

KAR PAYI VERİMİ VE BORSA İSTANBUL A.Ş. ÜZERİNDE BİR UYGULAMA¹

Eymen GÜREL

Yrd. Doç. Dr., Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi, İ.İ.B.F., Uluslararası Ticaret ve Finansman Bölümü
Öğretim Üyesi

eymengurel@mu.edu.tr

Ercan BAYAZITLI

Prof. Dr., Ankara Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi, İşletme Bölümü Öğretim Üyesi

bayazitli@politics.ankara.edu.tr

Özet

Bu çalışmada, Türkiye'deki işletmelerin dağıttıkları nakit kar paylarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi üzerinde durulmuştur. Çalışmada öncelikle, kâr payı dağıtan ve dağıtmayan işletmeler belirlenmiştir. Kâr payı dağıtan işletmeler önce kâr payı verimi değerine sonra da piyasa değeri büyüklüğüne göre portföylere ayrılırken, kâr payı dağıtmayan işletmeler sadece piyasa değeri büyüklüğüne göre portföylere ayrılmıştır. Oluşturulan bu portföylere göre, kâr payı dağıtan ve dağıtmayan işletmelerin ortalama portföy getirileri aylık olarak hesaplanmış ve karşılaştırılmıştır. İnceleme sonucunda kâr payı verimleri yüksek olan portföylerin getirilerinin daha yüksek olduğu ortaya çıkarken, piyasa değeri büyüklüğü ve mevsimsel etki değişkenlerinin getiri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Karpayı Verimi, Yatırımcı Kararları, Karpayı Politikası

¹ Bu çalışma Dr.Eymen Gürel'in Prof.Dr.Ercan Bayazitli danışmanlığında hazırladığı, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsüne sunulan "Kar dağıtım politikalarının etkinliği ve İMKB uygulaması" başlıklı doktora tezinin bir bölümünden derlenerek hazırlanmıştır.

DIVIDEND YIELD AND AN APPLICATION ON BORSA ISTANBUL A.Ş.

Abstract

This study examines the effect of cash dividends on stock returns in the Turkish stock market. Firstly, the companies were identified according to their payments and nonpayments of dividends. grouped whether they pay dividends or not. Then the firms that have paid dividends were spilited into portfolios according to their dividend yields and then to their market size. The companies that have not paid dividends were spilited into portfolios according to their market size. Finally, the portfolios were used to calculate and to compare average monthly returns of the companies. The results of the analysis have shown that the portfolias with high dividend yield have higher returns, and market value size and seasonal effect variables do not have significant effects on return.

Keywords: Dividend Yield, Investor Decision, Dividend Policy

GİRİŞ

Kâr payı, şirketlerin bir yıllık faaliyet dönemleri sonucunda yasal karşılıklar ayrıldıktan sonra elde ettikleri net dönem kârı üzerinden dağıttıkları ve ortakların şirkette sermayelerinin bulunması karşılığında elde ettikleri doğrudan getiri olarak tanımlanmaktadır.

Bir diğer tanıma göre ise kâr payı, işletmenin potansiyeline dokunmadan bir baksa ifadeyle, işletmenin gelişmesini sağlayacak fonları saklı tutmak koşulu ile pay sahiplerine dağıtılabilecek aktif artış şeklinde tanımlanmaktadır (Karyağdı, 2002: 36).

Kârın dağıtımı, ya da dağıtmama kararı, şirketlerin gelişmesi ve güçlenebilmesi bakımından özsermayeyi azaltıcı, ya da arttırıcı etkisi olan, önemli bir karardır. Bununla birlikte, kararın yatırımcılar tarafından algılanışı da göz önünde bulundurarak, şirketin gelişmesini sağlayacak fonları koruyarak belirlenecek uygun bir dağıtım politikası belirlenmesi, şirketin piyasa değerini arttıracaktır.

Diğer yandan, işletmenin her bir faaliyet dönemine ilişkin olarak elde ettiği kârın, işletmenin ortaklarına dağıtılmayan kısmının işletmede bırakılması aynı zamanda işletme finansmanına ilişkin kararları da etkilemektedir. Bir başka ifade ile kârın hangi oranda kâr payı olarak ortaklara dağıtılacağı, hangi oranlarda da işletmede alıkonulacağı kararı işletmelerin büyüme hızını, piyasa değerini ve ortakların servetini belirleyen önemli kararlardan biridir (Bayazıtlı, 2003: 2).

