

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

DOKTORA PROGRAMI

**KAR PAYI DAĞITIMINDA CATERING PERFORMANS ETKİSİ:
BİST İMALAT SANAYİ ÖRNEĞİ**

DOKTORA TEZİ

Sara FAEDFAR

KASIM-2020

TRABZON

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

DOKTORA PROGRAMI

**KAR PAYI DAĞITIMINDA CATERING PERFORMANS ETKİSİ:
BİST İMALAT SANAYİ ÖRNEĞİ**

DOKTORA TEZİ

Sara FAEDFAR

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI

KASIM - 2020

TRABZON

ONAY

Sara FAEDFAR tarafından hazırlanan “Kar Payı Dağıtımında Catering Performans Etkisi: BİST İmalat Sanayi Örneği” adlı bu Çalışma 18.12.2020 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği / oyçokluğu ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalı’nda doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyesi		Karar		İmza
Unvanı - Adı ve Soyadı	Görevi	Kabul	Ret	
Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI	Başkan	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
Prof. Dr. Metin BERBER	Üye	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
Doç. Dr. Ahmet KURTARAN	Üye	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
Prof. Dr. Hasan AYAYDIN	Üye	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
Doç. Dr. Uğur SEVİM	Üye	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım.

Prof. Dr. Yusuf SÜRME
Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca KTÜ – Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kılavuzu'na uygun olarak hazırlanan bu Çalışmada yararlanılan kaynakların tümüne eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul edeceğimi beyan ederim.

Sara FAEDFAR

23.11.2020

ÖNSÖZ

Miller ve Modigliani (1961) ilişkisizlik teorisinden sonra firmaların neden kar payı dağıttığı sorusu önemli teorik tartışmalara konu olmuş ve günümüze kadar da devam etmiştir. Bu alanda yapılan çalışmalar kapsamında net bir kaniya varılamamakla birlikte kar payı politikası kar payı bilmecesi olarak nitelendirilmiştir. Ancak davranışsal kurumsal finansın gündeme gelmesi ile finansal kararlara yönelik geleneksel etkin piyasalar hipotezi ve yatırımcıların tam rasyonellik varsayımı yoğun eleştirilere maruz kalmıştır. Davranışsal kurumsal finans, psikolojik önyargıların yatırımcıların karar alma süreci üzerindeki etkisinin araştırıldığı yeni bir çalışma alanıdır.

Çalışma'da Türkiye piyasalarında faaliyet gösteren firmalarda yöneticilerin nakit kar payı kararları üzerindeki irrasyonel yatırımcıların kar payı talebi etkisi araştırılmıştır. Bu araştırmadan elde edilen sonuçlar, yatırımcıların davranışsal ve psikolojik önyargıları çerçevesinde yöneticilerin temettü politikalarını anlamaya yönelik literatüre katkı sağlamaktadır.

Çalışmaların sürecinde bana ışık tutan yol gösteren, danışmanım Sayın Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI'ya ve Sayın Doç. Dr. Ahmet KURTARAN'a, Sayın Prof. Dr. Metin BERBERE'e, Sayın Doç. Dr. Zehra ABDİOĞLU'ya ve Sayın Prof. Dr. Şeref KALAYCI'ya sonsuz teşekkürlerimi ve saygılarımı sunarım.

Kasım, 2020

Sara FAEDFAR

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	IV
İÇİNDEKİLER	V
ÖZET.....	VIII
ABSTRACT	IX
TABLolar LİSTESİ.....	X
GRAFİKLER LİSTESİ	XI
KISALTMALAR LİSTESİ.....	XII
GİRİŞ	1-4

BİRİNCİ BÖLÜM

1. KAR PAYI DAĞITIM KARARLARINA YÖNELİK TEORİLER ve TÜRKİYE’DE KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI.....	5-14
1.1. Kar Payı Dağıtım Kararlarına Yönelik Davranışsal Teoriler.....	5
1.1.1. Kar Payı İlişkısizlik Teorisi.....	6
1.1.2. Sinyalizasyon Teorisi	7
1.1.3. Müşteri Etkisi Teorisi	8
1.1.4. Eldeki Kuş Teorisi.....	9
1.1.5. Temsil Maliyeti Teorisi.....	10
1.1.6. Vergi Farkındalığı Teorisi.....	11
1.2. Kar Payı Dağıtım Kararlarında Davranışsal Olmayan Teoriler	12
1.2.1. Ömür Döngüsü Teorisi	12
1.2.2. Artık Temettü Teorisi	13
1.3. Diğer Teoriler.....	13
1.4. Türkiye’de Kar Payı Dağıtım Politikası.....	13

İKİNCİ BÖLÜM

2. DAVRANIŞSAL FİNANS, DAVRANIŞSAL KURUMSAL FİNANS ÇERÇEVESİNDE CATERING TEORİSİ ve LİTERATÜR ARAŞTIRMASI.....	15-47
2.1. Davranışsal Finansa İlişkin Yatırımcı Önyargıları.....	15
2.1.1. Aşırı Güven Anomalisi.....	18
2.1.2. Aşırı Tepki Anomalisi.....	19

2.1.3. Düşük Tepki Anomalisi	19
2.1.4. Yatkinlık Etkisi, Beklenti Teorisi ve Zihinsel Muhasebe.....	20
2.1.5. Momentum Etkisi	22
2.1.6. Sürü Davranışı.....	24
2.1.7. Çıpalama Önyargısı ve Referans Noktası.....	25
2.1.8. Kayıptan Kaçınma	25
2.2. Davranışsal Kurumsal Finans	26
2.2.1. İrrasyonel Yatırımcı Yaklaşım	27
2.2.1.1. Catering Teorisi.....	29
2.2.1.1.1. Sınırlı Arbitraj.....	31
2.2.1.1.2. Bilinçli Yönetici	32
2.2.1.2. Piyasa Zamanlaması.....	33
2.2.2. İrrasyonel Yönetici Yaklaşımı	35
2.3. Literatür Araştırması.....	37

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. VERİ SETİ ve EKONOMETRİK YÖNTEM.....	48-64
3.1. Veri Seti	48
3.2. Değişkenlerin Tanımı.....	48
3.2.1. Bağımlı Değişkenler.....	49
3.2.2. Bağımsız Değişkenler.....	50
3.2.2.1. Kar Payı Primi.....	51
3.2.2.2. Likidite	54
3.2.2.3. Kaldıraç Oranı.....	55
3.2.2.4. Firma Büyüklüğü	56
3.2.2.5. Karlılık	57
3.2.2.6. Büyüme/ Yatırım Fırsatları	58
3.2.2.7. Hisse Senedi Fiyatı.....	59
3.2.2.8. Önceki Döneme Ait Kar Payı Dağıtımı	59
3.3. Çalışmada Oluşturulan Ekonometrik Modeller.....	60
3.4. Çalışmada Kullanılan Ekonometrik Yöntemler	63
3.4.1. Panel Doğrusal Regresyon	63
3.4.2. Panel Lojistik Regresyon.....	64

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. MODELLERİN TEMEL VARSAYIM TESTLERİ, ANALİZ ve BULGULAR.....	65-81
4.1. Modellerin Temel Varsayım Testleri	65
4.1.1. Model Seçimi	65
4.1.2. Otokorelasyon, Heterodastisite ve Yatay Kesit Bağımlılık Testleri.....	67
4.2. Tanımlayıcı İstatistikler ve Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi	68
4.3. Çalışmanın Bulguları	72
SONUÇ ve ÖNERİLER.....	82
YARARLANILAN KAYNAKLAR.....	86
ÖZGEÇMİŞ.....	99

ÖZET

Davranışsal kurumsal finans, irrasyonel yatırımcı - rasyonel yönetici ve rasyonel yatırımcı - irrasyonel yönetici olmak üzere iki ana yaklaşımdan oluşmaktadır. Catering teorisi davranışsal kurumsal finansa dayanmakta ve irrasyonel yatırımcı - rasyonel yönetici yaklaşımı çerçevesinde kar payı politikasının, yatırımcıların kar payı talebi ile yönlendirildiğini ifade etmektedir. Yöneticiler, yatırımcılara temettü ödeyen firmalar için hisse senedi fiyat primi uyguladıkları durumda temettü ödeyerek ve kar payı ödemeyen hisse senetlerine talebin arttığı durumda ise ödeme yapmayarak, yatırımcı talebini karşılamakta ve bu davranışla firma değerini etkilemektedirler.

Çalışma'da, Türkiye için yöneticilerin nakit kar payı kararları üzerinde yatırımcıların kar payı talebi etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda 2009 - 2017 yılları arasındaki 9 yıllık dönemi kapsayan BİST imalat sanayi sektöründe yer alan 74 firmanın verilerinden yararlanarak, catering teorisinin geçerliliği araştırılmıştır. Türkiye'de yapılan diğer çalışmalardan farklı olarak, çalışma kapsamında oluşturulan modeller, yöneticilerin temettü ödeyip ödememe kararlarının yanı sıra ödemelerdeki artış ve azalış olasılığı ve değişim oranı gibi diğer temettü kararlarını içermektedir. Uygulamada Panel Doğrusal Regresyon ve Panel Lojistik Regresyon yöntemi kullanılarak analiz gerçekleştirilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, catering teorisinin geçerliliği doğrulanamamıştır ve yöneticilerin nakit kar payı kararları alma sürecinde yatırımcıların kar payı talebinin etkili olmadığı tespit edilmiştir. Diğer taraftan, firma büyüklüğü, hisse senedi değeri ve önceki döneme ait kar paylarının kar dağıtım kararları üzerindeki pozitif etkiye karşın, kaldıraç oranı ve yatırım fırsatlarının negatif etkisi olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca kar payı priminin, kar payı değişim kararları ve değişim oranı üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı görülmüştür.

Anahtar Sözcükler: Kar Payı Politikası, Catering Teorisi, Kar Payı Primi, Davranışsal Kurumsal Finans, Panel Veri Analizi.

ABSTRACT

Behavioral corporate finance consists of two main approaches as irrational investors - rational managers and irrational managers - rational investors. Considering behavioral corporate finance based on irrational investors - rational managers approach catering theory of dividends suggests that firms decide their dividend policy by catering to investors' demand for dividends. In order to cater to investors' demand and enhance the market value of their company, managers will pay dividends when investors put a stock price premium on payers and omit dividends when investors place lower market value to dividend paying stocks.

This study aims to investigate the effect of investors demand for cash dividends on manager's dividend payout decisions in Turkey. In accordance with the purpose, this study tests for the presence of dividend catering by using the data of 74 firms in the BIST manufacturing industry from the year 2009 to 2017. Unlike other studies conducted in Turkey, as well as the decisions to initiate or omit dividends, models include other dividend payment decisions such as decreases and increases in existing dividends and magnitude of dividend changes. The analysis is performed by using Panel Linear Regression and Panel Logistic Regression. The results indicate that there is no evidence that managers cater to investors cash dividend demand due to the statistically insignificant effect of dividend premium. Regarding the results of the analysis the firm size, stock price and previous year dividend payout rates has a positive impact on the managers pay out decisions, while leverage and investment opportunities rates has a negative effect. The findings also provide evidence that managers decision to change the dividend and the magnitude of the changes does not depend on the dividend premium.

Keywords: Dividend Policy, Catering Theory, Dividend Premium, Behavioral Corporate Finance, Panel Data.

TABLULAR LİSTESİ

Tablo Nr.	Tablo Adı	Sayfa Nr.
1	Finansal Piyasalara Yönelik Anomaliler ve Olası Yatırımcı Önyargıları	16
2	Temel Psikolojik Eğilimler	17
3	Piyasa Zamanlaması Matrisi	34
4	Catering Teorisine İlişkin Literatür Özeti	44
5	Kar Payı Primi Değerleri.....	52
6	Değişkenlerin Tanımı	62
7	Çoklu Panel Regresyon Modellerine İlişkin Hausman Test Sonuçları	66
8	Panel Logit Modellerine İlişkin Hausman Test Sonuçları	66
9	Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler	69
10	Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi	71
11	Catering Teorisinin Geçerliliğine İlişkin Model (1) Panel Lojistik Regresyon Analiz Sonuçları.....	74
12	Catering Teorisinin Geçerliliğine İlişkin Model (2) Panel Lojistik Regresyon Analiz Sonuçları.....	76
13	Catering Teorisinin Geçerliliğine İlişkin Model (3) Panel Lojistik Regresyon Analiz Sonuçları.....	77
14	Catering Teorisinin Geçerliliğine İlişkin Model (4) ve (5) Doğrusal Panel Regresyon Analiz Sonuçları.....	79
15	Kurulan Modellere İlişkin Panel Regresyon Analiz Sonuçları	81

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik Nr.	Grafik Adı	Sayfa Nr.
1	Beklenti Teorisi Değer Fonksiyonu	22
2	Kar Payı Ödeyenler ve Ödemeyenlerin Değer Ağırlıklı Ortalama Pd/Dd Oranı	53
3	Değer Ağırlıklı Kar Payı Primi (%)	53



KISALTMALAR LİSTESİ

2AEKK	: İki Aşamalı En Küçük Kareler Yöntemi
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BİST	: Borsa İstanbul
BW	: Baker ve Wurgler
CA	: Dönen Varlıklar
CFO	: Chief Financial Officer
D	: Yıllık Hisse Başına Ödenen Nakdi Kar Payı Tutarı
DECRS	: Nakdi Kar Payı Dağıtmındaki Fark (Azalış)
DP1	: Nakdi Kar Payı Dağıtım Kararları
DP2	: Nakdi Kar Payı Dağıtmında Artış Kararları
DP3	: Nakdi Kar Payı Dağıtmında Azalış Kararları
DPS	: Hisse başına Ödenen Kar Payı
DRM	: Data Reduction Method
EPH	: Etkin Piyasa Hipotezi
E	: Özsermaye
EW	: Eşit Ağırlıklı Ortalama - Equal Weighted Average
FVFM	: Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeli
GMM	: Generalized Method of Moments
IFRS	: International Financial Reporting System - Uluslararası Finansal Raporlama Sistemi
INCRS	: Nakdi Kar Payı Dağıtmındaki Fark (Artış)
INV	: Yatırım Fırsatları
LEV	: Kaldıraç Oranı
LL	: Uzun Vadeli Yükümlülükler
LQ	: Likidite
LSD	: Least Significant Difference Model
MM	: Miller ve Modigliani
NBD	: Net Bugünkü Değer
NI	: Net Kar
Nr.	: Numara
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development
P	: Hisse Senedi Fiyatı

PDPS	: Önceki Döneme Ait Dağıtılan Kar Payı
PEAD	: Post Earnings Announcement Drift
PIC	: Ödenmiş Sermaye
PREM	: Kar Payı Primi
PRICE	: Hisse Senedi Fiyatı
PROFT	: Karlılık Oranı
ROA	: Return On Assets - Aktif Karlılık Oranı
SIZE	: Firma Büyüklüğü
SL	: Kısa Vadeli Yükümlülükler
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TA	: Toplam Varlıklar
TE	: Toplam Öz Kaynaklar
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
vb.	: ve benzeri
vd.	: ve diğerleri
VW	: Değer Ağırlıklı Ortalama-Value Weighted Averag
VWPd/Dd	: Firmaların Değer Ağırlıklı Ortalama Pd/Dd Oranı

GİRİŞ

Geleneksel finans teorisi, finansal soruları cevaplamaya yönelik matematiksel olarak temel açıklamalar sağlamak üzere tasarlanmıştır. Ancak gerçek hayata uygulanması ile birlikte, genellikle belirsiz ve yetersiz koşullar nedeniyle karmaşık bir hal almaktadır. Standart finans yaklaşımı, gerçeği basitleştiren bir dizi varsayımlara dayanmaktadır ve bireylerin her zaman mükemmel rasyonel ekonomik kararlar aldıklarını öngörmektedir. Bu teori, temelde yatırımcıların gerçekte nasıl davrandıklarını açıklayan ilkelere değil, nasıl davranmaları gerektiğine ilişkin kurallar üzerine kuruludur. Buna karşılık, davranışsal finans yaklaşımı ise, finansal piyasalarda ve bireysel yatırım alanlarında faaliyet gösteren bireylerin psikolojik olgularını belirlemeye ve bu olgulardan çıkarımlar yapmaya çalışmaktadır.

Geleneksel finans yaklaşımı savunucusu olan Miller ve Modigliani (1961), kar dağıtım politikasının etkin sermaye piyasalarında firma değeri ile ilişkisiz olduğunu varsaymaktadır. Miller ve Modigliani ilişkisizlik teorisine göre, rasyonel yatırımcılar için temettü getirileri ve sermaye kazançları arasında fark yoktur ve piyasadaki arbitraj, kar dağıtım politikasını önemsiz kılmaktadır.

Diğer taraftan, davranışsal finansa göre, yatırımcıların psikolojik özellikleri finansal piyasa hareketlerinin yönünü etkilemekte ve yatırımcıların irrasyonel davranışları arbitraj işlemlerinin etkinliğini sınırlamaktadır. Bu yaklaşım geleneksel finans varsayımı altındaki yatırımcıların tam rasyonellik hipotezini reddederek aşırı volatilité ve borsa fiyatlarının öngörülebilirliğini açıklamaktadır.

Son zamanlarda “yatırımcının tam rasyonellik varsayımı”nın önem kaybetmesi, “davranışsal kurumsal finansman”ın ortaya çıkmasına yol açmıştır. Kar payı kararlarını içeren “davranışsal kurumsal finans” ile ilgili soruları daha iyi yanıtlayabilmek için irrasyonel yatırımcı yaklaşımına dayalı, bir takım teorik çalışmalar öne sürülmüştür. Kar payı kararlarını davranışsal açıdan tanıtan ilk çalışma Shefrin ve Statman (1984)’a aittir. Bu alandaki çalışmaların çoğu, genel kabul görmüş kurallardan sapmalar olarak tanımlanan anomalilerin, finansal piyasaların davranışı üzerindeki etkisine yoğunlaşmaktadır.

Black (1976)’in hissedarların kar paylarına olan ilgisini ve temettü ödeyen firmaların amacını “temettü bilmece” olarak nitelendirmesi ile araştırmacılar firmaların neden kar payı ödediklerine ilişkin görüşlerde bulunmuşlardır. Bhattacharya (1979), John ve Williams (1985), Miller ve Rock (1985) ve Allen ve Michaely (2003) gibi bu alanda yapılan çalışmaların genelinde

hissedarlara yönelik bilgi sinyalizasyonu ve farklı müşterilerin kar payı taleplerini karşılama eğilimine dayalı görüşler vurgulanmaktadır. Easterbrook (1984) ise temettülerin, yöneticiler için mevcut fonları sınırlayarak, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki temsil sorunlarını azaltabileceğini tespit etmiştir. Ancak DeAngelo vd. (2004) ABD'deki temettülerin giderek sayı olarak azınlıkta olan ve büyük tutarlarda kar payı ödeyen firmalar arasında yoğunlaştığını ileri sürerek, sinyalizasyon ve müşteri etkisinin temettü politikalarının esas belirleyicileri olduğu konusunda şüphe uyandırmıştır. DeAngelo vd. (2006) alternatif bir bakış açısı ile, Jensen (1986) temsil maliyeti teorisini geliştirerek yatırım fırsatlarına dayalı ömür döngüsü teorisini öne sürmüş ve optimal kar payı politikasının, firmanın serbest nakit akışlarını dağıtma ihtiyacından kaynaklandığını ifade etmiştir. Ancak Denis vd. (1994) ve Yoon ve Starks (1995)' in elde ettiği bulgular bu görüşün karşısında yer almaktadır.

