

İŞLETMELERDE KÂR PAYI POLİTİKASI VE FİRMA DEĞERİ AÇISINDAN ÖNEMİNE İLİŞKİN İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERE YÖNELİK BİR ARAŞTIRMA

Dr. Murat KIYILAR
İ.Ü. İşletme Fakültesi
Finans Anabilim Dalı

Giriş

Bir finans yöneticisinin en önemli işlevlerinden birisi, işletmenin finansal kararlarının alınması ile ilgilidir. İşletmenin piyasa değerinin belirlenmesinde etkili olan finansal kararları iki gruba ayırabiliriz. Bunlar, yatırım kararları ve finanslama kararlarıdır. Kâr payı dağıtım kararlarının da ayrı bir grup olduğu çeşitli yazarlar tarafından ileri sürülmektedir. Ancak, bize göre, ileri de değinileceği gibi, kâr payı dağıtım kararları, bazı hallerde bir yatırım kararı, bazı hallerde de finansman kararı görünümü alabilir. Onun için de herhangi bir gruba dahil etmeyi uygun görmedik. İşletmenin piyasa değerini maksimum yapmayı düşünen bir finans yöneticisinin, finansal kararların bu iki türü arasında optimal ilişkiyi kurması gerekir. İşletmenin piyasa değerini etkileyen bu karar türlerine aşağıda kısaca değinilmektedir.

Yatırım Kararı

Yatırım kararı, işletmenin fonları tahsis edeceği alanların seçimiyle ilgilidir. Diğer bir deyişle, fonların işletmeye maksimum katkı sağlayacak olan iktisadi varlıklara tahsisi ile ilgilidir. Finans yöneticisinin fonları etkin kullanmak için çözüm bulması gerekli bazı sorunları vardır. Fonlar hangi projelere tahsis edilmelidir? İşletme

Üretim yapabilmek için hangi varlıkları satın almalıdır? Tahsis edilen fonların etkin kullanımı nasıl sağlanır ve hangi göstergelerle denetlenebilir? ... gibi¹.

Yatırım kararları, işletmenin mevcut varlıklarının etkin yönetimini de kapsar. Finans yöneticisi, döner varlıkları, risk ve getiri ilişkisini baz alarak yönetme sorumluluğundadır. Döner varlıkların her türüne bağlanan fon tutarı işletmenin likidite derecesini farklı ölçüde etkiler. Yatırım kararları, bir varlığın kendisine tahsis edilen sermayeyi karşılayamaması durumunda, yeniden sermaye tahsisi kararını da içerir. Böylece yatırım kararı, işletmenin toplam varlıklarını, bu varlıkların bileşimini ve işletmenin işletme riski karışımını da kapsar².

Yatırım kararlarına analitik yaklaşım, finans kuramının temelini oluşturmaktadır. Gerçekten de işletme finansı finanslama kararları yanında yatırım kararları ile de ilgilenmeye başlayınca, yatırım kararlarının içerdiği riskin ölçüsü ya da daha yerinde bir deyişle karar modellerine alınabilmesi gereği ortaya çıkmıştır. Bu gerek önceleri yatırımlar (tek tek yatırım olanakları, tek tek işletmeler ya da çeşitli iş kolları) için ayrı ayrı ele alınarak karşılanırken, daha tutarlı bir yaklaşımın her yatırımın tüm yatırımlara göre durumunun belirlenmesi olduğu sonucuna varılmıřtır³.

Finanslama Kararı

Finanslama kararları, işletmenin fon kaynaklarının seçimi ve bileşimi konularıyla ilgilidir. Bu konuda da finans yöneticisinin çözüm bulması gereken sorunları vardır. İşletme için mümkün olan en iyi fon kaynakları bileşimi nedir? Fonlar hangi kaynaklardan, ne sürede ve hangi maliyetle sağlanabilir? Fon kaynaklarına geri ödemelerin biçimi ve zamam ne olmalıdır? ... gibi.

Finanslama kararları, işletmenin finansal yapısını ve dolayısıyla finansal riskini belirler. Finansal yapının değişmesi halinde işletmenin piyasa değeri bundan etkilenir. Ayrıca, finanslama kararlarında mevcut varlıkların yanısıra gelecekteki yatırım kararları da

(1) Pamukçu, Ali Bülent; **İşletme Finansı**, Der Yayınları, İstanbul, 1989, s.3.

(2) Van Horne, James C.; **Finansal Yönetim ve Politikaları**, (eviren: Osman Tekok ve diğer.) Cilt I ve II Ankara, 1988, s. 6.

(3) Gönenli, Atilla; **İşletmelerde Finansal Yönetim**, İ.. İşletme Fakültesi, Yayın No: 187, 6. Baskı, İstanbul, 1988, s. 6.

gözönüne alınır. Finans yöneticisi, finanslama kararlarında da risk-getiri ilişkisine bağlıdır. Finanslama kararları arasında, işletmenin finansal yapısını oluşturmak için piyasalardan sağlanabilecek fon türleri ve tedarik yöntemleri de incelenir⁴.

Kâr payı dağıtım kararı, hissedarlara nakit kâr payı olarak ödenen gelir yüzdelerini, bir zaman boyutu içinde kesinlikle ödenen kâr paylarındaki istikrarı, hisse senedi şeklindeki kâr payları ve hisse senetlerinin tekrar geri satın alınması işlemlerini kapsar⁵.

Kâr payı dağıtım politikası, daha önce de bahsedildiği gibi, bazı hallerde bir yatırım kararı, bazı hallerde finanslama kararı görünümünü alabilir. İşletmenin, sermaye piyasalarından kaynak sağlama olanağı yoksa, kâr dağıtımını, işletmenin yapacağı yatırımların tutarını azaltır, bazı yatırımlarından vazgeçme gereğini doğurur. Burada, hiç olmazsa kısa vadede, kâr dağıtımını ile işletmenin büyümesi amaçları arasında bir çelişki söz konusudur. İşletmenin sermaye piyasalarından kaynak sağlama olanağı varsa kâr dağıtımını, bir finanslama kararıdır. Genellikle işletmeler finansman gereksiniminin karşılanması konusunda, kârın bünyede alkoyma veya sermaye artışı yoluyla karşılama veya borçlanma seçenekleri ile karşıkarşıyadır⁶.

Net kârın hangi oranlarda, hangi ölçüler içerisinde dağıtılarak kâr payı ve dağıtılmamış kârlar arasında bölüneceği işletme yönetiminin alacağı en önemli kararlardan birisidir. Kâr payı dağıtımını, işletmenin büyüme hızını, piyasa değerini, hissedarların servetlerini etkileyen kritik bir nitelik taşıdığı iddiasındayız. İşte çalışmamızın temel amacı da bu iddiamızı test etme yönünde olacaktır.

Kâr Payı Politikasının Firma Değerlemesi Açısından Önemi

Finansal amaç, işletmenin piyasa değerini, anonim şirketlerde hisse senetlerinin piyasa fiyatını dolayısıyla işletme sahiplerinin servetlerini en yüksek düzeye çıkartma şeklinde belirlendiğine göre, kâr payı politikası, hisse senetlerinin piyasa fiyatına etkisi yönünde de önem taşır.

(4) Pamukçu, a.g.é., s. 4.

(5) Van Horne, a.g.é., s. 10.

(6) Akgüç, Öztin; **Finansal Yönetim**, İ.Ü. İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Yayını, No: 56, İstanbul, 1989, s. 609.

Finans literatüründe kâr payı politikası konusunda çeşitli görüşler vardır. Bunlardan bir tanesi, Franco Modigliani ve Weston Miller'in görüşleridir. MM'in görüşüne göre, hissedarlar değer artışı ya da kâr payı şeklinde elde edilen verim arasında kayıtsızdırlar. Yatırımdan sağlanacak gelir, ister nakdi kâr payı şeklinde olsun, ister değer artışı şeklinde olsun, birikim sahipleri açısından farketmez. MM'e göre, kâr payı dağıtımı az olan şirketlerin hisse senetlerinin fiyatının düşüşü, buna karşılık yüksek oranda kâr payı dağıtan şirketlerin hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının artışı, birikim sahiplerinin kâr payı almayı tercih ettiklerini kanıtlamaz⁷.

Diğer bir görüş ise, Myron Gordon ve John Lintner'in öncülüğünü yaptığı görüştür. Hissedarların, zaman tercihleri ve risk faktörlerinin değişik olması nedenleri ile kâr payı ve değer artışı şeklinde elde ettikleri gelirler arasında kayıtsız kalmayacaklarını söyler. Özellikle ödenecek kâr payının şirketin kârlılığının somut bir göstergesi olarak ortakların zihnindeki şüpheyi dağıtacağını, bu nedenle de kâr payı kararlarının ihmal edilemeyeceğini savunur⁸. GL olayı farkh biçimlerinde açıklasalarda⁹, sonuçta vardıkları ortak nokta; kâr payının işletmenin değeri üzerinde etkili olduğudur. Bir diğer görüş ise, Black ve Schoeles'e aittir. BS'a göre işletme değeri ile kâr payı dağıtım politikası arasında etkileşim yok ama olayı MM gibi açıklamıyorlar. El değiştirme giderleri ve vergiyi de dikkate alarak açıklıyorlar. Bu görüşlerin yanısıra ileri sürülen bir diğer görüş ise, kâr payı dağıtım tutarının cari yılın kârından ve geçmiş dönemin kâr payı tutarından etkilendiğini iddia eden Lintner'in yaklaşımıdır.

Yukarıda kısaca değinilen görüşler aşağıda daha detaylı olarak açıklanmıştır.

Kâr Payı Politikasının Geçersizliği ve MM'nin Görüşü

Bazı değerlendirme modelleri, sermaye maliyeti (bir başka deyimle ortakların arzuladıkları kârlılık oranı) ile hisse senetlerinin risk ve kârlılığını yansıtan değişkenler arasındaki ilişkiyi esas almaktadır. Bu tür modeller nispi değerlendirme modelleri olarak bilinir ve söz konusu

(7) Robichek, Alexander - Myres, Stewart C.; **Optimal Financing Decision**, Prentice-Hall, (New Jersey, 1965), s. 50-51.

(8) Weston, J.F. - Brigham E.F.; **Managerial Finance**, 6 ed. The Dryden Press, Hinsdale, Illinois, 1973, s. 39.

(9) Lintner açıklamalarında geçmişteki verilerden yararlanır. Gordon ise, gelecekte tahmin edilen kâr paylarından yararlanır. En temel fark buradadır.

modeller içinde en çok bilineni MM modelidir. Modelin en önemli özelliği, hisse senedi değerinin işletmenin kâr payı politikasından bağımsız olduğunu göstermesidir.

MM'nin öncülüğünü yaptığı görüşe göre, birikim sahipleri elde edilecek gelirin, kâr payı veya sermaye kazancı şeklinde olması konusunda kayıtsızdırlar. Yatırımdan sağlanacak gelir, ister nakdi kâr payı şeklinde olsun, ister değer artışı şeklinde olsun, birikim sahipleri açısından farketmez. MM göre, kâr payı dağıtımı azalan işletmelerin hisse senetlerinin fiyatının düşüşü, buna karşılık yüksek oranda kâr payı dağıtan işletmelerin hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının artışı, birikim sahiplerinin kâr payı almayı yeğlediklerini kanıtlamaz. İşletmenin kâr dağıtımındaki değişiklik, gelecekte işletmenin sağlayacağı gelirlerdeki değişiklik konusunda iyi bir gösterge olduğu için hisse senetlerinin piyasa fiyatını etkiler.

Finans literatüründe genellikle benimsendiği gibi, hisse senedinin cari değeri⁹, bir sonraki yıl için dağıtılması beklenen kâr payı ile yıl sonunda elde edilecek pazar değerinin o işletme için benimsenen iskonto oranı ile iskontolanması sonucu belirlenecektir¹⁰.

