardır. Bu iki karşıt görüş dışında, kâr dağıtım politikasının işletmelerin piyasa değeri üzerine etkisi konusunda farklı bakış açılarına sahip yaklaşımlar da bulunmaktadır.

2.4.1. Miller&Modigliani Modeli (Kâr payı İlintisizliği Teorisi)

Kâr dağıtım politikası ile ilgili olarak yapılan ilk teorik çalışmadır. Miller ve Modigliani, işletmenin kâr payı dağıtım politikasının, işletmenin hisse senetlerinin piyasa fiyatını ve sermaye maliyetini etkilemediğini savunmuşlardır (Ercan ve Ban, 2012).

Bu yaklaşıma göre, işletme ne kadar kâr dağıtırsa dağıtsın, işletmenin hisse senedinin piyasa değeri dolayısıyla da hissedarın serveti kâr dağıtımından etkilenmez. Miller&Modigliani işletmelerin piyasa değerinin, varlıklarının kazanma gücüne veya yatırım politikasına bağlı olduğunu, kazancın kâr payı olarak dağıtılıp dağıtılmamasının bu değere hiçbir katkısının olmadığı görüşündedirler. Çünkü onlara göre tam rekabetin geçerli olduğu bir sermaye piyasasında işletmenin kârını dağıtmaması ile dağıtması arasında fark olmayacaktır (Erdoğan, 1990). Teoriye göre yatırımcılar kâr payı dağıtılması ile kârın dağıtılmayarak işletmede kalması sonucunda oluşacak sermaye kazancı konusunda kararsızlardır. Çünkü yatırımcılar

işlemede kalan kâr sonucunda ortaya çıkabilecek sermaye kazancına ellerindeki hisse senedini satarak ulaşabilecekler ve böylelikle nakit ihtiyaçlarını gidermiş olacaklardır. Diğer taraftan kârın kâr payı olarak dağıtılması durumunda nakde ihtiyacı olmayan yatırımcı elindeki nakitle işletmenin hisse senedini alabilecektir. Dolayısıyla yatırımcılar kendilerini işletmenin kâr dağıtım politikasına göre uyarlayabilmektedirler (Güenalp, Kadioğlu ve Kılıç, 2010).

Başka bir ifade ile M&M yaklaşımı, işletmenin piyasa değerinin yalnızca işletmenin aktiflerinin meydana getirdiği kâra bağlı olduğunu, kârın, kâr payı ve dağıtılmayan kâr (ve dolayısıyla büyüme) arasında bölünmesine bağlı olmadığını öne sürmektedir. Bu model diğer modeller ile karşılaştırma yapmak için standart bir alt yapı oluşturmakta ve M&M yaklaşımı aşağıdaki varsayımlarda bulunmaktadır (Kaplanoğlu, 2005);

- *Aracılık maliyeti yoktur:* İşletmenin yöneticileri, hissedarları, tahvil sahipleri gibi farklı alacaklıları arasında görüş ayrılığı yoktur. Yöneticiler gibi aracılarında faaliyetlerinin tamamen gözlenebildiği tam bilgi varsayımından ve alacaklılar arasında tam olarak uygulanabilen sözleşmelerin varlığından dolayı olası bir kazanç elde edilemez. Buradan hareketle, aracı davranışlarının servetin yeniden dağıtılmasına hiçbir katkısı yoktur.
- *Vergi yoktur:* İşletmelerin ve yatırımcıların gelirlerinden herhangi bir vergi alınmaz. Yatırımcıların kâr payı ve sermaye kazançlarının vergilendirilmesinde, işletme kazançlarının işletme içerisinde bırakılmasının ya da dağıtılmasının vergilendirilmesinde farklılık yoktur.
- *Tam bilgi vardır:* İşletme yönetimi ile hissedarlar ya da işletmenin diğer alacaklıları ile hissedarları arasında asimetrik bilgi yoktur.
- *Dönüştürme maliyeti yoktur:* Yatırımcılar, kâr paylarını hisse senetlerine veya benzeri varlıklara maliyetsiz dönüştürebilirler. Bundan dolayı ne hisse senedi satın almada ne de hisse senetlerinin satışında komisyon ödemezler. Aynı şekilde, şirketlerde kazançlarını dağıtmama yolu ile iç kaynaklardan finansmanı maliyetsiz olarak yapabilirler. Ayrıca

işletmeler, yeni hisse senetlerinin ihraç edilmesiyle sağlanan dış kaynaklardan finansmanı maliyetsiz olarak gerçekleştirebilirler.

- *Yatırım ve finansman kararları kâr dağıtım politikasında bağımsızdır.*

Yukarıdaki varsayımların tümüyle geçerli varsayımlar olduğunu kabul etmek imkânsızdır. Nitekim hem işletmeler hem de yatırımcılar vergi vermek zorundadırlar. İşlemler masrafa tabi olduğu gibi, hisse senedi ihraçlarının da bir maliyeti vardır. Yöneticiler işletmenin geleceği konusunda, işletmenin dışındaki yatırımcılardan daha çok ve ayrıntılı bilgiye sahiptirler. İhraç ve işlem maliyetleri, öz sermaye maliyetinin kâr dağıtım politikası tarafından etkilenmesine neden olmaktadır. M&M teorilerinin geçerliliğinin varsayımlarının doğru olmasından ziyade, deneysel bulgulara dayandırılmasından ileri geldiğini ifade etmişlerdir (Türko, 1999).

2.4.2. J. Lintner ve M. Gordon Modeli (Eldeki Kuş Teorisi-Bird in The Hand Theory)

John Lintner'in 1962 yılında yayımlanan "Kâr Payı, Kazanç Kaldırıcı, Hisse Fiyatları ve İşletmelere Sermaye Sağlama" ve Myron Gordon'un 1963 yılında yayımlanan "Optimum Yatırım ve Finansman Politikası" isimli makalelerinde Miller ve Modigliani'nin görüşünün tam aksine, kâr dağıtım politikalarının işletmelerin piyasa değeri üzerinde bir etkisi olduğunu savunmuşlardır. Gordon ve Lintner kâr dağıtımlarındaki azalmaya bağlı olarak sermaye maliyetinin de azaldığını savunmuşlardır. Bu görüşe göre, yatırımcılar kâr payı gelirini sermaye kazancından daha az riskli bulmalarından dolayı, kâr payı getirisini eldeki kuş, sermaye kazancını da daldaki kuşa benzetmektedir. Bu teoriye göre, işletme kâr payı dağıtmayıp oto finansmana giderse, kazancın elde edilmesi için geçen süre uzayacak ve hisse senedi sahiplerinin beklenen getirileri (öz sermaye maliyeti) artacaktır. Hissedarların beklenen getirilerinin artması, hisse senedi fiyatlarının düşmesi şeklinde yorumlanmaktadır. Böylece yüksek oranda kâr payı dağıtımı, öz sermaye maliyetini düşüreceğinden dolayı tavsiye edilmektedir (Pekkaya, 2006).

“Eldeki bir kuş, daldaki iki kuştan daha değerlidir.” şeklinde özetlenebilecek olan bu yaklaşıma göre, kâr dağıtım politikası, yatırımcıların tercihlerine bağlı olarak şirket değerini etkiler. Myron Gordon ve John Lintner’in savunduğu bu görüşe göre yatırımcılar gelecekteki sermaye kazancı yerine bugünden kâr payı almayı tercih ederler. Bu yaklaşımda en uygun kâr dağıtım politikası, işletmenin yeni yatırımlarının kârlılığı ile (r) ortakların yatırımlardan bekledikleri kârlılık oranı (k) arasındaki ilişkiyle belirlenir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010).

Gordon modelinin dayandığı varsayımlar şunlardır (Karaca, 2007):

- Dış finansman yoktur.
- İç verim oranı (r) sabittir.
- Uygun iskonto oranı (sermaye maliyeti) (k) sabittir.
- Vergi yoktur.
- Büyüme oranı (g) sabit varsayılmıştır.

Bu varsayıma göre, $r > k$ olması durumunda, işletmenin yılsonu kazançlarını dağıtmaması gerekir. Böylece kârın büyük kısmı yeni yatırımlarda kullanılabilir. İç verim oranı (r) sermaye maliyetinden (k) büyük olan işletmeler genellikle büyümekte olan işletmelerdir. Bu tarz işletmelerde yıllık net kârın dağıtılmayarak bünyede bırakılan kısım arttıkça hisse senedinin değeri de artar. Gerileme sürecinde olan işletmelerde $r < k$ olduğundan, söz konusu işletmelerde akılcı olan kâr dağıtım politikası, kâr dağıtım oranını yüksek tutmaktır. $r = k$ olması halinde ise büyüme söz konusu değildir, bu durumdaki işletmelerde kâr dağıtım politikasının hisse senedi üzerinde hiçbir etkisi yoktur (Apak ve Demirel, 2013).

2.4.3. Litzenberger ve Ramaswamy Modeli (Vergi Farklılığı Teorisi-Tax Differential Theory)

Vergilerin olmadığı bir dünyada kâr payları ile vergiler arasında bir ilişki yoktur. Fakat yatırımcılar aldıkları kâr payları üzerinden vergi ödemek zorundadırlar. Kâr payları vergilerle birlikte düşünüldüğünde durum o kadar da açık değildir (Özenalp, 2000).

Vergi etkileri üzerine dayanan bu teori Litzenberger ve Ramaswamy tarafından ortaya atılmıştır. Yatırımcılar sağlayacağı vergi avantajı nedeniyle düşük miktarlarda veya oranlarda kâr dağıtımını tercih edebilirler. Yatırımcı vergi öncesi kârdan çok, vergi sonrası eline geçecek gelire ilgilidir. Bazı ülkelerde yürürlükteki vergi yasalarına göre, kâr dağıtımlarından sermaye gelirine göre yüksek oranda vergi alınabilir. Yatırımcılar kâr dağıtımlarından yüksek oranda vergi vermektan kaçınmak amacıyla, kârın işletmede bırakılarak daha düşük vergi oranı uygulanan sermaye kazancını tercih ederler. Her iki gelir arasında ödenecek vergi oranı açısından önemli ölçüde fark olmasa da yapılacak kâr dağıtım karşılığında ödenecek vergi, kâr dağıtım yapıldığı an ödenirken, sermaye kazancı için ödenecek vergi hisse senetleri satıldığı an gerçekleşir. Bu durum yatırımcıların daha düşük oranda kâr payı almayı tercih etmelerine neden olabilir (Ertaş ve Karaca, 2010). Böylece Gordon ve Lintner'in aksine vergi farklılığı teorisi, sermaye maliyetini düşürmek için yüksek kâr dağıtım politikası yerine daha düşük kâr dağıtım politikasını benimsemektedir (Apak ve Demirel, 2013).

Bu teoriye göre, yatırımcıların, kâr paylarının düşük oranda ödenmesi ve kârların daha büyük bir oranının firmada alıkonulmasını tercih etmelerinin üç nedeni vardır (Brigham, 1995; aktaran Özenalp, 2000):

- Sermaye kazançları, kâr paylarından daha düşük oranda vergilendiriliyor ise, hissedarlar kazançların firmada bırakılmasını tercih ederler.
- Kâr payları ödendiğinde, yatırımcılar, aldıkları kâr payları üzerinden vergi öderler. Fakat hisse senetlerini satmadan sermaye geliri oluşmayacağından ve dolayısıyla bir sermaye geliri vergisi söz konusu olmayacağından, sermaye gelirleri üzerindeki vergi ertelenebilir. Bu durum yatırımcıların kâr payları yerine sermaye gelirlerini yani kârların işletmede bırakılmasını tercih etmelerine neden olur.
- Sermaye gelirleri üzerinden vergi ödenmemesi söz konusu olabilir.

2.4.4. Kâr Payının Bilgi Verme Özelliği veya Sinyal Etkisi

Kâr payının bilgi verme özelliği veya sinyal etkisi (Informational content of dividends or signaling effect), işletmelerin açıkladığı kâr payındaki artışların ya da

azalışların, işletmenin gelecekte daha fazla kâr elde edebileceği veya edemeyeceği hakkında bilgi sunmakta ve bu düşünceye göre işletme yöneticileri, kâr payının gelecekte işletme kârlılığı hakkında yatırımcılara bilgi vermek için kullanmaktadırlar (Canbaş ve Vural, 2012).