Öte yandan 'temettü bilmececi'si'ni daha da karmaşık hale getiren Fama ve French (2001) yaptıkları çalışmada, kar payı ödeme eğiliminin 1978 ile 1999 yılları arasında önemli ölçüde azaldığını tespit etmişlerdir. Ayrıca elde edilen bulgular, borsada işlem gören firmaların kar payı ödeme oranlarının 1978'de %66.5 iken bu oranın 1999'da %20.8'e indiğini göstermiştir. Fama ve French (2001), ödeme eğilimindeki düşüşün kısmen firma özelliklerinden kaynaklandığını ifade etmişler ancak bu özelliklerin kontrol altına alınması ile bile kar payı ödeme eğiliminin önemli ölçüde düştüğünü savunmuşlardır.

Buna karşılık Baker ve Wurgler (2004) tarafından catering teorisi, başlangıçta Fama ve French (2001)'in ABD'deki kar payı ödeyen firmalarda beklenmedik düşüşü açıklamak amacıyla gündeme gelmiştir. Baker ve Wurgler (2004) catering kar payı teorisini öne sürerek davranışsal finans alanında yeni bir akım yaratmışlardır. Bu teorisin ana fikri, kar payı ödeyen firmaların aşırı değerlendirildiği şartlarda yöneticilerin kar payı ödemeye ilgi duyup, genel olarak bu sürece son vermek için isteksiz davranacakları yönündedir. Baker ve Wurgler yanlış fiyatlandırmayı ölçmek için kar payı primi faktörünü kullanmıştır. Ayrıca firmaların zamanla değişen kar payı ödeme eğiliminin yatırımcı talebi ile açıklandığını belirtmişlerdir.

Baker ve Wurgler (2004) irrasyonelliğin yöneticiler veya yatırımcılar tarafından kaynaklandığını varsayarak "irrasyonel yatırımcı - rasyonel yönetici" ve "rasyonel yatırımcı - irrasyonel yönetici" olmak üzere iki farklı yaklaşım öne sürmüşlerdir. İlk yaklaşımda irrasyonel yöneticiler suboptimal kararlar alarak firmanın değer kaybına sebep olabilmektedirler. Öte yandan ikinci yaklaşıma göre ise piyasadaki irrasyonel yatırımcılardan dolayı, sınırlı arbitraj yanlış fiyatlandırmaya yol açabilmektedir. Rasyonel yöneticiler bu durumu algıladıkları an bu yanlış fiyatlandırmayı ortadan kaldırmak için yatırım ve finansal kararları ile müdahale etmektedirler. Burada irrasyonel yatırımcıların sebep olduğu yanlış fiyatlandırma kar payı kararlarını etkileyebilmektedir. Ayrıca kar payı dağıtım oranının arttığı dönemlerde kar payı ödeyen firmaların

gelecek performansının ödemeyenlere oranla daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Bu durum, mevcut kar payı ödeyen firmaların hisse senetlerinin aşırı değerlendirildiği zamanlarda, firmaların kar payı ödemeye başladıkları fikri ile açıklanabilmektedir.

Literatürde temettü politikalarına yönelik yapılan çalışmaların sonucunda net olarak bir fikir birliğinin olmaması ve finansal ekonomistler arasında tartışma konusu olmaya devam etmesi nedeni ile bu alanda yapılan çalışmalar finans literatüründe önemli bir yere sahiptir. Dolayısıyla yukarıda ifade edilen gelişmeler göz önüne alınarak Türkiye için piyasadaki davranışsal önyargılara ilişkin yöneticilerin temettü kararlarının incelenmesi, başta hissedarlar olmak üzere yöneticiler, yatırımcılar ve firma sahipleri için değerli bilgiler sağlayacağı öngörülmektedir. Bu alanda yapılan çalışmaların genelinde kar payı dağıtım işlemlerinin başlatılması ve son verilmesi etkeni vurgulanmıştır. Ancak bu çalışmanın özgün değeri yapılan diğer çalışmalardan farklı olarak, Türkiye’de yöneticilerin temettü ödeyip ödememe kararlarının yanı sıra, ödemelerdeki artış ve azalış olasılığı ve değişim oranı gibi diğer temettü kararlarını da içeren ilk çalışma özelliğine sahip olmasıdır.

Çalışmanın temel amacı, firmaların kar payı kararlarını davranışsal finans çerçevesinde incelemektir. Orijinal Baker ve Wurgler (2004) modelinin yanı sıra geliştirilmiş Li ve Lie (2006) modelinde ele alındığı, “irrasyonel yatırımcı - rasyonel yönetici” yaklaşımı varsayımı altında catering teorisinin geçerliliğini araştıran bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, kar payı politikasına dair genel bir bakış sunulmuş ve devamında kar payı kararlarına ilişkin davranışsal yaklaşımlar incelenmiştir. Bu kısımda, firmaların kar payı ödeme sebepleri ve geleneksel yaklaşımlar çerçevesinde yöneticilerin kar payı dağıtım amaçlarına yer verilmiştir.

İkinci bölümde, çalışmanın temel konusu olan; davranışsal finans, davranışsal kurumsal finansın tanımı ve bileşenleri, yatırımcıların irrasyonel davranışına yönelik bilişsel ve duygusal anomalileri ve finans üzerine temel psikolojik eğilimler hakkında açıklamalarda bulunulmuştur. Bu bölümde davranışsal kurumsal finans teorisinin temelini oluşturan “irrasyonel yatırımcı - rasyonel yönetici” ve “rasyonel yatırımcı - irrasyonel yönetici” yaklaşımları irdelenmiştir. Çalışmada yatırımcıların irrasyonelliğine yoğunlaşarak birinci yaklaşıma yönelik piyasa zamanlaması ve catering teorisi ele alınmıştır. Ayrıca bahsi geçen yaklaşımda beklenti teorisi, çıpalama önyargısı, kayıptan kaçınma, bilinçli yönetici ve sınırlı arbitraj kavramlarının yatırımcıların yatırım kararları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bölümün sonunda ise literatürdeki çalışmalara yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde, veri seti ve ekonometrik yöntem başlığı altında, veri seti, bağımlı ve bağımsız değişkenlerin detaylı bir şekilde tanımı ve ölçümü, çalışmada kullanılan ekonometrik modeller ve yöntemler sunulmaktadır. Dördüncü bölümde ise BİST imalat sanayi sektöründe işlem gören firmalarda yöneticilerin catering teorisi çerçevesinde nakit kar payı dağıtım politikalarının incelenmesi amacı ile yapılan analizlere yer verilmiştir. Analizlerin uygulanması doğrultusunda panel lojistik regresyon ve panel doğrusal regresyon yönetimi kullanılmıştır. Ayrıca panel doğrusal regresyona yönelik heterodastisite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılık testleri sunulmuş ve ardından elde edilen regresyon sonuçları gösterilmiştir.



BİRİNCİ BÖLÜM

1. KAR PAYI DAĞITIM KARARLARINA YÖNELİK TEORİLER VE TÜRKİYE'DE KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI

1.1. Kar Payı Dağıtım Kararlarına Yönelik Davranışsal Teoriler

Modigliani ve Miller (1958) kaldıraç ilişkisizliği önerisi ve Miller ve Modigliani (1961) kar payı ilişkisizlik teorisinden sonra finans ekonomistleri tarafından kaldıraç ve temettü kararlarının firma değerini etkilediği yönünde teoriler gündeme getirilmiştir. DeAngelo ve Masulis (1980), Kim (1989) ve Miller (1986) kaldıraç oranı ve temettü politikasının firma değerini, vergi faktöründen dolayı etkilediğini ileri sürmüştür. Myers (1984) ve Ross (1977) ise bu ilişkinin bilgi asimetrisinden yani yöneticilerin yatırımcıların bilmediği bilgilere sahip olduğu gerçeğinden kaynaklandığını tespit etmiştir. Ayrıca Jensen ve Meckling (1976) tarafından öne sürülen ve Rozeff (1982) ile Easterbook (1984) tarafından geliştirilen temsil maliyeti teorisinde, kar payı kararlarında bireysel ve kurumsal yatırımcı farklılıkların etkisi vurgulanmıştır (Crutchley ve Robert 1989: 36).

Kurumsal finans alanında, finans yöneticileri, yatırım (sermaye bütçelemesi) ve finansman kararları olmak üzere iki yönetim kararı ile karşı karşıyadırlar. Sermaye bütçelemesi kararı, firmanın hangi reel varlıkları edinmesi gerektiği ile ilgili iken, finansman kararlar bu varlıkların nasıl finanse edilmesi gerektiği ile ilgilidir. Bununla birlikte, üçüncü bir karar, firmanın kar elde etmeye başlaması ile ortaya çıkmaktadır. Burada yöneticiler firmanın faaliyetleri sonucunda elde ettiği kazançları yeni yatırımların finansmanında kullanmak ile tamamen veya kısmen hissedarlara dağıtmak arasındaki tercih sorunları ile karşı karşıya kalabilmektedir. Bishop vd. (2000)'e göre yöneticilerin finansal kararlar alma sürecinde, hissedarların servetini maksimize etmek doğrultusunda hareket etmeleri gerekmektedir. Yöneticiler sadece firma kazancından ne kadarının yatırım için gerekli olduğu sorusunu düşünmekle kalmamalı, aynı zamanda kararlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki olası etkisini de göz önünde bulundurmalıdır (Al-Malkawi vd., 2010: 171).

Kar payı politikası, yönetimin temettü kararları alma sürecinde izledikleri yöntemi veya belirli bir çizgi doğrultusunda hissedarlara zaman içerisinde yapılan nakit dağıtımların tutarını ifade etmektedir (Lease vd. 2000: 29). Kar payı bilmececi, 1970'lerden itibaren finans araştırmacılarının odak konusu olmuştur. Bu anlamda bir çok araştırmacı tarafından kar payı politikası ile ilgili sorunları çözmeye ve kurumsal temettü davranışını açıklamaya yönelik teoriler ve modeller

oluşturulmuştur. Black (1976) bu durumu bir “bilmece” olarak nitelendirmiştir ve sonrasında temettü bilmecesini çözmeye yönelik çok sayıda araştırma yapılmıştır (Al-Malkawi vd., 2010:172).

Kurumsal finans tarihinin ilk aşamalarında, yöneticiler tarafından yüksek ve istikrarlı temettü ödemelerinin önemi fark edilmiş ve bu farkındalığın kazanılmasında ise, istikrarlı temettü ödemelerinin devlet tahvilleri ile olan benzerliği etkili olmuştur. Tahvilin düzenli ve istikrarlı bir faiz ödeme özelliğine sahip olmasından dolayı yöneticiler tarafından, yatırımcıların düzenli ve sabit getirili tahvillere benzer hisse senetlerini tercih ettikleri gözlemlenmiştir. Genelde sermaye piyasalarında firma performansı hakkındaki yetersiz bilgilerden dolayı yatırımcılar tarafından temettü politikası, yöneticinin gelecekteki olası performansı hakkındaki görüşlerin tahmini için kullanılmıştır ve kar payı ödemelerindeki artışın hisse senedi fiyatlarına yansiyarak fiyatların artmasına sebep olduğu düşünülmüştür. Ayrıca yatırımcılar tarafından kar payı ödemelerindeki artış firmanın yüksek getiri göstergesi olarak algılanabilmektedir. Böylece firmaların bu durumun farkına varmaları ile birlikte, yüksek getiri potansiyellerini sinyalleme veya hisse senedi fiyatlarını yükseltmek amaçlı yöneticilerin kar payı ödeme olasılıkları artmaktadır. Literatürde başlıca birbirine zıt üç grup temettü teorisi yer almaktadır. Bu teorilerin bir kısmı artan temettü ödemelerinin firma değerini arttırdığını iddia ederken, diğer görüşler yüksek temettü ödemelerinin firma değeri üzerinde ters etkiye sahip olduğunu yani firma değerini azalttığını savunmaktadır. Üçüncü teorik yaklaşım ise, temettülerin firma değeri ile ilişkisiz olduğunu iddia etmektedir. Özet olarak kar payı kararları ile firma değeri arasındaki ilişki üç teori etrafında şekillenmektedir. Bunlar; kar payı ödemeleri arttıkça firma değerinin arttırdığını ileri süren “eldeki kuş teorisi”, kar payı ödemeleri azaldıkça firma değerinin arttığını ileri süren “vergi farkındalığı teorisi” ve kar payı kararlarının firma değerini etkilemediğini ileri süren “kar payı ilişkisizlik teorisi” dir. Ancak kar payı tartışması bu üç yaklaşım ile sınırlı değildir. Zamanla kar payı politikasını daha da karmaşık hale getiren başka teoriler de araştırmacılar tarafından ileri sürülmüştür (Al-Malkawi vd., 2010: 173).

Bu anlamda 1970’lerden itibaren araştırmacılar, firmaların neden temettü ödemeleri gerektiği konusunda çeşitli çalışmalar yapmış ve temettü ödeme kararlarına dair önerilerde bulunmuştur. Bu bölümde; kar payı ilişkisizlik teorisi, sinyalizasyon teorisi, müşteri etkisi teorisi, eldeki kuş teorisi, temsil maliyeti teorisi, vergi farkındalığı teorisi, ömür döngüsü teorisi ve artık temettü teorisi olmak üzere literatürde yaygın olarak kullanılan temettü politikalarının temel teorileri ve açıklamaları sekiz ana başlık altında sunulmuştur.

1.1.1. Kar Payı İlişkisizlik Teorisi

Miller ve Modigliani (MM) (1961) görüşünde temettü politikasının tam rekabet koşulları altında ve vergi ile belirsizliğin olmadığı bir ortamda firma değerini etkilemediğini ve firma değerini belirleyen faktörlerin yatırım politikası, firmanın kar elde etme gücü ve faaliyet riski

olduğunu öne sürmüştür. Bu teoride esas varsayım yöneticinin her dönem %100 oranında kar payı dağıtmasıdır (Hussainey vd., 2011: 59).

MM teorisinin diğer varsayımları bu şekilde ifade edilmiştir; birincisi, sermaye piyasası etkindir ve etkin sermaye piyasasında vergi ve işlem maliyetleri yoktur. Menkul kıymetler işlemlerinde tek bir alıcı veya satıcının piyasa fiyatını etkileme gücüne sahip olmamasının yanısıra tüm alıcı ve satıcılar piyasaya yönelik tüm bilgilere eşit ve maliyetsiz bir şekilde ulaşabilmektedir. Yani etkin sermaye piyasalarında menkul kıymetler alıcı, satıcı veya aracı kurumları ilgili dönemde hisse senedi fiyatları üzerinde işlemlerinin kayda değer bir etki yaratabilmesi için yeterli büyüklüğe sahip değildir ve tüm yatırımcılar, güncel son fiyatlar ve hisse senetlerinin tüm özellikleri hakkındaki bilgilere, eşit ve maliyetsiz bir şekilde erişebilmektedir. İkincisi, dağıtılmış karlar, dağıtılmamış karlar, nakdi kar payı ve sermaye kazancı arasında vergi farklılığı yoktur. Üçüncü olarak piyasa rasyonel yatırımcılardan oluşmaktadır. Rasyonel yatırımcı hisse senetlerini iskontolu gelecek nakit akışları üzerinden değerlendirip her zaman daha fazla kazancı düşük kazançta tercih etmektedir ve elde ettiği kazanç artışının, nakdi veya sermaye kazancı olması konusunda kayıtsızdır. Dördüncüsü, yöneticiler hissedarları en iyi ve tarafsız şekilde temsil etmektedir. Son olarak, piyasada tam belirlilik koşulu hakimdir ve firmaların yatırım politikası ve gelecek nakit akışına yönelik belirsizlik söz konusu değildir. Ayrıca yatırımcı, firmanın gelecekteki karlılık ve yatırım planını güven ölçütü olarak algılamaktadır ve bu güvence faktörü nedeniyle, fon kaynağı olarak hisse senetleri ve tahviller arasında ayırım yapmaya gerek yoktur. Bu da firmaların sadece tek bir tür finansal araç yani hisse senetleri kullandıkları anlamına gelmektedir (pontoh, 2015: 2; Hussainey vd., 2011: 59).

1.1.2. Sinyalizasyon Teorisi

MM kar payı ilişkisizlik teorisinde yönetici ve yatırımcıların firma hakkında tam bilgiye sahip oldukları varsayımı bazı araştırmacılar tarafından eleştirilmiştir. Sinyalizasyon teorisine göre firmayı işleten yönetici, firmanın dışında bulunan yatırımcılara göre firma hakkında daha değerli ve güncel bilgilere sahiptir. Bu durum yönetici ve yatırımcılar arasında bilgi asimetrisinin oluşmasına yol açmaktadır. Söz konusu asimetriyi kısmen ortadan kaldırmak amacıyla yöneticiler kar payı ödeyerek özel bilgileri hisse senedi sahiplerine aktarmakla birlikte yatırımcılara firmanın gerçek değerini yansıtabilmektedir (Almalkawi, 2007: 47).

Firma getirisinin temettü politikasını etkilediği görüşü ilk kez Lintner (1956) tarafından ileri sürülmüştür. Lintner'a göre, yöneticiler firma getirisinin sabit bir oranla arttığını gözlemledikleri durumda firmanın kar payı dağıtım oranı artacaktır (Lintner, 1956: 106). Daha sonra MM (1961) piyasanın etkin olmadığı şartlarda kar payının, firmanın gelecek nakit akışları hakkında bilgi içerdiğini öne sürmüştür. MM'ye göre, Kar payındaki artışların bilgi içermesinin yanısıra ödenen kar payları gelecek dönemlerin getiri oranı hakkında açık sinyaller vermektedir. Ayrıca kar

payındaki artışın yatırımcılar tarafından gelecek karlılık oranının yüksek olacağı şeklinde algılanmasıyla birlikte hisse senedi fiyatları bu duruma karşı olumlu reaksiyon gösterebilmektedir. Aynı şekilde kar payındaki azalma firmanın gelecekteki zayıf ve verimsiz performansı şeklinde algılanmaktadır ve hisse senedi fiyatlarında düşüşe yol açmaktadır. Bu durum yöneticilerin neden kar payı oranını azaltma kararlarında isteksiz davrandıklarını açıklamaktadır. Diğer taraftan, kar payı dağıtımını harcanılan maliyetler açısından güvenilir bir sinyalizasyon aracı olarak kabul edilmektedir. Bu bağlamda, Bhattacharya (1979) sinyalleme maliyetinin dış finansman işlem maliyeti ile eşit olduğunu ileri sürmüştür. John ve Williams (1985)'a göre sinyalizasyon maliyeti optimum yatırım kararlarına bağlı fırsat maliyetidir ve Miller ve Rock (1985)'a göre ise sermaye kazançları ve kar paylarına uygulanan vergi farkıdır (Al-Malkawi vd., 2010: 186-187).