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{P_1}{1+k} \quad (1)$$

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1+k}$$

P_0 = Hisse senedinin cari pazar değeri

D_1 = Birinci yıl dağıtılması beklenen kâr payı

P_1 = Birinci yılda hisse senedinin pazar değeri

k = İskonto oranı (her risk grubu için farklı)

İşletmenin t anındaki değerini bulabilmek için, MM yukarıdaki formülün her iki tarafını işletmenin t anındaki toplam çıkartmış olduğu hisse senedi sayısı (n_t) ile çarpmıştır.

(10) Gönenli, a.g.e., s. 394.

$$P_t = \frac{D_{t+1} + P_{t+1}}{1+k} \quad (2)$$

t döneminde işletmenin değeri (V), hisse senedi sayısı ile hisse senedinin değerinin çarpımına eşittir.

$$V_t = n_t P_t = \frac{n_t (D_{t+1} + P_{t+1})}{1+k} \quad (3)$$

MM'nin kâr payı modeli şu basitleştirici varsayımlara dayanır¹¹:

1. Sermaye piyasasının mükemmel olduğu varsayılmıştır. Etkin bir sermaye pazarı sözkonusudur. Böyle bir piyasada gerek satıcı ve gerekse alıcılar fiyatları etkilemeyecek kadar küçük alım satım işlemleri yaparlar. Hisse senetleri ile ilgili bütün finansal bilgiler, tüm yatırımcılara eşit şekilde ve karşılıksız olarak aktarılır. Dolayısıyla piyasada olup bitenden habersiz yatırımcı mevcut değildir. Aynı zamanda brokerlerin komisyonları, vergiler ve diğer işlem giderleri ihmal edilmiştir¹².

2. Yatırımcıların daima rasyonel davranış içinde bulundukları kabul edilmiştir. Bir başka deyimle yatırımcılar, daha çok serveti daha az servete tercih ederler ve bu servet ister normal gelirler, ister sermaye kazancı şeklinde gelsin yatırımcılar için aynı değerdedir. Bu varsayım kâr payı geliri ile sermaye kazançları arasında farklı bir vergilemenin olmadığı varsayımının bir sonucudur.

3. Mükemmel bir belirlilik durumu varsayılmıştır. Riskin mevcudiyeti ihmal edilmiştir. Bu nedenle yatırımcılar hisse senetlerinin gelecekteki fiyatları ve sağlayacakları kâr payı gelirlerini kesinlikle tahmin edebilirler. Ayrıca, aynı sektördeki tüm menkul değerlere uygulanacak iskonto oranı aynıdır ve zaman süresince bu oran değişmez, sabit kalır.

(11) Lintner, John; "Dividend and Earning Leverage Stock Prices and The Supply of Capital to Corporations", *Review of Economics and Statistics*, 14 August, 1962, s. 243-49.

(12) Sonradan bu varsayım kaldırılmıştır. Fakat açıklamalar sözkonusu varsayım çerçevesinde yapılmıştır.

MM'a göre modele belirsizlik dahil edildiğinde sonuç değişmez. Hisse senetleri kâr payı politikasından yine bağımsızdır. Eş iş riski, gelecekteki kâr ve yatırım politikaları aym, fakat kâr payı politikaları farklı iki işletme ele alalım; piyasadaki yatırımcılar rasyonel davrandığı sürece hisse senetlerinin değeri eşit olur.

Yukarıdaki varsayımlara göre, hisse senedi değerlemesindeki ana ilke şu şekilde açıklanabilir: Her hisse senedinin kârlılığı, herhangi bir zaman sürecinde piyasada uygulanan iskonto oranına eşit olmalı ve hisse senedinin fiyatı, bu gerçeği yansıtacak şekilde belirlenmiş olmalıdır. Bir başka deyimle;

$$r_t = \frac{D_{t+1} + P_{t+1} - P_t}{P_t} \quad (4)$$

D_{t+1} = Hisse senedine t+1 döneminde ödenen kâr payı

P_t = t dönemi başında hisse senedinin fiyatı

P_{t+1} = t+1 döneminde hisse senedinin fiyatı

Eğer herhangi bir işletmenin kârlılık oranı (r) diğerlerine kıyasla daha düşükse, yatırımcılar bu hisse senetlerini satacaklar ve yüksek kârlılık sağlayan hisse senetlerini satın alacaklardır. Bu işlem, yüksek fiyatlı ve düşük kârlılığı olan hisse senetlerinin fiyatlarını düşürecek, yüksek kârlılığı olan fakat düşük fiyatlı hisse senetlerinin fiyatlarını yükseltecek ve sonunda aynı sektördeki tüm hisse senetlerinin kârlılığı eşit olunca piyasada denge sağlanacaktır.

MM, dış finansman olanakları olsa bile kâr payı politikasının hisse senedi fiyatları üzerinde etkisi olmadığını ileri sürmüştür. Kâr payı politikasının, hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini göstermek için (3) numaralı formülü toplam firma değerini verecek şekilde tekrar yazalım:

$$V_t = n_t P_t = \frac{1}{1+k} (n_t D_{t+1} + n_t P_{t+1}) \quad (5)$$

Dış finanslama olanakları mümkün ve bu nedenle yeni hisse senetleri ihraç edilirse, değerlendirme formülü işletme değerindeki bu değişmeyi yansıtacak şekilde düzeltilmelidir.

$$V_t = n_t P_t = \frac{1}{1+k} [n_t D_{t+1} + (n_t + m_{t+1}) P_{t+1} - m_{t+1} P_{t+1}] \quad (6)$$

Formülde m_{t+1} ; P_{t+1} fiyatından ihraç edilen yeni pay senedi miktarını göstermektedir. Böylece $t+1$ dönemindeki hisse senedi adedi mevcut hisse senedi ile yeni çıkarılan hisse senetlerinin toplamına eşittir.

$$n_{t+1} = n_t + m_{t+1} \quad (7)$$

İşletme için hangisi daha iyi finanslama stratejisidir? Kâr paylarını arttırarak, yeni hisse senedi ihracını çoğaltmak mı yoksa kâr paylarını azaltarak finansman ihtiyacını dağıtılmayan kârlardan karşılamak mı? MM'a göre bu iki kâr payı etkisi birbirini götürür. Dolayısıyla kâr paylarının hisse senetleri üzerine etkisi olamaz.

Bilindiği gibi işletme, yatırımları I_t için gerekli fonları ya dağıtılmamış kârlar ($E_t - D_t$) ya da yeni hisse senedi ihracı [$m_{t+1} P_{t+1} = I_t - (E_t - D_t)$]¹³ ile karşılar. Formülde E_t , t döneminde işletmenin elde ettiği net kârı göstermektedir. Yukarıdaki tanımlayıcı değerleri formülde yerine koyarsak;

$$V_t = n_t P_t = \frac{1}{1+k} [n_t + m_{t+1}) P_{t+1} - I_t + E_{t+1}] \quad (8)$$

elde edilir. Sonuç olarak MM ikilisi, işletmenin değerini dolayısıyla hisse senedinin değerinin kâr payı dağıtım politikasından bağımsız olduğu görüşlerini yukarıdaki formül aracılığı ile de desteklemiş olmaktadır.

Yukarıdaki açıklamalarda işletmenin dış kaynak finansmanı için yeni hisse senetleri ihraç ettiğini varsaymıştık.

Yeni hisse senetlerinin piyasa fiyatını düşürücü etkisi, kâr paylarının yükseltici etkisiyle birbirini dengelemektedir. Eğer işletme

(13) $m_{t+1} P_{t+1}$: Dönem başı yeni hisse senedi ihracını

I_t : Dönem sonu yatırım harcamasını

$[E_t - D_t]$: Dönem sonu dağıtılmayan kârları göstermektedir.

hisse senetleri yerine borçlanma (tahvil ihracı) suretiyle finanslamaya giderse yine aynı sonuç elde edilir.

Eğer kâr payları önemli bir faktör değilse, işletmenin sermaye maliyeti kâr payı ödeme oranından bağımsızdır demektir. Hem finansal kaldıraç, hem de kâr payı önemsiz olduğu için işletme yatırım fırsatlarının hangi kaynaklarla finanse edileceği konusunda kayıtsız kalacaktır demektir.

Sermaye piyasasının bu şekilde rasyonel davranan yatırımcılardan oluşmasını MM, simetrik piyasa rasyonelliği olarak adlandırmaktadır. Eğer piyasadaki her bir yatırımcı daha çok serveti daha az servete tercih eder, diğer yatırımcılarında bu şekilde davranacağına inanırsa, piyasa simetrik bir rasyonel davranış içindedir. Bu nedenle cari ve gelecekteki kâr payı politikasının her iki işletmede de farklılık göstermesi, işletmelerin değerini değiştirmez; çünkü, yatırımcılar her iki hisse senedini de rasyonel davranış içinde değerlerler. Hisse senetlerinin sağlayacağı kâr payı ve nihai gelirlerin bugünkü değeri, her iki hisse senedinde de aynı olur. Şu halde firma yatırım politikası veri kabul edilirse, kâr payı politikası hisse senetlerinin değerini belirlemede önemli bir etken değildir.

Kâr Payı Politikasının Geçerliliği ve Gordon Modeli

Hisse sahiplerinin zaman tercihleri ve risk faktörlerinin değişik olması nedenleri ile kâr payı ve değer artışı şeklinde elde ettikleri gelirler arasında kayıtsız kalamayacağını savunan Gordon modeli, kâr payı dağıtımının piyasa değerini etkileyeceğini ve optimal bir kâr payı dağıtım oranının var olduğunu, finans yöneticisinin de buna ulaşmak görevini üstlenmesinin gerektiğini ifade eder.

Bu görüşe göre, yatırım sahipleri tüketim harcamaları için gerek duydukları nakdi, sahibi bulundukları hisse senetlerinden sağlamayı, bu hisse senetlerini değer artışlarından dolayı ileride daha yüksek kâr elde edecek şekilde satma olanaklarının var olduğunu bilseler dahi, tercih ederler. Bu tür yatırımcılar için hisse senedine sahip olmanın sağladığı fayda, her yıl elde edecekleri belirli miktardaki kâr payıdır. İşletmenin sonsuz bir ömre sahip olduğu düşünülürse, hiç kâr payı dağıtmaması halinde, hisse senedi piyasa değeri, yatırımcılar için hiçbir anlam ifade etmeyecektir.

Bu görüşün savunucularına göre, piyasadaki mevcut belirsizlik kavramı ve eksik rekabet koşulları, hisse senedi fiyatlarında dalgalanmalar dolayısıyla bir risk yaratır ve hisse senetlerinin istenilen anda nakde dönüştürülememesi, değişik kazanç türlerinin değişik oranlarda vergilendirilmesi gibi özellikler de tercih faktörünü oluşturur¹⁴.

Bu nedenlerden ötürü, bir işletmenin özvarlık değeri gelecek yıllarda beklenen kâr paylarının belirli bir oranda iskonto edilmeleri sonucu bulunan bugünkü değerlerinin toplamı ile belirlenir. Eğer,

P_0 = Dönem başı hisse senedinin fiyatı

D_t = Dönem sonu ödenen kâr payı

k = İskonto oranı ise

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} \quad (9)$$

olacaktır. Bu formülden hareketle işletmenin her yıl aynı miktarda kâr payı dağıtacağı ($D_1 = D_2 = D_3 = D_4 \dots$) ve yatırımcıların bu kâr payını hep aynı iskonto oranı (k) ile iskonto edecekleri varsayıldığı takdirde formül,

$$P_0 = \frac{D}{k} \quad (10)$$

şeklini almaktadır. Ancak model, gelecekteki kâr paylarını temel aldığına göre gelecek dönemlerde beklenen kâr paylarının sabit kalması gerçekçi bir yaklaşım değildir. Kâr paylarının belirli bir "g" oranında büyüyeceği varsayılsa;

$$D_1 = D_0 (1+g)$$

$$D_2 = D_0 (1+g)^2$$

$$D_n = D_0 (1+g)^n$$

(14) Robichek - Myers; a.g.e, s. 51 - 54.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+k)^t} \quad (11)$$

Eşitliğin her iki tarafını da $\frac{1+k}{1+g}$ ile çarpar ve sadeleştirirsek, formül şu basit şekli alır;

$$P_0 = \frac{D_1}{(k-g)} \quad (12)$$

Bu model " $k > g$ " olduğu sürece geçerlidir.