Mükemmel olmayan piyasalarda, yatırımcılarla işletme yöneticileri arasında asimetrik bir bilgi (bilgi farklılığı-eşitsizliği) dağılımı söz konusudur. İşletmelerin dağıttığı kâr payları mevcut dönemdeki ve gelecek dönemlerdeki kazançlar hakkında güvenilir bir bilgi kaynağı olarak kabul edilmektedir. Kâr paylarının bilgi verme özelliği veya sinyal etkisi, kâr dağıtımlarının hisse senedi fiyatlarını etkilemesine neden olmaktadır (Pekkaya, 2006).

Miller ve Rock tarafından ileri sürülen ve “asimetrik bilgi” savına göre de yöneticiler, işletmenin kârlarının gerçek durumu ve gelecekteki seyri hakkında, yatırımcılara göre daha fazla bilgi sahibidirler. Bu nedenle, yatırımcıların kâr payı bildirimlerine bakarak, şirketin durumu hakkında sonuç çıkarmaları mümkün ve doğaldır. Buna göre (Bolak, 2010);

- İşletme ilk defa kâr payı dağıtır veya kâr payının arttırırsa, bu iyi bir haber olarak piyasada algılanır ve işletmenin piyasa değeri artar.
- İşletme kâr payını azaltır veya hiç dağıtmazsa, bu kötü bir haber olarak piyasada yorumlanır ve şirketin değeri düşer.

Kâr payları yatırımcılar tarafından, yönetimin gelecekle ilgili görüşlerinin, işletmenin gelecekteki kârlılığı hakkında beklentilerinin bir işareti olarak algılanmaktadır. Kâr payları gelecekte elde edilecek kâra bağlı olduğundan, kâr paylarının azaltılması kötü bir haber olarak algılanır ve hisse senedinin fiyatının düşmesine neden olur. Bundan dolayı, yöneticiler kâr paylarında indirim veya kesinti yapmak istemezler. Dolayısıyla kâr paylarındaki artışın sürdürülebilir olduğu görüşüne varılmadan, kâr paylarında artış duyurusu da yapılmayacaktır. Kâr paylarındaki artış duyurusu gelecekteki beklentiler doğrultusunda yatırımcılara sinyal göndermekte ve yatırımcıların gelecekte işletmenin faaliyet nakit akışlarının daha iyi olacağı yorumunu yapmalarına neden olmaktadır. Yatırımcıların gelecek dönemlerde hisse

senedinin değerinin artacağı yönündeki beklentisi ise hisse senedi fiyatlarının yükselmesi yönünde etki yapmaktadır. Sinyal etkisi kr paylarının sadece beklenenden daha iyi olan durumlarda değil, beklenenden daha düşük olduğu durumlarda da ortaya çıkabilir (Canbaş ve Vural, 2012).

Günalp, Kadioğlu ve Kılıç (2010), kâr payının bilgi verme özelliği veya sinyal etkisinin, yapılan akademik çalışmalarda iki Şekilde test edildiğini ifade etmiştir. Birinci yöntemde, kâr payı ile gelecekteki kazanç ilişkisi analiz edilmektedir. Kâr payının bilgi içeriği konusunda yapılan ilk deneysel çalışmalardan olan Wats (1973) beklenmedik kâr payı değişimleri ile gelecekteki kazançlar arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışma, beklenmedik kâr payı değişiklikleri ile gelecekteki kazançlar arasında zayıf da olsa bir ilişkiyi ortaya koymuştur. İkinci yöntemde ise, kâr dağıtım kararının açıklanmasının, normalüstü getiriye, diğer bir ifadeyle fiyat değişikliğine neden olup olmadığı araştırılmaktadır. Ang (1975) ve Gonedes (1978) beklenmedik kâr payı değişikliklerin zayıf da olsa fiyat üzerinde bir açıklama etkisi yarattığını ortaya koymuştur. Pettit (1972; 1976), Laub (1976), Charest (1978), Aharony ve Swary (1980), Woolridge (1982), Asquith ve Mullins (1983), Kalay ve Loewenstein (1985), Akhigbe ve Madura (1996), Travlos vd.'nin (2001) alışmalarında kâr payı açıklamalarının önemli ölçüde fiyat etkisi yarattığı tespit edilmiştir. Watts (1973) ise kâr payı açıklamalarının normalüstü getiriye sebep olduğu sonucuna ulaşmamıştır. Ancak, çalışmasındaki verilerin günlük değil aylık olması ve kullandığı modelin uygun olmaması buna gerekçe olarak gösterilmektedir. Diğer taraftan Bernartzi vd. (1997) tarafından yapılan kapsamlı bir çalışmada, kâr payı artış açıklamalarının pozitif normalüstü getiriye ve kâr payı azalış açıklamalarının ise negatif normalüstü getiriye neden olduğu bulunmuştur (Günalp, Kadioğlu ve Kılıç, 2010).

2.4.5. Müşteri Etkisi

Yatırımcıların kâr payı dağıtımı konusunda değişik tercihleri olabilir. Bir işletmenin geçmişteki kâr dağıtım politikası, yatırımcı grubunun belirlenmesinde etkili olacaktır. Bu nedenle işletmenin kâr dağıtım politikasının, uzun süre değişmemesi gerekir. İşletmenin kâr dağıtım politikasında sık sık değişiklik yapılması durumunda, yatırımcılar bu duruma kayıtsız kalamaz ve tercihlerini değiştirirler. İşletmenin kâr

dağıtım politikasını değiştirmesi, yatırımcının farklı bir işletmeye geğmesine neden olabilir. Bu nedenle müşteri etkisi (clientele effect), işletmenin kâr dağıtım politikasını değiştirmesine engel olabilir (Canbaş ve Vural, 2012).

Yatırımcılar arasındaki bu tercih farklılıkları, esas olarak, sermaye kazancı ile kâr payı gelirinin farklı vergilendirilmesinden kaynaklanabilmektedir. Sermaye kazancının vergilendirilmesi bakımından avantaja sahip bir pozisyonda olan yatırımcılar, işletmenin kâr dağıtımını yerine kârın işletmede kalmasını tercih edeceklerdir. Bu durumda, kâr dağıtımına yönelik açıklamalar bu yatırımcılar tarafından olumsuz bir bilgi olarak değerlendirilecektir. Bu yatırımcılar gelecekte daha fazla vergi ödemeye maruz kalacak olmaları nedeniyle vergiden kaçınmak amacıyla hisselerini satma yönünde tepki göstereceklerdir (Günalp, Kadioğlu ve Kılıç, 2010).

Üst vergi grubundaki yatırımcılar, düşük miktarlarda kâr dağıtımını yapan şirketleri tercih ederken; alt vergi diliminde olan yatırımcılar, yüksek miktarlarda kâr dağıtım getirisi sağlayan hisse senetlerini tercih etmektedirler. Ancak bu durumun geçerli olabilmesi için, kâr payı dağıtım politikasının uzun süreli olarak değişmemesi varsayılmaktadır (Pekkaya, 2006).

Kâr payını tercih edenler, sermaye kazancını tercih edenler ve kâr payı ile sermaye kazancı arasında kayıtsız kalanlar olmak üzere yatırımcıların üç gruba ayrılabilir (Gürsoy, 2012). Kâr payını tercih edenler yüksek oranda kâr payı dağıtan şirketlerin hisse senetlerini, sermaye kazancını tercih edenler, kâr payı dağıtmayıp bunu işletmede yatırımda kullanan işletmelerin hisse senetleri tercih ederler. Buna karşılık kayıtsız olan yatırımcılar ise kendi şartlarına göre her iki tür işletmenin hisse senetlerini de talep edebileceklerdir. Bir işletmeyle ilgili olarak bir müşteri grubu olunca, işletmenin kâr dağıtım politikası hisse senedinin değeri üzerinde doğrudan etkili olamaz. Eğer işletmenin kâr dağıtım politikasında önemli bir değişiklik ortaya çıkarsa, bu olgu müşteri etkisini bozabilir, müşteri firmadan uzaklaşır ve yeni sahipler ortaya çıkar (Okka, 2009).

Kâr payının müşteri etkisi üzerine yapılmış uygulamalı çalışmaların bulguları çelişkili olmasına rağmen, çoğu çalışma müşteri etkisini destekler niteliktedir (Özenalp, 2000).

2.4.6. James E. Walter Formülü

James E. Walter (1956) tarafından geliştirilen bu model kâr payı dağıtımı ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi açıklayan en eski teorik çalışmalardan birisi olmakla birlikte daha sonraki modellere temel oluşturmuştur. Model hisse senedinin piyasa fiyatını iki önemli faktörün etkilediğini varsaymaktadır. Bunlardan ilki kâr payı, diğeri ise alıkonulan kârlar üzerinden elde edilen getiri oranı ile öz sermaye sahiplerinin beklediği getiri oranı arasındaki ilişkidir (Canbaş ve Vural, 2012).

James E. Walter tarafından ileri sürülen görüş, kâr dağıtım politikasını bir finansman kararı olarak ele almakta ve kâr dağıtım kararlarının işletmenin hisse senedi fiyatına etki edeceğini varsaymaktadır. Bu nedenle işletmelerin hisse senetlerinin fiyatını maksimize eden kâr paylarının optimal düzeyini bulmak gerekir. Bunun için, geliştirdiği ve yaygın olarak kullanılan model Walter formülü olarak karşımıza çıkmaktadır. Walter formülü aşağıdaki gibi gösterilebilir (Yücel, 2001):

$$P = \frac{D + \frac{r}{k_e}(E - D)}{k_e}$$

Bu formülde;

P=Hisse senedi piyasa fiyatını,

D=Hisse başına kâr payını,

E=Hisse başına kazancı,

r=Yatırım iç verim oranı (kârlılığı),

k_e =Hisse senedi çıkararak sağlanan sermayenin maliyeti veya yatırımdan beklenen kârlılık oranını göstermektedir.

Walter formülüne göre, eğer $r > k_e$ ise, işletmenin yılsonu kazançlarını dağıtmaması gerekir. Fakat $r < k_e$ ise, işletmenin kâr paylarını dağıtması uygun olur. Eğer, $r = k_e$

ise, geleceğin belirsizliği nedeniyle yatırımdan beklenen kârlılık oranı (k_e) sabit kalmayacaktır. Bu nedenle, $r = k_e$ olması durumunda, hisse senedi piyasa fiyatı kâr dağıtım oranına karşı duyarsızdır. Walter formülüyle, optimal kâr dağıtımlarının yalnız yatırımların kârlılığıyla (r) saptanması gerektiği noktasından hareket edilmektedir. Eğer, işletmenin elinde çok sayıda kârlı yatırım fırsatı varsa, başka bir ifadeyle, $r > k_e$ ise, kâr dağıtımını yapılmamalıdır. Çünkü söz konusu yatırım fırsatlarının finansmanı için bu fonlar işletmeye gereklidir. Eğer, işletmenin kârlı yatırım olanakları yoksa kârın tümü ortaklara dağıtılabilir. Bu model, kâr dağıtım politikasının işletmenin değeri üzerindeki etkisini göstermekte ve modele göre, kâr dağıtım kararlarının işletmenin hisse senedi fiyatlarına etki edeceği varsayılır (Ceylan, 2003).

2.5. Sahiplik Yapısı ile Kâr Dağıtım Politikası Arasındaki İlişkiye Yönelik

Literatür Özeti

Türkiye’de sahiplik yapısı üzerine yapılan çalışma sayısı kısıtlıdır. Yurtoğlu (2000), Türkiye’de sahiplik yapısının ana karakteristiklerini araştırmış ve sahiplik seviyesinin bir hayli yüksek olduğunu ve aile şirketlerinin baskın olduğunu tespit etmiştir (Şamiloğlu ve Ünlü, 2010). Çıtak (2007), İMKB-100 endeksindeki firmalarda, sahiplik yapısının firma performansı üzerine etkisini araştırmıştır. Çalışmada, firma performans ölçütlerinden biri olan öz sermaye kârlılığı ile sahiplik yapısı arasında bir ilişki bulunamamıştır. Piyasa değeri-defter değeri ile sahiplik yoğunlaşması arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Wei, Zhang ve Xiao (2003), 1995 ve 2001 yıllarında Çin Borsasında faaliyet gösteren firmaların 3994 gözlemden oluşan verilerini kullanarak sahiplik yapısı ve kâr dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada; devlet sahipliği ile nakit kâr dağıtımını arasında pozitif bir korelasyon, halka açıklık oranı ile nakit kâr dağıtımını arasında negatif yönde bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Kâr dağıtım politikası ile ortaklık yapısı arasında da doğrusal bir ilişki bulmuşlardır. Ayrıca devlet sahipliğinde yüksek nakit kâr dağıtım oranlarının olduğu, halka açıklık oranının yüksek olduğu şirketlerde ise yüksek hisse kâr dağıtım oranlarının olduğu ve Çin

borsasındaki firmaların yöneticilerinin, farklı hissedarların tercihlerini karşılamak için farklı politikalar tercih ettiklerini de belirtmişlerdir. Analiz sonucuna göre; firmaların büyüklüğünün, nakit olarak yapılan kâr dağıtım politikasının üzerine etkisi olduğu ve büyük firmaların muhtemel nakit olarak kâr dağıtım yapmalarının daha yaygın olduğu fakat hisse senedi şeklinde yapılan kâr dağıtımlarının da daha az olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca firmaların borç durumunun nakit kâr dağıtım ödemesini kısıtladığı tespit edilen bir husustur. Daha kârlı firmaların nakit ve hisse kâr dağıtım ödemelerinin diğer firmalara oranla daha yüksek olduğu görülmüş ve transit bir ekonomi olan Çin’de yaşanan bir takım sorunların ABD ve diğer gelişmiş ülkelerdekenden oldukça farklı olduğu vurgulanmıştır.