Dolayısıyla sadece uzun vadeli kaynaklara sahip yöneticiler hisse senetlerinin aşırı düşük değerlendirildiğine inandıkları durumda yatırımcılara sinyal gönderebilmektedir. Aksi takdirde yanlış sinyalleme maliyetini kısa vadeli kaynaklardan faydalanarak telafi etmek mümkün değildir (Goergen vd., 2005: 4). Kar payı dağıtımındaki artış, firmanın uzun vadeli sürdürülebilir getiriye sahip olduğu anlamına gelmektedir ve yönetici dağıtılan kar payının gelecekte elde edilecek getiri ile finanse edileceğine inanmadığı sürece kar payı dağıtımına başlamayacaktır (Lipson vd., 1998: 44).

1.1.3. Müşteri Etkisi Teorisi

Sermaye piyasasında bazı yatırımcılar düşük veya normal orandan vergilendirmeye tabi tutulan yatırımcılar olarak farklı vergi pozisyonlarında yer almaktadırlar. Easterbrook (1984) "müşteri etkisi"ni bu durumda farklı yatırımcı grupların temettü ödemeleri için farklı tercihler yapmaları şeklinde tanımlamıştır. Dolayısıyla yüksek vergilendirilmiş yatırımcılar sermaye kazancını tercih ederken, düşük vergilendirilmiş kesim ise sermaye kazancı veya pay şeklindeki ödemeler arasında kayıtsız kalmaktadır (Easterbrook,1984:652). Ancak kar payları, yeni yatırımlardan elde edilen sermaye kazançlarına göre daha az risk taşımasından dolayı yatırımcılar için en önemli faktörlerden biri sayılmaktadır (Baker ve Haslem, 1974: 1259).

Ayrıca Miller ve Modigliani (1961) yatırımcıların bir kısmının yüksek kar payı dağıtan firmaları ve diğer kısmının ise düşük kar payı dağıtan firmaları tercih ettiğini belirtmiştir. Bu farklı müşteri gruplarının davranış şekli müşteri etkisi olarak ifade edilmiştir. Yatırımcıların bir kısmı sermaye kazancına öncelik tanıyarak düşük kar payı ödeyen payları, ve diğer kısım cari kar payı gelinine odaklanarak yüksek kar payı ödeyen payları tercih etmektedir. Firmanın kar payı politikasının değişmesi durumunda, mevcut hissedarların bir kısmı kar payı beklentilerini karşılayan diğer firmalara yönelmektedir ve sonuç olarak, firmanın hisse senedi değerlerinde geçici olarak düşüş meydana gelmektedir. Firmanın uyguladığı yeni temettü politikasını tercih eden yatırımcılar ise, payların düşük değerlendirilmesi ile paylara olan taleplerini arttırmaktadır ve firmanın

hisse senedi fiyatları tekrar eski seviyesine dönmektedir (Dağlı, 2001: 431).

Al-Malkawi (2007) ise müşteri etkilerini vergi etkisinden ve işlem maliyetinden kaynaklanan iki farklı gruba ayırmıştır. Bu durumda yüksek vergiye tabi tutulan müşteriler daha az kar payı ödeyen veya hiç kar payı ödemeyen firmaları tercih ederken işlem maliyetini üstlenemeyen müşteriler ise cari kar payı ödemelerini tercih etmektedirler. Diğer taraftan daha az kar payı ödeyen, büyüme sürecindeki firmalar sermaye kazancını talep eden müşterileri cezbederken yüksek oranda kar payı ödeyen uygun firmalar ise kar payı şeklinde hızlı elde edilen getiriyi tercih eden müşterileri cezbetmektedir (Al- Malkawi, 2007: 46).

1.1.4. Eldeki Kuş Teorisi

Eldeki kuş teorisine göre yatırımcı risk faktöründen dolayı gelecekteki sermaye kazancına kıyasla bugün elde edebileceği nakit kar payına daha fazla değer vermektedir (Lintner 1962; Gordon ve Shapiro, 1956: 109; Walter, 1963: 285; Bhattacharya, 1979: 259). Belirsizliklerin ve bilgi asimetrisinin hakim olduğu bir ortamda, nakit kar payı ve gelecek sermaye kazancı farklı değerlendirilmektedir. “Eldeki bir kuş çalındaki iki kuştan daha iyidir” mantığına dayanarak, yatırımcı gelecek nakit akışlarındaki belirsizlikler sebebiyle genelde nakit kar payını, sermaye kazancına tercih etmektedir (Al-malkawi, 2007: 46).

Bu teorinin esas varsayımları; yatırımcıların firmanın karlılık durumu hakkında eksik bilgiye sahip olması; hisse senedi satışından elde edilen sermaye kazancına kıyasla nakit kar paylarına daha yüksek vergi uygulanması; ve kar paylarının gelecek nakit akışları hakkında sinyal verme özelliğine sahip olması şeklinde ifade edilmiştir (Hussainey vd., 2011: 59-60).

Easterbrook (1984)'a göre yatırımcı nakit kar paylarını tüketim veya hazine bonusu satın almak gibi harcamalarda kullandığı takdirde eldeki kuş teorisi etkili olacaktır. Ancak elde edilen nakit kar payı, aynı veya farklı bir firmada yeniden yatırım amaçlı kullanıldığı durumda eldeki nakit tekrar aynı risk düzeyinde bir yatırım için harcanacaktır. Bu durumda firmanın yatırım politikasında herhangi bir değişiklik söz konusu değil ise eldeki kuş teorisi geçersiz sayılmaktadır (Easterbrook, 1984: 652).

Diğer taraftan yatırımcıların nakit kar payı taleplerine ilişkin firmaya baskı yapmalarını onların nakit kar payı için isteksiz oldukları anlamına gelmemektedir. Bu durum, özellikle hızlı büyüme sürecinde iyi yatırım fırsatları potansiyeline sahip firmalarda yasalar tarafından korunan hisse sahiplerinin gelecekte elde edecekleri kar payı için bekledikleri anlamına gelmektedir. Aksine yasalar tarafından korunmayan yatırımcılar yatırım fırsatlarını dikkate almadan mümkün olduğu kadar firmadan kar payı almaya çalışabilmektedir. Bunun sebebi ise firmanın yanlış yatırım kararlarından kaynaklanan sermaye kaybı riski olarak gösterilmiştir (La porta vd., 2000: 27).

1.1.5. Temsil Maliyeti Teorisi

Temsil maliyeti teorisi Jensen ve Meckling (1976) tarafından öne sürülmüş ve Rozeff (1982) ve Easterbook (1984) tarafından geliştirilmiştir. Temsil maliyeti, yönetim ve hisse sahipleri arasında olan çıkar çatışması maliyetidir. Bu durum yönetimin hissedarları temsil etmekten ziyade doğrudan veya dolaylı bir şekilde kendi çıkarları doğrultusunda hareket ettikleri durumda ortaya çıkmaktadır (Ross vd., 2008; Hussainey vd., 2011: 60).

Bu teori temettü ödemelerinin temsil maliyetini düşürdüğünü, aynı zamanda dış finansmanın arttırılmasından dolayı işlem maliyetlerinin arttığını ileri sürmektedir. Ayrıca firma ve yönetim faaliyetlerini denetlemek, temsil maliyetini azaltmak ve piyasayı yöneticilerin pozisyonlarını kötüye kullanma konumunda olmadıklarına ikna etmede yardımcı olduğu fikrine dayanmaktadır (Manos, 2002: 1-2).

MM (1961)'nin "yöneticiler hisse senedi sahiplerinin mükemmel temsilcisidir ve aralarında herhangi bir çıkar çatışması söz konusu değildir" görüşüne karşı bazı araştırmacılar firma sahipleri ve yöneticinin ayrı bireyler olmasından dolayı bu görüşün tartışmaya açık olduğunu iddia etmiştir. Yönetici hisse senedi sahipleri için maliyetli sayılan faaliyetlerde bulunmak zorunda kalabilmektedir. Örneğin, yöneticiler kendilerine aşırı yüksek getiri sağlayan, kar amacı gütmeyen yatırımlar yapabilir veya gereksiz yüksek yönetim tazminatı gibi hissedarlara maliyetli sayılabilecek bazı faaliyetlerde bulunabilmektedir (Al- Malkawi, 2007; Hussainey vd., 2011: 60). Aynı şekilde Jensen (1986) ve Baumol (1959) yöneticilerin firma varlıklarını kullanarak kendi şahsi çıkarları doğrultusunda ve hissedarlar için karlı olmayan, büyüme ve çeşitlendirme gibi yatırım stratejileri izleyebileceklerini ifade etmiştir (Jensen, 1986: 328; La Porta vd., 2000: 3).

Jensen (1986) yöneticilerin, yönettikleri firmayı optimal büyüklükten daha fazla büyütme ve genellikle firma büyüklüğü ile ilgili olan tazminatları arttırmaya eğilimli olduklarını belirtmiştir. Dolayısıyla fazla nakit akışına sahip firmalarda gereksiz yatırım problemi daha da fazla göze çarpmaktadır ve yönetici negatif NBD'e sahip yatırım projelerini kabul edebilmektedir ki bu da temsil maliyetinin artmasına sebep olmaktadır (Al- Malkawi vd., 2010: 191).

Easterbrook (1984) çalışmasında bu maliyeti, yöneticilerin denetim maliyeti ve yöneticiler açısından riskten kaçınma maliyeti olarak ikiye ayırmıştır. Easterbrook'a göre bu sorunun çözümü kar payı dağıtım oranının artmasıdır (Easterbrook, 1984: 653). Temsil maliyetleri hissedarlar tarafından karşılandığı için aşırı yüksek serbest nakit akışına sahip firmalarda hissedarlar yüksek temettü ödemeleri talep etmektedirler (Hussainey vd., 2011: 60).

Temsil maliyeti için önerilen diğer çözüm yollarından biri ise yasalardır. Yasalar, yatırımcılara hissedarlar da dahil olmak üzere, yatırımlarının yöneticiler tarafından el konulmasına karşı korunmasını sağlayacak bazı yetkiler vermektedir. Bu haklar hissedarlar arasında hisse başına aynı temettüyü alma hakkından, yönetici seçimi de dahil olmak üzere önemli kurumsal konularda oy kullanma hakkı ve fiilen tazminat davası açma hakkına kadar kapsamaktadır. Ortak hukuk sistemi uygulanan ülkelerde azınlık hissedarlar yasal olarak en iyi şekilde korunmaktadır. Ancak medeni hukuk ülkeleri ve özellikle Fransız Medeni Hukuk ülkeleri en zayıf korunmalara sahiptir. Yatırımcı haklarının korunma kalitesi firmalardaki mülkiyet yoğunluğuna ve ülkelerdeki sermaye piyasalarının değerlendirilmesine ve büyüklüğüne yansıtılmaktadır. Hissedarların daha iyi korunduğu ülkelerde faaliyet gösteren firmalar daha yüksek oranda temettü ödemektedir. Yasal olarak korunan hissedarların temettülerini beklemeye istekli olmalarından dolayı, bu ülkelerde daha yüksek büyüme oranına sahip firmalar, karlı yatırım fırsatları mevcut olduğu durumda düşük büyüme oranına sahip firmalardan daha düşük temettü ödemektedir. Öte yandan, az korunan hissedarlar yatırım fırsatlarını göz ardı ederek alabilecekleri en yüksek temettü oranını talep etmektedirler. Bu anlamda yatırımların yanlış tahsis edilmesinin, yatırımcıların zayıf yasal korunmasından kaynaklanan temsil maliyetinin bir parçası olduğu düşünülmektedir (La Porta vd., 2000: 3-4).

1.1.6. Vergi Farkındalığı Teorisi

MM teorisinde etkin piyasa şartlarında sermaye kazancı ve kar payı kazancı arasında vergi faktörü göz ardı edilerek bir farklılığın söz konusu olmadığı ileri sürülmüştür. Ancak gerçek piyasa koşulları altında bu varsayım gerçeği yansıtmamaktadır. Vergi etkisi modellerinde, yatırımcıların temettü ödeyen hisse senetlerinden güvenilir ve yüksek oranda beklenen getiri talep ettikleri tahmin edilmektedir. Temettülere vergi yükümlülüğü konulması, hissedarların vergi öncesi getirilerini arttırmak için kar payı talep etmelerine neden olmaktadır. FVFM'e göre yatırımcılar temettülerin gelecekte uygulanabilecek vergi yükümlülüğü nedeniyle kar payı ödeyen hisse senetleri için daha düşük fiyat sunmaktadır (Frankfurter ve Wood, 2002: 112). Bu nedenle kar payı getirisi ve sermaye kazancı arasında uygulanan farklı vergi oranları farklı müşteri gruplarının oluşmasına yol açmaktadır (Elton ve Gruber, 1970: 73; Miller ve Scholes, 1978; Baker ve Powell, 2012: 81).

Vergi farkındalığı teorisine göre sermaye kazançları ve kar payı getirisinin farklı dönemlerde elde edilmesi ve farklı vergi oranlarının uygulanması firma değerini etkilemektedir. Sermaye kazançları hisse senedi satıldıktan sonra elde edilirken, genelde kar payı kazançları dönem sonunda belirlenmektedir. Ayrıca her ülkede uygulanan ekonomi politikalarından dolayı farklı vergi oranları uygulanabilmektedir. Örneğin sermaye birikimini teşvik etmek amacıyla kar payı kazançlarına daha fazla oranda vergi uygulanabilmekte veya aksine kar payı dağıtımını teşvik etmek amacıyla dağıtılmamış karlara daha fazla vergi uygulanabilmektedir. Bu anlamda vergi farklılığı teorisi bu farklılıkların firma değeri üzerindeki etkisini incelemektedir (Ercan ve Ban, 2010: 263-264).

1.2. Kar Payı Dağıtım Kararlarında Davranışsal Olmayan Teoriler

Davranışsal kar payı dağıtım teorilerinin yanı sıra literatürde davranışsal olmayan kar payı dağıtım teorileri de yer almaktadır. Bu bölümde ömür döngüsü teorisi ve artık temettü teorisi olmak üzere literatürde daha geniş yere sahip teorilere yer verilmiştir.

1.2.1. Ömür Döngüsü Teorisi

Ömür döngüsü teorisi (life cycle theory), firmaların buldukları yaşam döngüsündeki evrenin firmanın kar payı politikası üzerinde etkili olduğunu öne sürmektedir. Genel olarak ömür döngüsü her firma için; başlangıç, hayatta kalma, büyüme, gelişme ve olgunluk aşamalarından oluşmaktadır (Garengo vd., 2007: 679).

Olgunluk evresindeki firmalar kurumsal ihtiyaçlarını tanımlayabilmekte ve daha iyi performans göstermektedir. Temettü kararları ile ilgili Grullon vd. (2002) olgunluk aşamasında olan firmaların daha fazla kar payı ödemeye eğilimli olmalarının nedenini; yatırım fırsatlarında düşüş meydana gelmesi, büyüme hızının yavaşlamaya başlaması, sermaye harcamalarının azalması ve karlılık oranındaki büyüme ile firma için büyük oranda serbest nakit akışının sağlanması, şeklinde ifade etmiştir. Ayrıca büyüme evresinde olan firmalar çok sayıda pozitif NBD'e sahip yatırım projeleri olması sebebiyle büyük oranlarda kar elde etmektedir, yüksek sermaye harcaması ve düşük serbest nakit akışına sahiptir ve getiri oranında hızlı bir şekilde büyüme yaşanmaktadır. Bu firmalar büyümeye devam ettikçe, yüksek rekabet piyasası koşulları altında geçiş aşamasına girmekte ve firmanın piyasa payı ve karlılık oranında düşüş yaşanmaktadır. Bu aşamada firmalar olgunluk evresindeki firmalar gibi özelliklere sahip olmaya başlamaktadır (Grullon vd., 2002: 421-423).

Benzer şekilde DeAngelo vd. (2006) olgun firmaların, yüksek karlılık ve daha az yatırım fırsatlarına sahip olmaları sebebiyle temettü ödeme eğiliminde olduklarını ancak genç firmaların, sınırlı kaynaklar ve geniş yatırım fırsatları sebebiyle, kaynakları temettü olarak dağıtmak yerine yeniden yatırım faaliyetlerinde kazanç sağlama eğiliminde olduklarını belirtmiştir (Budiarso ve Pontoh, 2016: 55; DeAngelo vd., 2006: 228).

Ömür döngüsünün temettü politikası üzerindeki etkisini araştıran çalışmalarda, özellikle kar payı ödeyen firmaların daha büyük, karlı ve yeterli düzeyde birikmiş kara sahip olduklarını, ancak kar payı ödemeyen firmaların karlılık oranı düşük ve küçük çapta firmalar olduğu belirtilmiştir. Bu nedenle bir firmanın büyüme oranında bir düşüş beklendiği takdirde firma tarafından temettü ödemelerine başlanacaktır. (Mueller, 1972; DeAngelo vd., 2006; Fama ve French, 2001: 15; Baker vd., 2015: 184). Aynı şekilde Denis ve Osobov (2008) ise büyük ve karlı firmalarda kar payı dağıtım oranının daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir (Denis ve Osobov, 2008: 64).

1.2.2. Artık Temettü Teorisi

Artık temettü teorisine göre, firmanın kar payı kararları, yatırım politikasının doğrudan sonucudur. Burada, firma NBD kuralını göz önünde bulundurarak yalnızca geride kalan fazla kar tutarını dağıtmaktadır. Bu teoriye göre, bir proje gereken getiri oranından daha fazla kazanç elde etmediği sürece, yani proje pozitif bir NBD'e sahip değilse, firma faaliyetlerinden elde ettiği nakit akışlarını firma bünyesinde tutmaktan kaçınmaktadır. Artık temettü politikasının sürekli olarak uygulanması, doğal olarak oldukça değişken kar payı kararlarına ve bazen sıfır temettü ödemesine yol açmaktadır. Böyle bir politika gelecekteki temettülerin tahminini zorlaştırmaktadır. Ancak yatırımcıların değişken temettülere kayıtsız kalmaları durumunda uygulanabilmektedir. Çoğu firmada yatırımcıların temettü öngörülebilirliği konusundaki açık tercihleri nedeniyle artık temettü politikasının uygulanma olasılığı düşüktür (Baker ve Smith, 2006: 1-2).

Firmalar yüksek oranda kar payı dağıttığı durumda nakit ihtiyacını gidermek amacıyla dış kaynaklardan borçlanmak veya hisse senedi ihraç etmek zorunda kalmaktadır. Hisse senedi ihracı ve borçlanma otofinansmana kıyasla daha maliyetlidir. Firmanın kendi faaliyetleri sonucunda elde ettiği kaynakların kullanılmasının daha düşük maliyetli olması firma değerini arttırmaktadır. Artık temettü teorisi firmalarda yatırımların iç kaynaklardan yararlanarak finanse edilmesinden sonra geri kalan tutarın temettü olarak dağıtılmasını önermektedir (Brigham, 1986: 541; Pekkaya, 2012: 193).