Kâr payı politikası ile ilgili yöneticilerin vermesi gereken üç önemli karar vardır:

1. Kâr dağıtım oranı ne olmalıdır?
2. Şirket istikrarlı bir şekilde büyüyen bir kâr payı büyüme oranı sağlamaya mı çalışmalı yoksa kâr payı dağıtımları şirketin fon ihtiyacına bağlı olarak yıldan yıla değişmeli midir?
3. Şirket şu anda ne kadar kâr payı dağıtmalıdır?

Bu kararlar yöneticiler tarafından birçok kısıtı göz önünde bulundurularak alınırken asıl amaç ortakların refahını en yüksek düzeye çıkarmaktır.

1. KÂR DAĞITIM KARARI

Finansal yöneticinin, ortakların refahını veya servetini en yüksek düzeyde gerçekleştirme amacı; normal koşullarda şirketin hisse senetlerinin piyasa değerinin artırılması ve şirket değerinin artırılması amacı ile aynı anlama gelmektedir (Sayılğan, 2008: 10). Bu amaç doğrultusunda alınacak bu üç temel kararın sonuçları ortakların refahını, başka bir ifade ile şirketin değerini arttırmada etkili olmalıdır.

Kâr dağıtım kararının şirket değerine olan etkisi literatürde farklı yaklaşımlar ile açıklanmaktadır. Bu yaklaşımlardan dört tanesi aşağıda belirtilmiştir:

- Kâr dağıtımının şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı görüşü (Kâr Payı İlişkizlik Kuramı-Dividend Irrelevance Theory)
- Kâr payı dağıtmanın, şirket değerini arttıracığı görüşü (Eldeki Kuş Kuramı-Bird in the Hand Theory),
- Kâr payı dağıtmamanın, şirket değerini arttıracığı görüşü (Vergi Tercihleri Kuramı-Tax Preference Theory),
- Diğer görüşler

2. KÂR PAYI VERİMİ

Kâr payı dağıtma, ya da dağıtmama kararının şirketin piyasa değeri üzerinde doğrudan bir etkisinin bulunduğu finansman yazınında genel olarak kabul edilmektedir. İlişkizlik kuramı dışında kalan kuramlar, kâr payı dağıtım kararları ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışmaktadırlar. Bir şirketin piyasa değeri hisse senedi adedi ile hisse senedi fiyatının çarpımı sonucunda elde ediliyorsa bu denklemde kâr payı dağıtım kararının hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisinin ortaya konması gerekmektedir.

Kâr payı verimi kavramı temel olarak bu ilişkiyi açıklamaya dönük bir oran olarak kullanılmaktadır. Belli bir dönem aralığında hisse başına düşen nakit kâr payı ile hissenin elde edilmiş maliyeti arasındaki yüzdesel ilişki olarak tanımlanan kâr payı verimi şu formül ile hesaplanmaktadır:

Bir yatırımcının beklentisi, belli bir dönem için oluşturacağı portföyün getirisinin dönem sonunda risksiz faiz oranının üzerinde bir getiri sağlamasıdır. Bir portföy, eğer hisse senedi ve/veya tahvilden oluşuyorsa beklenen getiri oranını hesap etmek için kullanılacak temel formül aşağıdaki gibi olacaktır:

$$DY_t = (1/P_{t-x}) \sum_{t-y}^{t-1} DPS_t$$

Burada:

DY_t = t ayındaki kâr payı verimini,

DPST = t ayındaki hisse başına düşen kâr payı miktarını,

P_{t-x} = t-x ayında hissenin piyasa fiyatını göstermektedir.

Sonuç olarak kâr payı verimi, bir hisse senedine yapılan yatırımdan belirli bir dönem sonunda elde edilen kâr payı getirisini yüzdesel olarak ortaya koymaktadır. Kullanım amacı, geçmiş verilerden yararlanarak aynı kâr payı politikaları istikrarlı bir biçimde izlenmeye devam ederse yatırımcıların gelecekte elde edebilecekleri getirilere dair bir trend ortaya çıkarmaktır.

3. KÂR PAYI VERİMİNİN HESAPLANMASI

Bir yatırımcının beklentisi, belli bir dönem için oluşturacağı portföyün getirisinin dönem sonunda risksiz faiz oranının üzerinde bir getiri sağlamasıdır. Bir portföy, eğer hisse senedi ve/veya tahvilden oluşuyorsa beklenen getiri oranını hesap etmek için kullanılacak temel formül aşağıdaki gibi olacaktır:

$$r = \frac{Div_1 + (P_1 - P_0)}{P_0} \quad \text{veya} \quad r = \frac{Div_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

Burada:

r = Beklenen getiriye,

Div_1 = Dönem sonu kâr payını,

P_0 = Menkul kıymetin alış maliyetini,

P_1 = Menkul kıymetin dönem sonu fiyatını,

g = Büyüme oranını

göstermektedir.