Kumar (2003), sahiplik yapısı, kurumsal yönetim ve firmaların kâr dağıtım politikaları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada 1994-2000 yılları boyunca Hindistan’da faaliyet gösteren 2575 firmaya ait 5224 gözlem üzerinden panel veri analizi kullanılarak kurumsal yönetim, sahiplik yapısı ve kâr dağıtım politikaları arasındaki ilişki ampirik olarak incelenmiştir. Her firma gözlemi için kazançlar, satışlar, toplam borçlar ve öz kaynaklar ek veri olarak kullanılmıştır. Analizde bağımlı değişken olarak kâr dağıtım oranları kullanılmıştır. Kâr büyümeleri, satışlar, borçlar ve öz sermaye kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Sonuçta; sahiplik yapısının kâr dağıtım politikaları üzerine etkisinin olduğu ve kazanç eğilimi ile kâr dağıtım politikası arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca yabancı sahiplik ile temettü ödemelerindeki büyüme arasında ilişki bulunmamıştır.

Stouraitis ve Wu (2004), serbest nakit akımları hipotezine bağlı olarak Japon firmaların serbest nakit akışı ile sahiplik yapısının kâr dağıtım politikaları üzerine etkisini araştırmıştır. Çalışmada 1992-2000 döneminde 2000 firmadan ve 986 gözlemden oluşan veriler kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak yönetsel ve kurumsal sahiplik, bağımlı değişken olarak da kâr dağıtım verimi kullanılmıştır. Yatırımlar, kaldıraç oranları, kârlılık durumu, riskler, firmanın piyasa değeri ise kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Serbest nakit akışı ile kâr dağıtım arasında pozitif bir ilişki bulunmuş ve bu ilişkinin büyüme potansiyeli düşük olan firmalarda, büyüme potansiyeli yüksek olan firmalardan daha çok olduğu görülmüştür. Sonuçta

yönetmel sahiplik ve kurumsal sahipliğın kâr dağıtım kararı üzerine düşük büyüme potansiyeli olan firmalar için olumlu bir etkisinin olduğu ve genel olarak düşük büyüme potansiyeli olan Japon firmaların kâr dağıtım politikasını kontrol etmek için çok fazla sorunla karşılaştığı belirlenmiştir.

Mancinelli ve Özkan (2006) sahiplik yapısı ve kâr dağıtım politikası üzerine İtalya Borsasında yapmış oldukları çalışmada, 1996-2001 yılları arasında faaliyet gösteren 139 firmayı incelemişlerdir. Bağımlı değişken olarak, temettü/kazanç oranı ile temettü/ piyasa kapitalizasyonu oranı kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak sahiplik yapısı, büyük hissedarların oy hakları kullanılmıştır. Büyük hissedarların oy hakları % 2 ile % 5 arasında olanlar ile % 5'ten büyük olanlar olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Oylama konsorsiyumların varlığının firmaların kâr dağıtım politikaları üzerine bir miktar etkiye sahip olduğu belirtilmiştir. Regresyon sonuçları, büyük hissedarların oy haklarının firmaların kâr dağıtımları üzerine olumsuz bir etki yaptığını göstermiştir. Aslında mali politikalar ile sahiplik yapısının birbirleriyle ilişkili olduğu ve kâr dağıtım kararları, sermaye yapısı borçlanma politikaları ve sahipliğın uygun bir sistemde birbirine eşit olduğu ifade edilmiştir.

Tunus Borsasında sahiplik yapısı ve kâr dağıtımını üzerine çalışma yapan Kouki ve Guizani (2009), 1995- 2001 yılları arasında 29 şirketin verilerini incelemiştir. Çalışmanın sonucunda Tunus'ta yoğun bir sahiplik yapısının var olduğu ve firmaların daha çok kâr dağıtımını yaptığı belirlenmiştir. Çalışmada, bağımsız değişken olarak kurumsal sahiplik ve devlet sahipliği ile en büyük beş hissedarın sahiplik değerleri kullanılırken, bağımlı değişken olarak kâr dağıtım oranları kullanılmıştır. Serbest nakit akışı, firmanın büyüklüğü, geleceğe dair büyüme fırsatları ve Tobin Q değerleri kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Sonuç olarak kurumsal sahiplik ile hisse başına kâr dağıtımını arasında anlamlı ve negatif bir korelasyon tespit edilirken, devlet sahipliği ile kâr dağıtımını arasında ise pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Ramli (2010), sahiplik yapısı ve kâr dağıtım politikası adlı çalışmasında büyük hissedarlar ve kâr dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bunun için 2002-2006 yılları arasında panel veri analizi uygulayarak Malezya'daki firmaların kâr

dağıtım politikalarını araştırmıştır. Araştırmada kâr dağıtım oranları bağımlı değişken olarak kullanırken, bağımsız değişken olarak da en büyük birinci hissedar ile ikinci hissedarın sahiplik oranı kullanılmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre; Malezya'da sahiplik yapısı yoğundur. Malezya'nın bu doğal yapısı, büyük hissedarlar ile azınlık hissedarlar arasında kâr dağıtım politikasını analiz etmek için mükemmel bir ortam sağlamaktadır. Malezya şirketlerindeki hâkim ortakların, kâr dağıtımlarına etki ettiği ve en büyük hissedarın sahiplik oranının artmasının kâr dağıtımlarını arttırdığı görülmüştür. İkinci en büyük hissedarın da firmadaki payının uygun seviyede olması durumunda ise firmaların kâr dağıtımları üzerinde olumlu bir etkisinin olduğu belirtilmiştir. Bu durum firmaların hissedarlara karşı daha yüksek miktarlarda kâr dağıtımını yapmaya teşvik etmektedir.

Shah, Ullah ve Hasnain (2011), sahiplik yapısının kâr dağıtım politikası üzerine etkisini araştırmak için Pakistan Karachi Borsası'nda faaliyet gösteren firmaların 2002 ve 2006 dönemine ait panel verilerini incelemişlerdir. Bağımsız değişken olarak sahiplik yapısı, bağımlı değişken olarak ise kâr dağıtım oranları alınmıştır. Firmaların büyüklüğü, öz sermaye kârlılığı ve kaldıraç oranları kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Dağımlık sahiplik yapısının olduğu gelişmiş borsalarda yatırımcıların taleplerini karşılamak ve temettü dağıtmak, firma yönetimlerinde baskı oluşturabilir. Azınlık hissedarlar, firmaları kâr dağıtımına zorlamak için yeterli güce sahip değilken, yönetsel pay sahipleri ve yöneticiler kâr dağıtım talebinde bulunabilirler. Çalışmanın sonucunda, yönetsel sahipliğin ve nakit kâr dağıtım seviyesinin yüksek olduğu bulunmuştur. Yönetsel pay sahipliğinin kâr dağıtım politikası üzerine önemli etkisi görülmektedir. Sahiplik yapısı ve kâr dağıtım politikası arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Kâr dağıtım politikası ve sahiplik yapısı arasında bulunan anlamlı ilişki, Kumar (2003) ile Kouki ve Guizani'nin (2009) çalışmalarından elde ettikleri sonuçları destekler niteliktedir.

Mehrani, Moradi ve Eskandar (2011), İran Tahran Borsasında, firma politikalarının en önemli bileşenlerinden olan sahiplik yapısı ile kâr dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırmada 2000- 2007 yılları incelenmiş ve dört regresyon modeli kullanılmıştır. Kurumsal sahiplik ile kurumsal sahiplik yoğunluğu ve

yönetimsel sahiplik bağımsız değişken iken kâr dağıtım oranları bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Kontrol değişkeni olarak ise kaldıraç, nakit akışı, şirketin büyüklüğü, piyasa değeri/defter değeri kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda; kurumsal sahiplik ile temettü ödemeleri arasında negatif bir ilişki ve kâr dağıtım ödemeleri ile kurumsal sahiplik yoğunluğu arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Temettü ödemeleri ile yönetimsel sahiplik arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmemiş ve bu durumun İran firmalarında yönetimsel sahiplik yüzdesinin küçük olmasından kaynaklanabileceği belirtilmiştir. Ayrıca çalışmada kullanılan modellerin çoğunda firmaların büyüklük ile temettü ödemesi arasında pozitif bir ilişki bulunmasının, büyük firmaların daha çok temettü ödemesi yaptığının göstergesi olduğu belirtilmiştir.

Sahiplik yapısı ve kâr dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi inceleyen Warred, Abed, Khriasat ve Al-Sheikh (2012), Ürdün Borsasındaki endüstri firmalarını incelemişlerdir. Araştırmada 2005-2007 yılları arasında faaliyet gösteren halka açık firmalar analiz edilmiştir. Bağımlı değişken olarak Tobin Q ve aktif kârlılık (ROA) oranını ve bağımsız değişken olarak da, özel, devlet, aile ve yabancı sahiplik değerlerini analiz kapsamına almışlardır. Ampirik sonuçlarda, Tobin Q ile özel sahiplik, devlet sahipliği, yabancı sahiplik ve kâr dağıtım politikası arasında herhangi bir ilişki bulunmamıştır. Fakat ROA ile yabancı sahiplik ve kâr dağıtım politikası arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu saptamışlardır.

Mirzaei (2012), 2004 ve 2009 yılları arasında Tahran Menkul Kıymetler borsasında işlem gören halka açık 88 şirketinden verileri üzerinden sahiplik yapısı ile kâr dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada bir önceki yılın kâr dağıtım politikaları ve kâr büyümeleri kontrol değişkeni olarak kabul edilmiş ve çoklu doğrusal regresyon kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak sahiplik yapısı; sahiplik yoğunluğu ve hissedar kompozisyonu olarak iki açıdan değerlendirilmiştir. Ayrıca hissedar kompozisyonu; kurumsal sahiplik, yönetimsel sahiplik, anonim şirket sahipliği olarak üç kısma ayrılmıştır. Bağımlı değişken olarak kâr dağıtım oranları kullanılmıştır. Elde edilen bulgular anonim şirket sahipliği ile kâr dağıtım oranları arasında pozitif bir ilişki olduğunu, kurumsal sahiplik ile kâr dağıtım

oranları arasında ise negatif bir ilişki olduğunu göstermiştir. Bununla birlikte kâr dağıtım oranları ile yönetimsel sahiplik ve sahiplik yoğunluğu arasında anlamlı bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir.