1.3. Diğer Teoriler

Yukarıda sunulan literatürdeki temel temettü politikası teorilerine ek olarak; örneğin, basit vergi mükellefi modeli, düzeltilmiş vergi modeli, iki taraflı vergi modeli, vergiden kaçınma modeli, asimetrik bilgi yaklaşımı, acenta maliyetleri yaklaşımı (vekillenme maliyetleri) ve finanslama kaynağını veya gelir kaynağını dönüştürmenin maliyetli olması yaklaşımı vb. olmak üzere literatürde diğer teoriler de yer almaktadır. Ancak literatürde yeterince önem arz etmemesinden dolayı bu çalışmada söz konusu teorilerden bahsedilmemiştir.

1.4. Türkiye’de Kar Payı Dağıtım Politikası

Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören firmalar, Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) Sermaye Piyasası Kanununa tabidir. Bu kanun kar dağıtım politikasına ilişkin düzenlemeleri ve mevzuatları belirlemektedir. Türkiye’de kar payı politikası iki kısımda ele alınmıştır. İlk zorunlu temettü ödeme politikası 1985-1994 yılları arasında uygulanmıştır. İkinci zorunlu temettü ödeme politikası ise 2001 yılında başlatılmış ve 2003 yılında yeniden uygulanmıştır. Esasında zorunlu temettü ödemelerinin arkasındaki amaç azınlık hissedarların haklarını korumaktır. Türk firmaları, yüksek derecede merkez odaklı örgüt yapısına sahiptir ve bir grup şirkete bağlı, aile şirketlerinden oluşmaktadır. Burada kontrol edici hissedarlar genellikle firmada kontrol güçlerini arttırmak için

piramit yapılar veya iki sınıflı hisse senetleri kullanmaktadır. Türkiye piyasasında işlem gören firmalarda Kıta Avrupa'sı Sistemine (Medeni Hukuk) dayalı Türk Ticaret Kanunu (TTK) uygulanmaktadır. La Porta vd. (1999) medeni hukuka tabi ülkelerin, yatırımcı haklarının korunması bakımından zayıf kaldığını belirtmiştir. Ancak Sermaye Piyasası Kurulu bu zorunlu kar dağıtım politikasını azınlık hissedarlarını çoğunluk hissedarlara karşı korumak amacıyla uygulamıştır. İkinci zorunlu temettü ödeme politikası ise 2001 yılında düzenlenmiştir. 2001 tarih ve 24582 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: IV No: 27 sayılı "Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ'in dördüncü maddesi "Ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi karından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabılır karın %20'sinden az olamaz" şeklinde belirtilmiştir (www.resmigazete.gov.tr). Ayrıca bu maddeye göre yönetim kurulunun alacağı kararlara bağlı olarak temettüler nakit, hisse senedi veya ikisinin karışımı şeklinde dağıtılabilmektedir. Ancak 2003 yılında Türk muhasebe sistemi değişmiştir. Ayrıca 2004 yılında enflasyon muhasebesi uygulanmış ve BİST'de işlem gören bazı firmalar 2003 yılında gönüllü olarak Uluslararası Finansal Raporlama Sistemi'ni (IFRS) uygulamaya başlamıştır. Finansal raporlama ortamındaki değişiklikler dikkate alınarak, SPK 2003 yılında tebliği yeniden düzenlemiş ve aynı %20'lik zorunlu temettü ödeme oranı şartı ile 2004 yılında uygulamıştır (Seri XI, no. 25) (www.spk.gov.tr; Kirkulak ve Kurt, 2010: 40; La Porta vd., 1999: 10).

Ayrıca BİST'te işlem gören halka açık anonim ortaklıklarda kar payı dağıtılıp dağıtılmayacağı, dağıtılacak ise ortaklar ve kara katılan diğer kişiler için belirlenen kar payı dağıtım oranı firmanın genel kurulu tarafından belirlenmektedir (www.borsaistanbul.com).

İKİNCİ BÖLÜM

2. DAVRANIŞSAL FİNANS, DAVRANIŞSAL KURUMSAL FİNANS ÇERÇEVESİNDE CATERİNG TEORİSİ ve LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

2.1. Davranışsal Finansa İlişkin Yatırımcı Önyargıları

Markowitz (1952) portföy teorisi, Sharp (1963, 1964) ve Lintner (1965) finansal varlıklar fiyatlandırma modeli (FVFM) ve Fama (1970) etkin piyasa hipotezlerinin (EPH) ileri sürülmesi ile finansal piyasalara ilişkin geleneksel analizin temelleri atılmıştır. Klasik yaklaşıma göre, bir hisse senedinin piyasa değeri gerçek değeri ile eşit olması gerekmektedir ve finansal piyasalar yeni bilgi beyanına hızlı ve doğru bir şekilde tepki vermelidir. Bu durumda bilgilerin piyasaya tesadüfi bir şekilde dahil olduğu ve anında hisse senedi fiyatlarına etki ettiği varsayılmaktadır. Dolayısıyla bu da fiyat değişimlerinin tesadüfi bir trend ile hareket ettiğini veya FVFM’indeki risk-getiri ilişkisine dayanarak hiçbir yatırımcının devamlı olarak belirli bir risk düzeyinde normalin üstünde getiri elde edemeyeceğini ifade etmektedir. Ampirik araştırmalarda gözlemlenen finansal piyasa anomalileri, standart görüşe uymayan davranışsal finansın gelişmesine yol açmıştır (Fairchild, 2007: 2).

Davranışsal finans, bazı anlaşılmasız finansal olayların, yatırımcıların tam rasyonel olmadığı modellerin kullanılması ile makul bir şekilde anlaşılabileceğini savunmaktadır. Bu alan sınırlı arbitraj ve psikoloji olarak iki temel etkenden oluşmaktadır. Sınırlı arbitraj, irrasyonel yatırımcıların neden olduğu sapmalar ve yanlış fiyatlandırmaları dengelemenin rasyonel yatırımcılar için zor olabileceğini iddaa ederken, psikoloji etkeni ise tam rasyonellikten sapma davranış türlerini tanımlamaktadır (Barberis ve Thaler, 2002: 1).

Kent vd. (2002) yatırımcıların büyük sistematik hatalar yaptığına dair önemli kanıtların olduğunu ve psikolojik önyargıların piyasa fiyatlarını önemli ölçüde etkilediğini ifade etmiştir. Ayrıca yanlış fiyatlandırmanın sonucunda piyasadaki kaynakların büyük ölçüde yanlış tahsis edildiğini ve araştırmacıların yasal politikalardan yararlanarak bahsi geçen irrasyonelitenin yol açtığı zararları nasıl sınırlandırabileceklerini araştırmaları gerektiğini savunmaktadır. Bu anlamda Kent vd. bilgi sahibi yatırımcıların stratejik güdülerine ilişkin dikkatsizlik ve aşırı güvenin, yatırımcıların irrasyonel davranışlarına yol açtığını tespit etmiştir. (Kent vd. 2002: 139, 193).

Tablo 1’de, finansal piyasalarda oluşan anomaliler ve araştırmacılar tarafından öne sürölen olası nedenleri psikolojik önyargılar çerçevesinde gösterilmiştir.

Tablo1: Finansal Piyasalara Yönelik Anomaliler ve Olası Yatırımcı Önyargıları

Finansal Piyasa Anomalileri	Olası Yatırımcı Önyargıları
Aşırı tepki anomalisi	Aşırı güven
Düşük tepki anomalisi	Muhafazakarlık/ Çıpalama/ Ulaşabilirlik yanlılığı/ Doğrulama önyargısı/ Tensiliyet/ İnançta ısrarcılık
Aşırı volatilité	Aşırı güven
Momentum	Aşırı güven/ Ulaşabilirlik yanlılığı/ Doğrulama önyargısı/ Sürü davranışı
PEAD (hisse senedi fiyatlarının gelecek çeyrekte firmanın kazanç beyanı doğrultusunda sapma eğilimi)	Aşırı güven/ Ulaşabilirlik yanlılığı/ Doğrulama önyargısı/ Sürü davranışı
Panik ve çöküş	Aşırı güven/ Ulaşabilirlik yanlılığı/ Doğrulama önyargısı/ Sürü davranışı
Kaybeden senetleri uzun süre elde tutmak/ Kazanan senetleri kısa sürede elden çıkarmak	Yatkınlık etkisi/ Beklenti teorisi

Kaynak: Fairchild, 2007: 2.

“Anomali kavramı, genel kabul görmüş kurallardan sapmalar olarak tanımlanmaktadır. Eğer ampirik bir bulguyu teorik çerçevede rasyonalize etmek güç ise veya bu bulguyu açıklamak için makul olmayan varsayımlar yapmak gerekli ise, söz konusu bulgu anomali olarak değerlendirilmektedir” (Tufan ve Sarıççek, 2013: 173; Lee vd., 1990: 153).

Davranışsal finans üzerine temel psikolojik eğilimler, yatırımcıların irrasyonel davranışını açıklayan bilişsel ve duygusal anomilerden oluşmaktadır. Duygusal anomiler kayıptan ve pişmanlıktan kaçınma isteğı ile yönlendirilirken bilişsel anomiler ise yatırımcıların karar verme aşamasında kısa yol yaratma arayışından ortaya çıkmaktadır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 254).

Tablo 2’de temel bilişsel ve duygusal anomiler özet olarak tanımlanmıştır.

Tablo 2: Temel Psikolojik Eğilimler

	Eğilim	Tanım
Bilişsel	Çerçeveleme	Olayların sunuluş şekline bağlı farklı tepkiler verme
	Zihinsel Muhasebe	Varlıkları karakteristik özelliklerini yok sayarak gruplama
	Belirsizlikten Kaçınma	Belirsizlik durumlarında riskten kaçınma
	Muhafazakarlık	Yeni bilgileri yetersiz şekilde değerlendirme
	Temsiliyet	Yeni bilgileri geçmiş bilgileri kullanarak değerlendirme
	Ulaşılabilirlik	Varlıkları değerlendirme işleminde kolay ulaşılan bilgiyi kullanma
	Aşırı Güven	Sahip olunan bilgilerin doğruluğuna duyulan aşırı güven
	Doğrulama	Sahip olunan inançları doğrulayan bilgilere odaklanma
	Bilişsel Uyumsuzluk	Davranışları inançlarla bağdaştırma
Duygusal	İyimserlik	İyi sonuçlu senaryolara fazla odaklanma
	Yatkinlik	Değeri düşen varlığı elde tutup, değeri yükselen varlığı elden çıkarma
	Hakimiyet	Olayları kontrol edebilme gücünü olduğundan fazla algılama
	Sahiplik	Sahip olunan varlığa fazla değer biçme
	Statüko	Değişime direnç gösterme

Kaynak: Sefir ve Çilingiroğlu, 2011: 255.

Literatürde irrasyonel yatırımcı davranışlarına ilişkin çok sayıda anomali bulunsada bu bölümde; aşırı güven, aşırı tepki, düşük tepki, yatkinlik etkisi, zihinsel muhasebe, momentum etkisi, sürü davranışı, çıpalama önyargısı ve kayıptan kaçınma olmak üzere davranışsal finans çerçevesinde en önemli sayılan anomalilere yer verilmiştir.

2.1.1. Aşırı Güven Anomalisi

Tablo 1’de görüldüğü üzere davranışsal finans alanında yapılan çalışmalara yönelik önemli bulgulardan biri aşırı güven (overconfidence) anomalisidir. Bilişsel yanılılardan biri sayılan aşırı güven anomalisi bireylerin sahip oldukları bilgilere gerçekte olduğundan daha fazla güven duydukları durumda ortaya çıkmaktadır. Aşırı güven duygusu, insanların sahip oldukları bilgilere gerekenden fazla güven duymalarına, riskleri düşük görmelerine ve kendi kabiliyetlerini abartmalarına neden olmaktadır (Döm, 2003: 63; Tufan ve Sarıççek, 2013: 169).

Geçmişteki başarılarını yeteneklerine ve geçmişteki yenilgilerini şanssızlığa bağlayan yatırımcıların aşırı güven özelliğine sahip olma olasılığı daha yüksektir. Kendine aşırı güvenen yatırımcı, yüksek getiri elde etmek için sahip olduğunu düşündüğü üstün yeteneğinden yararlanmak isteyecektir. Bu nedenle bu yatırımcılar piyasada daha aktiftir ve daha spekülâtif kararlar alabilmektedir. Hisse senedi aracı kurumlarından elde edilen veriler kullanılarak yatırımcı davranışları analiz edilirken, yatırımcıların yaptıkları işlem sayısı aşırı güven göstergesi olarak kabul edilmektedir. Diğer yandan üstün bilgi ve işlem becerisine sahip yatırımcılar da, yüksek getiri elde etmek için sıklıkla işlem yaparak bu ayrıcalığı kullanmaktadır. Böylece fazla sayıda işlem hem üstün bilgili ve yeteneğe sahip yatırımcılar ve hem kendilerine aşırı güvenen yatırımcılar tarafından gerçekleşmektedir. Ancak aşırı öz güvene sahip yatırımcıların sayısı gerçek bilgili yatırımcılara oranla daha fazla olduğu varsayımıyla işlem sıklığı ortalaması aşırı güven davranışını temsil ettiği düşünülmektedir (Gongmeng Chen vd., 2007: 426; Kyle ve Wang, 1997: 2078).

Ayrıca aşırı güven anomalisi iyi çeşitlendirilmemiş portföyler şeklinde de kendini göstermektedir. Bunun nedeni yatırımcıların aşırı oldukları hisse senetlerine daha fazla yatırım yapma eğilimleridir. Böylece bireyler çeşitlendirme açısından mantıklı olmamasına rağmen yerel firmalara yatırım yapmayı tercih etmektedir. Barber ve Odean (2001) Bireylerin alım satım faaliyetlerini inceleyerek yatırımcıların yaptıkları işlem sayısının artması ile ortalama olarak daha kötü sonuçlar elde ettiklerini ileri sürmüştür. ayrıca erkek yatırımcıların daha fazla sayıda işlem yaptıklarını ve kadınlara oranla daha kötü sonuçlara maruz kaldıklarını belirtmiştir (Barber ve Odean, 2001: 263; Ritter, 2003: 431).

2.1.2. Aşırı Tepki Anomalisi

Teorik davranış modellerine göre, uzun vadede normalin üstünde getiriler, iki farklı durumdan yani aşırı tepki (overreaction) ve düşük tepki (underreaction) etkisinden kaynaklanmaktadır. Aşırı tepki etkisi uzun vadeli ters hisse senedi getirisi yani getirilerin ters yönde hareket etmeye başlaması ile ve düşük tepki etkisi ise uzun vadeli hisse senedi getiri trendi olarak tanımlanmaktadır (Kadiyala ve Rau, 2019: 359).

De Bondt ve Thaler (1987)'a göre tecrübesiz ve hatta bilinçli yatırımcılar yeni bilgiye eski bilgiden daha fazla tepki göstermektedir (De Bondt ve Thaler, 1987: 579; Sevim vd., 2007: 25-26). Bunun sonucunda yatırımcılar aşırı iyimserlik veya kötümserliğe kapılarak yeni haberlere, özellikle firmaların kar dağıtım kararları ile ilgili iyi veya kötü haberlere, olması gerekenden daha fazla tepki verip, böylece piyasadaki gerçek fiyatların aşırı yükselmesine veya aşırı düşmesine sebep olmaktadır. Aşırı tepki sonucunda oluşan yanlış fiyatlandırmalar, yatırımcılar tarafından 3 ay ila 5 yıl arası gibi uzun bir süre içerisinde düzeltilebilmektedir (De Bondt ve Thaler, 1987: 558; Durukan, 2004: 137).

Barberis (1998)'e göre aşırı tepki anomalisi, uzun vadede hisse senedi fiyatlarının aynı yönde hareket eden tutarlı haber trendlerine aşırı tepki göstermek durumudur. Bu anomali uzun vadede, olumlu (olumsuz) haber geçmişine sahip hisse senetlerinin aşırı yüksek (düşük) fiyatlandırılmasına ve ardından gelecek dönemlerde ortalama getirinin düşmesine neden olmaktadır. Başka bir deyişle iyi (kötü) performansla sahip hisse senetleri piyasa değerlemesine rağmen aşırı yüksek (düşük) fiyatlandırılmış olabilmektedir ve bu değerler belirli bir süre sonra ortalama seviyesine dönmeye başlayacaktır (Barberis vd., 1998: 1).

2.1.3. Düşük Tepki Anomalisi

İlk kez Ball ve Brown (1968) tarafından öne sürülen düşük tepki anomalisi (underreaction) Chopra vd. (1992)'e göre hisse senedi piyasalarında yatırımcıların yeni bilgiye geç tepki vermesi durumu olarak tanımlanmıştır. Bu durum yatırımcıların geçmiş dönemlerde kazanan hisse senetlerinin gelecekte de kazanmaya devam etmesine ve geçmişte kayb eden hisse senetlerinin ise gelecek dönemlerde de kayb etmesine sebep olmaktadır. Böylece, kazanan hisse senetlerinin satın alınması ve kaybeden hisse senetlerinin elden çıkarılmasından oluşan portföy stratejisi, yatırımcılar için kısa vadede yüksek getiri elde etme fırsatı sağlamaktadır (Durukan, 2004: 137).

Düşük tepki anomalisi hisse senedi fiyatları ile ilgili sinyallere yatırımcılar tarafından 1 ila 12 aylık bir sürede yetersiz tepki verdikleri durumda ortaya çıkmaktadır. Bu durumun psikolojik sebebi ise muhafazakarlık olarak belirtilmiştir (Barberis vd., 2005: 423).

Yeni bilgilere yetersiz ilgi göstermek yatırımcıların yararlı bilgileri göz ardı etmelerine ve düşük tepki etkisine yol açmaktadır. Bu durumda yatırımcıların düşük ilgisinden dolayı firmaların getiri sinyallerini görmezden gelmeleri daha olasıdır. Böylece getiri sinyalleri hızlı bir şekilde fiyatlara yansımamaktadır ve bilgilerin zamanla fiyatlara yansması ile fiyatlar yeni bilgilerden sonra tekrar eski getiri beyanlarına yönelik hareket etmektedir (Hou vd., 2009: 1).

Ayrıca hisse senedi fiyatları kişisel özel bilgilere aşırı tepki ve kamu sinyallerine ise düşük tepki göstermektedir. Yani aşırı tepki kişisel özel bilgilerden kaynaklanırken, düşük tepki ise kamuoyu bilgilerinin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır (Daniel vd., 1998: 1841).