Portföyün beklenen getirisinin hesaplanmasında dikkate alınan değişkenlerden biri kâr payıdır. Bu temel denklemden yola çıkarak, formül aşağıdaki gibi yazılabilir (Braley, 1997: 130):

$$r = \frac{Div_1}{P_0} + g$$

r= Kâr Payı Verimi+ Büyüme Oranı

Bu temel denklemden hareketle, yatırımın beklenen getirisi hesaplanırken iki değişkenin dikkate alınması gerekmektedir: kâr payı verimi ve büyüme oranı. Büyüme oranı yukarıda da gösterildiği gibi bir senedin veya tahvilin alım ve satımı sırasında ortaya çıkan sermaye kazancı veya zararıdır. Kâr payı verimi oranı ise yapılan yatırımdan dönem sonunda elde edilecek olan kâr payı miktarının yatırım tutarına bölünmesidir. İkisi de, yüzdesel bir sonuç ortaya koymakta ve bu iki değer toplandığında yatırım sonucu beklenen getiri oranı bulunmaktadır.

Kâr payı verimi, hisse senedinin geçmiş on iki ayda nakit olarak dağıttığı hisse başına kâr payı miktarlarının toplanması ve bu tutarın hisse senedinin on üç ay önceki fiyatına bölünmesi ile elde edilir (Keim, 1985; Gombala ve Liu, 1993; Şen, 1999; Thomas vd., 2004).

$$DY_t = (1/P_{t-13}) \sum_{t=13}^{t-1} DPS_t$$

Burada:

$DY_t = t$ ayındaki kâr payı verimini,

$DPS_T = t$ ayındaki hisse başına düşen kâr payı miktarını,

$P_{t-13} = t-13$ ayında hissenin piyasa fiyatını göstermektedir.

Kâr payı veriminin bu tanımı, yapılan çalışmalarının çoğunda benzer şekilde kullanılmaktadır. Ancak, bazı çalışmalarda, paydada Pt-13 yerine Pt-12 veya Pt-1 kullanıldığına rastlanmaktadır. Bu durum farklı bakış açılarından kaynaklanmaktadır: Pt-1 kullanımı, İngiltere’de kâr payı verimi kavramından anlaşılan ile birebir örtüşmekle birlikte, Financial Times’ın kâr payı verimi için kullandığı tanıma da uymaktadır (Naranjo, 1998: 2031 ve Thomas, 2000: 263). Öte yandan, denklemde paydada Pt-13 veya Pt-12 kullanımı ABD araştırmalarına dayanmakta olup, bu tanım gelecekle ilgili getirinin daha iyi ölçülmesi imkânı sağlamaktadır (Blume, 1980). Türkiye’de kâr payı verimi konusunda yapılmış olan çalışmalarda da paydada (P_{t-13}) kullanılmıştır (Şen, 1999; Şen ve Sevil, 2001). Ancak şunu belirtmek gerekir ki, hem ABD’de hem de İngiltere’de yapılan deneysel araştırmalar, her iki tanımın da (Pt-12 veya Pt-13) benzer sonuçlar verdiğini göstermektedir (Keim, 1985: 476; Thomas vd., 1998: 409). Kâr payı verimi ile ilgili yazılan temel makalelerden birinde paydada Pt-12 (Thomas, 2000: 263) olsa da aynı yazarın daha sonraki yıllarda yaptığı çalışmasında, paydada Pt-12 yerine Pt-13’ü tercih etmesi (Thomas, 2004: 1363), Keim (1985: 476) ve Gombala’nın (1993b: 141) çalışmalarıyla da uyumludur. Bu çalışmanın kâr payı verimi formülünde, yazarların birçoğunun tercih ettiği gibi, payda Pt-13 şeklinde kabul edilecektir.

3.1. Çalışma Modeline İlişkin Korelasyon ve Regresyon Analizi

Bu bölümde yukarıda tanımlayıcı istatistikî değerleri ile anlatılmaya çalışılan bağımsız değişkenlerin regresyon modellemesi ve korelasyon analizlerine yer verilecektir.