Ullah, Fida ve Khan (2012), Pakistan Karachi Menkul Kıymetler Borsası KSE-100 Endeksinde yer alan 70 firmadan oluşan örneklem üzerinden sahiplik yapısının kâr dağıtım politikası üzerine etkisini araştırmıştır. 2003-2010 dönemini kapsayan çalışmada, 70 firma tesadüfi örnekleme yöntemi ile seçilmiştir. Yapılan analizlerde sahiplik yapısı ile kâr dağıtım politikaları arasındaki ilişkiyi incelemek için aşamalı çoklu regresyon kullanılmıştır. Çalışmada, kurumsal sahiplik, yabancı sahiplik ve yönetimsel sahiplik bağımsız değişken olarak, kâr dağıtım oranı ise bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Kontrol değişkeni olarak da firmanın büyüklüğü, Tobin Q, kaldıraç ve serbest nakit akışları kullanılmıştır. Sonuç olarak, kâr dağıtım politikaları ile yönetimsel sahiplik arasında negatif bir ilişki olduğu, yabancı sahiplik ve kurumsal sahiplikle kâr dağıtım politikaları arasında ise pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Güngör (2012), 2004-2011 yılları arasında reel sektör ve bankacılık sektöründe faaliyet gösteren Borsa İstanbul'a kayıtlı 271 şirket için sahiplik yapısı ve temettü ilişkisini panel veri analizi yöntemiyle incelemiştir. Çalışmada en büyük ortağın, hisselerin yaklaşık % 45,37'sine sahip olduğu ve reel ve bankacılık sektörlerinde yer alan şirketlerin çoğunlukla yoğunlaşmış sahiplik yapısında oldukları tespit edilmiştir. Sahiplik yapısı, sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kompozisyonu olarak iki ana gruba ayrılmıştır. Çalışmanın sonucunda, sahiplik yoğunluğunun artmasının nakit temettü dağıtım oranını arttırdığı ve halka açıklık oranının artmasının ise nakit temettü dağıtım oranını azalttığı görülmüştür. Sahiplik kompozisyonu değişkenlerinden yabancı sahiplik ile nakit temettü oranı arasında istatistiksel açıdan anlamlı ve negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca yönetimsel sahiplik oranının artmasının nakit temettü oranını azalttığı ancak bu sonucun istatistiksel açıdan anlamlı olmadığı bulunmuştur.

Stacescu (2012), Norveç'te 2006-2009 yılları arasında kamu firmaları ve özel firmalarda sahiplik yoğunluğu ve temettü ödemeleri arasında pozitif bir ilişki bulmuştur. Ayrıca kurumsal sahiplik ve temettü ödemeleri arasında güçlü bir ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Arshad, Akram, Amjad ve Usman (2013), 2007-2011 yılları arasında Pakistan Karachi Menkul kıymetler Borsası'nda işlem gören bilgi, iletişim ve ulaştırma sektöründe yer alan firmalarda, sahiplik yapısı ve temettü ödeme davranışı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada, sahiplik yapısı ve kâr dağıtım politikası ve kâr dağıtım kararları arasındaki ilişkiyi destekleyici bir sonuca ulaşamamıştır.

Bradford, Chen ve Zhu (2013), Çin'de kamu sahipliği ve pramitsel sahiplik yapısının kâr dağıtım politikasını nasıl etkilediğini araştırmıştır. Çalışmada devlet kontrolündeki şirketlerin özel şirketlere göre daha yüksek kâr dağıtım yaptığı tespit edilmiştir. Aynı zamanda şirketlerin kontrol zinciri uzadıkça, daha düşük kâr dağıtım yaptıkları görülmüştür.

Al-Nawaiseh (2013) sahiplik yapısı ile kâr dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi araştırmak için, Amman Borsası'nda yer alan 62 sanayi kuruluşunun verilerinden faydalanmıştır. Çalışma 2000-2006 dönemini kapsamaktadır. Çalışmada, örnekleme yer alan firmaların yarısından fazlasının (% 55) hiç temettü dağıtmadığı görülmüştür. Kâr dağıtım politikaları üzerinde, kurumsal sahipliğin pozitif ve anlamlı, aile sahipliğinin negatif ve anlamsız, çoklu sahiplik yapısının negatif ve anlamsız, son olarak da yabancı sahipliğinin pozitif ve anlamsız bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Amman Menkul Kıymetler Borsası'nda kâr dağıtım politikası üzerine sahiplik yapısının etkisini araştıran Gharaibeh, Zurigat ve Al-Harashsheh (2013), 2005-2010 yılları arasında Ürdün'deki 35 firmayı incelemiştir. Sahiplik yapısı ve kâr dağıtım politikası arasındaki potansiyel ilişkiyi ortaya koymak için tam uyum ve kısmi uyum modeli olmak üzere iki ampirik model kullanılmıştır. Sonuçlar kurumsal sahipliğin firmanın değerinin maksimize edilmesi için hâkim hissedarlara teşvikler sağladığını

göstermektedir. Ayrıca yönetimsel sahiplik, kısmi uyum modelinde negatif katsayıya sahipken, tam uyum modelinde ise kâr dağıtım ile pozitif bir ilişki olduğu görülmüştür. Bu durum Ürdünlü firmaların, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki vekâlet maliyetlerini azaltıcı mekanizma olarak kâr dağıtımını kullanmadığı anlamına gelebilmektedir.

Rezaloie, Zariëan ve Bjarkenari (2013), sahiplik yapısının temettü dağıtım üzerine etkisini inceleyen çalışmasında, İran Borsasında işlem gören 2007-2010 yılların arasındaki 66 firmayı incelemişlerdir. Sahiplik yapısı dağılımının ve yoğunluğunun, kâr dağıtım politikalarıyla anlamlı bir ilişki içinde olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, sahiplik yoğunluğu ve temettü ödemeleri arasında pozitif anlamlı bir ilişki, halka açıklık ile temettü ödemeleri arasında ise negatif bir ilişki bulunmuştur.

Thanatawee (2013), 2002-2010 yıllarında Tayland Borsasında faaliyet gösteren firmaların 1927 gözlemden oluşan verilerini kullanarak, sahiplik yapısı ve kâr dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada, sahiplik yoğunluğu yüksek olan firmalarda temettü ödemelerinin daha muhtemel olduğu ya da en büyük hissedarın bir kurumsal sahip olması durumunda veya hisselerin büyük yüzdesinin sahibi olan hissedar özellikle de bir kurumsal sahip ise firmaların daha yüksek temettü ödediği ortaya çıkmıştır. Ayrıca artan kurumsal sahiplenmeyle temettü ödeme olasılığının arttığı (azaldığı) tespit edilmiştir. Bulgular çoğunlukla yerli yatırımcıların sahipliğinde sürdürülmüştür.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SAHİPLİK YAPISININ KÂR DAĞITIM POLİTİKASI ÜZERİNE

ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA

3.1. Araştırmanın Konusu ve Amacı

Kâr dağıtım politikası (temettü politikası); temel olarak firmaların faaliyetleri sonucunda elde ettikleri kârdan ortaklara dağıtım yapılıp yapılmayacağı, kâr dağıtımını yapılacaksa, ne kadarının ortaklara dağıtılacağı ve ne kadarının da firma bünyesinde bırakılacağını kapsar. Sahiplik yapısı; geniş anlamda hissedarların niteliksel özelliklerini (aile şirketi mi, yabancı ortağı var mı, şirket yönetimine kim hakim vs.), hissedarların yönetimle olan ilişkisini ve hissedarların şirket kontrolünü ellerinde bulundurup bulundurmadıklarını ifade etmektedir (Sayman, 2012).

Firmaların sahiplik yapıları, aile, yabancı sahiplik, kurumsal sahiplik, sahiplik yoğunlaşması anlamında en büyük hissedarların payı, devlet sahipliği, yönetici sahipliği gibi farklı özelliklere sahiptir. Finans literatüründe tartışılan konulardan biri de sahiplik yapısındaki farklılıkların, firma performansı, kârlılık, yatırım kararları ve kâr dağıtım kararları vb. üzerine etkisidir. Sahiplik yapısı ile ilgili tartışmaların, Berle ve Means (1932)'in "The Modern Corporation and Private Property" adlı çalışmasına kadar gittiği söylenebilir. Berle ve Means (1932), sahiplik yoğunlaşması ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki olduğunu ileri sürmüştür. Demsetz ve Lehn (1985) ise sahiplik yoğunlaşmasındaki farklılıkların kârlılık üzerinde bir etkisinin olmadığını tespit etmiştir. Shleifer ve Vishny (1986; 1997), yönetimin

performansının değerlendirmesi ve denetlemede sahiplik yoğunlaşması teşvik edici bir unsur olduğu için sahiplik yoğunlaşmasının var olması durumunda, yöneticilerin daha iyi gözetim altında tutulacağını ve dolayısıyla sahiplik ve yönetim ayırımından kaynaklanan temsil problemlerinin daha az olacağını ileri sürmüştür.

Genel bir değerlendirme yapıldığında, sahiplik yapılarındaki farklılıkların, firmalarca alınacak finansal kararları etkileyeceği söylenebilir. Örneğin aile sahipliğinin olduğu bir firmada, yönetim doğal olarak aile bireyleri tarafından şekillendirilebilecek ve kararlar aile üyelerinin istek ve beklentilerine uygun şekilde verilebilecektir. Firmaların sahiplik yapılarındaki farklılıkların kâr dağıtım politikasını da etkilemesi kaçınılmazdır. Literatürde, kâr dağıtım politikasının sahiplik yapısından etkilendiğini ortaya koyan birçok çalışma vardır (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Gugler, 2003; Mancinelli ve zkan, 2006). Örneğin Mancinelli ve zkan'a (2006) göre, büyük hissedarlar kendi menfaatleri için kullanmak amacıyla, kendi kontrolleri altındaki serbest nakit miktarını artırma güdüsüne sahip olabileceklerdir. Dolayısıyla, sahiplik yoğunlaşmasının olmadığı yani dağınık sahiplik yapısına sahip firmalar ile karşılaştırıldığında, sahiplik yoğunlaşmasının olduğu firmalarda daha az kr dağıtımı yapılmak suretiyle, daha fazla serbest nakit tutulabilecektir. Abdullah, Ahmad, ve Roslan (2012), firmaların kâr dağıtım politikasının, firmaların sahiplik ve kontrol yapısına bağlı olabildiğine de dikkat etmek gerektiğini ifade etmiştir.

Firmaların kârlılık düzeyi, borçlanma düzeyi, gelecekteki yatırım hedefleri ve yasalar gibi kâr dağıtım kararlarını etkileyen faktörlerden biri de sahiplik yapısıdır. Bu çalışmanın amacı, sahiplik yapısındaki farklılıkların kâr dağıtım kararları üzerine etkisini araştırmaktır.

3.2. Tobit Modeli

Çalışmanın bu kısmında, analizlerde kullanılan Tobit modeli genel olarak anlatılmıştır. Sınırlı bağımlı değişkenlerin ele alındığı modellere Tobit model adı verilmektedir (Tobin, 1958). Tobit modeller, negatif değerler almayan bağımlı bir değişken ile bağımsız bir değişken veya vektör arasındaki ilişkiyi tanımlamak zeren James Tobin tarafından geliştirilen bir ekonometrik yöntemdir

(<https://tr.wikipedia.org>, 2015). Bağımlı değişkenin sadece pozitif değerler aldığı doğrusal modeller, Probit modellere benzerliği nedeniyle Tobit Modeller olarak ifade edilir.

Tobit modeli, Nobel ödüllü iktisatçı James Tobin tarafından geliştirilen Probit modelinin bir uzantısıdır. Bu model bir örnek yardımıyla şu şekilde açıklanabilir. Örneğin, tüketicilerin ev sahibi olmak için harcadığı paranın geliriyle (ve başka iktisadi değişkenlere) ilişkili olarak bulunmak istendiği varsayalım. Burada şöyle bir sorun ortaya çıkmaktadır. Eğer tüketici ev almazsa, o tüketici için ev alma harcaması verisi yok demektir, bu tür veriler sadece ev satın alan tüketiciler için vardır. Bu durumda tüketiciler iki gruba ayrılmaktadır. İlki, kendilerine ilişkin hem (ev alma harcaması) bağımlı değişken bilgileri bulunan n_1 sayıda tüketici; diğeri de kendilerine ilişkin sadece açıklayıcı değişken bilgileri bulunan ama bağımlı değişken bilgisi bulunmayan n_2 sayıda tüketicidir. Bağımlı değişkene ilişkin bilginin yalnızca bazı gözlemler için bulunduğu bir örneklem, sansürlü örneklem olarak ifade edilir. Bu nedenle Tobit modeli sansürlü regresyon modeli olarak bilinir. Bazı yazarlar bu modelleri, bağımlı değişkenin aldığı değerler sınırlandırıldığı için sınırlı regresyon modeli veya kesikli regresyon modeli olarak da adlandırmaktadır (Gujarati, 1999).

Bağımlı değişkenin değişim aralığının herhangi bir şekilde sınırlandırıldığı regresyon modellerinde, eğer belirli bir aralığın dışındaki gözlemler tamamen kaybediliyorsa elde edilen modele “kesikli/sınırlı model”, böyle bir modelde bağımsız değişkenler gözlemlenebiliyorsa “sansürlü model” olarak adlandırılmaktadır (Üçdoğruk, Akın ve Emeç, 2001).