2.1.4. Yatınlık Etkisi, Beklenti Teorisi ve Zihinsel Muhasebe

Yatırımcının hisse senetlerini elden çıkarmayı düşündüğü durumlarda, bu işlemi fiyatları artmış olan hisse senetlerini veya fiyatlarında düşüş meydana gelenleri satmak yolu ile gerçekleştirebilmektedir. Bireyler pişmanlık yaratan eylemlerden kaçınıp, gurur duymalarını sağlayan eylemlerin arayışındadırlar. Nofsinger (2005)'e göre fiyatı artan hisse senetlerini elden çıkarmak, zamanında söz konusu hisse senedini satın almanın iyi bir karar olduğu düşüncesine yol açıp gurur hissini teşvik etmektedir. Fiyatında düşüş yaşanan hisse senetlerini satmak ise bu senedin ilk başta satın alınmasının iyi bir karar olmadığı fikrini uyandırıp pişmanlık hissine neden olmaktadır. Shefrin ve Statman (1985)'a göre pişmanlıktan kaçınma ve gurur arayışında olma eğilimi, yatırımcıların kazanan hisse senetlerini çok erken elden çıkarmaya ve kaybedenleri ise çok uzun süre elde tutma yatınlığına neden olmaktadır. Bu durum yatınlık etkisi (disposition effect) olarak tanımlanmaktadır (Shefrin ve Statman 1985: 778; Chen vd., 2007: 427).

Kahneman ve Tversky (1979)'nin "beklenti teorisi" (prospect theory), Thaler (1980)'ın "zihinsel muhasebe teorisi" (mental accounting theory) ile birlikte yatınlık etkisini başlıca açıklamaktadır. Zihinsel muhasebe yatırımcı zihninin yatırım kararlarında, kayıp ve kazançlarının değerlendirmesini, portföy düzeyi yerine her bir hisse senedi için ayrı olarak uygulama eğilimidir. Thaler (1985) zihinsel muhasebe teorisindeki ana fikir, yatırımcının farklı risk türlerini ayrı hesaplara ayırma eğilimi ve ardından olası etkileşimleri göz ardı ederek beklenti teorisi uygulamasıdır. Bireysel yatırımcıların hisse senetlerinde kar elde edildiği durumda, beklenti teorisi ve zihinsel muhasebe kombinasyonu yatınlık etkisi yaratmaktadır. Bunun nedeni yatırımcıların belirli spekülâtif girişimlerinde bazı hisse senetlerine yönelik riskten kaçınma ve bazı yerel hisse senetlerinde ise risk arayışı eylemleri sergiledikleridir. Bu iki görüşe yönelik risk tutumları

arasındaki fark, tamamen hisse senetlerinin sermaye kazancı veya sermaye kaybı yarattığından kaynaklanmaktadır. Ancak risk tutumlarındaki bu farklılığa bağlı olarak, hisse senetlerinin alımından itibaren değer kazanmış payları satma eğilimi daha yüksektir (Shefrin ve Statman, 1985: 780; Grinblatt 2005: 312).

Yatkınlık etkisi, esasında Kahneman ve Tversky (1979) beklenti teorisinin yatırım kararlarına yönelik geliştirilmiş modelidir. Beklenti teorisi, yatırımcının kazanç elde etmek için kayıptan kaçınma ve zarar konusunda risk arayışında olması ile ilgilidir. Ancak yatkınlık etkisi, beklenti teorisi değer fonksiyonu ve sermaye kazancı veya kaybına odaklanma eylemini birleştirerek yatırımcıların portföylerindeki kazanan hisse senetlerini kaybedenlere göre satmaya daha fazla yatkın olduklarını tahmin etmektedir. Kazanan hisse senedini elden çıkarmak kazancı maksimize etmeye yönelik optimal bir karar sayılmaktadır. Ancak bu durum hisse senedi fiyat değişimlerinin belirli tendler içinde hareket ettiği (momentum etkisi) ve sermaye kazancının vergilendirildiği şartlarda geçerli değildir. Shefrin ve Statman (1985) aralık ayında yani yatırımcıların sermaye kazancı vergisini en aza indirmeye daha fazla odaklandıkları dönemde yatkınlığın ters etki yarattığını tespit etmiştir (Chen, 2007: 427).

Beklenti teorisi, bireylerin her zaman rasyonel davranmadıkları görüşüne dayanmaktadır. Bu teori, yatırımcıların belirsizlik koşullarında seçimlerini etkileyen, psikolojik faktörlerden kaynaklanan önyargıların bulunduğunu savunmaktadır. Beklenti teorisi, yatırımcı tercihlerini “karar ağırlıklarının” bir fonksiyonu olarak görmekte ve bu ağırlıkların her zaman olasılıklarla eşleşmediğini varsaymaktadır. Kahneman ve Tversky (1979), yatırımcıların finansal kazanç beklendikleri durumda riskten kaçındıklarını tespit etmiştir. Beklenti teorisi, yatırımcıların para kaybetme ihtimaliyle karşı karşıya kaldıkları durumda ise, genelde kayıptan kaçınmaya yönelik daha riskli kararlar aldıklarını göstermektedir. Sonuç olarak bu düşünce hatası yatırım portföyünde önemli kayıplara neden olabilmektedir (Ricciardi ve Simon, 2000: 30; Kahneman ve Tversky, 1979: 263).

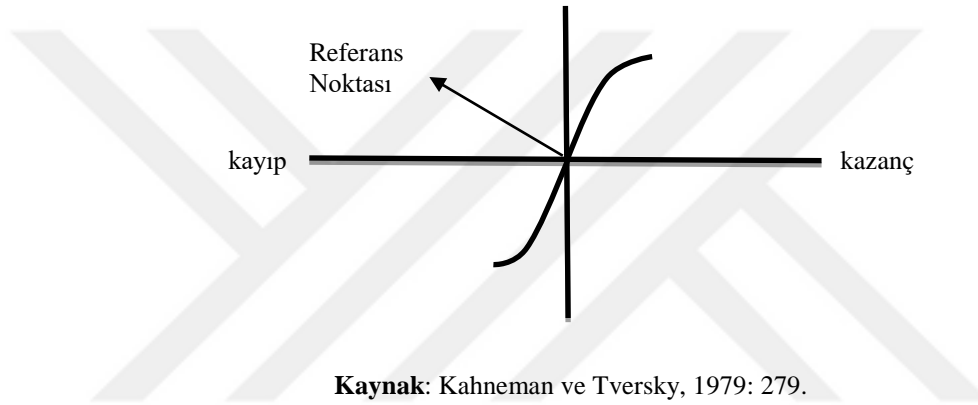
Diğer yandan davranışsal finans alanında en büyük gelişmelerden biri sayılan, beklenti teorisi Kahneman ve Tversky (1979) tarafından “beklenen fayda teorisi”ni (expected utility theory) eleştirmek amaçlı ileri sürülmüştür ve bireylerin karar verme sürecinde psikolojik faktörlerden dolayı rasyonellikten sapma gösterdiklerini ve kayıplara oranla kazançlara daha fazla anlam yüklediklerini ifade etmektedir (Hodnett ve Hsieh, 2012: 858; Tekin, 2016: 91).

Geleneksel finans teorileri EPH ve piyasa katılımcıların tam rasyonelliği varsayımı üzerine kurulmuştur. Bu varsayımların dayanak noktası beklenen fayda teorisidir. Beklenen fayda teorisi karar veren bireylerin rasyonelliğini vugulayarak, bireylerin belirsizlik şartları altında aldıkları karar sonucunu, elde edilmesi beklenen mühtemel faydanın, olayın gerçekleşme olasılığı ile

çarpmasından elde edildiğini ifade etmektedir. 1950'den sonar teorik ve amprik çalışmalar yapılarak bu teorinin eksik ve hatalı yönleri ortaya konulmuş ve özellikle rasyonel insan varsayımı nedeniyle ciddi eleştirilere maaruz kalmıştır (Aksoy ve Şahin, 2009: 9). Bu eleştiriler, gerçek piyasa şartları altında bireylerin karar verme sürecinden önce olasılık tahminleri yapılmasının genelde zor olduğu yönündedir (Sefil ve Cilingiroğlu, 2011: 250).

Ayrıca Grafik 2'de görüldüğü üzere, beklenti teorisinin temel faktörü s şeklindeki değer fonksiyonudur. Böylece kazançlar için konkav (riskten kaçınma) ve kayıplar için konkev (risk alma), her ikisinde bir referans noktasına göre ölçülmektedir.

Grafik 1: Beklenti Teorisi Değer Fonksiyonu



2.1.5. Momentum Etkisi

Jegadeesh ve Titman (1993) ortalama 3 ila 12 aylık bir dönemde geçmişte kazanan hisse senetlerinin satın alındığı ve kaybeden senetlerin elden çıkarıldığı portföylerde yatırımcıların normalin üstünde getiri elde edebildiklerini tespit etmiştir (Jegadeesh ve Titman, 1993: 65).

Bu yatırım stratejisi momentum etkisi olarak tanımlanmıştır. Bu durum geçmişte kazanan hisse senetlerinin kazanmaya ve geçmişte kaybeden senetlerin kaybetmeye devam edeceği anlamına gelmektedir. Ancak getirilerin tahmin edilebilirliği, EPH'nin temel varsayımı ile çelişmektedir. Devamında Jegadeesh ve Titman (2000 a-b) çalışmada momentum etkisinin sürekliliğini tespit ederken Fama ve French (2008) ise momentum etkisinin geçerliliğini doğrulamış ve bunu orta sahne (center-stage) anomalisi olarak adlandırmıştır. Schwert (2003), küçük firma etkisi ve değer etkisi gibi bilinen birçok anomalinin zamanla kaybolduğunu veya zayıfladığını, ancak momentum anomalisinin ortadan kalkmadığını belirtmektedir. Momentum etkisini açıklamak finans literatüründe en çok anlaşmazlığı içeren alanlardan biridir. Momentum tartışması

momentumun neden kaynaklandığı sorusu etrafında dönmektedir. Bu alanda yapılan çalışmalarda momentum getirilerinin, işlem hacmine (Lee ve Swaminathan, 2000); endüstri getirilerine (Moskowitz ve Grinblatt, 1999); işlem maliyetlerine (Korajczyk ve Sadka, 2004); makro ekonomik faktörlere (Chordia ve Shivakumar, 2002); çarpıklık etkisine (Campbell ve Akhtar, 2000) ve piyasanın genel durumuna (Cooper vd., 2004) bağlı olduğu bilinmektedir. Genel olarak, yukarıda bahsi geçen yorumlar davranışsal faktörler ve risk bazlı faktörler olarak iki ayrı kategoriye ayrılmaktadır. Davranışsal model momentum etkisini yatırımcıların bilgileri edinme ve algılama işleminde yaptıkları bilişsel yanılgılarla ilişkilendirmektedir. Davranışsal model çerçevesinde Barberis vd. (1998) momentumun aşırı tepkiden kaynaklandığını, Daniel vd. (1998) ve Hong ve Stein (1999) ise momentumun düşük tepki veya bilgilerin fiyatlara hızlı bir şekilde yansımamasından dolayı ortaya çıktığını belirtmiştir (Ansari ve Khan, 2012: 206-207; Fama ve French, 2008: 1674; Schwert, 2003: 3,17; Lee ve Swaminathan, 2000: 2017; Moskowitz ve Grinblatt, 1999: 1249; Korajczyk ve Sadka, 2004: 1039; Chordia ve Shivakumar, 2002: 985; Campbell ve Akhtar, 2000: 1263; Cooper vd., 2004: 1347; Barberis vd., 1998: 7; Daniel vd., 1998: 1864, 1865).

Daniel vd. (1998)'e göre ise yatırımcıların kendi kişisel ve özel bilgilerine dayalı işlem yaptıkları durumda, devamında gelen kamu sinyalleri yatırımcının özel bilgileriyle benzer yönde olduğu takdirde, bu durum yatırımcı işlemini onaylama özelliğine sahip olacaktır. Burada kişisel bilgilerle aynı yönde olan kamu sinyalleri yatırımcı özgüveni üzerinde, ters yönlü sinyallere oranla, daha etkili olduğu ve kamu sinyallerinin daha fazla “aşırı tepki”ye neden olduğu varsayılmıştır. Bu anlamda piyasada devam eden aşırı tepki menkul kıymet fiyatlarında momentum etkisi yaratmaktadır. Ancak kamuoyu sinyallerinden etkilenen fiyatların zamanla gerçek değere doğru hareket etmesiyle birlikte momentum etkisi ters yönde hareket edecektir. Öte yandan, atıf hatası önyargısı, bireylerin başarılarını kendi kişisel becerilerine ve başarısızlıklarını ise kontrolleri dışındaki faktörlere atfetme eğilimi olarak ifade edilir (Hoffmann ve Post, 2014: 23).

Bu bağlamda, “atıf hatası” kısa dönemde momentum etkisi ve uzun vadede ters işlemler anlamına gelmektedir (Daniel vd., 1998: 1842). Başka bir deyişle, düşük tepki, momentum yatırımcılarının piyasaya girmesini karlı kılarak, aşırı tepki için ortam sağlamaktadır (Hong ve Stein, 1999: 4). Aynı şekilde Muga ve Santamaria (2014) ise yatırımcıların, çeşitli haber türlerine irrasyonel davranışlar sergileyerek, momentum etkisi yaratacak düşük tepkiye neden olabileceklerini ifade etmiştir (Muga ve Santamaria, 2014: 25).

2.1.6. Sürü Davranışı

Sürü davranışı (herding) genelde başkalarının davranışlarını taklit etme eğiliminden kaynaklanmaktadır. Christie ve Huang (1995)'un tanımına göre sürü davranışı sergileyen yatırımcılar, kendi inançlarını bastıran ve yatırım kararlarını, tahminlerine katılmasalar bile, yalnızca piyasanın kolektif eylemlerine dayandıran bireylerdir (Yao vd., 2013: 12; Christie ve Huang, 1995: 31).

Chang ve Lin (2015) sürü davranışını, aynı yatırım stratejisinin aynı zaman diliminde yatırımcıların çoğunluğu tarafından benimsenmesi ve aynı veya benzer hisse senetlerini ilgili dönemde satmaları veya satın almaları olarak ifade etmiştir. Choi ve Sias (2009), ise kurumsal yatırımcıların aynı zaman dilimlerinde aynı sektörlerde yer alan hisse senetlerini alıp veya sattıklarını ve böylece sürü davranışına yol açtıklarını tespit etmiştir (Chang ve Lin, 2015: 380; Choi ve Sias, 2009: 5).

Sürü davranışı rasyonel ve irrasyonel olarak ikiye ayrılmaktadır. İrrasyonel görüşe göre, sürü davranışı belirsiz koşullarda bireyler tarafından gerçekleştirilen kolektif bir eylem olarak ifade edilmektedir. Burada yatırımcılar belirsizliği azaltmak ve kendilerini güvende hissetmelerini sağlamak için bu tür bir davranışa ayrıcalık tanımaktadırlar (Devenow ve Welch, 1996: 609). Rasyonel görüşe göre ise sürü davranışı yatırımcıların kendi istekleri ile kendi karar ve analizlerini gözardı ederek daha güvenilir bir bilgi kaynağına veya daha üstün analiz kabiliyetine sahip bireyleri kopyalama eylemidir (Bikhchandani ve Sharma, 2001: 291-292).

Bikhchandani ve Sharma (2001) rasyonel sürü davranışını bilgiye dayalı, ücrete dayalı ve saygınlığa dayalı sürü davranışı olmak üzere üç ayrı grup olarak sınıflandırmaktadır; Bilgiye dayalı sürü davranışı, Banerjee (1992) ve Bikhchandani vd. (1992) tarafından öne sürülen ilk teorik modelidir. Bu modele göre kişisel sinyaller üzerindeki belirsizlik bağlamında, diğerlerini taklit etmek kişisel bilgileri geliştirebilmektedir. Saygınlığa dayalı sürü davranışı yatırımcıların ve daha doğrusu sürüden farklı davranarak itibar riski altında bulunan kurumların, kendi bilgilerini görmezden gelebilecekleri fikrine dayanmaktadır. Ücrete dayalı sürü davranışı görüşü ise, ödeme yönteminin sürü davranışını ayrıcalıklı kılmak için bir sebep oluşturabileceğini ifade etmektedir. Özellikle yatırım firmalarında eğer yatırım yöneticisine yapılan tazminat ödemeleri onların diğer meslektaşlarına göre performanslarına bağlı ise bu durum yönetici motivasyonunu olumsuz yönde etkileyerek, yanlış portföy seçimine yol açmaktadır (Bikhchandani ve Sharma, 2001: 292; Ouarda vd., 2013: 216).

2.1.7. Çıpalama Önyargısı ve Referans Noktası

Tversky ve Kahneman (1974) tarafından çıpalama önyargısı (anchoring) değerlemesi üzerine yapılan çalışmaya göre, bireyler bazı durumlarda, bilinmeyene ilişkin tahminlerini, referans değerlerini temel alarak yapmaktadırlar. Farklı referans noktaları, referans değerine karşı bir önyargı olarak, farklı tahminlere yol açabilmektedir. Bu durum çıpalama önyargısını ifade etmektedir. Yani çıpalama, referans değer in yapılacak tahminleri etkilemesidir (Tversky ve Kahneman, 1974: 1129).

Tversky ve Kahneman çıpalama etkisini belirsizlik şartları altında karar verme sürecinde uygulanan hevristikler olarak tanımlamıştır. Tversky ve Kahneman'a göre bilişsel önyargılar, piyasa katılımcıların kolaylıkla ulaşılabilir basit bir referans değerden başlayarak tahmin yürütmeleri sonucunda ortaya çıkmaktadır. Burada farklı referans noktaları, başlangıç değerleri alakasız, mantıksız veya sorgulanabilir bir şekilde elde edilmiş olsa bile, önyargılı farklı tahminlere yol açmaktadır (Liao vd. 2013: 74).

BW (2012)'a göre ise temettü ödemeleri firmaların kazanç oranları ile ilgili güvenilir bir şekilde sinyal vermektedir. Yatırımcılar cari temettü ödemeleri için geçmişte ödenen kar paylarını psikolojik referans noktası olarak değerlendirdiklerinden dolayı firma tarafından temettü ödemelerine son verildiği takdirde hayal kırıklığına uğramaktadırlar. Yani cari dönemde ödenen kar payı, gelecekte ödenecek kar payı ödemeleri için yatırımcı tarafından bir referans noktası olarak algılanmaktadır. Bu nedenle yöneticiler gelecekteki getiri oranlarında olası düşüşe karşı önlem amaçlı cari dönemde elde edilen kar payının belirli bir kısmını ödenmeyen kar payı adı altında firma içinde tutabilmektedir. Diğer yandan, yöneticiler firmanın BD'ine ilişkin tahminleri de önemsediklerinden dolayı ve firmanın kar payı ödeme gücü hakkında piyasaya sinyal vermek amaçlı, cari dönem referans noktasını aşacak şekilde temettü ödemelerinde bulunabilmektedirler (Baker ve Wurgler, 2012: 2,10).