Gordon modeline göre, MM görüşünün aksine, kâr payı dağıtım kararları, işletmelerin piyasa değerini etkiler. Çünkü; piyasa değeri, gelecekte beklenen kâr paylarının bugünkü değerlerinin toplamına eşittir ve yatırımcılar kâr payı şeklinde elde edilen gelir ile değer artışı şeklinde elde edilen gelir arasında gerek belirsizlik gerekse vergilendirme farkı gibi piyasa koşullarının oluşturduğu dışsal faktörler nedeniyle kayıtsız kalamazlar¹⁵. Bu nedenle piyasa değerini maksimum yapan optimal kâr payı dağıtım oranından söz etmek mümkündür.

Lintner Modeli

1950'lerin ortalarında F. Lintner kâr payı politikaları ile ilgili işletme yöneticileriyle bir seri mülakat yapmıştır. Yöneticilerin çoğu bu konuyu (kâr payı dağıtım politikasını) finansal büyüme amacı ile belli bir kazanç oranının işletmede tutulmasından çok, dağıtılması şeklinde düşünmüşlerdir. Yöneticilere göre, hisse senedi sahipleri işletme kazançlarından yeterli bir oranı hak etmektedirler ve işletmenin uzun dönemli hedef bir kâr payı dağıtım oranı olmalıdır.

Firmanın daima hedef ödenim oranını tutturduğunu varsayalım. Bu durumda gelecek (takip eden) yıldaki kâr payı ödemesi [DIV_1] hisse başına gelirin [EPS_1] sabit bir oranına eşit olacaktır.

$$DOV_1 = \text{Hedef kâr payı} = \text{Hedef Oran} \times EPS_1$$

(15) Bakır, Pınar; "Temettü Politikasının Firma Değerlemesi Açısından İncelenmesi", İİTA Dergisi, Sayı: 2, 1975, s. 66-67.

Kâr payı değişimi şuna eşit olacaktır;

$$DIV_1 - DIV_0 = \text{Hedef Değişim} = (\text{Hedef Oran} \times EPS_1) - DIV_0$$

Ödenim oranını daima tutturarak bir firma, gelirleri değiştiğinde kâr paylarını aynen yansıtmak durumunda olacaktır. Fakat Lintner'in incelediği (görüştüğü) yöneticiler bu şekildeki bir uygulamaya karşı isteksizdirler. Bu yöneticiler, hissedarların kâr paylarında büyük sabit bir devamlılığı tercih ettiklerine inanıyorlardı. Bu nedenle şartlar (olaylar) bu yöneticilerin işletmelerinin kâr paylarında bir artış sağlasa bile, bu yöneticiler hedef kâr paylarına doğru (karşı) sadece kısmi (partway) hareket edeceklerdir. Bunların kâr payı değişimi bu nedenle aşağıdaki modele uygun gibi düşüktür.

$$\begin{aligned} DIV_1 - DIV_0 &= \text{Düzeltilme Faktörü} \times \text{Hedef Değişim} \\ &= \text{Düzeltilme Faktörü} \times (\text{Hedef Oran} \times EPS_1) - DIV_0 \end{aligned}$$

Geleneksel biçimde yönetilen işletmeler hedeflerine doğru daha yavaş hareket edecekler ve bu nedenle, düzeltme faktörleri daha düşük olacaktır.

Lintner'in basit modeli özetle şunu ifade eder; kâr payı kısmen işletmenin cari gelirlerine ve kısmen geçmiş yıllardaki kâr paylarına bağlıdır. Bu nedenle Lintner'in görüşü geçerli ise, kâr payları geçmiş yılların gelirlerinin ortalaması olarak tanımlanabilir¹⁶.

Black & Schoeles Görüşü

BS orta yol politika izleyen bir işletmenin değerinin kâr payı politikası tarafından etkilenmediğini iddia eder. Aslında bu iddia, eğer işlem maliyetleri ya da vergi gibi engeller yoksa geçerlidir. Bununla beraber BS bu durumun farkındadır ve durumlarını farklı bir bakış açısından savunmaktadırlar. BS'ye göre kâr payı ödemeleri sabitse, düşük ödemeli hisse senetleri daha yüksek değerelebilecektir. Diğer bir deyişle, eğer işletmeler daha az kâr payı dağıtarak hisse senetlerinin fiyatlarını arttırabilselerdi elbette bunu yaparlardı. Bu durumda şunu varsayabiliriz; işletmeler kâr payı politikalarını değiştirerek hisse senedi fiyatlarını kolayca değiştirebileceklerine inanmadıkları için, sözkonusu işletmeler kâr paylarında bir artışa gitmezler. Bu arz etkisi, düşük ödemeli hisse senetlerini talep eden

(16) Brealey, Richard - Myer, Stewart; **Principles of Corporate Finance**, 2.ed, s. 334-335.

yüksek vergi dilimindeki yatırımcılar grubu varlığı ile uyumsuz değildir. İşletmeler bu grubun farkına çok önceden varmışlardır. Yeteri kadar işletme bütün yatırımcıların talebini karşılamak için düşük ödeme politikasına geçebilirlerdi. Eğer durum böyle olursa, diğer işletmeler için düşük ödeme politikasına geçmek için hiçbir teşvik yoktur.

BS benzer şekilde yüksek ödeme yapan yatırımcıların varlığını da kabul ediyor, fakat tartışmalı olan bu kişilerinde tatmin olması. Eğer bütün yatırımcılar tatmin olursa, herhangi bir işletmenin talep edilmesi farketmez. Eğer BS'nin iddiaları doğruysa, kâr payı politikası ile pazar değeri arasında bir ilişki aramamız gerekir, aynı zamanda işletmenin değeri, seçilen kâr payı politikasından bağımsızdır¹⁷.

İşletmelerin İzledikleri Kâr Payı Dağıtım Kararları

İşletmelerin uygulamada izledikleri kâr payı dağıtım politikalarının başlıcaları aşağıda açıklanmıştır:

Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtımı

Bu politika, kâr payının hisse başına yıllar itibariyle aynı miktarı korumasını amaçlayan politikadır. Sabit miktarda kâr payı dağıtılmasının, geleceğin belirsizliğini azaltması yönünden birikim sahipleri açısından cazip yönü olmakla beraber, böyle bir politika, hisse senetlerini, bir anlamda sabit gelir getiren bir menkul değere benzetmektedir.

Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtımı

Hisse başına sabit miktarda kâr payı dağıtımı yerine, her yıl kârın belli bir oranını kâr payı dağıtma şeklinde bir politika da benimsebilir. Yani, bazı işletmeler sabit "Dağıtılan Kâr Payı/Net Kâr" oram uygulamaktadır. Böyle bir politika, şirketin kârındaki dalgalanmaya koşut olarak dağıtılan kâr payında da dalgalanmaya yol açmaktadır. En katı şekli ile böyle bir politika "elde edilen kârın belli bir yüzdesi şirkete, belli bir yüzdesi ortaklarına" şeklinde formüle edilebilir¹⁸.

(17) Brealey - Myers, a.g.e.; s. 345-346.

(18) Akgüç, a.g.e.; s. 621.

Sabit Miktarda Kâr Payı + Ekstra Kâr Payı Dağıtımı

Bu tür kâr payı dağıtım politikasında işletme, asgari bir kâr payı oranı veya tutarı saptamakta, her yıl net kâr durumuna göre bu asgari tutar veya orana eklemeler yapmaktadır. Söz konusu politikada her yıl dağıtılan kâr payı, belli bir sınırın altına düşmemek koşuluyla dalgalanmaktadır. Ortaklar açısından, her yıl için asgari bir gelir, bir anlamda garantilenmekte, buna bazı yıllar değişik tutarlarda bir üste eklenmektedir¹⁹.

Kâr Payı Dağıtım Kararı Üzerinde Kuramdan Bağımsız Olarak Etkili Olabilen Faktörler

İşletmelerin kâr payı dağıtım kararını etkileyen çok çeşitli faktörler olabilir. Bu faktörlerden kâr payı ödeme şekilleri, hisse senetlerinin geri satın alınması ve yasal kurallar aşağıda açıklanmıştır.

Kâr Payı Ödeme Şekilleri

Hisse senedi şeklinde kâr payı, ortaklara ilave hisse senedi verilerek yapılan ödemedir. Başka bir deyişle, işletmenin daha önceleri alıkoyduğu kârının bir kısmını sermaye hesabına alarak sermayenin artırılması ve artan sermaye miktarında mevcut ortaklara hisseleri oranında bedel karşılığı olmaksızın pay senedinin dağıtılmasıdır. Kısaca, bu bir sermaye artırımdır ve ortakların işletmedeki sahiplik oranını değiştirmez. Nakit kâr payı yerine hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtılması halinde, hisse senedi sahiplerinin durumunda bir değişiklik olmamaktadır. Çünkü işletmenin piyasa değerini etkileyen diğer faktörlerde bir değişme olmadığı varsayımı altında hisse senedi şeklindeki kâr payı, bir yandan mevcut hisse senetlerinin sayısını arttırırken diğer yandan piyasa fiyatını düşürmektedir. Sonuçta ise hisse senedi sahiplerine sağlanan yararlar aynı olmaktadır.

Hisse senedi şeklinde kâr payı, işletme açısından daha çok nakdin korunması yani elde tutulması için kullanılır. Gelirler yükseldikçe nakit kâr paylarını arttırmak yerine, işletme kârlarının daha büyük bir bölümü dağıtılmayarak hisse senedi şeklinde kâr payı ödemeyi ilan etmeyi arzulayabilir. Karar bu kez kâr payı ödeme oranını düşürmek şeklinde olmuştur. Çünkü, kazançlar yükseldikçe ve kâr payı ödemeleri aynı kaldıkça, ödeme oranı düşecektir²⁰. Doğaldır ki,

(19) Akgüç, a.g.e.; s. 619.

(20) Van Horne, a.g.e., s. 305.

kârların daha büyük bir oranını dağıtmama kararı hisse senedi şeklinde kâr payı ödemeksizin de gerçekleştirilebilir.

Bono şeklindeki kâr payı belirli zamanlarda ödenecek faizli bonoların ortaklara dağıtımını öngörür. Bu şekil dağıtım, işletmenin nakit durumunun sıkışık olduğu ya da elindeki mevcut fonların daha acil ihtiyaçlarda kullanılma gereği olduğu zamanlarda sözkonusudur.

Hisse Senetlerinin Geri Satın alınması

İşletmelerin bazen aşırı nakde sahip olmalarına karşılık bu nakdin kullanılabileceği karlı yatırım alanlarının bulunmaması, ortakların lehine bir hareket olarak bu fonların ya piyasadaki hisse senetlerinin geri alınmasında, ya da kâr payı sahiplerine verilmesini uygun kılar.

Bir işletmenin hisse senetlerini geri satın alınması, kâr payı ödemesinin bir alternatifidir. Bir işletme hisse senetlerini satın alarak, dolanımında bulunan hisse senedi adedini azaltmakta, bu işlem işletmenin net kârını etkilememe koşuluyla hisse başına geliri arttırmaktır. Hisse başına gelirin yükselmesi, hisse senetlerinin piyasa fiyatını arttırmakta, ortaklar nakit kâr payı yerine sermaye kazancı elde etmektedirler.

Yasal Kurallar

Yasal kurallar ve işletme ana sözleşmesinde kâr payı dağıtımıyla ilgili hükümler, işletmelerin kâr dağıtım politikalarını etkilemektedir.

Türk Ticaret Kanunu'nda A.Ş.'lerde kâr payı dağıtımına ilişkin bir çok hükümler yer almıştır (T.T.K. m. 455, 456, 466, 469, 470, 472). Bu hükümler kâr payı dağıtımını yasal yönden şekillendirmektedir. İlgili düzenlemelerle, bir taraftan azınlık paylarının kâr üzerindeki haklarının korunmasına, diğer taraftan üçüncü kişilerin işletmeyle olan ilişkilerinde aldatılmalarının önlenmesine çalışılmıştır.