McDonalt ve Moffitt’e (1980) göre Tobit modelinin matematiksel gösterimi aşağıdaki gibidir. Tobit modelinde gözlenen bir kukla değişken,

$$y_i = \begin{cases} 1, & y_i^* > 0 \text{ ise} \\ 0, & y_i^* \leq 0 \text{ ise} \end{cases} \quad (1)$$

şeklindedir. Burada $y_i^* = \beta x_i + u_i$ ($i = 1, \dots, T$)'dir ve $y_i^* > 0$ ise y_i^* 'nin gözlemlendiği, $y_i^* \leq 0$ ise y_i^* 'nin gözlenemediği varsayılmaktadır. Böylece gözlenebilen y_i^* ,

$$y_i = \begin{cases} y_i^* = \beta x_i + u_i, & y_i^* > 0 \text{ ise} \\ 0, & y_i^* \leq 0 \text{ ise} \end{cases} \quad (2)$$

şeklinde ifade edilebilir. Buradaki $u_i \cong IN(0, \sigma^2)$ ifadesi Tobit modelini verir. X_i , açıklayıcı değişkenlerin bir vektörü β ise bilinmeyen parametreleri gösterir. (2) nolu Tobit modelinde $y_i^* \leq 0$ olduğunda y_i^* üzerinde bazı gözlemler sıfır değerini almaktadır. $y_i^* = \beta x_i + u_i$ modelinde negatif ya da sıfır değerini alan y_i gözlemleri ihmal edildiğinde $u_i > -\beta x_i$ için gözlemlerin modele katılmasıyla u_i hata terimi sıfır ortalamaya sahip olamaz. Bu nedenle u_i ortalaması sıfırdan farklı truncated normal dağılıma sahiptir (McDonalt ve Moffitt, 1980).

Tobit modelleri için, hata terimlerinin normal dağıldığı kabul edildiğinde maksimum benzerlik ve diğer benzerlik bazlı süreçler, tutarlı ve asimptotik olarak normal dağılımlı tahminciler verir. Fakat benzerlik fonksiyonunun varsayılan parametrik biçimi yanlış belirlendiğinde tahmin ediciler tutarsız olur (Üçdoğruk, Akın ve Emeç, 2001).

3.3. Veri Yapısı ve Yöntem

Çalışmada sahiplik yapısının kâr dağıtım kararlarına etkisini belirlemek amacıyla Borsa İstanbul'a kote 142 imalat sanayi şirketinin 2009-2014 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Veriler Borsa İstanbul'un ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun internet sitesinden alınmıştır. Çalışmada, Rassal Etkili Panel Tobit Modeli kullanılmıştır. Panel veri analizi, ülkeler, endüstriler, firmalar ve hane halkları gibi yatay kesit verilerinin, belirli bir zaman dönemi içinde bir araya getirilmesi olarak tanımlanabilir (Baltagi, 2005). Panel veri analizi, zaman boyutuna sahip yatay kesit serileri kullanılarak değişkenler arasındaki ilişkilerin tahmin edilmesini sağlayan bir yöntemdir. Panel veri analizi, zaman serileri ile yatay kesit serilerini bir araya getirmek suretiyle, hem zaman hem de kesit boyutuna sahip veri

setlerinin oluşturulmasını sağlamaktadır (Green, 2003). Dolayısıyla bu analiz, zaman serisi ve yatay kesit serilerini bir araya getirerek iki veri türüyle birlikte çalışma olanağı yaratmaktadır.

Panel veri analizleri, yalnızca yatay kesit veya yalnızca zaman serisi verileri ile karşılaştırıldığında çeşitli avantajlara sahiptir. Panel veri analizinde, hem yatay kesit hem de zaman serilerinin bir araya getirilmesi, daha fazla bilgi kullanımına olanak vermekte ve serbestlik derecesinde artış sağlamaktadır. Ayrıca gözlem sayısındaki artış, ölçülen ilişkiye daha fazla değişkenlik katmak suretiyle çoklu doğrusal bağlantı probleminin ortadan kalkmasını sağlamaktadır (Hsiao, 2003). Sadece yatay kesit veya sadece zaman serisi kullanımına kıyasla gözlem sayısının daha fazla olması, panel veri analizinin daha güvenilir sonuçlar vermesini sağlamaktadır. Ayrıca panel veri analizleri heterojenliklerin kontrol edilmesine imkân vermektedir (Baltagi, 2005).

Çalışmada kullanılan modellerde, temettü verimi değişkeni bağımlı değişken, şirket sermayesinde en büyük paya sahip üç ortağın toplam sermaye içindeki payı, halka açıklık oranı, aile sahipliği ve yabancı sahiplik ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Yabancı sahiplik ve aile sahipliği değişkenleri kukla değişken olarak kullanılmıştır. Şirketlerin kârlılık düzeyleri, borçlanma düzeyleri ve gelecek dönemlerde yapacakları yatırımlar nedeniyle sağlayacakları büyüme, kâr dağıtım kararlarını etkileyen en temel unsurlardandır. Bu nedenle, oluşturulan modellerde aktif kârlılığı, kaldıraç oranı (Toplam Borç/Toplam Aktif oranı) ve aktif büyüme oranı kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Aşağıdaki tabloda çalışmada kullanılan değişkenlerin tanımları verilmiştir.

Tablo 3.1. Çalışmada Kullanılan Değişkenlerin Tanımları

TV	Temettü Verimi (Toplam Net Nakit Temettü /Piyasa Değeri)
EBOP	En büyük üç ortağın toplam sermayedeki payı
YAB	Yabancı sahiplik varsa 1, Yabancı sahiplik yoksa 0
AİLE	Aile şirketi ise 1, aile şirketi değilse 0
HAO	Halka açıklık oranı
ROA	Net Kâr/Toplam Aktif
KALD	Toplam Borçlar /Toplam Aktif
BUY	Aktif büyüme oranı

Mancinelli ve Özkan (2006) ve Smit ve Eije (2009), kâr dağıtım oranı hesaplanırken, oranın paydasında yer alan kârlılık rakamının çeşitli muhasebe hileleri ile manipüle edilebildiğini belirtmiştir. Bu nedenle yapılacak çalışmalarda, toplam nakit temettünün piyasa değerine oranının kullanılmasının faydalı olacağını ifade etmişlerdir. Ayrıca Schooley ve Barney (1994), Gul (1999) ve Bradford vd. (2013), oran hesaplanırken paydada kâr rakamının kullanılmasının, zarar eden firmalarda temettü dağıtım oranının negatif bir değer almasına ve kârlılığı sıfıra yakın olan firmalarda kâr dağıtım oranının çok yüksek değerler almasına yol açacağını, bu nedenle gözlem değerlerinde problemlerin oluşabileceğini, oranın paydasında piyasa değerinin kullanılmasının bu sorunları ortadan kaldırdığını belirtmişlerdir. Bu nedenle çalışmada bağımlı değişken olarak, toplam nakit temettünün piyasa değerine oranı şeklinde hesaplanan temettü verimi oranı kullanılmıştır.

Diğer koşullar sabitken, kârlılığı daha fazla olan firmalar daha fazla temettü ödeyebileceklerdir (Fama ve French, 2002). Dolayısıyla kârlılık ile kâr dağıtım oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki beklenmektedir. Kâr dağıtım kararlarını etkileyen en önemli faktörlerden biri de firmaların borçlanma düzeyleridir (Gugler ve Yurtoglu, 2003). Borçların anapara ve faiz ödemelerinin yaratacağı finansal yük ve borçların nakit akışlarında yaratacağı daralma nedeniyle, yüksek borçlanma düzeyine sahip firmalar daha az temettü dağıtmak zorunda kalabileceklerdir. Fama ve French'e (2002) göre kâr dağıtım oranı ile borçlanma ve yatırım fırsatları arasında negatif yönlü bir ilişki olacaktır. Firmaların gelecek dönemlerde yapacağı yatırımlar, kâr

dağıtım kararlarında belirleyici bir faktör olacaktır. Firmaların yatırım kararları, kâr dağıtım kararlarını etkileyecektir ve diğer koşullar sabitken daha fazla yatırım yapacak olan firmalar daha az temettü dağıtacaklardır (Rozeff, 1982).

Panel Tobit yöntemi kullanılarak, sahiplik yapısının kâr dağıtım kararları üzerine etkisini belirlemek amacıyla tahmin edilen modeller aşağıda yer almaktadır;

Model 1:

$$TV_{i,t+1} = \beta_1 EBOP_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 KALD_{i,t} + \beta_4 BUY_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

Model 2:

$$TV_{i,t+1} = \beta_1 YAB_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 KALD_{i,t} + \beta_4 BUY_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

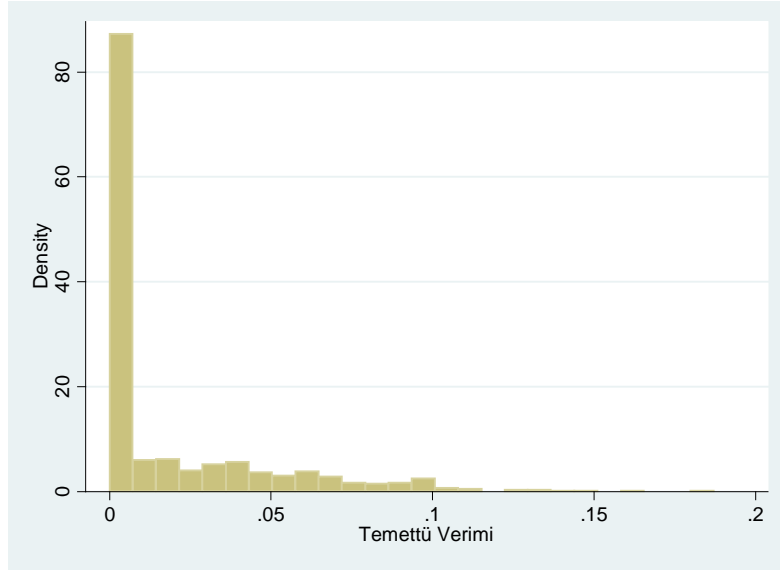
Model 3:

$$TV_{i,t+1} = \beta_1 AİLE_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 KALD_{i,t} + \beta_4 BUY_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

Model 4:

$$TV_{i,t+1} = \beta_1 HAO_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 KALD_{i,t} + \beta_4 BUY_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

Şekil 1’de temettü verimi değişkeninin dağılımı verilmiştir. Şekil incelendiğinde, temettü verimi değişkeninin sadece pozitif değerler aldığı, bazı firmaların hiç temettü dağıtmadığı, bazı firmaların ise bazı yıllarda temettü dağıttığı ve bu nedenlerle temettü verimi değişkeninin dağılımında sıfıra doğru sağ tarafta bir yığılma olduğu, temettü verimi değişkeninin sol taraftan kısıtlandığı görülmektedir. Temettü verimi değişkeninin göstermiş olduğu bu özelliklerden dolayı çalışmada Tobit modeli kullanılmıştır.



Şekil 3.1. Temettü Verimi Değişkeninin Dağılımı

Çalışmada kısıtlamalı bir regresyon modeli olan Tobit modelinin kullanılmasının bir diğer sebebi de, temettü veriminin; hesaplanmasında paydada piyasa değerinin kullanılması nedeniyle, hiçbir zaman negatif değerler almaması, dolayısıyla sıfır veya sıfırdan büyük değerler almasıdır. Tobit modelleri kısıtlamalı, başka bir ifadeyle kısıtlanmış bağımlı değişkenlerin tahmininde tercih edilen modellerdir. Veri seti panel yapıda olmasına rağmen; Tobit modellerde tahmin sırasında en yüksek olasılık yönteminin kullanılabilmesi nedeniyle, söz konusu modeli sadece rassal etkili kısıtlamalı regresyon modeline uyarlamak mümkündür (Ersoy ve Çetenak, 2015). Bu nedenle de çalışmada rassal etkili panel Tobit modeli kullanılmıştır.

3.4. Ampirik Bulgular

Çalışmada ilk önce, modellerde kullanılan tüm değişkenlerinin ortalama değerleri incelenmiş, daha sonra değişkenler arasındaki korelasyon ilişkisine bakılmış, son olarak da tahmin edilen modellerden elde edilen bulgular değerlendirilmiştir. Çalışmada kullanılan tüm değişkenlerinin ortalama değerleri Tablo 3.2’de sunulmuştur.