3.1.1. Korelasyon analizi

Regresyon analizine başlamadan önce değişkenler arasında ilişki olup olmadığı ve böyle bir ilişki varsa, bu ilişkinin yönünün ve gücünün belirlenmesi gerekmektedir. Bunun için değişkenler korelasyon analizine tabii tutulmuştur.

Korelasyon analiz tekniğinin seçimini yapabilmek için öncelikle serinin normal dağılıma uygun olup olmadığının belirlenmesi gerekmektedir. Bunun anlaşılabilmesi için Simetri (Skewness), Çarpıklık (Kurtosis) ve Jarque – Bera testi uygulanmıştır.

Normal dağılım gösteren seriler için Simetri’nin sifıra Çarpıklık’ın üçe yakın olması beklenir. Bu iki değerde de serilerin normal dağılıma uygun olmadığı tespit edilmiştir. Simetri -0,8463, Çarpıklık ise, 10,16903 değeri ile serilerin normal dağılmadığını göstermektedir.

Jarque – Bera testi (5720,702) serinin, serbestlik derecesi 2 olan bir ki-kare dağılımına uygun olduğunu göstermektedir. Hesaplanan ki-kare istatistiğinin olasılık değeri (probability, p) yeterince düşükse, artıkların normal dağıldığını ileri süren boş hipotez reddedilir. Ancak p değeri yüksekse normallik varsayımı reddedilmez. Buna göre p değeri 0,00000'dır. p değeri hem %1 hem de %5 anlamlılık düzeyinde artıkların normal dağılıma sahip olduğunu gösteren boş hipotezin reddedilmesini gerektirmektedir. Sonuç olarak Jarque – Bera testine göre, artıklar hem %1 hem de %5 anlamlılık düzeyinde normal dağılıma sahip değildir.

Yapılan analiz sonucunda elde edilen sonuçlar, değişkenlerin normal dağılıma uygun olmadığını göstermektedir. Bu yüzden Spearman Sıra Korelasyon analizi tercih edilmiştir.

Tablo 1. Spearman Sıra Korelasyonu Sonuç Tablosu

Spearman Sıra Korelasyonu		Dy	LNCAP	ORGET-RF	GET-RF
Dy	Korelasyon katsayısı	1	-.020	.036	.075(**)
	Sig. (2-tailed)	.	.317	.073	.000
LNCAP	Korelasyon katsayısı	-.020	1	-.121(**)	-.091(**)
	Sig. (2-tailed)	.317	.	.000	.000
ORGET-RF	Korelasyon katsayısı	.036	-.121(**)	1	.767(**)
	Sig. (2-tailed)	.073	.000	.	.000
GET-RF	Korelasyon katsayısı	.075(**)	-.091(**)	.767(**)	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.

** Korelasyonun %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu gösterir.

Getiri-Risksiz faiz oranı değişkeni ile kâr payı verimi arasında yüzde 99 anlam düzeyinde istatistiksel olarak bir ilişki saptanmıştır. Getiri-Risksiz faiz oranındaki bir birimlik artış kâr payı verimini yüzde 7,5 oranında olumlu yönde etkilemektedir. Ancak hesaplanan korelasyon katsayısının gücü çok zayıftır.

Piyasa değerleri ile ortalama getiri-risksiz faiz oranı arasında %99 anlam düzeyinde istatistiksel olarak bir ilişki saptanmıştır. Piyasa değerindeki bir birimlik artış ortalama getiri-risksiz faiz oranı üzerinde %12,1 oranında olumsuz yönde etkilemektedir.

Piyasa değerleri ile getiri-risksiz faiz oranı arasında yüzde 99 anlam düzeyinde istatistiksel olarak bir ilişki saptanmıştır. Piyasa değerindeki bir birimlik artış getiri-risksiz faiz oranı üzerinde yüzde 9,1 oranında olumsuz yönde etkilemektedir.

Son olarak ortalama getiri-risksiz faiz oranı ile getiri-risksiz faiz oranı arasında %99 anlam düzeyinde istatistiksel olarak bir ilişki saptanmıştır. Ortalama getiri-Risksiz faiz oranındaki bir birimlik artış getiri-Risksiz faiz oranını %76,7 gibi yüksek bir oranda olumlu yönde etkilemektedir. Bu iki değişkenin riskiz faiz oranına göre hesaplanması aradaki korelasyonun yüksek çıkmasına

sebeptir. Bu değer aynı zamanda değişkenler arasındaki tek güçlü korelasyon katsayısı olarak görülmektedir.

Bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkenler ile arasındaki korelasyonun düşük olması, regresyon denkleminde yüksek düzeyde çoklu doğrusal bağlantının olmadığını göstermektedir.

%99 güven aralığında, diğer değişkenler arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

3.1.2. Regresyon analizi

Modelde bağımlı değişken, risk primini temsil eden, her bir portföyün getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farktır (GET-Rf). Bağımsız değişkenler yukarıda da açıklandığı üzere, tüm portföylerin ortalama getirisi (ORGET) ile risksiz faiz oranı arasındaki fark (ORGET-Rf), portföylerin kâr payı verimleri (DY) ve şirketlerin piyasa değerlerinin doğal logaritmalarının ortalamasıdır (LNCAP). Tüm portföylerin ortalama getirisinin formülde yer almasının temel nedeni piyasanın getirisini bulmaktır. Piyasanın getirisi t döneminde 1 ise, her bir portföyün aynı dönemdeki getirilerinin toplamı da 1 olacaktır.

Kâr payı verimi ve şirketin piyasa değerlerine göre büyükten küçüğe doğru sıralanmış bulunan 30 portföy 2001 Ocak ve 2007 Aralık (1.ay ile 84.ay) tarihleri arasında aylık olarak analize tabi tutulmuştur. Portföylerin bu şekilde belirlenmesindeki amaç kâr payı verimi değeri yüksek olan şirketlerle düşük veya sıfır olan şirketleri karşılaştırabilmek ve aralarında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığını tespit etmektir. Bu amaçla Thomas'ın 2004 yılında yayınlanan çalışmasında uyguladığı şu formülden yararlanılmıştır:

$$R_{get} - R_{ft} = \alpha + \beta_p (R_{orget} - R_{ft}) + \beta_2 DY_t + \beta_3 LNCAP_{pt} + u_{pt}$$

$$P=1, \dots, 30 ; t=1, \dots, 84$$

R_{get} : İlgili aydaki portföyün getirisidir.

R_{ft} : T.C Hazine bonolarının 2001 Ocak ve 2007 Aralık dönemleri arasındaki t ayına ilişkin getiri oranını temsil etmektedir. Bu oranın aylık olarak elde edilebilmesi için Hazine verilerinde aylık olarak verilen "Hazine İskontolu İhalelerin Yıllık Bileşik Faiz Oranları" tablosundan yararlanılmıştır. Yıllık bileşik verilerin ilgili aydaki faiz oranı on ikiye bölünmüş ve aylık risksiz faiz oranı hesaplanmıştır.

R_{orget}: 30 portföyün aylık ortalama getirisi olarak belirlenmektedir.

DY_t: t ayına ilişkin hesaplanan kâr payı verimidir.

$$DY_t = (1/P_{t-13}) \sum_{t-13}^{t-1} HBKP_t$$

LNCAP: LNCAP Değişkeni ise t dönemi için portföyde yer alan şirketlerin aylar itibari ile hisse senedi sayıları ile o aya ait kapanış fiyatı ile çarpılmasının sonucu ortaya çıkan piyasa değerlerinin doğal logaritmalarının ortalamasıdır. Sermaye artırımları yapıldıkça hisse senedi sayıları artacağı için şirketlerin sermaye artırım tarihleri ve artırım miktarları eş zamanlı olarak analize dahil edilmiş ve hesaplamalar ilgili ayda buna göre yeniden yapılmıştır.

Upt: Hata terimi olarak tanımlanmıştır.

İstatistiki analizinde, E-views 5.0 Ekonometri paket programı kullanılarak En Küçük Kareler (EKK) yöntemi uygulanmıştır.

Tablo 2. EKK Yöntemine Göre Temel Regresyon Denkleminin Sonuçları

Bağımlı Değişken: GET-RF		
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	t Değeri ve Anlam Düzeyi
SABİT TERİM	-0,008426	-1,075
ORGET-RF	0,999440	60,94104***
DY	0,161933	4,255267***
LNCAP	0,00000643	0,230736
R2	0,601796	
Düzeltilmiş R2	0,601322	
Durbin-Watson İstatistiği	1,969497	
F Değeri ve Anlamlılık Düzeyi	1267,459***	
Olasılık (Prop F-Statistic)	0,00000	

*,** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu gösterir.

White Heterokedasticity testi sonuçlarına göre (F-İstatistiği 5,087418; Olasılık, 0,000034) White düzeltmesi yapılarak çözümlenmiştir.