Kanun hükümlerine göre genel kural, kâr payının, kârdan dağıtılabileceğidir. Diğer bir deyişle, işletmelerin kâr etmedikçe ya da geçen yıllardan devreden kârları olmadığında, kâr payı dağıtmazlar. Burada amaç üçüncü kişileri korumaktır. Aksi halde, işletme sahipleri kâr payı dağıtımını adı altında sermayelerini işten çekecek, iyi niyet sahibi üçüncü kişileri zarara sokma yoluna gidebilecekleridir. Bu açıdan kâr payı konusunda üç temel ilke benimsendiği söylenebilir.

Bunlar; net kâr ilkesi, esas sermayenin kâr payı dağıtımından olumsuz şekilde etkilenmemesi ilkesi ve kâr payı dağıtacak işletmenin borçlarını ödeme gücüne sahip olması ilkesidir.

Net kâr ilkesi, kâr payının ancak cari yıl net kârından veya geçmiş yıllarda bu amaçla ayrılmış yedek akçelerden (dağıtılmamış kârlardan) ödenebileceğini ifade etmektedir. Esas sermayenin kâr payı dağıtımından olumsuz şekilde etkilenmemesi ilkesi, sermayenin kâr payı olarak dağıtılmasını önlemekte ve bu şekilde işletme ortaklarının ve şirketten alacaklı olanları korumak amacını gütmektedir. Borç ödeme ilkesinin varlığı da, borç tutarı, net aktiften daha yüksek olan şirketin kâr payı dağıtımını yasaklamaktadır.

Kâr payı dağıtımı ile ilgili yasa hükmü, işletmelerin az da olsa belli oranda kâr payı dağıtmalarının sağlanmasını öngörmektedir. Bilindiği gibi T.T.K. % 5 oranında "birinci kâr payı dağıtımını bir bakıma zorunlu kılmaktadır. Belli oranda kâr payı dağıtımı ile ilgili yeni gelişme ise Sermaye Piyasası Kanunu'ndan kaynaklanmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 15. maddesi; "hisse senetleri halka arz yolu ile satılan anonim ortaklıklarının esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Bu oran, Kurul tarafından tespit olunacak miktardan aşağı olamaz" hükmünü getirmiştir.

Bu madde de Kurul'a verilen yetki üzerine Seri N, Sayı I Tebliği'nde şu düzenlemeyi getirmiştir: "Hisse senetleri halka arz yoluyla satılan anonim ortaklıklarının birinci temettü oranı, uzun vadeli devlet iç borçlanma tahvillerinin ilgili hesap döneminin son günündeki faiz oranıdır. Ancak ödenmemiş sermaye üzerinden hesaplanacak bu birinci temettü tutarı, hesap dönemi net kârından vergi ve benzerleri düşülmek suretiyle bulunan dağıtılabilir kârın yarısından az yüzde yetmişbeşinden fazla olamaz; dağıtılabilir kârın yüzde yetmiş beşi devlet tahvilleri faizlerine göre hesaplanan temettü tutarının altında kaldığı taktirde temettü oranı olarak bu meblağ ödenir. Hesap döneminin zararlar kapandığı hallerde T.T.K.'nin 466. ve 468'nci maddelerinde düzenlemeler dışındaki ihtiyatlar kullanılarak birinci fıkradaki oranı aşmamak üzere temettü dağıtılmasına ve birinci temettünün yine birinci fıkrada belli edilen asgari düzeye çıkarılmasına Genel Kurulca karar verilebilir".

Buna göre, halka açık anonim ortaklıklar, yani ortak sayısı yüzü aşan anonim ortaklıklar elde ettikleri kârın en az yüzde ellisini dağıta-

caktır. Hatta bu suretle dağıttıkları kâr payı devlet tahvili faizinden az kalırsa, dağıtım kârın yüzde yetmişbeşine kadar artabilecektir.

Bu hüküm, kârlı olup, kârın sadece az bir miktarını dağıtarak bakiyesini yatırıma yönelten işletmelerce gereksiz bir dağıtım addolunmaktadır. Öne sürülen görüş, bu hüküm sonunda bu tür şirketlerde çok yüksek oranları bulan, kâr payı dağıtımına neden olmuş ve bu gibi anonim ortaklıkların hisse senetleri birden çok büyük oranda değerlendirilmiştir. Söz konusu şirketlerin yönetimini elinde tutan gruplar bu hükümden rahatsız olmaktadır.

Ancak hükmün işletmelerin halka açılmasına olumlu katkısı olduğu açıktır. Çünkü halk çok az yatırım ile yönetime katılmadığı için kâr payı alıp almayacağı endişesinden böylece kurtulmuş olmaktadır. Diğer taraftan yatırıma giden şirketler bu yatırımları artık kârları işletmede alıkoymakla finanslayamayıp, yeni sermaye arttırmalarına gittiklerinden, bu sayede pazara devamlı hisse senedi arzı sağlanarak, dolaşımdaki hisse senetlerinin artması olanağı elde edilmiş olmaktadır.

Araştırmanın Amacı

Araştırmanın amacı, ülkemizdeki firmaların izledikleri kâr payı dağıtım politikaları ile firma değerleri arasındaki ilişkilerin incelenmesidir. Daha açık bir ifade ile, kâr payı ile saptanan bazı değişkenler arasındaki ilişkinin derecelerinin incelenmesidir. Bu amaçla saptanan değişkenler hisse başına kâr payı, hisse başına net kâr, kâr payı dağıtım oranı ve fiatlardır. Bu değişkenlerin tesadüfen seçilmediğini de söylemek gerekir. Çünkü hem teoride hem de pratikte sözkonusu değişkenler kâr payı politikası ve firma değeri ile ilgili yapılan tartışmaların daima içinde yer almışlardır. Bazı teorisyenler özellikle kâr payının firma değeri üzerinde önemli etkisi olduğunu söylerken, bazıları ise firma değeri ile hiçbir ilişkisinin olmadığını savunurlar ve çeşitli araştırmalarla da görüşlerini desteklemeye çalışırlar. Araştırmanın amacı, ülkemiz borsasında faaliyet gösteren şirketlerin kâr payları ile saptanan değişkenler arasında bir ilişkinin olup olmadığının araştırılması ve eğer bir ilişki var ise bunun derecesinin saptanmasına yöneliktir.

Araştırmanın Hipotezi

Araştırmanın temel hipotezi,

H_0 : Firmaların kâr payı dağıtım politikası ile firma değeri arasında bir ilişki vardır.

Diğer taraftan karşı hipotez,

H_1 : Firmaların kâr payı dağıtım politikası ile firma değeri arasında bir ilişki yoktur.

şeklinde dir.

Bulguların temel hipotezi desteklemesi durumunda İMKB'da işlem gören şirketlerin kâr payı dağıtım politikası ile firma değeri arasında bir ilişkinin olduğu; bulguların karşı hipotezi desteklemesi durumunda da İMKB'de işlem gören şirketlerin kâr payı dağıtım politikası ile firma değerleri arasında bir ilişkinin olmadığı sonucuna varılacaktır.

Bu hipotezin testi istatistiksel bir araştırma konusu olmakla birlikte, bazı önemli bilgiler sağlamakta ve sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Hipotezin araştırılmasının nedeni kâr payı ile firma değeri arasındaki ilişkiler doğrultusunda bazı ekonomik sonuçlar, çıkarımlar elde etmektir. Örneğin kâr payı ile firma değeri arasında önemli bir ilişki saptanabilirse, bu sonucun borsa yatırımcıları tarafından dikkate alınacağı ve yatırım kararlarını oluştururken kullanacakları modellerde bu bilgilerden faydalanacakları çok açıktır. Dolayısıyla yatırımcı yatırım yapacağı hisse senetlerinin gerçek değerini saptamada, kâr payını dikkate alan değerlendirme modellerini kullanmaya yönelebilecektir. Aksi durumda gerçek değerini saptanmasında kullanacağı modellerde değişik alternatiflere yönelecektir.

Araştırmanın Verileri

Veriler, 1996-1986 tarihlerinde İMKB'ye kote 34 firmaya ait yıllık hisse senedi kapanış fiyatları, hisse başına kâr payı dağıtım miktarları, kâr payı dağıtım oranları, ödenmiş sermayeleri, hisse senedi sayıları, net kâr ve hisse başına kârlardan oluşmaktadır. Söz konusu 34 firmaya ait bilgiler İMKB'nin günlük, haftalık, aylık ve yıllık bültenlerinden yararlanılarak derlenmiştir.

Araştırmanın Kısıt ve Varsayımları

Araştırmanın en önemli kısıtı 1996 - 1992 (5 yıllık) dönemini kapsamasıdır. Ancak bu çalışmada değişkenlere yönelik seriler

gecikmeli olarak kullanıldığı için veriler 1987 yılına kadar gitmektedir. Dolayısıyla araştırma dönemi 5 yıllık belirlendiği ve 1996 yılı baz alındığı için veri seti kendiliğinden 1996-1992 yıllarını kapsamaktadır.

İMKB'nin açıldığı günden bugüne borsada işlem gören ve son 5 yılda kâr payı dağıtan firmalar analize dahil edilmiştir. Son 5 yılda hiç kâr payı dağıtmayan Polylen ve Sifaş ile son 5 yıllık dönemde bazı yıllarda kâr payı dağıtmayan Gübre Fabrikaları, İzmir Demir Çelik, Metaş, Pinar Et ve Pimaş korelasyon testinin sağlıklı yapılabilmesi için analize dahil edilmemiştir.

Araştırmanın Kapsamında Yer Alan Firmalar

1	AKÇANSA	18	GÜNEY BİRACILIK
2	ANADOLU CAM	19	HEKTAŞ
3	ARÇELİK	20	İZOCAM
4	BAGFAŞ	21	KARTONSAN
5	BOLU ÇİMENTO	22	KAV
6	BRİSA	23	KOÇ HOLDİNG
7	ÇELİK HALAT	24	KOÇ YATIRIM
8	ÇİMSA	25	KORDSA
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	26	MAKİNA TAKIM
10	DEVA	27	OLMUKSA
11	DÖKTAŞ	28	OTOSAN
12	ECZACIBAŞI YATIRIM	29	PİMAŞ
13	EGE BİRACILIK	30	PINAR SÜT
14	EGE GÜBRE	31	SARKUYSAN
15	ENKA HOLDİNG	32	TÜRK SIEMENS
16	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	33	TÜRK DEMİR DÖKÜM
17	GOOD YEAR	34	TÜRK ŞİŞE CAM

Verilerin Analize Hazır Hale Getirilmesi

İlgili veriler İMKB bültenlerinden derlenip Excel bilgisayar programına yüklenmiştir. Önce her bir firmanın 1996-1987 yıllarına ait yıllık hisse başına kâr payları, yıl sonu hisse senedi fiyatları, yıl sonu ödenmiş sermayeleri, yıl sonu net kârları, yıl sonu hisse senedi sayıları ve kâr payı dağıtım oranları (D/PBK) bir seri halinde bilgisayara girilmiştir. İkinci aşamada her bir veri seti (10 yıllık), 1996-1992 (5 yıllık) araştırma dönemi baz alınarak, gecikmeli olarak tekrar düzenlendi. Dolayısıyla araştırma dönemi 5 yıl belirlendiği ve 1996 yılı baz

alındığı için veri seti kendiliğinden 1996-1992 yıllarını kapsadı. Benzer şekilde 1995 yılı baz alındığında veri seti 1995-1991 verilerinden oluştu.

Yani ; $t_1 = 1996 - 1992$ olursa;

$t_0 = 1995 - 1991$

$t_{-1} = 1994 - 1990$

$t_{-2} = 1993 - 1989$

$t_{-3} = 1992 - 1988$

$t_{-4} = 1991 - 1987$ yılları olur.

Böylece analizimizin t dönemleri arasında yapılabilmesi için gerekli bilgisayar ortamı hazırlanmış oldu.