Tablo 3.2. Çalışmada Kullanılan Değişkenlerin Ortalama Değerleri

Temettü Verimi	0.018159
En Büyük Üç Ortağın Payı	60.04632
Yabancı Sahiplik	0.330986
Aile Sahipliği	0.490141
Halka Açıklık Oranı	30.23872
Net Kâr / Toplam Aktif	0.035065
Toplam Borç / Toplam Aktif	0.525610
Büyüme Oranı	0.106385

Tablo 3.2 incelendiğinde, örnekleme yer alan 142 firmanın ortalama temettü veriminin yaklaşık % 2 olduğu görülmektedir. Firmaların toplam sermayesi içinde en büyük üç ortağın sahip olduğu sermayenin payının ortalama değeri % 60'tır. Yabancı sahipliğin olduğu gözlem sayısının ortalama değeri % 33, aile sahipliğinin olduğu gözlem sayısının ortalama değeri ise % 49'dur. Firmaların ortalama halka açıklık oranı % 30, ortalama aktif kârlılığı % 3,5, ortalama kaldıraç oranı % 52,6 ve ortalama aktif büyüme oranı % 10,6'dır. Örnekleme yer alan firmalar, 2009-2013 döneminde yaklaşık ortalama % 4 aktif kârlılık oranı ile çalışırken, varlıklarının yaklaşık ortalama % 53'ünü borçla, % 47'sini özkaynakla finanse etmişler ve aktiflerinde ortalama % 10,6'lık bir büyüme yaşamıştır.

Değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarını gösteren korelasyon matrisi Tablo 3.3'de sunulmuştur. Korelasyon katsayıları incelendiğinde, modellerde kullanılan bağımlı değişken ile bağımsız ve kontrol değişkenleri arasında yüksek düzeyde bir korelasyonun bulunmadığı görülmektedir.

Tablo 3.3. Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları

	TV	EBOP	YAB	AİLE	HAO	ROA	KALD	BUY
TV	1.0000							
EBOP	0.1283	1.0000						
YAB	0.0565	0.4298	1.0000					
AİLE	0.1077	-0.0891	-0.1668	1.0000				
HAO	-0.1160	-0.8171	-0.3412	-0.0731	1.0000			
ROA	0.0939	0.0530	0.0332	0.0135	-0.0318	1.0000		
KALD	-0.1526	-0.0502	-0.0419	0.0145	0.1029	0.1897	1.0000	
BUY	-0.0293	0.0545	0.0755	0.0704	-0.0941	-0.0488	-0.0975	1.0000

Sahiplik yapısının kâr dağıtım kararlarına etkisini test etmek amacıyla tahmin edilen modellerden elde edilen sonuçlar aşağıdaki tablolarda yer almaktadır. En büyük üç ortağın payının (şirket sermayesinde en yüksek paya sahip olan üç ortağın toplam sermayedeki payı) bağımsız değişken olarak kullanıldığı Rassal Etkili Panel Tobit modelinden elde edilen sonuçlar Tablo 3.4'te yer almaktadır. Wald Ki Kare değerinin % 1 önem düzeyinde anlamlı olması, tahmin edilen Tobit modelinin anlamlı olduğunu göstermektedir. Tobit modelinden elde edilen tahmin sonuçlarına göre, sahiplik yapısı değişkeni olarak kullanılan, en büyük üç ortağın payı değişkenine ait katsayının pozitif ve z istatistiğinin % 10 önem düzeyinde anlamlı olması, temettü verimi ile en büyük üç ortağın payı arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu göstermektedir. Buna göre, firmaların sahiplik yapısı içerisinde en büyük üç ortağın payı arttıkça kâr dağıtım oranı da artmaktadır. Bu sonuç, en büyük üç ortağın payı sahiplik yoğunlaşmasının bir göstergesi olarak ele alındığında, literatürde yer alan, Kumar (2003), Kouki ve Guizani (2009), Ramli (2010), Shah, Ullah ve Hasnain (2011), Güngör (2012), Rezaloie, Zariéan ve Bjarkenari (2013) ve Thanatawee (2013) çalışmalarında elde edilen sonuçlarla uyumaktadır. Ayrıca ROA ve kaldıraç oranının katsayılarına ait z istatistikleri % 1 önem düzeyinde anlamlıdır. Beklentiler doğrultusunda, ROA değişkenine ait katsayının pozitif olması, aktif kârlılık oranı arttıkça kâr dağıtım oranının arttığını göstermektedir. Bu sonuç, literatürde yer alan Warred vd. (2012) çalışmasında elde edilen sonuçla uyumaktadır. Yine beklentilerle uyumlu olarak, kaldıraç oranının katsayısının negatif bir değer almış olması ise, firmaların borçlanma düzeyleri arttıkça kâr dağıtım oranının azaldığını göstermektedir. Aktif büyüme oranı ile temettü verimi değişkenleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Değişkenlere ait katsayıların değerlerine bakıldığında, temettü verimini etkileyen en önemli değişkenin kaldıraç oranı olduğu görülmektedir.

Tablo 3.4. Panel Tobit Modeli (1) Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken Temettü Verimi		
	Katsayı	Z İstatistiği
En Büyük Üç Ortağın Payı	0.0003355	1.67*
ROA (Aktif Kârlılık Oranı)	0.0587266	3.37***
Toplam Borç / Toplam Aktif	-0.0910701	-4.93***
Büyüme Oranı	0.0013658	0.09
Sabit	-0.0014523	-0.09
Gözlem Sayısı	567	
Sol Sansürlü Gözlem Sayısı	344	
Wald Ki Kare	29.77***	
Log-Likelihood	232.78416	

*Not: Parantez içerisinde yer alan değerler tahmin edilen katsayıların olasılık değerlerini göstermektedir. ***, ** ve * simgeleri katsayıların sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.*

Çalışmada sahiplik yapısı değişkeni olarak kullanılan değişkenlerden biri de yabancı sahipliğidir. Yabancı sahipliğin bağımsız değişken olarak kullanıldığı Rassel Etkili Panel Tobit modelinden elde edilen sonuçlar Tablo 3.5'te yer almaktadır. Tahmin edilen modele ait Wald Ki Kare değeri % 1 önem düzeyinde anlamlı olduğu için, tahmin edilen Tobit modeli bir bütün olarak anlamlıdır. Tahmin edilen Tobit modelinden elde edilen sonuçlar, yabancı sahiplik değişkenine ait katsayının pozitif ve z istatistiğinin % 10 önem düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu sonuç, temettü verimi ile yabancı sahiplik arasında doğrusal ve pozitif yönlü bir ilişkinin olduğuna işaret etmektedir ve yabancı sahipliğin varlığı durumunda kâr dağıtım oranının da arttığını göstermektedir. Elde edilen bu bulgu, literatürde yer alan Ullah, Fida ve Khan (2012) çalışmasında elde edilen sonuçla uyuşmaktadır. Aktif kârlılık oranı değişkeninin katsayısı pozitif ve z istatistiği % 1 önem düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla aktif kârlılık oranı ile temettü verimi arasında pozitif bir ilişki vardır. Kaldıraç oranı değişkeninin katsayısının negatif bir değer alması ve z istatistiğinin % 1 önem düzeyinde anlamlı olması da, şirketlerin borçlanma oranı ile temettü verimi arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Aktif büyüme oranı ile temettü verimi değişkenleri arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Tablo 3.5. Panel Tobit Modeli (2) Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken Temettü Verimi		
	Katsayı	Z İstatistiği
Yabancı Sahiplik	0.0149815	1.73*
ROA (Aktif Kârlılık Oranı)	0.061661	3.52***
Toplam Borç / Toplam Aktif	-0.0949779	-5.12***
Büyüme Oranı	0.0021456	0.14
Sabit	0.0152665	1.53
Gözlem Sayısı	567	
Sol Sansürlü Gözlem Sayısı	344	
Wald Ki Kare	29.59***	
Log-Likelihood	232.87595	

*Not: Parantez içerisinde yer alan değerler tahmin edilen katsayıların olasılık değerlerini göstermektedir. ***, ** ve * simgeleri katsayıların sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.*

Aile sahipliği değişkeninin bağımsız değişken olarak kullanıldığı modelden elde edilen sonuçlar Tablo 3.6'da yer almaktadır. Wald Ki Kare değeri % 1 önem düzeyinde anlamlı olduğu için tahmin edilen Tobit modeli anlamlıdır. Ancak aile sahipliği değişkenine ait katsayı istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Dolayısıyla örnekleme yer alan firmalarda inceleme dönemi içerisinde, aile sahipliği ile temettü verimi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Al-Nawaiseh'da (2013) yapmış olduğu çalışmada benzer bir sonuca ulaşmıştır. Temettü verimi ile aktif kârlılık oranı arasında pozitif, temettü verimi ile kaldıraç oranı arasında ise negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 3.6. Panel Tobit Modeli (3) Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken Temettü Verimi		
	Katsayı	Z İstatistiği
Aile Sahipliği	0.0143347	1.51
ROA (Aktif Kârlılık Oranı)	0.0632224	3.69***
Toplam Borç / Toplam Aktif	-0.0982669	-5.31***
Büyüme Oranı	0.0022499	0.15
Sabit	0.0152852	1.53
Gözlem Sayısı	567	
Sol Sansürlü Gözlem Sayısı	344	
Wald Ki Kare	29.44***	
Log-Likelihood	232.49619	

*Not: Parantez içerisinde yer alan değerler tahmin edilen katsayıların olasılık değerlerini göstermektedir. ***, ** ve * simgeleri katsayıların sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.*

Sahiplik yapısı değişkeni olarak kullanılan son değişken şirketlerin halka açıklık oranıdır. Şirketlerin halka açıklık oranının artması durumunda sermayenin daha fazla tabana yayılacağı ve şirketlerin daha dağınık bir sahiplik yapısına sahip olacağı, dolayısıyla şirketlerin sahiplik yapısındaki yoğunlaşmanın azalacağı kabul edilmektedir. Nitekim Tablo 3.3 incelendiğinde, halka açıklık oranının, en büyük üç ortak (-0,82), yabancı sahiplik (-0,34) ve aile sahipliği değişkeni (-0,07) ile negatif korelasyona sahip olduğu görülmektedir. Ayrıca en büyük üç ortağın payı sahiplik yoğunlaşmasının bir göstergesi olarak ele alındığında, halka açıklık oranı ile en büyük üç ortağın payı arasındaki korelasyon katsayısının negatif ve % 82’lik bir değer alması, sahiplik yoğunlaşması ile halka açıklık oranı arasında negatif yönlü güçlü bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Halka açıklık oranının bağımsız değişken olarak kullanıldığı Rassal Etkili Panel Tobit modelinden elde edilen sonuçlar Tablo 3.7’de yer almaktadır. Wald Ki Kare değerinin % 1 önem düzeyinde anlamlı olması tahmin edilen Tobit modelinin anlamlı olduğunu göstermektedir. Tobit modelinden elde edilen tahmin sonuçlarına göre, halka açıklık oranı değişkenine ait katsayı negatif bir değer almıştır ve z istatistiği % 5 önem düzeyinde anlamlıdır. Temettü verimi ile halka açıklık oranı arasında negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır. Dolayısıyla şirketlerin halka açıklık oranı

arttikça, kâr dağıtım oranının azaldığı söylenebilir. Literatürde yer alan Wei, Zhang ve Xiao (2003), Güngör (2012) ve Rezaloie, Zariean ve Bjarkenari'nin (2013) çalışmalarında da benzer sonuçlar elde edilmiştir. Yukarıda da bahsedildiği üzere, halka açıklık oranı ile şirketlerdeki sahiplik yoğunlaşması arasında negatif yönlü bir korelasyon çıkmıştır. En büyük üç ortağın payının bağımsız değişken olduğu modelde, en büyük üç ortağın payı ile temettü verimi arasında pozitif yönlü, halka açıklık oranı ile temettü verimi arasında ise negatif yönlü bir ilişkinin çıkması, korelasyon matrisinde yer alan negatif yönlü ilişkiyi teyit etmektedir.