Analiz sonucunda 2001 Ocak ile 2007 Aralık tarihleri arasında BİST’de işlem gören 179 şirkete ilişkin Tablo 2’deki istatistiki sonuçlar aşağıda kısaca açıklanmıştır.

Modelin açıklayıcılığı %60’dır. Bu oldukça kabul edilebilir bir orandır. Denklemdaki portföy aşırı getirisindeki (GET-RF) toplam değişimin %60’ını kâr payı verimi (DY), piyasanın aşırı getirisi (ORGET-RF) ve piyasa değerleri (LNCAP) açıklamaktadır. Hem 0,10 ve 0,05 hem de 0,01 anlamlılık düzeylerinde F istatistik değeri (1267,459), denklemdaki bağımsız değişkenlerle bağımlı değişken arasındaki ilişkinin doğrusal nitelikte olduğunu göstermektedir. Ayrıca, kurulan modelin bir bütün olarak anlamlı olduğunu F istatistik değerinin anlamlılık düzeyi ortaya koymaktadır.

Ortalama getiri ile risksiz faiz oranı arasındaki fark (ORGET-RF) portföy aşırı getirisidir. Piyasa aşırı getirisindeki 1 birimlik değişim portföy aşırı getirisini %99,9 değiştirmektedir. Portföyün bu aşırı getirisi bir başka ifadeyle risk primi ile piyasa aşırı getirisi arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu göstermektedir. Bu sonuca göre, H1 hipotezi kabul edilmiştir. Risk ile getiri paraleldir, risk primi arttıkça elde edilecek getiri de aynı ölçüde artmaktadır.

Bağımsız değişken “kâr payı verimi”nin (DY) analiz sonuçları da %99 düzeyinde anlamlıdır. Portföyleri kâr payı verimi esasına göre belirlersek daha yüksek kâr payı dağıtan şirketlerin

getireceği kazançların daha yüksek olacağını görmekteyiz. Kâr payı verimindeki 1 birimlik değişim portföyün aşırı getirisini %16 oranında artırmaktadır. Bu sonuca göre, H2 hipotezi kabul edilmiştir.

Piyasa değerleri (LNCAP) büyük olan şirketleri ile getiriler arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir. Dolayısıyla piyasa riski ve kâr payı verimine göre belirlenecek olan portföylerin yatırımcı açısından daha fazla dikkate alınmasının yararlı olacağı sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu sonuca göre, H3 hipotezi reddedilmiştir.

Tek tek katsayıların anlamlılığını test etmek için kullanılan t-istatistiği bir bütün olarak modeldeki katsayıların aynı anda anlamlı olup olmadığını, başka bir ifade ile modelin bir bütün olarak anlamlı olup olmadığını test etmek için kullanılmaz. Birden fazla katsayının testini aynı anda yapmak için F-testi kullanılır. Model tahmin edildikten sonra elde edilen sonuçları gösteren Tablo 2'deki F-testi değerinin olasılığına bakıldığında (Prob F-test: 0.0000), modelin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinin her birinde bir bütün olarak anlamlı olduğu söylenebilir.

Getiri-risksiz faiz oranı bağımlı değişkeninin belirleyicilerinin en küçük kareler yöntemiyle test edilmesi sonucu aşağıdaki denklem elde edilmiştir:

$$(GET-RF) = -0,008 + 0,999 (ORGET-RF) + 0,161 DY - 0,001 LNCAP$$

Bu denkleme göre, GET-RF değişkenindeki 1 birimlik değişim, ORGET-RF 0,99 oranında etkilemektedir. Kâr payı verimindeki 1 birimlik artış, getiri oranını 0,16 oranında arttırmaktadır. Piyasa değerlerinin doğal logaritmasının ortalaması (LNCAP) ise istatistikî olarak anlamsız ve sıfıra yakın bir değer ile bağımlı değişkeni etkilemektedir.

Aylık kâr payı verimi temeline göre oluşturulan portföylerle, kâr payı verimi ile getiri arasında doğru orantılı ve anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu ilişki, Litzenberger ve Ramaswamy (1979-1982), Blume (1980), Keim (1985), Kalay ve Michaely (1993), Gombala ve Liu, (1993a-b), Kothari ve Shanken (1997), Naranjo vd. (1998), Thomas (1998-2000-2004-2005), Jiang ve Lee'nin (2007) yaptığı çalışmalar ile uyumludur. İlişkiyi daha önce İMKB üzerinde test eden Şen (1999) de benzer sonuçlara ulaşmıştır. Bu durum Black ve Scholes (1974) ile Miller ve Scholes (1982) tarafından "yıllık kâr payı verimleri üzerinden hesaplanan kâr payları-getiri arasında ilişki yoktur" sonucu ile uyumlu değildir.