Analiz Yöntemi

Bu araştırmada, İMKB'de faaliyet gösteren seçilmiş 34 firmanın hisse başına kâr payları ile seçilmiş değişkenler arasındaki istatistiki ilişkiyi test etmek amacıyla korelasyon analizine başvurulmuştur. Söz konusu analizde "Excel" bilgisayar programı kullanılmıştır.

Araştırmamız 1996-1992 dönemini kapsamaktadır ve söz konusu dönemde dağıtılan kâr payları ile diğer değişkenler arasındaki ilişkiler, hem zaman bazında hem de firma bazında incelenmiştir.

Özellikle zaman bazında inceleme şu şekilde yapılmıştır: Yukarıda da bahsedildiği gibi, analizimiz t dönemleri arasında yapılmıştır. Yani, t_1 ile $t_0, t_{-1}, t_{-2}, t_{-3}, t_{-4}$ dönemleri arasındaki ilişkiler incelendi. Daha açık bir ifade ile t_1 dönemindeki kâr payları yani D_1 ile $D_0, D_{-1}, D_{-2}, D_{-3}, D_{-4}$ arasındaki ilişkilerin yanında D_1 'in hisse başına net kâr (PBK), kâr payı dağıtım oranı (D/PBK) ve fiyat (F) ile olan ilişkileri de söz konusu dönemler itibarıyla her şirket için incelenmiş ve sonuçta "Korelasyon Matrisi Tabloları" oluşturulmuştur.

Sözkonusu ilişkiler korelasyon analizi yardımıyla bulunmaya çalışılmıştır. Korelasyon katsayıları "Pearson Korelasyon Katsayısı" formülü yardımıyla hesaplanmıştır. Sözkonusu formül²¹;

$$r_k = \frac{\sum(X_t - \bar{X})(Y_t - \bar{Y})}{\sqrt{\sum((X_t - \bar{X})^2)(Y_t - \bar{Y})^2}} \quad (13)$$

$-1 \leq r_k \leq +1$ şeklindedir.

Aslında formülün pay ve paydası incelendiğinde, korelasyon katsayısının, iki serinin birlikte değişimleri ile toplam değişimleri arasında bir karşılaştırmadan ibaret olduğu kolayca anlaşılır.

Korelasyon katsayısının değeri de -1 ile $+1$ arasında değişir. Sonucun 1 çıkması iki seri arasında tam ilişki bulunduğuna, sonucun $+1$ olması ilişkinin pozitif (değişmelerin aynı yönde), $-$ çıkması ilişkinin negatif (değişmelerin zıt yönlerde) olduğuna, sıfır çıkması ise ilişki bulunmadığına işaret eder. Bu itibarla bulunan sonuç 1 'e yaklaştığı oranda ilişkinin kuvvetli olduğu, sıfıra yakın çıktığı oranda ilişkinin zayıfladığı anlaşılır. Ancak korelasyon katsayısı hangi limitin üstüne çıktığı takdirde ilişkinin kuvvetli sayılacağına dair kesin bir kriter yoktur. Bu husus, aralarında ilişki araştırılan iki olayın mahiyetine, aralarındaki mantıki bağlılığa ve verilerin sayısına göre de değişebilir. Gözlem sayısı arttığı oranda tesadüfi sebeplerin tesiri azalacağından, korelasyon hesabına esas olan verilerin sayısına göre sonucun güvenilirliği artar veya azalır.

Sözkonusu korelasyon katsayılarının anlamlı olup olmadığını test etmek için kullanılan hipotez²²:

$$H_0: r = 0$$

$$H_1: r \neq 0$$

r : korelasyon katsayısı

(21) Gürtan, Kenan; *İstatistik ve Araştırma Metodları*, Fatih Yayınevi Matbaası, İstanbul 1977, s. 529.

(22) Gravetter, Frederick J., - Wallav, Larry B.; *Statistics For The Behavioral Sciences*, Second Edition, West Publishing Company, New York, 1988, s. 395-396.

Hipotezin testinde kullanılan test tekniği aşağıdaki gibidir²³.

$$S_r = \sqrt{\frac{1-(r)^2}{n-1}} \quad (14)$$

burada:

S_r = tahminin standart hatası

$n-1$ = serbestlik derecesi

r = korelasyon katsayısıdır.

$$t = \frac{r}{S_r} \quad (15)$$

burada;

t = anlamlılık testindeki t değeridir.

Deneyisel Bulgular

Korelasyon analizi sonucu elde edilen korelasyon katsayıları ve bazı tanımlayıcı istatistiksel sonuçlar Tablo 1, 2, 3, ve 4'te matris şeklinde verilmiştir.

Korelasyon analizi sonucunda Tablo'1'i oluşturan değerler incelendiğinde, değerlerin tümü (sıfıra çok yakın değerler olmakla birlikte) sıfırdan farklı çıkmıştır. Tüm değerler içinde en büyük pozitif korelasyon 0.987 (Makine Takım) ile lag 5'te; yine en büyük (sıfıra olan uzaklık, mutlak değer açısından) negatif korelasyon -0.987 (Hektaş) ile lag 3'te görülmektedir. Yine lag 3'te 0.967 (Good Year), 0.937 (Pimaş) ve 0.932 (Çelik Halat) ile, lag 2'de 0.934 (Kordsa) en büyük pozitif korelasyon değeri olarak göze çarpmaktadır. Negatif korelasyon değerleri incelenmeye devam edildiğinde, lag 3'te -0.987 (Hektaş), -0.961 (Koç Yatırım) ile, lag 2'de -0.952 (Ereğli D. Çelik) ve -0.919 (Ç.Elektrik) göze çarpmaktadır. Sıfıra en yakın negatif korelasyon değerleri, lag 2'de +0.002 (T. Demir Döküm) ve lag 5'de -0.006 (T.Siemens); bunun yanı sıra

(23) Pfaffenberger, Roger C.-Patterson, James H.: *Statistical Methods for Business and Economic*, Richrad D. Irwin Inc., USA, 1977, s. 436-439.

en yakın pozitif korelasyon değeri lag 3'te 0.035 (Ereğli Demir Çelik), lag 4'te 0.052 (Ereğli Demir Çelik), lag 1'de 0.073 (Kav) ve lag 1'de 0.079 (Akçansa) görülmektedir. Bunlara ek olarak lag 1'de 0.000 (Ege Gübre) korelasyon değeri ile kendini göstermektedir.

Tablo 1 dikkatle incelendiğinde lag 1'de pozitif korelasyon değerleri daha fazla, lag 2, 3, 4 ve 5'de ise negatif korelasyon değerlerinin daha fazla olduğu görülür. Özellikle lag 1'de korelasyon değerlerinin % 71'i pozitif, bunun yanı sıra lag 5'de korelasyon değerlerinin % 79'nun negatif olduğu hemen göze çarpmaktadır.

Tablo 1'den de görüleceği gibi korelasyon değerlerinin bazıları sıfıra çok yakın, bazıları sıfırdan oldukça farklıdır. Tablo 1'deki salt korelasyon değerlerine bakarak bir yorumda bulunmak yanıltıcı olacaktır. Çünkü korelasyon değerinin hangi limitin üzerine çıktığı takdirde anlamlı olacağına ilişkin bir şey söylememektedir. Hangi değerler anlamlıdır? Bu sorunun cevabını alabilmek için değerler tek tek % 5 ve % 1 anlamlılık derecelerinde sunanmıştır. Bu amaçla önce her bir değerin "standart hatası" ve ardından "t" değerleri bulunmuştur. Söz konusu "standart hata" ve "t" değerlerinden hareketle % 5 ve % 1 seviyesinde hangi değerlerin anlamlı olduğu yine Tablo 1'de "a" ve "b" notasyonları kullanılarak özetlenmiştir.

Tablo 1 incelendiğinde değerlerin az bir kısmının % 5 güven derecesinde anlamlı olduğu ortaya çıkmaktadır. Tüm lag'lar incelendiğinde anlamlı korelasyon değerlerinin en yüksek oran % 21 ile lag 2'de olduğu görülmektedir. Bu oran lag 1 ve lag 3'de % 15; lag 4 ve lag 5'de % 9 dur. Buradan da anlaşılabileceği üzere % 5 güven sınırında anlamlı korelasyon oranı oldukça düşük kalmaktadır.

Tablo 1 tekrar incelendiğinde yine değerlerin çok az bir kısmının % 1 güven derecesinde anlamlı olduğu ortaya çıkmaktadır. Tüm lag'lar incelendiğinde anlamlı korelasyon değerlerinin en yüksek oranı % 15 ile lag 3'de olduğu görülmektedir. Bu oran lag 2'de % 9, lag 4 ve lag 5'de % 3; lag 1'de ise % 0'dır. Buradan da anlaşılabileceği üzere % 1 güven sınırında anlamlı korelasyon değerlerinin oranı oldukça düşük kalmaktadır.

Dikkat edilirse % 1 seviyesindeki analizde elde edilen anlamlı korelasyon katsayılarının oranı % 5 seviyesindeki analizde elde edilen anlamlı korelasyon katsayılarının oranından daha düşüktür. Bunun

% 1 seviyesindeki analizin daha hassas olmasından ileri geldiği aşıkardır.

Korelasyon analizi sonucunda Tablo 2'i oluşturan değerler incelendiğinde, değerlerin tümü (sıfıra çok yakın değerler olmakla birlikte) sıfırdan farklı çıkmıştır. Tüm değerler içinde en büyük pozitif korelasyon 1.000 (Brisa) ile lag 1'de; yine en büyük (sıfıra olan uzaklık, mutlak değer açısından) negatif korelasyon -0.960 (Hektaş) ile lag 4'te görülmektedir. Yine lag 1'te 0.999 (Olmuksa), 0.998 (Otosan), 0.996 (Çimsa ve Çukurova Elektrik) ve 0.995 (Kav) en büyük pozitif korelasyon değeri olarak göze çarpmaktadır. Negatif korelasyon değerleri incelenmeye devam edildiğinde lag 4'te -0.899 (Koç Yatırım), lag 2'de -0.888 (Döktaş) ve lag 1'de -0.886 (T. Şişe Cam) göze çarpmaktadır. Sıfıra en yakın negatif korelasyon değerleri, lag 2'de -0.006 (Çukurova Elektrik), bunun yanı sıra sıfıra en yakın pozitif korelasyon değeri lag 5'te 0,017 (Makina Takım), lag 3'te 0.037 (Sarkuysan) ve lag 2'de 0.038 (Çelik Halat) görülmektedir.

Tablo 2 dikkatle incelendiğinde lag 1 ve lag 2'de pozitif korelasyon değerleri daha fazla, lag 4 ve lag 6'da ise negatif korelasyon değerlerinin daha fazla olduğu görülür. Lag 3 ve lag 5 de ise negatif ve pozitif korelasyon değerlerinin sayısı birbirine eşittir. Özellikle lag 1'de korelasyon değerlerinin % 88'i pozitif bunun yanı sıra lag 6'da korelasyon değerlerinin % 76'nın negatif olduğu hemen göze çarpmaktadır.

Tablo 2'den de görüleceği gibi korelasyon değerlerinin bazıları sıfıra çok yakın, bazıları sıfırdan oldukça farklıdır. Sadece Tablo 2'deki salt korelasyon değerlerine bakarak bir yorumda bulunmak yanıltıcı olacaktır. Çünkü korelasyon değerinin hangi limitin üzerine çıktığı takdirde anlamlı olacağına ilişkin bir şey söylememektedir. Hangi değerler anlamlıdır? Bu sorunun cevabını alabilmek için değerler tek tek % 5 ve % 1 anlamlılık derecelerinde sınanmıştır. Bu amaçla önce Tablo 2'deki her bir değer "standart hatası" ve ardından "t" değerleri bulunmuştur. Söz konusu "standart hata" ve "t" değerlerinden hareketle % 5 ve % 1 seviyesinde hangi değerlerin anlamlı olduğu yine Tablo 2'de "a" ve "b" notasyonları kullanılarak özetlenmiştir.