Modelde kontrol değişkeni olarak kullanılan aktif kârlılık oranı ve kaldıraç oranının katsayılarına ait z istatistikleri % 1 önem düzeyinde anlamlıdır. Beklentiler doğrultusunda, aktif kârlılık oranına ait katsayının pozitif olması, aktif kârlılık oranı arttikça kâr dağıtım oranının da arttığını göstermektedir. Yine beklentilerle uyumlu olarak, kaldıraç oranına ait katsayısının negatif bir değer almış olması ise, firmaların borçlanma düzeyleri arttikça kâr dağıtım oranının azaldığını göstermektedir. Temettü verimi ile aktif büyüme oranı arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Tablo 3.7. Panel Tobit Modeli (4) Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken Temettü Verimi		
	Katsayı	Z İstatistiği
Halka Açıklık Oranı	-0.000574	-2.14**
ROA (Aktif Kârlılık Oranı)	0.0596825	3.43***
Toplam Borç / Toplam Aktif	-0.0905898	-4.91***
Büyüme Oranı	0.0008038	0.05
Sabit	0.0350964	3.05***
Gözlem Sayısı		567
Sol Sansürlü Gözlem Sayısı		344
Wald Ki Kare		31.35***
Log-Likelihood		233.75189

*Not: Parantez içerisinde yer alan değerler tahmin edilen katsayıların olasılık değerlerini göstermektedir. ***, ** ve * simgeleri katsayıların sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.*

SONUÇ

Bu çalışmanın amacı sahiplik yapısındaki farklılıkların kâr dağıtım kararları üzerine etkisini araştırmaktır. Çalışmada Borsa İstanbul'a kote 142 imalat sanayi şirketinin 2009-2014 dönemine ait verilerinden faydalanılmıştır. Analizlerde Rassal Etkili Panel Tobit yöntemi kullanılmıştır. Temettü veriminin bağımlı değişken, sahiplik yapısını temsilen kullanılan şirket sermayesinde en büyük paya sahip üç ortağın toplam sermayedeki payı, halka açıklık oranı, yabancı sahiplik ve aile sahipliği değişkenlerinin bağımsız değişken, aktif kârlılık oranı, kaldıraç oranı ve aktif büyüme oranının da kontrol değişkeni olarak kullanıldığı dört farklı model tahmin edilmiştir.

Şirket sermayesinde en yüksek paya sahip üç ortağın toplam sermayedeki payının bağımsız değişken olarak kullanıldığı modelden elde edilen tahmin sonuçları, en büyük üç ortağın payı ile temettü verimi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Buna göre, firmaların sahiplik yapısı içerisinde en büyük üç ortağın payı arttıkça, kâr dağıtım oranı da artmaktadır.

Yabancı sahipliğin bağımsız değişken olarak kullanıldığı modelde de yabancı sahiplik ile temettü verimi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Bu sonuç, şirketlerde yabancı sahipliğin olması durumunda, kâr dağıtım oranının daha yüksek olduğuna işaret etmektedir.

Aile sahipliğinin bağımsız değişken olarak kullanıldığı modelden elde edilen tahmin sonuçları, aile sahipliği ile temettü verimi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir

ilişkinin bulunmadığını göstermiştir. Dolayısıyla elde edilen bu sonuca göre, aile sahipliği kâr dağıtım oranının bir belirleyicisi değildir.

Son olarak, çalışmada sahiplik yapısı değişkeni olarak kullanılan halka açıklık oranı ile temettü verimi arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bu ilişkiyi araştırmak amacıyla tahmin edilen modelden elde edilen sonuçlar, halka açıklık oranı ile temettü verimi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla bu sonuçtan hareketle, şirketlerin halka açıklık oranı arttıkça, kâr dağıtım oranının azaldığı söylenebilir. Halka açıklık oranının artması, mülkiyetin daha geniş bir tabana yayılmasına, şirket sermayesindeki sahiplik yoğunlaşmasının azalmasına (dolayısıyla en büyük üç ortağın payının da azalmasına) ve daha dağınık bir sahiplik yapısına işaret etmektedir. Nitekim korelasyon analizinde, en büyük üç ortağın payı ile halka açıklık oranı arasında negatif bir korelasyon olduğu bulunmuştur. Ayrıca, en büyük üç ortağın payı ile halka açıklık oranının bağımsız değişken olarak kullanıldığı modellerde, temettü verimi ile en büyük üç ortağın payı arasında pozitif, temettü verimi ile halka açıklık oranı arasında ise negatif yönlü bir ilişkinin bulunmuş olması, en büyük üç ortağın payı ile halka açıklık oranı arasındaki negatif korelasyonu teyit etmektedir. Genel bir değerlendirme yapıldığında, bu çalışmadan elde edilen sonuçların, literatürdeki çalışmalardan elde edilen sonuçlar ile uyumlu olduğu söylenebilir.

Çalışmada, kâr dağıtım oranı ile aktif kârlılığı arasında pozitif yönlü, kâr dağıtım oranı ile kaldıraç oranı arasında ise negatif yönlü bir ilişki beklenmektedir. Sahiplik yapısının kâr dağıtım kararları üzerine etkisini belirlemek amacıyla oluşturulan dört modelde de beklentilerle uyumlu olarak, aktif kârlılık oranı ile temettü verimi arasında pozitif, kaldıraç oranı ile temettü verimi arasında ise negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Bu sonuçlara göre, şirketlerin aktif kârlılık oranı arttıkça kâr dağıtım oranı da artmaktadır. Şirketlerin borçlanma düzeylerindeki artış ise kâr dağıtım oranının azalmasına yol açmaktadır. Değişkenlere ait katsayıların değerlerine bakıldığında, temettü verimini etkileyen en önemli değişken kaldıraç oranıdır.

Kâr dağıtım politikası ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi araştırmak amacıyla bundan sonra yapılacak çalışmalarda, daha geniş bir inceleme dönemi ve daha büyük bir örnekleme, holding ve devlet sahipliği gibi farklı sahiplik yapısı ve kontrol değişkenleri kullanılabilir. Ayrıca analizlerde farklı yöntemler de denenebilir.

KAYNAKÇA

- Abdullah N, Ahmad Z, Roslan S (2012) The Influence of Ownership Structure on the Firms Dividend Policy Based Lintner Model. *International Review of Business Research Papers* 8(6): 71-88.
- Akgüç Ö (1998) *Finansal Yönetim* (Avcıol Basım Yayın, İstanbul)
- Akyol E (2007) Temsil Sorunu ve Temettü Politikası Arasındaki İlişkiyi Test Etmeye Yönelik Olarak Türkiye Üzerine Bir Araştırma. Doktora Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Fakültesi, Finans Anabilim Dalı, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Al-Nawaiseh M (2013) Dividend Policy and Ownership Structure: An Applied Study on Industrial Companies in Amman Stock Exchange. *Journal of Management Research* 5(2): 83-106.
- Apak S, Demirel E (2013) *Finansal Yönetim Cilt 2. Finansal Tablolar Analizi ve Yatırım Yönetimi* (Papatya Yayıncılık, İstanbul).
- Aras G, Müslümov A (2008) Kurumsal Yatırımcılar ve Sermaye Piyasası Gelişmesi: Nedensellik İlişkisi Analizi. *İMKB Dergisi* 8(29): 1-17.
- Aras G, Müslümov A (2003) *Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü: OECD Ülkeleri ve Türkiye Örneği*. Kurumsal Yatırımcılar Derneği Yayınları.
- Arıkboğa FŞ, Menteş A (2009) Türkiye'de Kurumsal Yönetişim İklimi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası* 59(2).
- Armağan S (2007) Kâr Dağıtım Politikalarının Bireysel Yatırımcı Kararları Üzerine Etkileri ve Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Süleyman Demirel Üniversitesi, Isparta.
- Arshad Z, Akram Y, Amjad M, Usman M (2013) Ownership Structure and Dividend Policy. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business* 5(3): 378-401.
- Arslan Ö (2008) Firma Yöneticilerinin Temettü Dağıtımlarına Dair Algıları. *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 26(1): 85-98.
- Arslanboğa S (1990) Türkiye'de Kâr Dağıtım Politikasının Şirket Değerine Etkisi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na Kayıtlı Şirketler Üzerinde Bir

- Değerlendirme. Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muhasebe ve Finansman Anabilim Dalı, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir.
- Atasoy Y (2009) Çalışanların Sermayeye Ortaklığı (Çalışanları Hisse Senedi Edindirme) Konusunda Şirketler ve Çalışanlar Üzerine Bir Uygulama ve Türkiye İçin Öneriler. Doktora Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Ankara Üniversitesi, Ankara.
- Ayaydın H, Dağlı H (2012) Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Geliştirilen Savunma Taktikleri: Kavramsal Bir İnceleme. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi* 207-230.
- Aydın N, Başar M, Coşkun M (2010) *Finansal Yönetim*. (Detay Yayıncılık, Ankara).
- Ayrıçay Y, Kalkan G (2013) Sahiplik Yapısı ve Temsilcilik Teorisi. *KSÜ İİBF* 154.
- Baltagi B (2005) *Econometric Analysis of Panel Data*. (John Wiley and Sons Inc., Chichester).
- Berle A, Means G (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan.
- Blasi J, Gasaway J, Kruse D (1994) Employess and Managers as Shareholders. *Human Resource Planning* 17(4): 57-67.
- Bolak M (2010) *İşletme Finansı* (Birsen Yayınevi, İstanbul).
- Bradford W, Chen C, Zhu S (2013) Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance* 445-464.
- Bulut Hİ, Çankaya F, Er B (2009) Yönetici Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İMKB Örneği. *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi* 11(1): 101-120.
- Canbaş S, Vural G (2012) *Finansal Yönetim* (Karahan Kitabevi, Adana).
- Ceylan A (2003) *İşletmelerde Finansal Yönetim* (Ekin Kitabevi, Bursa).
- Claessens S, Djankov S, Lang LH (2000) The Separation of Ownership And Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics* 81-112.
- Çelik S (2013) Kâr Payı Politikası ve Yaşam Döngüsü Teorisi: İMKB İmalat Sektöründe Ampirik Bir Uygulama. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 13(2): 115-122.
- Çemberci M (2013) Kurumsal Yönetim İlkelerinin Türk Aile İşletmelerinin Yönetim İlkelerine Adaptasyonunun Değerlendirilmesi. *Akademik Bakış Dergisi* 1-15.

- Çıtak L (2007) The Impact of Ownership Structure on Company Performance; A Panel Data Analysis on Istanbul Stock Exchange Listed (ISE-100) Companies. *International Research Journal of Finance and Economics* (9), 213-245.
- Demirkan S (1999) *Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları ve Türkiye İçin Öneriler*. Yeterlilik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Ankara.
- Demsetz H, Lehn, K (1985) The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy* 93(6): 1155-1177.
- Easterbrook F (1984) Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review* 74(4): 650-659.
- Ercan MK, Ban Ü (2012) *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim* (Gazi Kitabevi, Ankara).
- Erdoğan M (1990) *İşletme Finansmanı* (Dicle Üniversitesi Diyarbakır MYO Yayın, Diyarbakır).
- Eren F (1974) Mülkiyet Kavramı. In *Dr. A. Recai Seçkin'e Armağan* (pp. 765-795). Ankara: Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları No. 351.
- Ergin E (2011) İMKB Şirketleri İçin Yeni Olanak: Hisse Senedi Geri Satın Alımı. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* 66-74.
- Ersoy E, Çetenak EH (2015) Sahiplik Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakış Dergisi* 15(4)
- Ersöz HY, Özdemir S, Yavuz A, Akgeyik T, Şenocak H (2004) Özelleştirmede Çalışanların Mülkiyet Sahipliği: Kardemir Örneği 7(4): 1-36.
- Ertuş FÇ, Karaca SS (2010) Kâr Dağıtımının İlanı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi. *Mufad Journal* (47): 58-68.
- Ertuna B, Tükel A (2010) Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Düzeyleri: Ortaklık Yapısı ve Kurumsal Yönetim Etkileri. *İMKB Dergisi* 10(40): 7-37.
- Fama E, French K (2002) Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies* , 15(1): 1-33.
- Gençtürk M (2003) Finansal Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Hisse Yoğunluklarının Performanslarına etkisi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F* 8(2): 231-251.