2.1.8. Kayıptan Kaçınma

Kayıptan kaçınma (loss aversion) önyargısı, 1979 yılında Kahneman ve Tversky tarafından beklenti teorisinin bir parçası olarak geliştirilmiştir. Bu görüş özellikle beklenti teorisindeki bireylerin getiri elde etmekten ziyade kayıpları önlemek için daha güçlü bir dürtü hissettikleri yorumuna yönelik ileri sürülmüştür. Bu alanda yapılan çalışmalarda psikolojik açıdan, kayıp olasılığının ortalama olarak eşit büyüklükte kazanç elde etme olasılığının iki katı kadar güçlü bir motivasyon unsuru olduğu tespit edilmiştir. Yani zarardan kaçınan yatırımcılar riske atılan her bir dolar için en az iki dolarlık bir kazanç talep etmektedirler. Burada karşılığında iki kat ödeme

yapılmayan riskler yatırımcılar tarafından kabul edilemez bir risktir. Kayıptan kaçınma yatırımcının kaybeden hisse senetlerinde geri dönüş ihtimalinin düşük olduğu veya hiç olmamasına rağmen, kar etmeyen yatırımları elden çıkarmalarını önlemektedir. Bu durum tehlikeli sayılabilir çünkü hisse senetlerinde kayıp yaşandığı durumda genelde en iyi yanıt söz konusu senetleri satmak ve yeni yatırımlarda değerlendirmektir. Aynı şekilde, kayıptan kaçınma eğilimi, yatırımcıların olası kazançlarını değerlendirirken riskten kaçınma üzerinde gereğinden fazla durmalarına neden olabilmektedir, çünkü burada kar elde etmeye kıyasla kayıptan kaçınmak kaygısı daha baskındır. Diğer yandan kayıptan kaçınan yatırımcılar eldeki hisse senetlerinde fiyat artışı yaşandığı durumda piyasanın ters yönde hareket edip getirilerinin kaybolacağı kaygısıyla hisse senetlerini satabilmektedirler. Buradaki sorun, eldeki kazançları korumak amaçlı zamanından önce yapılan satış işlemlerinin gelecek fiyat artışı potansiyelini kısıtlamasıdır. Özetle, kayıptan kaçınma eğilimi yatırımcıları kaybeden hisse senetlerini elde tutup kazanan senetlerini elden çıkarmalarına yönlendirerek suboptimal portföy getirilerine yol açmaktadır (Pompian, 2011: 208).

Kahneman ve Tversky (1979) yatırımcıların kayıp olasılığına karşı verecekleri tepkiyi, yaptıkları çalışmalar sonucunda bu şekilde açıklamıştır; bireylerden 10,000 dolarlık bir yatırım yaptıkları durumda, 7500 dolar kesin olarak kaybetmeleri durumu veya %25 kazanıp ve %75 kaybetme ihtimali olduğu durumu arasında seçim yapmaları istenmiş ve çoğu kişi garanti olarak kesin kayıp ile olası kayıp arasında ikinci seçeneği tercih etmiştir. Bunun sebebi bireylerin kayıptan kaçınmaları ve ikinci olası seçenek ise daha az kayıp yaşanma umuduna dayanmaktadır (Brabazon, 2001: 4; Tufan ve Sarıçiçek, 2013: 171).

2.2. Davranışsal Kurumsal Finans

Davranışsal finans yatırımcıların hassasiyeti, duyarlılığı ve psikolojik önyargularından kaynaklanan yatırım kararları ve bunların finansal piyasalar üzerindeki etkisi ile ilgilidir. Davranışsal kurumsal finans ise yatırımcı ve yönetici önyargularının alınan kurumsal finans kararları üzerinde oluşturduğu etkiye dayanmaktadır (Fairchild, 2009: 1-2).

Kurumsal finans, finansal sözleşmeler ve yönetici ve yatırımcıların karşılıklı etkileşiminden ortaya çıkan gerçek yatırım davranışlarını açıklayan bir kavramdır. Kurumsal finans alanındaki çoğu araştırmalarda yaygın bir rasyonellik varsayımı mevcuttur. Bu anlamda her iki taraf yani yöneticiler ve yatırımcılar gelecekteki olasılıklar hakkında tarafsız tahminler yürütmeli ve bunları kendi çıkarları doğrultusunda kullanmaları gerekmektedir. Pratikte bu varsayım yöneticilerin etkin sermaye piyasası gerçeğini göz ardı ettikleri anlamına gelebilmektedir. Etkin piyasalarda fiyatlar, rasyonel bir şekilde kamuya açık bilgilere, gerçek fiyatlar doğrultusunda tepki göstermektedir. Diğer taraftan yatırımcılar ise, yöneticilerin rasyonel bir şekilde tazminat sözleşmeleri, kurumsal kontrol piyasası ve diğer denetim mekanizmalarından oluşan teşviklere karşılık vererek kendi

çıkarları doğrultusunda hareket edecekleri olasılığını hafife alabilmektedir. Baker vd. (2007) çalışmasında klasik rasyonellik varsayımları yerine potansiyel olarak daha realistik varsayımları ele almış ve literatür iki genel yaklaşıma bölünmüştür. Birinci yaklaşım, tam rasyonellikten daha az olduğu varsayılan, rasyonel yatırımcı davranışını vurgulamaktadır. İkinci yaklaşım ise, yine tam rasyonellik seviyesinden daha az olan rasyonel yönetim kararlarıdır. Pratikte her iki rasyonellik yönü de aynı anda devrede olabilmektedir. Baker'ın bu taksonomisi, mevcut literatüre uymakla birlikte, gelecekte bu iki görüşün nasıl kombin edilebileceği modellere ilişkin önerilerde bulunmaktadır (Baker ve Wurgler, 2013: 358).

2.2.1. İrrasyonel Yatırımcı Yaklaşımı

“Piyasa zamanlaması ve catering yaklaşımı” menkul kıymet piyasalarındaki arbitrajın sınırlı olduğunu ve bunun sonucunda fiyatların aşırı yüksek veya aşırı düşük olabileceğini varsaymaktadır. Rasyonel yöneticilerin bu yanlış fiyatlandırmaları algıladıkları ve yanlış fiyatlandırmalardan yararlanmak veya fiyat farklarını teşvik etmek amaçlı kararlar aldıkları varsayılmaktadır. Bu kararlar kısa dönemde firma değerini maksimize etmekle beraber uzun vadede fiyatların normale döndüğü takdirde değerleri düşürebilmektedir (Baker ve Wurgler, 2007: 2).

Literatürde rasyonel yönetici-irrasyonel yatırımcı yaklaşımı iki ana model kullanılarak ele alınmıştır; piyasa zamanlaması ve catering teorisi. Catering, hisse senedi fiyatlarını gerçek değerine üzerine çıkarmayı amaçlayan herhangi bir eylemi ifade etmektedir. Piyasa zamanlaması ise, piyasadaki aşırı yüksek değerlenmiş menkul kıymetleri ihraç ederek ve aşırı düşük fiyatlandırılmış olanları geri satın alarak geçici yanlış fiyatlandırmalardan yararlanmaya yönelik finansman kararlarını ifade etmektedir (Baker ve Wurgler, 2013: 359).

Davranışsal finans açısından irrasyonel yatırımcı yaklaşımı, yönetici kararlarının karşısında yatırımcı önyargularından dolayı oluşan gerçek değer ve piyasa değeri arasındaki farka dayanmaktadır (Fairchild, 2007: 3).

BW (2012), rasyonel yöneticilerin firmanın gerçek değerini maksimize etmek, catering ve piyasa zamanlaması olmak üzere üç çelişkili amacı dengelediklerini ileri sürmektedir; Birinci amaç firmanın gerçek değerini maksimum kılmaktır. Bu da gelecekteki nakit akışlarının rasyonel bir şekilde riske uyarlanmış bugünkü değerini arttırmak amaçlı yatırım projelerinin seçimi ve finanse edilmesi anlamına gelmektedir. İkinci amaç, firmanın cari hisse senedi fiyatlarını maksimum kılmaktır. EPH piyasa fiyatının firmanın gerçek fiyatı ile eşit olduğunu varsaymaktadır. Dolayısıyla EPH'ye göre ilk iki amaç aynı sayılabilmektedir, ancak yatırımcı rasyonel varsayımı yumuşatıldığı takdirde ikinci amaç farklı bir şekil almaktadır ve pratikte belirli yatırım projeleri aracılığıyla kısa vadeli yatırımcı taleplerini karşılamak ve firmanın çekiciliğini yatırımcılar için en

üst düzeye çıkarmak anlamına gelmektedir. Bu şekilde catering faaliyetleri sayesinde yöneticiler geçici yanlış fiyatlandırmayı etkileyebilmektedir. Üçüncü amaç ise yönetim tarafından uzun vadeli yatırımcılar yararına mevcut yanlış fiyatlandırmalardan faydalanmaya çalışmaktır. Yöneticiler bunu piyasa zamanlaması politikası ile yani geçici olarak aşırı değerlenmiş menkul kıymetleri ihrac edip, düşük değerlenmiş olanları geri satın alarak başarmaktadırlar. Bu politika firma değerini, yeni veya ayrılan yatırımcılardan uzun vadeli yatırımcılara aktarmaktadır. Bu transfer uzun vadede fiyatların dengelendiği zamana kadar sürdürülebilmektedir (Baker ve Wurgler, 2012: 12-15).

Rasyonel yatırımcının firmanın gerçek değeri, catering ve piyasa zamanlaması hedeflerini dengelediği amaç fonksiyonu 1 no'lu eşitlikte olduğu gibi ifade edilebilmektedir:

$$\max_{K,e} \lambda [f(K; \cdot) - K + e\delta(\cdot)] + (1-\lambda) \delta(\cdot) \quad (1)$$

Burada;

- K : Yeni yatırımları
 e : Piyasadaki yanlış fiyatlandırmalardan yararlanabilmek amaçlı firmanın satılan kısmını
 λ : Yönetici ufkunu ($\lambda \in [0,1]$)
 $f(K; \cdot)$: Gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerini belirleyen yatırım ve finansman fonksiyonunu
 $f(K; \cdot) - K$: Firmanın gerçek değerini
 $\delta(\cdot)$: Geçici yanlış fiyatlandırmayı
 $e\delta(\cdot)$: Mevcut ve uzun dönemli hissedarların piyasa zamanlamasından kazançlarını

ifade etmektedir.

İrrasyonel yatırımcıların faaliyet gösterdiği etkin olmayan sermaye piyasalarında rasyonel yöneticiler için amaç fonksiyonun K ve e ' ye göre farklılaştırılarak alındığı optimal yatırım ve finansal kararları ise 2 ve 3 no'lu eşitlikte olduğu gibi ifade edilebilmektedir.

$$f_K(K, \cdot) = 1 - \left(e + \frac{1-\lambda}{\lambda}\right) \delta_K(\cdot) \quad (2)$$

$$-f_e(K, \cdot) = \delta(\cdot) + \left(e + \frac{1-\lambda}{\lambda}\right) \delta_e(\cdot) \quad (3)$$

2 no'lu eşitlik yatırım politikası ile ilgilidir ve catering teorisi ve piyasa zamanlamasının yanlış fiyatlandırma üzerinden etkisini ifade etmektedir. 3 no'lu eşitlik ise finansman politikası ile ilgilidir. Burada, firmanın cari sermaye yapısının özkaynağa yönelik değişiminden ortaya çıkan marjinal değer kaybı, doğrudan piyasa zamanlama kazançlarına ve artan özkaynak ihracının yanlış fiyatlandırma üzerindeki etkisine, ve dolayısıyla catering ve piyasa zamanlaması kazançları üzerindeki etkisine göre değerlendirilmektedir (Baker vd., 2012: 15).

2.2.1.1. Catering Teorisi¹

Literatürde yer alan kar payı teorilerine ek olarak, catering kar payı teorisi Baker ve Wurgler (BW) tarafından 2004 yılında öne sürülmüş ve bunun üzerine birçok piyasada ampirik ve teorik çalışmalar yapılmıştır. Catering, BW teorisine göre piyasada kar payı ödeyen hisse senedi fiyatları, kar payı ödemeyen hisse senetlerine oranla daha yüksek olduğu durumda yöneticiler kar payı ödeyerek bu karlılık sürecini başlatmaya veya devam ettirmeye çalışıp ve aksine piyasadaki yatırımcıların tercihi kar payı ödemeyen hisse senetlerinden yana ise, yöneticiler kar payı ödemeye son vermektedirler (Baker ve Wurgler, 2004: 1125).

Bu teori sadece kar payı ödeyip ödememe ile ilgilidir ve nakit kar payındaki değişiklik ve değişim olasılığı söz konusu değildir. 2006 yılında catering teorisi Li ve Lie tarafından geliştirilerek nakit kar payı ödemelerindeki artış ile azalış olasılığı ve değişim oranı büyüklüğü ise bu teoriye dâhil edilmiştir. Bu çalışmada ödenen kar paylarındaki artış ve azalış ele alınarak catering teorisini destekleyen güçlü kanıtlar tespit edilmiştir (Li ve lie, 2006:295).

Catering teorisi üç temel bileşenden oluşmaktadır; Birincisi, psikolojik veya kurumsal nedenlerden dolayı, eksik bilgiye sahip bazı yatırımcılar, nakit kar payı ödeyen firmaların hisse senetlerini talep etmektedir ve bu talep zamanla değişebilmektedir. İkincisi, arbitrajdaki limitler bu talebin temettü ödeyen ve ödemeyen firmaların cari hisse senedi fiyatlarını etkilemesini sağlamaktadır. Ve üçüncü olarak, yöneticiler rasyonel bir şekilde yatırımcının talebine karşılık vermektedirler. Burada yöneticiler temettü politikasına karar verme sürecinde, hızlı bir şekilde kar payı dağıtım kararının hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini ve bunun uzun vadede maliyetlerini göz önünde bulundurarak rasyonel bir şekilde değerlendirmektedir (Baker ve Wurgler, 2004: 1127).

¹ Catering'in kelime karşılığı ikram demektir, ancak finans literatüründe "Catering Theory of Dividend" olarak geçen catering kar payı teorisi, yatırımcıların kar payı talebinin firmalar tarafından karşılanmasını ifade etmektedir.

BW (2004), bu teorinin temelini aslında yöneticilerin yatırımcılara mevcut durumda tam olarak istediklerini sunmak fikrine dayandığını ifade etmiştir. Ayrıca bu teori kar payı ödeyip ödememe kararı ile ilgilidir ve ne kadar ödeme yapılacağına dair kararları kapsamamaktadır. BW temettü kararları ve firma değerinin farklı zamanlarda ve farklı yönlerde yüksek derecede ilişkili olduklarını tespit etmiştir (Baker ve Wurgler, 2004: 1160).

Bu sonuçlara dayanarak, BW (2004) daha sonra piyasadaki yatırımcıları arbitraj yatırımcıları ve kategori yatırımcıları olarak ikiye ayırmıştır. Burada her iki grup da zaman içinde sabit ve aralıksız bir şekilde riskten kaçınma eğilimindedir. Arbitrajcılar, dağıtılan temettülerin uzun vadede maliyetinin bilincinde olan, belirli bir risk toleransına sahip ve rasyonel beklentileri olan yatırımcılardır. Bu grup sadece eski dönemlerde temettü ödeyip cari dönemde ödeme yapmayan ve düşük getiri oranına sahip firmalar tarafından cezbedilmektedir. Kısaca arbitraj yatırımcıları, hisse başına temettü maliyeti hakkında tam bilgiye sahip rasyonel yatırımcılardır. Buna karşılık, kategori yatırımcıları sadece firmanın kar payı ödeyip ödememesi ile ilgilenmektedir. Bu grup yatırımcıların, hisse başına dağıtılan kar payı maliyeti hakkında herhangi bir bilgiye sahip olmayan irrasyonel yatırımcılar olduğu varsayılmaktadır. Kategori yatırımcıları kar payı alma arayışında olan yatırımcılardır ve bu da temettü ödeyen firmaları tercih ettikleri anlamına gelmektedir (Cohen ve Yagil, 2008: 34).

Kategori yatırımcıları için, çeşitli nedenlerden dolayı kar payı ödemeleri önemlidir; birincisi, etkin olmayan bir sermaye piyasası kar payı dağıtımını tercih etmektedir (müşteri etkisi). İkincisi, temettü ödeyen şirketlerin daha az riskli olduğuna dair yaygın bir inanç mevcuttur. Üçüncü olarak, bazı yatırımcılar tarafından temettü ödemelerinin yapılmaması, firmada karlı yatırım potansiyelinin olması anlamına gelmektedir ve kar payı ödemeleri bu yatırımların eksikliğinin göstergesi olarak yorumlanmaktadır. Ve son olarak Thaler ve Shefrin (1981) ve Shefrin ve Statman (1984) çalışmaları ile uyumlu olarak, temettü talebi, beklenti teorisi (bireylerin beklenen faydayı maksimize edememeleri) ve yatırımcıların yüksek riskten kaçınma düzeyi ile açıklanabilmektedir. BW, kategori yatırımcılarının temettü ödemelerinin maliyeti hakkında herhangi bir bilgiye sahip olmadıklarını ve firmanın iflas etmesi durumunda firma değeri hakkında rasyonel beklentilerinin olmayacağını varsaymaktadır. Catering teorisinde bahsi geçen iki grup “riskten kaçınan yatırımcı”nın aksine, firma yöneticisi riskten bağımsızdır (Baker ve Wurgler, 2004: 1128-1129).

Ayrıca, BW (2004), işlem maliyetleri, vergiler ve kurumsal yatırım kısıtlamaları gibi etkin olmayan piyasa şartlarında, geleneksel kar payı müşterilerinin kategori yatırımcılarından ibaret olacağını ifade etmiştir. Bu da, kategori yatırımcılarının bilgisiz, nihai dağılıma (terminal distribution) ilişkin irrasyonel beklentiler içersinde oldukları ve talep ettikleri temettü maliyetinin farkında olmadıkları durumda ortaya çıkmaktadır. Ancak, eğer kategori yatırımcıları tarafından kar paylarındaki değişikliklere ilişkin herhangi bir memnuniyetsizlik söz konusu olmadan yine de kar

payı talebinde bulunup kar payı ödeyen firmaların daha az risk taşıdığına inanılıyorsa, eldeki kuş etkisi devreye girmektedir. BW (2004) kar paylarının hisse senedi fiyatlarını kar payı primi ile etkilemesi durumunun müşteri etkisi yerine, yatırımcı eğilimi ve duyarlılığından kaynaklandığını tespit etmiştir. Çünkü kar payı priminin yüksek olması, yatırımcıların, temettü ödemeleri ile bilinen, güvenli firmaların arayışında oldukları anlamına gelmektedir. Kar payı primi düşük ise, bunun sebebi yatırımcıların maksimum sermaye kazancı potansiyeline sahip olan firmaları tercih etmeleridir ve bu durumda yöneticiler tarafından temettü ödemeleri yapılmamaktadır (Pontoh, 2015: 5-6; Li ve Zhao, 2008: 689; Polk ve Sapienza, 2008: 212).