Tablo 2 incelendiğinde değerlerin az bir kısmının % 5 güven derecesinde anlamlı olduğu ortaya çıkmaktadır. Tüm lag'lar incelendiğinde anlamlı korelasyon değerlerinin en yüksek oranı % 56 ile lag 1'de olduğu görülmektedir. Bu oran lag 2 ve lag 4'de % 15; lag 3 ve lag 6'da % 12, lag 5'te ise % 6 dır. Buradan da anlaşılacağı üzere lag 1 hari-

cindeki tüm lag'larda % 5 güven sınırında anlamlı korelasyon oranı oldukça düşük kalmaktadır.

Tablo 2 tekrar incelendiğinde yine değerlerin çok az bir kısmının % 1 güven derecesinde anlamlı olduğu ortaya çıkmaktadır. Tüm lag'lar incelendiğinde anlamlı korelasyon değerlerinin en yüksek oranı % 38 ile lag 1'de olduğu görülmektedir. Bu oran lag 3'de % 9, lag 4, lag 5 ve lag 6'da % 3; lag 2'de ise % 0 dır. Buradan da anlaşılabacağı üzere % 1 güven sınırında anlamlı korelasyon değerlerinin oranı oldukça düşük kalmaktadır.

Korelasyon analizi sonucunda Tablo 3'ü oluşturan değerler incelendiğinde, değerlerin tümü (sıfıra çok yakın değerler olmakla birlikte) sıfırdan farklı çıkmıştır. Tüm değerler içinde en büyük pozitif korelasyon 1.000 (Makina Takım) ile lag 1'de; yine en büyük (sıfıra olan uzaklık, mutlak değer açısından) negatif korelasyon -0.947 (Kartonsan) ile lag 3'te görülmektedir. Yine lag 1'te 0.990 (Çelik Halat ve Çimsa), 0.979 (Arçelik ve Eczacıbaşı Yatırım), 0.970 (İzocam) ve lag 6'da 0.957 (Hektaş) en büyük pozitif korelasyon değerleri olarak göze çarpmaktadır. Negatif korelasyon değerleri incelenmeye devam edildiğinde, lag 3'te -0.947 (Kartonsan), lag 2'de -0.943 (Kartonsan) ve lag 5'te -0.900 (Brisa) göze çarpmaktadır. Sıfıra en yakın negatif korelasyon değerleri, lag 4'te -0.008 (Bolu Çimento); bunun yanı sıra sıfıra en yakın pozitif korelasyon değeri lag 3'te 0.006 (Koç Holding) görülmektedir.

Tablo 3 dikkatle incelendiğinde lag 1, lag 2, lag 5 ve lag 3'de pozitif korelasyon değerleri daha fazla, lag 4'de ise negatif korelasyon değerlerinin daha fazla olduğu görülür. Lag 6'da ise negatif ve pozitif korelasyon değerlerinin sayısı birbirine eşittir. Özellikle lag 1'de korelasyon değerlerinin % 88'i pozitif, bunun yanı sıra lag 4'de korelasyon değerlerinin % 56'nını negatif olduğu hemen göze çarpmaktadır.

Tablo 3'den de görüleceği gibi korelasyon değerlerinin bazıları sıfıra çok yakın, bazıları sıfırdan oldukça farklıdır. Sadece Tablo 3'deki salt korelasyon değerlerine bakarak bir yorumda bulunmak yanıltıcı olacaktır. Çünkü korelasyon değerinin hangi limitin üzerine çıktığı takdirde anlamlı olacağına ilişkin bir şey söylememektedir. Hangi değerler anlamlıdır? Bu sorunun cevabını alabilmek için Tablo 3'deki değerler önceki tablolarda olduğu gibi tek tek % 5 ve % 1 anlamlılık derecelerinde sınanmıştır. Bu amaçla önce Tablo 3'deki her bir değer için "standart hatası" ve ardından "t" değerleri bulunmuştur. Sözkonusu "standart hata" ve "t" değerlerinden hareketle % 5 ve % 1 seviyesinde

hangi değerlerin anlamlı olduğu yine Tablo 3'de "a" ve "b" notasyonları kullanılarak özetlenmiştir.

Tablo 3 incelendiğinde değerlerin az bir kısmının % 5 güven derecesinde anlamlı olduğu ortaya çıkmaktadır. Tüm lag'lar incelendiğinde anlamlı korelasyon değerlerinin en yüksek oranı % 35 ile lag 1'de olduğu görülmektedir. Bu oran lag 6'da % 15; lag 5'de % 12, lag 2 ve lag 3'te % 6, lag 4'te ise % 3 tür. Buradan da anlaşılabileceği, tüm lag'larda % 5 güven sınırında anlamlı korelasyon oranı oldukça düşük kalmaktadır.

Tablo 3 tekrar incelendiğinde yine değerlerin çok az bir kısmının % 1 güven derecesinde anlamlı olduğu ortaya çıkmaktadır. Tüm lag'lar incelendiğinde anlamlı korelasyon değerlerinin en yüksek oranı % 26 ile lag 1'de olduğu görülmektedir. Bu oran lag 2, lag 3 ve lag 6'da % 3, lag 4 ve lag 5'te ise % 0'dır. Buradan da anlaşılabileceği üzere % 1 güven sınırında anlamlı korelasyon değerlerinin oranı oldukça düşük kalmaktadır.

Korelasyon analizi sonucunda Tablo 4'ü oluşturan değerler incelendiğinde, değerlerin tümü (sıfıra çok yakın değerler olmakla birlikte) sıfırdan farklı çıkmıştır. Tüm değerler içinde en büyük pozitif korelasyon 0.984 (Kordsa) ile lag 1'de; yine en büyük (sıfıra olan uzaklık, mutlak değer açısından) negatif korelasyon -0.881 (Enka Holding) ile lag 3'te görülmektedir. Yine lag 1'te 0.981 (Çukurova Elektrik), lag 3'te 0.967 (Bağfaş), ve yine lag 1'de 0.960 (Çimsa ve Deva) en büyük pozitif korelasyon değerleri olarak göze çarpmaktadır. Negatif korelasyon değerleri incelenmeye devam edildiğinde, lag 6'da -0.875 (Arçelik) ve lag 2'de -0.861 (Akçansa) göze çarpmaktadır. Sıfıra en yakın negatif korelasyon değerleri, lag 3'te -0.010 (Çukurova Elektrik); bunun yanı sıra sıfıra en yakın pozitif korelasyon değeri lag 4'te 0.019 (Deva) görülmektedir.

Tablo 4 dikkatle incelendiğinde lag 1 ve lag 2'de pozitif korelasyon değerleri daha fazla, lag 3, lag 4, lag 5 ve lag 6'da ise negatif korelasyon değerlerinin daha fazla olduğu görülmektedir. Özellikle lag 1'de korelasyon değerlerinin % 82'si pozitif; bunun yanı sıra lag 6'da korelasyon değerlerinin % 71'nin negatif olduğu hemen göze çarpmaktadır.

Tablo 4'den de görüleceği gibi korelasyon değerlerinin bazıları sıfıra çok yakın, bazıları sıfırdan oldukça farklıdır. Sadece Tablo 4'deki salt korelasyon değerlerine bakarak bir yorumda bulunmak yanıltıcı

olacaktır. Çünkü korelasyon değerinin hangi limitin üzerine çıktığı takdirde anlamlı olacağına ilişkin bir şey söylememektedir. Hangi değerler anlamlıdır? Bu sorunun cevabını alabilmek için Tablo 4'deki değerler önceki tablolarda olduğu gibi tek tek % 5 ve % 1 anlamlılık derecelerinde sınanmıştır. Bu amaçla önce Tablo 4'deki her bir değer "standart hatası" ve ardından "t" değerleri bulunmuştur. Sözkonusu "standart hata" ve "t" değerlerinden hareketle % 5 ve % 1 seviyesinde hangi değerlerin anlamlı olduğu yine Tablo 4'de "a" ve "b" notasyonları kullanılarak özetlenmiştir.

Tablo 4 incelendiğinde değerlerin az bir kısmının % 5 güven derecesinde anlamlı olduğu ortaya çıkmaktadır. Tüm lag'lar incelendiğinde anlamlı korelasyon değerlerinin en yüksek oranı % 38 ile lag 1'de olduğu görülmektedir. Bu oran lag 2'de % 15; lag 4'de % 12, lag 3 ve lag 6'da % 9, lag 5'te ise % 0'dır. Buradan da anlaşılabileceği gibi tüm lag'larda % 5 güven sınırında anlamlı korelasyon oranı oldukça düşük kalmaktadır.

Tablo 4 tekrar incelendiğinde yine değerlerin çok az bir kısmının % 1 güven derecesinde anlamlı olduğu ortaya çıkmaktadır. Tüm lag'lar incelendiğinde anlamlı korelasyon değerlerinin en yüksek oranı % 18 ile lag 1'de olduğu görülmektedir. Bu oran lag 2'de % 9, lag 3 ve lag 4'de % 6, lag 5 ve lag 6'da ise % 0'dır. Buradan da anlaşılabileceği üzere % 1 güven sınırında korelasyon değerlerinin oranı oldukça düşük kalmaktadır.

Bulguların Yorumu

İMKB'de 1996-1992 yılları arasında işlem gören şirketlerin kâr paylarının zaman bazında kendi aralarındaki ilişkilerinin incelendiği Tablo 1'den hareketle, hem % 5 hem de % 1 güven sınırında anlamlı korelasyon değerlerinin oranı oldukça düşük kaldığı anlaşılmaktadır. Yani hem % 5 hem de % 1 güven sınırında $H_0:r = 0$ hipotezi kabul edilir, $H_1:r \neq 0$ hipotezi red edilir. Bunun anlamı D_1 ($D_{1996-1992}$) ile D_0 , D_{-1} , D_{-2} , D_{-3} , D_{-4} arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Yani kâr payları arasında zaman bazında herhangi bir ilişki yoktur.

İMKB'de 1996-1992 yılları arasında işlem gören şirketlerin kâr payları ile pay başına kârlarının zaman bazında aralarındaki ilişkilerinin incelendiği Tablo 2'den hareketle, hem % 5 hem de % 1 güven sınırında anlamlı korelasyon değerlerinin oranı oldukça düşük kalmaktadır. Sadece % 5 güven sınırında lag 1'de $[R(D_1; PBK_1)]$ anlamlı korelasyon

değerlerinin oranı daha yüksek (% 56) çıkmakta, diğer lag'larda bu oran çok düşük kalmaktadır. % 1 seviyesinde ise tüm lag'larda anlamlı korelasyon değerlerinin oranı çok düşük kalmaktadır. Yani hem % 5 hem de % 1 güven sınırında $H_0:r=0$ hipotezi kabul edilebilir, $H_1:r \neq 0$ hipotezi red edilebilir. Bunun anlamı D_1 ($D_{1996-1992}$) ile PBK_1 , PBK_0 , PBK_{-1} , PBK_{-2} , PBK_{-3} , PBK_{-4} arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Yani kâr payı (D_1) ile PBK 'lar arasında zaman bazında herhangi bir ilişki kurulamamıştır.

İMKB'de 1996-1992 yılları arasında işlem gören şirketlerin kâr payları ile kâr payı dağıtım oranlarının zaman bazında aralarındaki ilişkilerinin incelendiği Tablo 3'den hareketle, hem % 5 hem de % 1 güven sınırında anlamlı korelasyon değerlerinin oranı oldukça düşük kalmaktadır. Yani hem % 5 hem de % 1 güven sınırında $H_0:r=0$ hipotezi kabul edilir, $H_1:r \neq 0$ hipotezi red edilir. Bunun anlamı, D_1 ($D_{1996-1992}$) ile $(D/PBK)_1$, $(D/PBK)_0$, $(D/PBK)_{-1}$, $(D/PBK)_{-2}$, $(D/PBK)_{-3}$, $(D/PBK)_{-4}$ arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Yani kâr payı (D_1) ile kâr payı dağıtım oranları arasında zaman bazında herhangi bir ilişki kurulamamıştır.