Kâr payı verimlerine göre oluşturulmuş portföylerle piyasa değerleri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Aynı zamanda, piyasa değerleri yüksek olan şirketlerin kâr payı politikalarının etkin olup olmadığına dair anlamlı bir ilişki ortaya konulamamıştır. Sonuçlar Thomas vd. 1998 yılında yapmış olduğu çalışma ile uyumludur.

Piyasa değerleri yüksek olan şirketlerden oluşturulan portföyler, otuzlu portföy sıralamasında farklı hücrelerde yer alabilmektedir. Bununla birlikte kâr payı verimi sıfır olan şirketlerin son portföylerde (29.P, 30.P) en düşük piyasa değerlerine sahip olan şirketlerden oluştuğunu görmekteyiz. 31 Aralık 2007 itibarıyla bu iki portföyde yer alan ortalama şirket sayısının 44 olduğu düşünülürse bu

portföyün kâr ödeyemeyen ve piyasa değeri azalmış olan şirketlerden oluştuğunu söyleyebiliriz. Bu durum, Keim (1985) ve Naranjo'nun (1998) çalışmaları ile tutarlı değildir. Keim ve Naranjo küçük şirketlerin getirilerinin büyük şirketlerin getirilerden daha fazla olduğunu tespit etmişlerdir. Başka bir ifadeyle, getiri-kâr payı verimi ilişkisinin büyük şirketlere göre küçük şirketler üzerinde daha fazla olumlu etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır. İki yazar da yaptıkları analizlerde bu değişkenler arasında istatistiki olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki bulmuştur.

Kâr payı verimlerine göre oluşturulmuş portföylere dayandırılmadan da büyüklük etkisine dönük yapılan bir çok çalışma mevcuttur. Banz (1981) ve Reinganum (1983), küçük firmaların hisse senetlerinin büyük firmaların hisse senetlerine oranla, normalin üzerinde getiri sağladığını kanıtlayan ilk çalışmaları yapmışlardır. Sonraki yıllarda da bir çok araştırmacı benzer kanıtlara ulaşmıştır. Özcan ve Yücel'in İMKB üzerinde 2003 yılında yaptıkları çalışmada da benzer sonuçlara ulaşılmıştır.

SONUÇ

Kurumsal yönetim ilkeleri yatırımcıların şirketlerle olan ilişkilerini geliştirmeyi amaçlayan önemli bir uygulamadır. Bu ilkeler çerçevesinde şirketler politikalarında şeffaf davranmak ve gelecekle ilgili projeksiyonlarını yatırımcılarla paylaşmak durumundadır. BİST'de işlem gören bir çok şirket de "Kurumsal Yönetim Uyum Beyanlarını" internet sitelerinde ve faaliyet raporlarında yatırımcılarına duyurmaktadır. Bu beyana göre, şirketler Kurumsal Yönetim İlkelerine uygun olarak yatırımcılarına kâr payı alma hakkı konusunda şeffaf ve güvenilir taahhütlerde bulunurlar. Bu taahhütlerden biri, "şirketin belirli ve tutarlı bir kâr dağıtım politikası olur ve kamuya açıklanır. Bu politika genel kurul toplantısında pay sahiplerinin bilgisine sunulur ve faaliyet raporunda, izahname ve sirkülerlerde yer alır." maddesidir.

Kurumsal yönetim ilkelerini tercih eden şirketlerin uygulamaları ile kâr paylarının daha önemli hale geleceği, yatırımcıların dağıtılacak kâr payları konusunda düzenli bilgilendirmeler ile yatırım yapacakları şirketleri daha kolay belirleyebilecekleri bir gerçektir. Bu düzenlemeler, piyasada spekülasyon fiyat hareketlerinden sermaye kazancı elde etmeye çalışan yatırımcılar yerine, hangi şirkete yatırım yaptığını bilen, şirketin kâr payı ve yatırım politikalarını, dönem sonunda elde edeceği getiriyi tahmin edebilen yatırımcıların sayısını arttıracaktır. Böyle yatırımcılardan oluşan bir piyasada da hisse bazlı spekülasyon getiriler elde etmek güçleşecektir. Bu yatırımcıların menkul kıymetler piyasasına olan güvenini ve piyasanın etkinliğini arttıracaktır.