Temettü ödeyen firmaların serbest nakit akışı, kaldıraç derecesi, kazanç oranı, maddi duran varlıkları ve firma büyüklüğü gibi özellikleri psikolojik faktörlerden ayrı tutularak analiz edilmemelidir, çünkü kar payı kararların önemli bir kısmı, yatırımcıların beklentilerini karşılama eğiliminden kaynaklanabilmektedir. Söz konusu bu psikolojik faktörler müşteri etkisi teorisi tarafından da açıklanmaktadır. Örneğin Shefrin ve Statman (1984), Thaler ve Shefrin (1981) çalışmasını geliştirerek yatırımcıların neden sermaye kazancı yerine kar paylarını tercih ettiklerini açıklamaya yönelik psikolojik nedenlere dayanan ömür döngüsü teorisini öne sürmüştür. Feldstein ve Green (1983)'e göre yatırımcıların tüketim ihtiyaçları firmaların temettü politikasını doğrudan etkilemektedir. Allen ve Michaely (2002), müşteri etkisi teorisini firmaların kar payı ödeme eğiliminin nedeni olarak göstermiştir. Aynı şekilde Allen vd. (2000) temettü ödeyen firmaların nisbi olarak daha fazla yatırım kurumları tarafından tercih edildiğini ve daha iyi performans gösterdiğini ileri sürmüştür. Ayrıca Polk ve Sapienza (2004) ve Baker vd. (2003) çalışmalarındaki yapılan müşteri etkisi analizleri davranışsal faktörlere dayanmaktadır. Sonuç olarak teorik ve ampirik kar payı kararları modellerinde davranışsal finans ilkelerinin önemi gitgide artmaktadır ve böylece davranışsal finansa dayanarak, BW (2004) firma yöneticilerinin yatırımcı isteklerini karşılamaya yönelik catering teorisini geliştirmiştir (Neves vd., 2006: 6-8; Shefrin ve Statman, 1985: 778; Allen vd., 2000: 2519; Polk ve Sapienza, 2004: 1).

2.2.1.1.1. Sınırlı Arbitraj

MM (1961) teorisi dahil klasik finans teorisine göre, bilinçli yatırımcıların yanlış fiyatlandırmaları ortadan kaldırılmak amaçlı girişken bir şekilde rekabet ettikleri durumda menkul kıymet fiyatları gerçek değerleri yansıtmaktadır. Ancak aynı faaliyet nakit akışına ve farklı sermaye yapısına sahip iki firma arasındaki yanlış fiyatlandırma etkin menkul kıymetler piyasası ortamında arbitraj fırsatlarını oluşturmaktadır. Bununla birlikte, sınırlı arbitraj üzerine yapılan çalışmalarda, menkul kıymetler piyasasındaki fiyat farklılıklarının, çoğu zaman gerçek bir arbitraj için fırsatlar sunmadığını göstermektedir ve bu durum yanlış fiyatlandırmaların sürekli meydana gelmesine ve devamlılık göstermesine dayandırılmıştır. Sonuç olarak sermaye piyasaları talep şoklarını absorbe veya stabilize etmek için sınırlı bir kapasiteye sahiptir (Baker ve Wurgler, 2013: 362-363).

Ritter (2003) ise piyasadaki limitli arbitraja yönelik yanlış fiyatlandırmaları; kısa vadeli tekrarlanan arbitraj ve uzun vadeli tekrarlanmayan arbitraj olarak ikiye ayırmıştır. Tekrarlanan veya cari yanlış fiyatlandırmalara ilişkin, işlem stratejilerileri ile güvenli bir şekilde kazanç elde edilebilmektedir. Bu nedenle, hedge fonları bu işlemlere odaklanarak aşırı oranda büyümelerini önlemektedir. Dolayısıyla, piyasa bu varlıklar için en azından göreceli olarak oldukça etkilidir. Uzun vadeli tekrarlanmayan yanlış fiyatlandırmalar için ise direnç ve destek noktalarını ilgili zamanda belirlemek, söz konusu bu durum geçene kadar imkansızdır, çünkü erken müdahale sermaye kaybı olasılığını arttırmaktadır. Daha da kötüsü, sınırlı ortaklar veya diğer fon sağlayan yatırımcılar tarafından alçalan trendlerden sonra sermayenin geri çekilmesi, piyasa verimsizliğini şiddetlendiren alım satım baskısına neden olacaktır (Ritter, 2003: 433).

Burada piyasanın etkin olmasını sağlayan yatırımcılardan kasıt, yanlış fiyatlandırmaları belirleyerek kazanç elde etmeye çalışan hedge fonlarıdır. Küçük çaplı hedge fonları, uzun ve kısa pozisyonlar olarak, düşük değerlenmiş menkul kıymetleri satın alıp ve daha sonra aşırı değerlenmiş yüksek korelasyonlu menkul kıymetleri tespit ederek kısa satış işlemleri uygulamaktadır. Makro hedge fonları ise kolayca korunamayan spekülative pozisyonlar almaktadır. Shleifer and Vishny (1997) arbitrajcuların para kazanma çabalarının bazı piyasaları daha verimli hale getirdiğini, ancak diğer piyasalar üzerinde herhangi bir etkisi olmayacağını savunmuştur. Profesyonel arbitrajcular ve yatırımcılar arasındaki kısa vadeli fiyat riski ve temsil sorunları, arbitrajın etkinliğini daha da sınırlandırabilmektedir (Shleifer and Vishny, 1997: 36, 50).

2.2.1.1.2. Bilinçli Yöneticiler

Sınırlı arbitraj ve sistematik yatırımcı önyargıları etkin olmayan piyasalara yol açmaktadır. Ancak yöneticinin bu durumda yanlış fiyatlandırmayı tanımlayabilme anlamında “zeki” olduğu varsayımının nedeni sorgulanabilmektedir. Baker (2003) bu soruya yönelik 3 neden sunmaktadır; ilk olarak, yönetici kendi yönettiği firma hakkında üstün bilgiye sahiptir. Bu durum Muelbroek (1992) ve Seyhun (1992) tarafından firma içinde yapılan yasadışı ve hatta yasal işlemlerin normalin üstünde yüksek getirilere yol açtığı bulguları ile tespit edilmiştir (Meulbroek,1992: 1696; Seyhun, 1992: 1329).

İkincisi, yöneticiler firma kazancını yöneterek veya farklı analistlerden yardım alarak kendi bilgi avantajlarını oluşturabilmektedirler (Bradshaw vd., 2006: 33). Aynı şekilde yöneticiler yatırımcılar ile olan ilişkilerinden faydalanarak yatırımcı taleplerini, onların paylarını satarak şekillendirebilmektedirler (Gao ve Ritter, 2010; 32).

Üçüncüsü, kurumsal yöneticiler eşit derecede zeki para yöneticilerine (yatırım uzmanları) kıyasla daha az kısıtlama ile karşı karşıyadırlar. Sınırlı arbitraja yönelik iki klasik model, DeLong vd. (1990) yatırımcıların kısa vadeli zaman tercihi ve Miller (1977) kısa satış kısıtlamaları üzerine kurulmuştur. Bu modelleri göz önünde bulundurursak, CFO'lar para yöneticilerine göre daha uzun vadeli sonuçlar üzerinden yargılanabilmektedir. Bu durum CFO'lara para yöneticileri için mümkün olmayan, piyasa değerlerine yönelik farklı bir bakış açısı imkanı sağlamaktadır. Aynı şekilde kısa satış kısıtlamaları, para yöneticilerin CFO'ları taklit etmelerini önlemektedir. Çünkü bir firma ya da sektör aşırı değerlendirildiği durumlarda, yeni hisse senetleri ihraç etmek, para yöneticileri tarafından değil sadece firmalar tarafından mümkündür. Ayrıca yöneticiler ortada herhangi bir gerçek bilgi avantajı olmadan sadece tecrübelerine dayalı pratik sezgisel yöntemler ile piyasadaki yanlış fiyatlandırmayı algılayabilmektedir. Baker ve Stein (2004)'e göre piyasanın likit olduğu şartlarda yöneticinin küçük fiyat etkileri yaratmak amacıyla hisse senedi ihraç etmesi bu geçerli pratik yöntemlerden biri sayılmaktadır. Piyasada kısa satış kısıtlamaları uygulandığı şartlarda ise yüksek likidite, iyimser irrasyonel yatırımcıların baskın olduğu aşırı yüksek değerlenmiş bir piyasanın belirtisi sayılmaktadır (Baker ve Wurgler, 2013: 365; De Long vd., 1990: 735; Miller, 1977: 1151).

2.2.1.2. Piyasa Zamanlaması

Piyasa zamanlaması ve catering yaklaşımı iki anahtar etkenden oluşmaktadır; birincisi irrasyonel yatırımcıların menkul kıymet fiyatları üzerinde etkili olmaları gereksinimidir. Başka bir deyişle, menkul kıymet piyasaları tam olarak bilgi açısından etkin değildir ve bu da arbitrajın sınırlı olduğu anlamına gelmektedir. Yani irrasyonel yatırımcıların fiyatları etkileyebilmeleri için, rasyonel yatırımcıların rekabet ve arbitraj olanaklarını ortadan kaldırma güçlerinin sınırlı olması gerekmektedir. İkinci etken ise yöneticilerin piyasadaki gerçek fiyatları algılayabilecek zeka ve bilime sahip olduklarıdır (Baker ve Wurgler, 2013: 361-362).

Piyasa zamanlaması ve catering yaklaşımı, menkul kıymetler piyasalarındaki arbitrajın sınırlı olduğunu ve bunun sonucunda piyasa fiyatlarının yanlış olabileceğini varsaymaktadır. Davranışsal kurumsal finans üzerine yapılmış en yaygın çalışmalar irrasyonel yatırımcı-rasyonel yönetici yaklaşımını içermektedir. BW (2002), sermaye yapısının piyasa zamanlaması teorisini açıkça ifade etmektedir. Buradaki ana fikir, düşük fiyattan alım ve yüksek fiyattan satış anlamına gelmektedir ve amaç ise, diğer maliyetli sermaye türleri yerine özkaynak maliyetindeki geçici dalgalanmalardan faydalanmaktır (Baker ve Wurgler, 2002: 1). Yani yöneticiler firma hisse senetlerinin aşırı değerlendirildiğini fark ettikleri durumda daha fazla hisse senedi ihraç edeceklerdir. Bu görüş, Graham ve Harvey (2001)'in CFO örneklerinin üçte ikisinin (%66.94), hisse senedi ihracı kararlarında, hisse senedi yanlış değerlemesini dikkate aldıklarına dair anket sonuçları ile tutarlıdır. Buradaki

temel varsayım, yöneticilerin rasyonel oldukları ve çoğunlukla yatırımcının irrasyonel olmasından kaynaklanan piyasadaki yanlış fiyatlandırmadan yararlanabilecekleridir (Xu, 2014: 36; Graham ve Harvey, 2001: 216).

Xu (2014) irrasyonel yöneticiler ve irrasyonel yatırımcılardan oluşan piyasa zamanlama matrisini (MTM) geliştirerek daha kapsamlı bir çerçeve sunmaktadır. Matriste yer alan ikinci yaklaşım, BW (2002)'un piyasa zamanlama teorisini temsil etmektedir. Burada rasyonel yöneticilerin, firmaların yatırımcı irrasyonelitesi ile ilişkili hisse senedi yanlış fiyatlandırmasından faydalanabileceği gösterilmiştir. Ayrıca BW (2002) rasyonel yönetici yaklaşımı yumuşatılarak üçüncü yaklaşım önerilmiştir. Bu anlamda, yönetsel aşırı güvenin, yöneticilerin önyargılı yanlış fiyatlandırma algısı ile ilişkili olduğu ve bunun da yanlış piyasa zamanlamasına yol açtığı ifade edilmektedir. Burada yönetsel aşırı güven, kar payı kararlarının firmanın kendi hissedarları yararına değil aksine dış yatırımcıların yararına olan yanlış piyasa zamanlamasına yol açmaktadır (Xu, 2014: 53). Piyasa zamanlaması matrisi Tablo 3'te gösterilmiştir.

Tablo 3: Piyasa Zamanlaması Matrisi

Piyasa zamanlaması katılımcıları		Yönetici	
		Rasyonel	İrrasyonel (Aşırı Güven)
Yatırımcı	Rasyonel	<p>1.yaklaşım</p> <p>Rasyonel yönetici - Rasyonel Yatırımcı</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Fiyatlar etkindir. ▪ Piyasa zamanlaması işlevsizdir. ▪ Zamanla değişen asimetrik bilgi ortamı hakimdir. 	<p>3.yaklaşım</p> <p>İrrasyonel yönetici - Rasyonel Yatırımcı</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Yöneticilerin algıladığı yanlış fiyatlandırma söz konusudur. ▪ Yatırımcının yararına piyasa zamanlaması çalışmaktadır.
	İrrasyonel (Aşırı Güven)	<p>2.yaklaşım</p> <p>Rasyonel yönetici - İrrasyonel Yatırımcı</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Gerçek bir yanlış fiyatlandırma söz konusudur. ▪ Firma yararına piyasa zamanlaması çalışmaktadır. 	<p>4.yaklaşım</p> <p>İrrasyonel yönetici - İrrasyonel Yatırımcı</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Belirsizlik ortamı hakimdir.

Kaynak: Xu, 2014: 53.

2.2.2. İrrasyonel Yönetici Yaklaşımı

Davranışsal kurumsal finansa yönelik ikinci yaklaşımda etkin sermaye piyasalarında rasyonel yatırımcılar irrasyonel yöneticilere karşı faaliyet göstermektedir. İrrasyonel yönetici yaklaşımı, yöneticileri kısıtlamak için uygulanabilecek yönetim mekanizmalarını sınırlamakla birlikte yöneticilerin davranışsal önyargılara sahip olduğunu ancak yatırımcıların rasyonelliğini koruduğunu varsaymaktadır. Bu yaklaşım iyimserlik ve aşırı güven üzerine yoğunlaşmaktadır ve yöneticiler firma değerinin düşük olduğuna inanarak, önyargılı bir görüş ile iç kaynakları kullanarak aşırı yatırım yapılmasını ve dış finansmandan ziyade iç finansmanı, özellikle de iç sermayenin kullanımını tercih etmektedir. İyimserlik ve aşırı güven model tahminleri genel olarak temsil maliyeti ve asimetric bilgi modellerine benzerlik göstermektedir (Baker vd., 2004: 2).

Weinstein (1980) iyimserliği, bireylerin gelecekteki olumlu olayları (örneğin kendi evine sahip olmak, 80 yaşını geçmiş olarak yaşamak) yaşama olasılıklarının ortalamadan daha fazla olduğuna ve olumsuz olayları (kovulma, kanser olma) yaşama ihtimalinin daha düşük olduğuna inanmaları şeklinde ifade etmiştir. Yönetimsel aşırı güven ise Tversky (1995)'e göre yöneticilerin kendi yönetim becerileri, üstün yatırım projelerin seçimi ve bilgilerinin kesinliği konusunda yeteneklerine aşırı güvenebileceği fikrine dayanmaktadır (Baker vd., 2013: 392; Doukas ve Petmezas, 2007: 536; Weinstein, 1980: 807,810).

BW (2012) irrasyonel yöneticilerin firma varlıklarının değeri ve yatırım fırsatları konusunda iyimser olduklarını varsayarak iki çelişkili amacı dengelediklerini öne sürmüştür. Birinci amaç firmanın gerçek değerini maksimum kılmak ve ikinci amaç ise sermaye maliyetini minimum kılmaktır. Burada yöneticilerin firmadaki kendi hisse senetleri ve çıkarları ve ayrıca güvene dayalı yükümlülükleri nedeniyle yatırımcıların adına hareket ettikleri varsayılmaktadır. Bu da piyasa zamanlaması hedefine benzer bir düzene neden olmaktadır, ancak iyimser bir yönetici hisse senedi ihracı için doğru bir zamanın olduğuna asla inanmamaktadır (Baker vd., 2013: 394).

Sermaye piyasasının etkin olduğu ve firmanın gerçek değeri yani $f-K$ üzerinden değerlendirilmesi nedeniyle yönetici γf ile firmanın gerçek değerinin altında olduğunu ve böylece firmanın e kısmının satışıyla mevcut uzun vadeli hissedarların kaybını ($K;\cdot$) olarak algılamaktadır. İrrasyonel yöneticinin amaç fonksiyonu 4 no'lu eşitlikte olduğu gibi ifade edilebilmektedir (Baker vd., 2013: 394):

$$\max_{K,e} (1 + \gamma)f(K; \cdot) - K - e\gamma f(K; \cdot) \quad (4)$$

Burada;

K :Yeni yatırımları

e : Piyasadaki yanlış fiyatlandırmalardan yararlanabilmek amaçlı firmanın satılan kısmını

γ :Yönetimsel aşırı güveni veya iyimserliği(önyargıyı)

$\gamma f(K; \cdot)$:Yönetici tarafından algılanan düşük değerlemenin tutarını

$e\gamma f(K; \cdot)$:Yöneticinin mevcut uzun vadeli hissedarlarının piyasa zamanlamasından kaynaklanan kayıplara ilişkin algılarını

ifade etmektedir.

Etkin sermaye piyasasında faaliyet gösteren irrasyonel yönetici için amaç fonksiyonunun K ve e ' ye göre farklılaştırılarak alındığı optimal yatırım ve finans kararları ise 5 no'lu eşitlikte gösterilmiştir (Baker vd., 2013: 394):

$$(1 + \gamma) f_e(K; \cdot) = \gamma (f(K, \cdot) + e f_e(K; \cdot)) \quad (5)$$

Bu fonksiyon optimal sermaye yapısı yokluğunda yöneticinin özsermaye ihraç etmeyeceğini göstermektedir. Ayrıca iyimser bir yöneticinin mecbur kalmadığı sürece asla hisse senedi satmayacağını ve aşırı güven önyargısına sahip yöneticilerin düşük fiyatlandırıldığına inandıkları payları ihraç etme konusunda isteksiz olacaklarını ifade etmektedir. Aşırı güven, yöneticinin kazanç riskini olduğundan daha düşük tahmin ettiğini varsaymaktadır. Bu durum yöneticilerin borçlanmayı gereksiz ve aşırı pahalı bir sermaye kaynağı ve özsermayelerini aşırı değerli algılamalarına neden olacaktır. Kar payı kararlarına ilişkin yöneticilerin yatırımcılara göre firmanın gelecek nakit akışları ve varlıkları konusunda daha iyimser olmaları kar payı ödemeleri için daha istekli olmalarına neden olacaktır. Öte yandan yönetici açısından gelecek yatırım fırsatları ve finansman ihtiyaçlarının daha fazla gözüktüğü durumlarda ise kar payı ödemeleri veya ödemelerin artması durdurulup elde edilen kazançlar firma içinde tutulabilmektedir (Baker vd., 2013: 395-396).

BW'a göre irrasyonel yönetici davranışından kasıt ise rasyonel beklentiler ve yöneticinin beklenen fayda maksimizasyonu dışındaki davranışlardır ve rasyonel etik davranışlar konuya dahil değildir. Yani yöneticinin gerçekte firma değerini en üst düzeye çıkarmaya yakın olduğuna inandığı ancak aslında bu idealden saptığı durumlarla ilgilidir. Bu anlamda yönetici davranışı üzerine

yapılan çalışmalarda davranışsal ve ekonomik açılardan bireylerin her zaman rasyonel bir şekilde fikir oluşturmadığı veya rasyonel fikirlerin kararlara tutarlı ve mantıklı bir şekilde yansımadağı belirtilmiştir (Baker vd., 2004: 34; Gilovich vd., 2002: 150).