İMKB'de 1996-1992 yılları arasında işlem gören şirketlerin kâr payları ile yıl sonu fiyatlarının zaman bazında kendi aralarında ilişkilerinin incelendiği Tablo 4'den hareketle, hem % 5 hem de % 1 güven sınırında anlamlı korelasyon değerlerinin oranı oldukça düşük kalmaktadır. Yani hem % 5 hem de % 1 güven sınırında $H_0:r=0$ hipotezi kabul edilir, $H_1:r \neq 0$ hipotezi red edilir. Bunun anlamı D_1 ile F_1 , F_0 , F_{-1} , F_{-2} , F_{-3} , F_{-4} arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Yani kâr payları ile hisse senedi fiyatları arasında zaman bazında herhangi bir ilişki kurulamamıştır.

Sonuç

Çalışmamız kapsamında gerçekleştirilen araştırmamızdan elde edilen bulgulardan hareketle temel hipotezimiz olan " H_0 : Firmaların kâr payı dağıtım politikası ile firma değeri arasında bir ilişki vardır" hipotezi red edilmiş, alternatif hipotez olan " H_1 : Firmaların kâr payı dağıtım politikası ile firma değeri arasında bir ilişki yoktur" hipotezi kabul edilmiştir.

Alternatif hipotezin kabul edilmesi, menkul kıymet analizi için çok önemlidir. Alternatif hipotezin kabul edilmesi, kâr payı ile firma değeri arasında önemli bir ilişkinin saptanamaması anlamına gelmektedir.

Dolayısıyla bu hususun, borsa yatırımcıları tarafından dikkate alınacağı ve yatırım kararlarını oluştururken kullanacakları modellerde bu bilgiden faydalanacakları çok açıktır. Bu durumda yatırımcı yatırım yapacağı hisse senetlerinin gerçek değerini saptamada kâr payını dikkate alan değerlendirme modellerini kullanmamaya yönelecektir. Bunun sonucunda da yatırımcılar gerçek değerini saptanmasında kullanacağı modellerde değişik alternatiflere yönelebileceklerdir.

Sezgisel gözlemlerim sonucunda sermaye piyasamızda "Teknik Analiz" yönteminin yatırımcılar ve yatırım danışmanları tarafından yaygın bir şekilde kullanılmakta ve yatırım kararlarının bu yöntemden hareketle oluşturulmakta olması; bulgularımızla bir paralellik taşıması açısından da dikkate değer bir olgu olduğunun gözden kaçırılması gerekir. Teknik analiz yönteminin dışında ülkemizde yaşanan bir diğer olgu da; içeriden bilgi almanın mümkün olması ve yatırım kararlarının bu bilgiler çerçevesinde oluşturulmasıdır. Ülkemiz sermaye piyasasında yaşanan bu durumun İMKB'nin (zayıf şekilde dahi) etkin olmamasının bir sonucu olduğu da söylenebilir.

Ekonomide kaynakların verimli alanlara yönlendirilmesi ekonomistlerin en temel uğraşıdır. İMKB'nin etkin hale getirilmesi ülkemiz açısından kıt olan kaynakların verimli alanlara yönlendirilmesi açısından önem taşımaktadır. Bu nedenle ülkemiz sermaye pazarının zayıf şekilde dahi etkin olmamasının ardındaki sebeplerin çok iyi çözümlenip, sermaye piyasamızı daha etkin hale getirecek kurumsal, teknik ve yasal önlemlerin bir an önce alınmasında önemli faydalar vardır. Özellikle yatırımcıların gerekli bilinç ve bilgi düzeyine erişebilmelerine yönelik eğitim çabalarının arttırılması, kurumsal ve teknik eksiklik ve aksaklıkların giderilmesi, kurumsal yatırımcıların borsaya katılımını sağlayacak yasal düzenlemelerin yapılması, içeriden bilgilenme ile daha etkili mücadelenin yollarının bulunması, bilginin yatırımcıya en az maliyetle ve mümkün olan en hızlı bir şekilde ulaştırılabilmesi gibi hususlar üzerinde önemle durulmalıdır.

KAYNAKÇA

Akgüç, Öztin; **Finansal Yönetim**, İ.Ü. İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Yayını, No: 56, İstanbul, 1989.

Bakır, Pınar; "Temettü Politikasının Firma Değerlemesi Açısından İncelenmesi", **İİTA Dergisi**, Sayı: 2, 1975.

Brealey, Richard - Myer, Stewart; **Principles of Corporate Finance**, 2.ed.

Gönenli, Atilla; **İşletmelerde Finansal Yönetim**, İ.Ü. İşletme Fakültesi, Yayın No: 187, 6. Baskı, İstanbul, 1988.

Gravetter, Frederick J., - Wallav, Larry B.; **Statistics For The Behavioral Sciences**, Second Edition, West Publishing Company, New York, 1988.

Gürtan, Kenan; **İstatistik ve Araştırma Metodları**, Fatih Yayınevi Matbaası, İstanbul 1977.

Lintner, John; "Dividant and Earning Leverage Stock Prices and The Supply of Capital to Corporations", **Review of Economics and Statistics**, 14 August, 1962.

Pamukçu, Ali Bülent; **İşletme Finansı**, Der Yayınları, İstanbul, 1989.

Pfaffenberger, Roger C.-Patterson, James H.: **Statistical Methods for Business and Economic**, Richrad D. Irwin Inc., USA, 1977.

Robichek, Alexander - Myers, Stewart C.; **Optimal Financing Decision**, Prentice -Hall, (New Jersey, 1965).

Weston, J.F. - Brigham E.F.; **Managerial Finance**, 6 ed. The Dyrden Press, Hindsdale, Illinois, 1973.

Van Horne, James C.; **Finansal Yönetim ve Politikaları**, (Çeviren: Osman Tekok ve diğer.) Cilt I ve II ankara, 1988.

TABLO 1
KORELASYON MATRİSİ TABLOSU

SIRA	SİRKETLER	lag 1 R(D1,D0)	lag 2 R(D1,D-1)	lag 3 R(D1,D-2)	lag 4 R(D1,D-3)	lag 5 R(D1,D-4)
1	AKÇANSA	0.079	-0.812 a	-0.398	-0.438	0.317
2	ANADOLU CAM	-0.321	-0.113	-0.610	0.136	-0.129
3	ARÇELİK	0.492	0.666	0.477	-0.615	-0.678
4	BAGFAS	0.749 a	0.687	0.127	-0.209	-0.871 a
5	BOLU ÇİMENTO	-0.410	0.100	-0.689	0.106	-0.457
6	BRISA	0.834 a	0.280	0.750	-0.240	-0.641
7	CELİK HALAT	0.475	0.433	0.932 ab	0.857 a	0.730
8	ÇİMSA	-0.037	-0.396	-0.489	-0.725	-0.233
9	CUKUROVA ELEKTRİK	0.418	-0.919 ab	-0.081	-0.372	-0.766
10	DEVA	-0.590	0.285	0.222	0.492	-0.422
11	DOKTAS	0.215	-0.573	-0.150	-0.633	0.181
12	ECZACIBASI YATIRIM	0.846 a	0.831 a	0.562	0.110	-0.808
13	EGE BİRACILIK	0.643	0.687	-0.209	-0.230	-0.728
14	EGE GÜBRE	0.000	-0.294	-0.284	-0.512	-0.472
15	ENKA HOLDİNG	0.232	-0.323	-0.493	-0.482	-0.514
16	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	0.088	-0.952 ab	0.035	0.052	-0.813 a
17	GOOD YEAR	0.917 a	0.841 a	0.967 ab	0.407	-0.556
18	GÜNEY BİRACILIK	-0.302	0.342	0.174	0.586	-0.736
19	HEKTAS	0.476	-0.282	-0.987 ab	-0.491	-0.160
20	İZOCAM	0.793	0.635	0.541	0.654	-0.134
21	KARTONSAN	0.860 a	0.519	0.166	0.329	-0.075
22	KAV	0.073	-0.487	-0.623	-0.091	-0.140
23	KOC HOLDİNG	0.220	-0.611	-0.287	0.571	0.621
24	KOC YATIRIM	0.409	0.155	-0.961 ab	-0.569	-0.668
25	KORDSA	0.904 a	0.934 ab	-0.428	-0.584	-0.740
26	MAKİNA TAKİM	-0.250	-0.286	-0.301	-0.097	0.987 ab
27	OLMUKSA	-0.068	-0.420	0.347	-0.527	-0.583
28	OTOSAN	-0.417	-0.488	0.602	-0.025	0.358
29	PİMAS	0.409	-0.124	0.937 ab	-0.648	-0.112
30	PİNAR SUT	-0.569	0.436	-0.244	0.369	-0.323
31	SARKUYSAN	-0.382	-0.036	-0.172	0.896 a	-0.253
32	T. SIEMENS	0.686	0.819 a	-0.170	-0.501	-0.006
33	T. DEMİR DOKUM	0.348	-0.002	-0.794	-0.750	0.464
34	T. ŞİŞE CAM	0.139	-0.071	0.260	0.934 ab	-0.034
a: %5 seviyesinde anlamlı, Kritik Değer: 2.776						
b: %1 seviyesinde anlamlı, Kritik Değer: 4.604						
AVERAGE						
		0.234	0.043	-0.037	-0.066	-0.247
STD. DEVIATION						
		0.459	0.549	0.543	0.516	0.484
VARIANCE						
		0.211	0.301	0.295	0.266	0.234
MINIMUM						
		-0.590	-0.952	-0.987	-0.750	-0.871
MAXIMUM						
		0.917	0.934	0.967	0.934	0.987
MEDIAN						
		0.226	-0.019	-0.160	-0.153	-0.288
KURTOSIS						
		-1.069	-1.084	-0.740	-0.994	0.044
SKEWNESS						
		-0.174	-0.044	0.233	0.493	0.828
COUNT						
		34	34	34	34	34
SUM						
		7.958	1.464	-1.272	-2.240	-8.397