İMKB'deki şirketler üzerinde 2001-2007 dönemi üzerinde yapılan ampirik çalışma sonucunda kâr paylarının, yatırımcıların tercihlerinde etkili olduğu ortaya çıkmıştır. Yüksek oranda kâr payı dağıtan şirketlerin hisse senetlerini tercih eden bir yatırımcının bu sayede aşırı getiriler elde edebileceği istatistiki olarak anlamlı sonuçlara dayandırılarak ileri sürülebilir. Yapılan regresyon denklemi sonucuna göre, kâr payı verimindeki 1 birimlik artış, getiri oranını 0,16 oranında arttırmaktadır. Bu

sonuca rağmen, Türkiye’de istikrarlı oranlarla kâr payı dağıtımı yapan şirket sayısı çok fazla değildir. Kurumsal yönetim ilkelerinin daha fazla şirket tarafından uygulanması; dağıtım yapmamayı tercih eden şirketler tarafından, kâr paylarının yatırımcı tercihlerinde belirleyici olabileceğinin görülmesi gerekmektedir.

Çalışmanın bir diğer sonucu da, kâr payı verimi temelinde oluşturulmuş portföylerin örneklem dönemi içerisinde mevsimsel bir anomalinin bulunmadığıdır. Geçmiş yıllarda İMKB’de yapılan araştırmalarda, Ocak ayı etkisinin varlığına ilişkin kanıtlar sunulsa da uygulanan yöntem ile benzer kanıtlara 2001-2007 döneminin Ocak ayında rastlanmadığı gibi Nisan ve Eylül aylarında da rastlanmamıştır.

Son olarak çalışmada, kâr payı politikalarının, şirketlerin piyasa büyüklüğünden bağımsız olarak belirlendiği sonucuna ulaşılmıştır. Piyasa değerlerine göre, oluşturulan alt portföylerde kâr payı verimleri ile getiri ilişkisinin açıklanmasında büyüklük değişkeninin istatistiki olarak anlamsız olduğu ortaya konulmuştur.

KAYNAKÇA

- Bayazıtlı, E. (2003). *İşletmelerde Kâr Dağıtımını Muhasebeleştirme Esasları*, Siyasal Kitabevi, Ankara.
- Blume, M.E. (1980). Stock Returns and Dividend Yields: Some More Evidence, *The Review of Economics and Statistics*, Vol.: 62, No: 4 November.
- Brealey, R.A. - Myers, S.C. – Marcus, J. A. (1997). *İşletme Finansmanının Temelleri*, McGraw-Hill-Literatür Ortak Yayını, İstanbul.
- Gombola, M.J. - LIU, F.Y. (1993b). Considering Dividend Stability in the Relation Between Dividend Yields and Stock Returns, *Journal of Financial Research*, Vol.: 16.
- Gwilym, O.A. – Gwilym, M. - Thomas, S.H. (2000). Dividend Stability, Dividend Yield and Stock Returns: UK Evidence, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.: 27, No: 3&4 (April/May).
- Gwilym, O.A. - Seaton, J. - Thomas, S. (2005). Dividend Yield Investment Strategies, the Payout Ratio, and Zero-Dividend Stocks, *Journal of Investing*, No:14, Winter.
- Karyağdı, N. (2002). *Kâr Dağıtımı ve Vergilendirilmesi*, Maliye Hesap Uzmanları Derneği, 2.Baskı, Ankara.
- Keim, D.B. (1985). Dividend Yields and Stock Returns: Implications of Abnormal January Returns, *Journal of Financial Economics*, Vol.: 14.
- Naranjo, A. – Nimalendran, M. - Ryngaert, M. (1998). Stock Returns, Dividend Yields, and Taxes, *The Journal of Finance*, Vol.: 53, No. 6. Dec.
- Sayılgan, G. (2008). *İşletme Finansmanı*, Turhan Kitabevi, Ankara.

Sevil, G. - Şen, M. (2001). Aktif Portföy Yönetim Stratejisi Çerçevesinde Kâr Payı Verimi Temeline Göre Oluşturulan Portföylerin Performansının Belirlenmesinde İnförmatıon Oranının Kullanımı:1990-1998 İMKB Uygulaması, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Ocak.

ŞEN, M. (1999). Kâr Payı Verimlerinin Hisse Senedi Performans Seviyesine Etkisinin Portföy Yaklaşımı Açısından Analizi, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Eskişehir.