- Gharaibeh MA, Zurigat Z, Al-Harashsheh K (2013) The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy in Jordanian Companies. *Interdisciplinary journal of Contemporary Research in Business* 4(9): 769-796.
- Greene WH (2003) *Econometric Analysis* (Prentice Hall, New Jersey).
- Gugler K (2003) Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment. *Journal of Banking & Finance* 27(7): 1297-1321.
- Gugler K, Yurtoglu B (2003) Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany. *European Economic Review* 47(4): 731-758.
- Gujarati DN (1999) *Temel Ekonometri*, çev. Ümit Şenesen ve Gülay Günlük Şenesen. (Literatür Yayınları, İstanbul).
- Gul F (1999) Government Share Ownership, Investment Opportunity Set and Corporate Policy Choice in China. *Pacific-Basin Finance Journal* 7(2): 157-172.
- Günalp B, Kadioğlu E, Kılıç S (2010) Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisi Olup Olmadığının İMKB'de Test Edilmesi. *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 28(2): 47-69.
- Güney S (2007) Aile İşletmelerinde İkinci Nesile Devir Sürecinde Başarı Koşulları. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi* 2:103-126.
- Güngör S (2012) Sahiplik Yapısı ve Temettü İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Hitit Üniversitesi, Çorum.
- Gürel E (2011) Kâr Payı Verimi Üzerine Bir Literatür Taraması. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi* (3): 29-50.
- Gürsoy CT (2012) *Finansal Yönetim İlkeleri* (Beta Yayıncılık, İstanbul).
- Hsiao C (2003) *Analysis of Panel Data* (Cambridge University Press, Cambridge).
- İşeri M (2002) Anonim Şirketlerde Vekalet Sorunu ve bu Sorunun Çözülmesinde Kullanılan Teknikler. *Journal of Kültür Üniversitesi* (2):77-86.
- Işık S (2011) Amerika'da Mülkiyetin Tabana Yayılması Çerçevesinde Çalışanların Hisse Senedi Sahipliği Planı (ESOP). *Çalışma ve Toplum* 265-278.
- Kalkan VD (2006) Aile İşletmelerinde Süreklilik Yönetimi. *C.Ü. Sosyal Bilimler Dergisi* 30(1): 71-87.

- Kandır SY (2011) Kurumsal Yatırımcıları İMKB Şirketlerine Yönelik Yatırım Tercihlerinin Araştırılması. *İMKB Dergisi* 11(44): 31-60.
- Kaplanoğlu E (2005) Temettü Politikası Teorileri ve İMKB'de Ampirik Bir Çalışma. Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Genel İşletme Bilim Dalı, Pamukkale Üniversitesi, Denizli.
- Karabıyık H (2011) Türkiye'de Firma Büyüklüğü ve Sahiplik Yapısını Etkileyen Sektöre Özgü Firma Belirleyicilerinin Analizi: İMKB'de Sektörel Karşılaştırma. Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Finansman Anabilim Dalı, Atılım Üniversitesi, Ankara.
- Karaca SS (2007) Şirketlerin Kâr Dağıtım Politikası ve Kâr Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir İnceleme. Doktora Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Bilim Dalı, İnönü Üniversitesi, Malatya.
- Karayormuk K (2010) İşletme Gruplarında Sahiplik Yapısı ile Strateji Arasındaki İlişki: Türkiye'de İşletme Grupları Üzerinde Bir Araştırma. Doktora Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Afyon.
- Kargın S (2006) Temettü Politikasının Temsil Maliyetleri Üzerindeki Etkisi ve Kurumsal Yönetime Katkısı. Doktora Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Celal Bayar Üniversitesi, Manisa.
- Korgun A (1999) *Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri*. Yeterlilik Etüdü, T.C Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Ankara.
- Korkmaz M, Savaş K, Yahyaoğlu G (2012) Kurumsal Aile İşletmelerinde Stratejik Yönetimin Çalışanlar Üzerinde Etkisi. *Akademik Bakış Dergisi* (28): 1-15.
- Kouki M, Guizani M (2009) Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market. *European Journal of Scientific Research* 25(1): 42-53.
- Kumar J (2003) Ownership Structure and Divident Payout Policy in India. *Indira Gandhi Institute of Development Research* 1-40.
- Mancinelli L, Özkan A (2006) Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence From Italian Firms. *The European Journal of Finance* 12(3): 265-282.

- McDonald JF, Moffitt RA (1980) The Uses of Tobit Analysis. *The Review of Economics and Statistics* 62(2): 318-321
- Mehrani S, Moradi M, Eskandar H (2011) Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Iran. *African Journal of Business Management* 5(17): 7516-7525.
- Menteş SA (2008) Kurumsal Yönetişim Etkinlik Ölçüm Aracı Olarak Tepe Yöneticisi Değişimi: Türkiye Uygulaması. Doktora Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Mirzaei H (2012) A Survey on the Relationship Between Ownership Structure and Dividend Policy in Tehran Stock Exchange. *International Conference on Management, Applied and Social Sciences*. Dubai, March 24-25
- Monsen RJ, Downs A (1965) A Theory of Large Managerial Firms. *The Journal of Political Economy* 221-236.
- Okka O (2009) *Analitik Finansal Yönetim Teori ve Problemler* (Nobel Yayın Dağıtım, Ankara).
- Okuyan HA (2009) İşletmelerde Sahiplik Yapısı ile Kaynak Bileşimi Arasındaki İlişki: İMKB'de Ampirik Bir Uygulama. Doktora Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Programı, Kocaeli Üniversitesi, Kocaeli.
- Omağ A (2007) İşletmelerde Kâr Dağıtım Politikasının İşletmenin Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım. Doktora Tezi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık Anabilim Dalı, Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Özdemir M (1997) *Finansal Yönetim* (Gazi Büro Kitabevi, Ankara).
- Özenalp, S. (2000). Kâr Dağıtım Politikası ve Kâr Paylarının İstikrarlığının İMKB'de İşlem Gören Seçilmiş Şirketler İçin Değerlendirilmesi. Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Akdeniz Üniversitesi, Antalya.
- Özkaya MO, Şengül CM (2006) Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma ve İkinci Kuşağın "Kurumsallaşma" Konusuna Bakış Açısı. *D.E.Ü.İ.İ.B.F* 21(1): 109-126.
- Öztürk MB, Demirgüneş K (2008) Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entellektüel Sermaye. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 19: 395-411.

- Öztürkçü A (2012) Sermaye Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı. Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüzüncü Yıl Üniversitesi, Van.
- Pamukçu AB (1999) *Finans Yönetimi* (Der Yayınları, İstanbul).
- Pekkaya M (2006) Kâr Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi* 2(4): 183-209.
- Porta RL, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A (1999) Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance* 471-571.
- Ramli NM (2010) Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies. *International Review of Business Research Papers* 6(1): 170-180.
- Rasiah D (2012) The Separation of Ownership and Control in Malaysian Domestic. *International Conference on Economics*. Singapore.
- Rezaloie A, Zariëan M, Bjarkenari MA (2013) Relationship between ownership structure and dividend policy in iran. *International Research Journal of Applied and Basic Sciences* 4(7): 1984-1990.
- Rozeff M (1982) Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research* 5(3): 249-259.
- Sakınç İ (2008) Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri ile İlişkisi. Doktora Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Gazi Üniversitesi, Ankara.
- Sancakdar C (2006) Sermaye Piyasasının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Önemi. Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Para ve Banka Programı, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir.
- Sayman Y (2012) Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB'de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama. Doktora Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Ankara Üniversitesi, Ankara.
- Schooley D, Barney L (1994) Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs. *The Journal of Financial Research* 17(3): 363-373.

- Shah SZ, Ullah W, Hasnain B (2011) Impact of Ownership Structure on Dividend Policy of Firm (Evidence from Pakistan). *International Conference on E-business, Management and Economics* 22-26.
- Shleifer A, Vishny R (1997) A Survey of Corporate Governanc. *The Journal of Finance* 52 (2): 737-783.
- Shleifer A, Vishny R (1986) Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy* 94(3): 461-488.
- Smit M, Eije HV (2009) *Ownership and Dividend Policy: New Evidence from Germany*.<http://www.fma.org/Hamburg/Papers/OwnershipanddividendpolicynewevidencefromGermany.pdf> (2 Nisan 2014).
- Stacescu B (2012) Can Ownership Structure Explain Dividend Policy in Norwegian Private and Public Firms? Master Thesis, Master of Science in Business and Economics, Major in Finance, BI Norwegian Business School, Oslo.
- Stouraitis A, Wu L (2004) The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms with Free Cash Flow Problem. *EFMA Meetings Paper* 1-35.
- Şamiloğlu F, Ünlü U (2010) Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı Arasındaki İlişki: İMKB 100 Endeksi Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Mufad Dergisi* (46): 66-73.
- Tanrıöven C, Aksoy EE (2009) Kamu ve Yabancı Ortaklığın İşletmelerin Temel Göstergeleri Üzerine Etkisi. *MÖDAV Dergisi* 259-283.
- Thanatawee Y (2013) Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Finance* 5(1): 121-132.
- Tobin J (1958) Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables. *Econometrica* 26 (1): 24-36.
- Türko M (1999) *Finansal Yönetim* (Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul).
- Ullah H, Fida A, Khan S (2012) The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy Evidence from Emerging Markets KSE-100 Index Pakistan. *International Journal of Business and Social Science* 3(9): 298-307.
- Üçdoğruk Ş, Akın F, Emeç H (2001) Türkiye Hanehalkı Eğlence Kültür Harcamalarında Tobit Modelin Kullanımı. *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi* 3(3): 13-26.

- Ünsal N (1998) İşletmelerde Temettü Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Niğde Üniversitesi, Niğde.
- Warrad L, Abed S, Khriasat O, Al-Sheikh I (2012) The Effect of Ownership Structure on Dividend Payout Policy: Evidence from Jordanian Context. *International Journal of Economics and Finance* 4(2): 187-195.
- Wei G, Zhang W, Xiao JZ (2003) Dividends Policy and Ownership Structure in China. *EFMA 2004 Basel Meetings Paper* 1-29.
- Wikipedia (2015). https://tr.wikipedia.org/wiki/Tobit_modeli (26 Ağustos 2015).
- TDK (2014). http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5398686fe0b1d7.88066451 (11 Haziran 2014).
- Yamak S, Ertuna B, Bolak M (2006) Sahiplik Dağılımının Birleşik Liderlik Yapısı Üzerine Etkileri. *Yönetim Araştırmaları Dergisi* 6(1-2): 85-105.
- Yelkikalan N, Aydın E (2010) Aile İşletmelerinin Yaşamlarını Sürdürebilmesinde Sonraki Kuşakların Duygusal Sahiplik Algılamasının Rolü ve Önemi. *Yönetim Bilimleri Dergisi* 8(2): 81-120.
- Yıldırım AF (2007) Türk Aile İşletmelerinde Kurumsallaşmayı Engelleyen Aile Değerleri Üzerine Isparta İlinde Bir Çalışma. Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Süleyman Demirel Üniversitesi, Isparta.
- Yılğor AG, Yücel E (2012) İşletmelerin Sahiplik Yapısının İncelenmesi: Sahiplik ve Kontrol Ayrımı Konusunda Çıkarımlar. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi* 8(16): 41-57.
- Yılmaz, MK (2004) Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Temettü Politikaları Üzerine Bir Analiz: Nakit Temettü-Sektör Davranışı İlişkisi. *İMKB Dergisi* 17-70.
- Yurttadur M (2009) KOBİ'lerde Sermaye Yapısı ve Kâr Dağıtım Politikasının Büyüme Üzerine Etkileri. Doktora Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Finans ve Bankacılık Doktora Programı, Kadir Has Üniversitesi, İstanbul.
- Yücel İ (2001) Türkiye'deki Halka Açık Anonim Şirketlerin Sermaye Yapılarının ve Kâr Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi. Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Erzurum.

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı-Soyadı: Koray ÖZVAR

Uyruğu: T.C.

Doğum Yeri ve Tarihi: Ankara- 14.11.1986

Tel: 0506 561 76 06

E-posta: korayozvar@gmail.com

Yazışma Adresi: Karakaya Mah. Selçuk Cad. No:15 Keçiören/ANKARA

EĞİTİM

Derece	Kurum	Mezuniyet Tarihi
2.40	Anadolu Üniversitesi, İ.İ.B. Kamu Yönetimi	2014
2.42	Erciyes Üniversitesi Nevşehir İ.İ.B.F İktisat Bölümü	2011
3.10	Fatih Sultan Mehmet Lisesi	2003

İŞ DENEYİMLERİ

Yıl	Kurum	Görev
2014	Anadolu Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.	Borsa Seans Uzmanı
2013	Atagündüz Danışmanlık	Proje Yazımı
2012	Sürat Kargo	İç Denetim Görevlisi ve Şube Müdürü
2011	Nevşehir Üniversitesi Borsa ve Finans Topluluğu	Başkan
2010	Nevşehir Üniversitesi Borsa ve Finans Topluluğu	Kurucu Başkan

YABANCI DİL

İngilizce