TABLO 2
KORELASYON MATRİSİ TABLOSU

SIRA	SİRKETLER	lag 1 R(DI.P.B.K-1)	lag 2 R(DI.P.B.K-2)	lag 3 R(DI.P.B.K-3)	lag 4 R(DI.P.B.K-4)	lag 5 R(DI.P.B.K-5)	lag 6 R(DI.P.B.K-6)
1	AKÇANSA	-0.233	-0.757	-0.195	-0.438	-0.510	0.225
2	ANADOLU CAM	0.754	-0.372	-0.094	-0.538	0.218	-0.159
3	ARÇELİK	0.729	0.502	0.635	0.540	-0.554	-0.214
4	BAGFAS	0.988 ab	0.635	0.806	0.396	-0.192	-0.819 a
5	BOLU ÇİMENTO	0.764	0.128	0.128	-0.656	0.103	-0.529
6	BRISA	1.000 ab	0.833 a	0.317	0.860 a	0.064	-0.716
7	CELİK HALAT	0.430	0.038	0.271	0.838 a	0.806	0.852 a
8	CİMSA	0.996 ab	0.044	-0.376	-0.446	-0.717	-0.294
9	CUKUROVA ELEKTRİK	0.996 ab	-0.006	-0.645	0.117	0.143	-0.609
10	DEVA	0.794	-0.337	0.191	-0.287	0.920 ab	-0.470
11	DOKTAS	-0.081	-0.888 a	-0.572	-0.057	-0.649	0.172
12	ECZACIBASI YATIRIM	-0.768	0.136	0.475	0.813 a	0.681	-0.383
13	EGE BİRACILIK	0.883 a	0.697	0.790	-0.133	-0.362	-0.762
14	EGE GÜBRE	0.994 ab	0.068	-0.167	-0.430	-0.374	-0.444
15	ENKA HOLDİNG	0.855 a	-0.154	-0.494	-0.538	-0.465	-0.498
16	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	0.987 ab	-0.058	-0.760	-0.365	0.050	-0.743
17	GOOD YEAR	0.931 ab	0.855 a	0.921 ab	0.799	0.446	-0.290
18	GÜNEY BİRACILIK	0.677	-0.192	0.278	0.184	0.582	-0.592
19	HEKTAS	0.406	0.320	-0.535	-0.960 ab	-0.478	-0.650
20	İZOCAM	0.493	0.510	0.553	-0.390	0.233	-0.012
21	KARTONSAN	0.824 a	0.843 a	0.666	0.334	0.331	-0.249
22	KAV	0.995 ab	0.170	-0.423	-0.640	-0.363	-0.010
23	KOC HOLDİNG	0.752	-0.382	-0.538	-0.476	-0.139	0.757
24	KOC YATIRIM	0.124	0.296	-0.358	-0.899 a	-0.751	-0.562
25	KORDSA	0.996 ab	0.914 a	0.943 ab	0.014	-0.479	-0.663
26	MAKİNA TAKİM	0.163	0.388	-0.820 a	-0.333	0.017	0.953 ab
27	OLMUĞSA	0.999 ab	-0.074	-0.372	0.283	-0.499	-0.531
28	OTOSAN	0.998 ab	-0.423	-0.466	0.591	0.041	0.413
29	PİMAŞ	0.826 a	0.432	0.178	0.733	-0.783	-0.885 a
30	PİNAR SUT	0.930 ab	-0.625	0.456	-0.155	0.146	-0.130
31	SARKUYSAN	0.835 a	-0.678	0.037	-0.188	0.843 a	-0.187
32	T SIEMENS	0.483	0.604	0.980 ab	-0.111	0.110	-0.246
33	T DEMİR DÖKÜM	0.924 ab	0.322	-0.027	-0.770	-0.791	0.304
34	T ŞİŞE CAM	-0.886 a	-0.672	-0.583	-0.167	-0.071	0.576
a: %5 seviyesinde anlamlı, Kritik Değer 2.776							
b: %1 seviyesinde anlamlı, Kritik Değer 4.604							
AVERAGE							
		0.634	0.092	0.035	-0.073	-0.072	-0.218
STD DEVIATION							
		0.493	0.506	0.547	0.530	0.493	0.494
VARIANCE							
		0.243	0.256	0.299	0.281	0.243	0.244
MINIMUM							
		-0.886	-0.885	-0.820	-0.960	-0.791	-0.885
MAXIMUM							
		1.000	0.914	0.980	0.860	0.920	0.953
MEDIAN							
		0.525	0.098	0.005	-0.161	-0.027	-0.292
KURTASIS							
		3.072	-0.861	-1.217	-0.888	-0.743	0.057
SKEWNESS							
		-1.864	-0.173	0.221	0.373	0.368	0.913
COUNT							
		34	34	34	34	34	34
SUM							
		21.558	3.117	1.198	-2.475	-2.442	-7.395

TABLO 3
KORELASYON MATRİSİ TABLOSU

SIRA	SİRKETLER	lag 1 R[D1;(D/PBK)-1]	lag 2 R[D1;(D/PBK)-2]	lag 3 R[D1;(D/PBK)-3]	lag 4 R[D1;(D/PBK)-4]	lag 5 R[D1;(D/PBK)-5]	lag 6 R[D1;(D/PBK)-6]
1	AKÇANSA	0.862 a	0.589	0.116	0.395	0.754	0.575
2	ANADOLU CAM	0.395	0.223	0.124	-0.896 a	0.559	-0.037
3	ARÇELİK	0.979 ab	0.524	0.405	0.128	-0.312	-0.821 a
4	BAGFAS	-0.560	0.089	-0.869 a	-0.536	-0.124	0.345
5	BOLU ÇİMENTO	0.543	-0.795	-0.268	-0.008	0.200	0.713
6	BRISA	0.972 ab	-0.361	-0.504	-0.680	-0.900 a	0.223
7	CELİK HALAT	0.990 ab	0.717	0.453	0.531	0.205	-0.826 a
8	CİMSA	0.990 ab	-0.140	-0.629	-0.329	0.415	0.425
9	CUKUROVA ELK.	0.295	0.452	-0.695	-0.317	-0.843 a	0.061
10	DEVA	0.787	-0.588	0.608	0.408	-0.240	0.276
11	DOKTAS	0.771	0.600	0.128	-0.070	0.703	0.019
12	ECZACIBASI YAT.	0.979 ab	0.673	0.548	-0.386	-0.597	-0.272
13	EGE BİRACILIK	0.228	0.014	0.471	-0.014	0.571	0.231
14	EGE GÜBRE	0.483	0.350	-0.225	-0.311	-0.463	-0.355
15	ENKA HOLDİNG	0.135	0.655	0.334	0.739	-0.321	-0.585
16	EREĞLİ DEM. ÇE.	-0.389	0.690	0.308	0.802	0.115	-0.018
17	GOOD YEAR	0.629	0.659	0.268	0.144	0.071	-0.673
18	GÜNEY BİRACILIK	0.623	-0.865 a	0.501	-0.027	0.168	-0.284
19	HEKTAS	0.489	0.245	0.364	-0.645	-0.116	0.957 ab
20	İZOCAM	0.970 ab	0.759	0.341	0.644	0.330	-0.413
21	KARTONSAN	-0.234	-0.943 ab	-0.947 ab	-0.417	-0.291	0.230
22	KAV	0.589	-0.472	-0.592	0.785	0.326	-0.221
23	KOC HOLDİNG	0.789	0.746	0.006	0.023	0.831 a	0.220
24	KOC YATIRIM	0.834 a	0.110	0.184	0.156	0.815 a	0.205
25	KORDSA	0.846 a	-0.667	-0.585	-0.553	-0.577	-0.409
26	MAKİNA TAKİM	1.000 ab	-0.250	-0.351	-0.406	0.671	0.478
27	OLMUĞSA	0.445	-0.296	-0.471	0.640	-0.108	-0.832 a
28	OTOSAN	0.669	0.207	-0.582	0.230	-0.194	0.152
29	PİMAŞ	0.214	0.078	0.332	-0.045	-0.657	-0.347
30	PİNAR SÜT	-0.489	0.402	-0.109	-0.471	0.775	-0.713
31	SARKUYSAN	0.417	0.491	-0.425	0.429	-0.432	-0.084
32	T. SIEMENS	0.942 ab	-0.160	-0.619	-0.105	-0.578	0.277
33	T. DEMİR DÖKÜM	0.583	0.589	0.529	-0.286	0.588	0.894 a
34	T. ŞİŞE CAM	0.946 ab	0.513	0.285	0.226	0.789	-0.505
a %5 seviyesinde anlamlı, Kritik Değer : 2.776							
b %1 seviyesinde anlamlı, Kritik Değer : 4.604							
AVERAGE							
		0.551	0.142	-0.046	-0.007	0.063	-0.033
STD. DEVIATION							
		0.440	0.518	0.473	0.460	0.530	0.489
VARIANCE							
		0.194	0.269	0.223	0.211	0.280	0.239
MINIMUM							
		-0.560	-0.943	-0.947	-0.896	-0.900	-0.832
MAXIMUM							
		1.000	0.759	0.608	0.802	0.831	0.957
MEDIAN							
		0.626	0.234	0.120	-0.020	0.093	0.001
KURTASIS							
		0.795	-0.734	-1.329	-0.862	-1.213	-0.675
SKEWNESS							
		-1.194	-0.668	-0.342	0.136	-0.081	0.077
COUNT							
		34	34	34	34	34	34
SUM							
		18.723	4.836	-1.564	-0.223	2.137	-1.113

TABLO 4
KORELASYON MATRİSİ TABLOSU

SIRA	SİRKETLER	lag 1 R[D1,F1]	lag 2 R[D1,F0]	lag 3 R[D1,F-1]	lag 4 R[D1,F-2]	lag 5 R[D1,F-3]	lag 6 R[D1,F-4]
1	AKÇANSA	-0.346	-0.861 a	-0.208	-0.084	-0.158	0.157
2	ANADOLU CAM	0.733	-0.245	-0.359	-0.210	0.472	0.319
3	ARÇELİK	0.602	-0.140	0.440	0.100	-0.127	-0.875 a
4	BAGFAS	0.811	0.967 ab	-0.048	0.157	0.040	-0.571
5	BOLU ÇİMENTO	-0.167	-0.135	0.135	0.025	-0.587	-0.158
6	BRİSA	0.929 ab	0.175	0.133	0.916 ab	-0.328	-0.490
7	CELİK HALAT	0.266	-0.634	-0.417	0.227	0.440	0.264
8	CİMSA	0.960 ab	0.171	-0.498	-0.388	-0.332	0.034
9	CUKUROVA ELEKTRİK	0.981 ab	0.873 a	-0.010	0.806	-0.221	-0.712
10	DEVA	0.960 ab	-0.470	0.054	0.019	0.776	-0.569
11	DOKTAS	0.597	-0.512	-0.512	-0.059	-0.458	-0.052
12	ECZACIBASI YATIRIM	-0.362	0.565	0.951 ab	0.117	-0.627	-0.822 a
13	EGE BİRACILIK	0.826 a	0.639	0.569	-0.494	-0.496	-0.848 a
14	EGE GÜBRE	0.856 a	0.454	-0.375	-0.354	-0.033	-0.196
15	ENKA HOLDİNG	-0.688	-0.644	-0.581 a	-0.583	-0.808	-0.565
16	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	0.060	-0.042	0.447	-0.247	-0.753	-0.215
17	GOOD YEAR	0.738	0.065	0.656	0.882 a	0.671	-0.476
18	GÜNEY BİRACILIK	0.546	-0.028	0.440	-0.120	0.520	-0.734
19	HEKTAS	0.367	0.791	-0.182	-0.735	-0.461	0.474
20	İZOCAM	0.766	0.389	0.029	-0.608	-0.418	-0.278
21	KARTONSAN	0.622	0.951 ab	0.598	0.050	-0.038	0.031
22	KAV	0.817 a	0.175	-0.416	-0.580	-0.538	-0.124
23	KOC HOLDİNG	0.830 a	0.027	-0.764	-0.330	0.362	-0.424
24	KOC YATIRIM	0.279	-0.202	0.021	-0.806	-0.608	-0.626
25	KORDSA	0.984 ab	0.746	0.920 ab	0.507	-0.709	-0.386
26	MAKİNA TAKİM	-0.042	0.947 ab	-0.495	-0.500	0.443	0.749
27	OLMUKSA	0.926 ab	0.120	0.178	-0.517	0.428	-0.151
28	OTOSAN	0.820 a	-0.616	-0.298	0.542	0.361	0.149
29	PİMAŞ	0.793	0.110	0.315	0.947 ab	-0.156	0.030
30	PINAR SUT	0.817 a	-0.608	0.474	-0.164	0.444	-0.480
31	SARKUYSAN	0.670	0.090	-0.663	0.098	0.534	-0.085
32	T. SIEMENS	0.829 a	-0.492	-0.017	0.174	0.026	0.116
33	T. DEMİR DOKÜM	0.733	-0.108	-0.114	-0.814 a	-0.597	-0.320
34	T. ŞİŞE CAM	-0.685	-0.064	-0.045	0.122	0.740	-0.487
a : %5 seviyesinde anlamlı ; Kritik Değer : 2.776							
b : %1 seviyesinde anlamlı ; Kritik Değer : 4.604							
AVERAGE		0.524	0.072	0.002	-0.056	-0.090	-0.245
STD. DEVIATION		0.486	0.520	0.467	0.491	0.486	0.395
VARIANCE		0.236	0.270	0.218	0.241	0.236	0.156
MINIMUM		-0.688	-0.861	-0.881	-0.814	-0.808	-0.875
MAXIMUM		0.984	0.967	0.951	0.947	0.776	0.749
MEDIAN		0.736	0.046	-0.013	-0.071	-0.157	-0.246
KURTASIS		0.722	-0.831	-0.575	-0.346	-1.265	-0.201
SKEWNESS		-1.339	0.196	0.191	0.503	0.319	0.424
COUNT		34	34	34	34	34	34
SUM		17.831	2.455	0.059	-1.903	-3.053	-8.320