Piyasadaki irrasyonelliğin yatırımcılardan kaynaklandığı durumda, uzun vadeli değer maksimizasyonu ve finansal etkinlik için, yöneticilerin üzerinde uygulanan kısa vadeli hisse senedi fiyatı baskıları ortadan kaldırılmalıdır ve belirli bir zamanda gerektiğinde popüler olmayan bir karar almaları için gerekli esneklik sağlanarak korunmaları gerekmektedir. Burada özsermaye kazançları ve devralma işlemlerinin önünde uygulanan engeller kast edilmektedir. Diğer yandan eğer esas irrasyonellik kaynağı yönetici tarafından ise, piyasa etkinliği için, yöneticinin piyasa fiyat sinyallerine yanıt verebilmesi amacıyla üzerinden zorunluluk ve ihtiyatların azaltılması gerekmektedir. Bu iki yaklaşım içeriğindeki sert tezat bu alanın çalışmaya değer olduğunun sebeplerinden biri sayılabilmektedir (Baker vd., 2004: 3).

2.3. Literatür Araştırması

Finans ve ekonomi alanında catering teorisinin geçerliliğini araştıran bir çok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalarda rasyonel yöneticilerin piyasadaki irrasyonel yatırımcıların kar payı taleplerini temettü politikasına nasıl uyguladıklarına dair araştırmalar yapılmıştır.

BW (2004) catering teorisinin geçerliliğini tespit eden ilk çalışmalardan biridir. Bu çalışmada 1962-2000 dönemi için ABD piyasalarında faaliyet gösteren enerji ve finans sektörü dışında bulunan ve toplam varlıkları 500.000 dolar veya özsermayesinin 250.000 doların altında olan firmalar panel veri yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. Uygulamada toplam varlıklar, hisse senedi fiyatları, işlem gören hisse senedi sayısı, olağan üstü kalemler öncesi gelir, olağan faaliyetler öncesi gelir, hisse senedi başına dağıtılan kar payı, imtiyazlı hisse senetlerine dağıtılan kar payı, rüchan hakkı değeri, imtiyazlı hisse senedi piyasa değeri, imtiyazlı hisse senedi defter değeri, dolanımdaki pay adedi, kaldıraç oranı ve hisse senetleri toplam nominal değeri değişkenleri kullanılmıştır. Ayrıca piyasadaki yatırımcıların kar payı ödeyen firmalar için talebi hisse senedi fiyatı baz alınarak dört ölçüt oluşturulmuştur. Bu ölçütlere göre yatırımcıların kar payı talebi yüksek olduğu durumlarda kar payı ödemeyen firmalar kar payı ödemeye başladıkları tespit edilmiştir. Kar payı talebinin düşük olduğu durumlarda ise firmalar kar payı ödemeye son vermektedirler. Sonuç olarak yöneticilerin kar payı ödemeleri ve ödemeye son vermeleri ile kar payı primi arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

BW catering teorisi çalışmasında sadece firmaların temettü ödemeye başlayıp veya son vermelerini konu almıştır. Li ve Lie (2006) çalışmasında catering teorisini kar payı primi karşısında dağıtılan kar paylarındaki artma, azalma ve değişim tutarı büyüklüğünde ekleyerek BW catering teorisini genişletmiştir. Bu çalışmada catering teorisinin geçerliliği kar payı primi, kar payı dağıtım oranı, kaldıraç derecesi, temettü verimi, likidite, faaliyet geliri ve Pd/Dd oranı değişkenleri, panel veri analiz yöntemi kullanılarak ABD’de 1963-2000 dönemi üzerinden araştırılmıştır. Araştırmanın sonucunda kar payı priminin kar payı ödemelerinin başlatılması veya son verilmesi ve dağıtılan kar paylarının değişim olasılığı ve tutarı üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Neves vd. (2006) tarafından yapılan çalışmada catering teorisinin geçerliliği 1986-2003 dönemine ait veri seti Avusturya, Belçika, Fransa, Almanya, İrlanda, İtalya, Hollanda, Portekiz ve İspanya olmak üzere Avro bölgesinde bulunan 9 ülke için finans sektörü hariç toplam 635 firma üzerinde panel veri yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. Bu çalışmada serbest nakit akışı oranı, kaldıraç oranı, getiri oranı, yatırım oranı, maddi duran varlıklar, firma büyüklüğü, Tobin Q oranı ve kar payı primi değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda Avro bölgesindeki yatırımcı duyarlılığının kar payı dağıtım kararları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca likit varlıklar, serbest nakit akışı ve yatırım fırsatları gibi firma özellikleri ile catering teorisi arasında ilişki olduğu görülmüştür. Elde edilen bulgulara göre, öncelikle sadece likit varlıkları yüksek olan firmalarda catering etkisi bulunmaktadır. İkincisi, catering etkisi sadece büyük yatırım fırsatlarına sahip firmalarda tespit edilmiştir. Ve Üçüncü olarak, daha yüksek serbest nakit akış oranına sahip firmalarda, yatırımcı taleplerinin daha güçlü bir şekilde karşılandığı görülmüştür.

Ferris vd. (2006) tarafından yapılan çalışmada ABD’de kar payı ödeyen firma sayısındaki azalmanın, dünyanın diğer gelişmiş sermaye piyasaları arasında genel bir eğilimin parçası olup olmadığı incelenmiştir. Çalışmada İngiltere’de kar payı dağıtan firmaların sayısındaki değişim finans sektörü, kamu hizmetleri firmaları ve kısmen devlete ait firmalar hariç toplam 3,551 firma verileri 1988-2002 dönemi üzrinden panel veri analizi yöntemi ile araştırılmıştır. Uygulamada kar payı ödeme olasılığı, kar payı primi, karlılık, yatırım fırsatları, firma büyüklüğü, toplam varlıklar, Pd/Dd ve vergi değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda İngiltere’de kar payı ödeyen firma sayısının 1988-2002 yılları arasında %75,9’dan %54,5’e düştüğü tespit edilmiştir. İngilterede kar payı politikasındaki bu değişikliği catering ile açıklanabileceği ve kar payı priminin yöneticilerin kar payı ödeme eğilimini başarıyla açıkladığı ifade edilmiştir.

Denis ve Osobov (2008) tarafından yapılan çalışmada kar payı politikasını etkileyen faktörlerin belirlenmesi amaçlı ABD, Kanada, İngiltere, Almanya, Fransa ve Japonya olmak üzere altı gelişmiş ülke için 1989-2002 dönemine ait veriler panel veri yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. Uygulamada kar payı primi, kar payı dağıtım oranı, yatırım fırsatları, firma

büyüklüğü ve karlılık değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda diğer firmalara oranla karlılık oranı ve dağıtılmamış kar oranı daha yüksek olan büyük firmalarda yöneticilerin kar payı dağıtmaya daha eğilimli oldukları tespit edilmiştir. Bu çalışmada ABD dışındaki ülkelerde kar payı ödeyen ve ödemeyen firmalar ve hisse senedi fiyatları arasında sistematik pozitif bir ilişkinin olmadığı ve söz konusu bu ülkelerde catering teorisinin geçerli olmadığı tespit edilmiştir.

Eije ve Megginson (2008) tarafından yapılan çalışmada firmalarda kendi hisselerini geri satın alma eğilimi ve nakit kar payı dağıtımını yanı sıra catering etkisi de 2004'ten önce Avrupa Birliği üyesi olan 15 ülke için 1989-2005 dönemi üzerinden araştırılmıştır. Uygulamada nakit kar payı dağıtım olasılığı, kazanç raporlama sıklığı, firmaların özelleştirilmesine ilişkin kukla değişkeni, firma büyüklüğü, kazanç oranı, Pd/Dd oranı, varlıkların büyüme oranı, dağıtılmamış kar oranı, toplam borç, son 5 yıla ait net getirinin standart sapması, firmanın yaşı, firmanın nakliye şirketi olup olmamasına ilişkin kukla değişkeni, ilgili ülkede nakit temettü kar payı priminin nakit olmayan kar payı priminden yüksek veya düşük olmasına ilişkin kukla değişkeni, ilgili ülkenin Anglo-Sakson veya Kıta Avrupa'sı Sistemi'nde olmasına ilişkin kukla değişkeni ve ilgili ülkenin para biriminin Euro olup olmamasına ilişkin kukla değişkeni kullanılmıştır. Sonuç olarak Avrupa Birliği ülkelerinde catering teorisinin geçerli olduğuna dair bulgular elde edilmemiştir.

Hoberg ve Prabhala (2008) tarafından yapılan çalışmada kar payı ödeyen firma sayısında azalma bulmacası risk yönünden 1963-2004 dönemine ait ABD piyasaları üzerinden panel veri yöntemi ile araştırılmıştır. Uygulamada özkaynak, Pd/Dd oranı, aktif büyüme oranı, kar payı ödeme olasılığı, kar payı primi, sistematik risk, sistematik olmayan risk ve Nixon kukla değişkenleri² kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda riskin yöneticilerin kar payı kararlarında önemli bir belirleyici olduğu ifade edilmiştir. Ayrıca kar payı dağıtan firma sayısında azalmanın %40'luk bir oranı risk faktörü ile açıkladığı ve catering teorisi ile ilişkisi olmadığı tespit edilmiştir.

Ferris vd. (2009) tarafından yapılan çalışmada Anglo-Sakson ve Kıta Avrupa'sı Sistemi uygulanan 23 ülkede 1995-2004 yılları üzerinden panel veri yöntemi kullanılarak catering teorisinin geçerliliği araştırılmıştır. Uygulamada kar dağıtım oranı, kar payı primi, karlılık oranı, Pd/Dd oranı, aktif değişim oranı ve dağıtılmamış karların toplam aktiflere oranı kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda catering teorisinin geçerliliği Anglo-Sakson Sisteminin uygulandığı ülkelerde tespit edilmiştir, ancak Kıta Avrupa'sı Sistemi uygulanan ülkelerde doğrulanmamıştır. Ayrıca catering etkisinin, firmanın yaşam döngüsü etkisi kontrol altına alındıktan sonra bile geçerli

² Nixon kukla değişkeni 1971 Nixon şoku ile ilgilidir. Bu dönemde ABD altın rezervlerini korumak amaçlı Richard Nixon tarafından ABD dolarının altına endeksli bir rezerv para birimi olma özelliği ortadan kalkmış, maaş ve fiyat tavanları geçici bir süre için dondurulmuş ve yabancı merkez bankalarının dolar varlıklarını altına dönüştürebilmesine son verilmiştir. Bunun sonucunda ilgili dönemde kar payı dağıtmaya eğilimli firmalar ise temettü ödemeleri yerine hisselerini geri satın alma girişiminde bulunmuştur. Söz konusu kukla değişkeni ilgili dönemde Nixon şoku etkisi ile gerçekleşen hisseleri geri satın almadaki (repurchase) artış etkisini kontrol altına almaktadır.

olduğu sonucu elde edilmiştir. Çalışmada yasal rejim ve beraberinde yatırımcı haklarının korunduğu piyasalarda yatırımcıların dolaylı olarak yani kar payı ödeyen hisse senetlerini yüksek fiyatlandırarak yöneticileri kar payı dağıtmaya zorladığı tespit edilmiştir.

Tsuji (2010) tarafından yapılan çalışmada Japonya elektrik sektöründe faaliyet gösteren firmalar üzerine 1986-2006 dönemi için panel veri yöntemi kullanılarak catering teorisinin geçerliliği araştırılmıştır. Araştırmada kar payı dağıtımına başlama, ödeme ve ödemeye devam etmeye ilişkin kukla değişkenleri, kar payı primi, vergi oranı ve Pd/Dd oranı kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda Japonya elektrik sektöründe faaliyet gösteren firmalarda yöneticilerin ne kar payı dağıtımına başlama ve ne de ödemelere devam etme kararlarında catering teorisini dikkate aldıkları tespit edilmiştir.

Kent Baker ve Powell (2012) tarafından yapılan çalışmada Endonezya'da faaliyet gösteren 52 firmada 2006-2009 dönemi için yöneticilerin kar payı politikasını etkileyen faktörler ve kar payı ödemeye ilişkin sorunlar üzerine görüşleri anket yöntemi ile araştırılmıştır. Anket, firmanın kar payı politikasını belirleyen 22 faktör, anketleri cevaplayan yöneticiler ve firmaları hakkında temel bilgiler sağlayan 6 soru ve kar payı politikası hakkında genel açıklamalar olarak 3 ana bölümden oluşturulmuştur. Araştırmanın sonucunda yöneticilerin, stabil getiri oranı ve mevcut ve beklenen gelecek getiri oranının kar payı politikasına yönelik en önemli belirleyici faktörler olarak gördükleri tespit edilmiştir. Ayrıca kar payı dağıtımının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi ve piyasadaki yatırımcının kar payı talebi diğer önemli belirleyici faktörler olarak gösterilmiştir. Bu sonuçlara göre Endonezya firma yöneticileri açısından kar payı politikası firma değerini etkilemektedir. Elde edilen bulgular yöneticilerin, firmaların neden kar payı ödemediği sorusunun sinyalizasyon, yaşam döngüsü ve catering teorisi ile açıklandığı konusunda hemfikir olduklarını göstermektedir.

Anour (2012) tarafından yapılan çalışmada 1990-2010 dönemi için Fransa'da bulunan 250 firma üzerinden panel veri yöntemi ile catering teorisinin geçerliliği araştırılmıştır. Uygulamada kar payı ödeme olasılığı, Pd/Dd oranı, firma büyüklüğü, kaldıraç oranı, yatırım fırsatları, karlılık ve geçmiş döneme ait dağıtılan kar payı değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda yüksek karlılık ve düşük borç oranına sahip büyük firmalarda piyasadaki yatırımcıların kar payı talebinin yöneticilerin kar payı dağıtım olasılığı üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Rashid vd. (2013) tarafından yapılan çalışmada Malezya'da 2002-2007 dönemi üzerinden 361 firmada kar payı politikasına yönelik belirleyici faktörler panel veri yöntemi ile araştırılmıştır. Uygulamada hisse başına kar payı dağıtım oranı, yatırım fırsatları, Tobin Q oranı, yöneticinin yönetim kurulu başkanı olup olmamasına ilişkin kukla değişkeni, yönetim kurulu üye sayısı, firma büyüklüğü ve borç oranı değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda hisse başına dağıtılan

kar payının hisse başına dağıtılmış kar payı, borç oranı, yönetim kurulu üye sayısı ve önceki dönem performansın kar payı dağıtımına yönelik en önemli belirleyici faktörler olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular, hisse başına dağıtılan kar payının piyasadaki firma değerinden etkilendiğini, yatırımcı talebinin kar payı kararlarını etkilediğini ve dolayısıyla catering teorisinin geçerliliğini göstermektedir.

Kim ve Byun (2013) tarafından yapılan çalışmada catering teorisinin geçerliliği OECD ülkelerinde 1996-2010 dönemi üzerinden panel veri yöntemi ile araştırılmıştır. Uygulamada kar payı primi, karlılık oranı, toplam borç oranı, piyasa duyarlılık endeksleri, toplam aktifler, yatırım harcamaları oranı, nakit kar payı değeri, hisse başına kar payı değeri, Pd/Dd oranı ve işlem gören hisse senedi sayısı değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda catering teorisinin Anglo-Sakson Sistemi uygulanan ülkelerde geçerli olduğu ancak Kıta Avrupa'sı Sistemi uygulayan ülkelerde geçerli olmadığı tespit edilmiştir.

Lu vd. (2014) tarafından yapılan çalışmada catering teorisinin geçerliliği Çin'de 2004-2009 dönemi üzerinden, minimum manidarlık yöntemi (Least Significant Difference Method), Co-integration modeli, Sharpe Index modeli ve hata düzeltme modeli yöntemleri kullanılarak araştırılmıştır. Uygulamada nakit kar payı, bedelsiz hisse senedi veya kar payı dağıtmamak olmak üzere üç farklı kar payı politikaları için piyasa risk primi ve hisse senedi getirisi değişkenlerini kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda catering teorisinin geçerliliği Çin piyasasında tespit edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre farklı temettü politikalarına sahip firmalar hisse senedi getirilerinde önemli farklılıklar göstermektedir. Çalışmada bedelsiz hisse senedi dağıtımına yönelik temettü politikası uygulayan firmaların hisse senedi getirisi nakit temettü politikası veya temettü dağıtmayan firmalara oranla açık bir şekilde daha yüksek olduğu saptanmıştır. Ayrıca irrasyonel yatırımcılar ve arbitrajdaki kısıtlamalardan kaynaklanan piyasadaki yanlış fiyatlandırmaların belirli bir süre içerisinde tekrar gerçek fiyata doğru hareket ettiği tespit edilmiştir.

Abdulkadir vd. (2014) tarafından yapılan çalışmada catering teorisinin geçerliliği Nijerya'da 49 firma ve 2003-2012 dönemi için panel veri yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. Uygulamada kar payı primi, hisse başına dağıtılan kar payı oranı, firma büyüklüğü, karlılık oranı, yatırım fırsatları, serbest nakit akışı, toplam borç oranı ve kriz değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda kar payı priminin kar payı dağıtım kararları üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular catering teorisinin kriz döneminde geçerli olmadığını ayrıca, firma büyüklüğü, karlılık, serbest nakit akışı ve önceki dönem kar payını içeren firma düzeyinde faktörlerin, firmaların temettü kararlarını açıklamaya yönelik önemli belirleyiciler olduğunu göstermiştir.

Pontoh (2015) tarafından yapılan çalışmada kar payı kararları ve hisse senetlerindeki fiyat dalgalanmaları arasındaki ilişki, Endonezya'da 373 firma ve 2010-2012 dönemi üzerinden multinomial lojistik regresyon ve veri indirgeme (data reduction) yöntemleri ile araştırılmıştır. Uygulamada hisse senedi fiyatları ve kar payı dağıtım oranı değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda temettü dağıtımının hisse senedi fiyatları üzerinde ve aynı şekilde hisse senedi fiyatlarının temettü dağıtımını üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu gösterilmiştir. Çalışmada düzenli olarak temettü dağıtan firmaların hakim olduğu bir piyasada sinyalizasyon teorisi, eldeki kuş teorisi ve catering teorisinin geçerliliği tespit edilmiştir. Ayrıca düzenli olarak temettü ödemesi yapan firmaların diğer firmalara ilişkin en belirgin özellikleri, daha yüksek hisse senedi sayısı, daha yüksek aktif oranı, en yüksek toplam aktifler ve toplam borç oranı, en yüksek dağıtılmamış kar oranı ve en yüksek net getiri olarak gösterilmiştir.

Ramadan (2015) tarafından yapılan çalışmada catering teorisinin geçerliliği Ürdün'de 1993-2013 dönemi üzerinden finansal firmalar ve sürekli kar payı dağıtmayan firmalar hariç toplam 92 firma için panel veri yöntemi ile araştırılmıştır. Uygulamada kar payı primi, Pd/Dd oranı, firma büyüklüğü, ROA, büyüme fırsatları, borç oranı, net faaliyet nakit akışı ve geçmiş döneme ait hisse başına kar payı değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda açıklayıcı değişkenlerin kar payı primini etkilediği ve Ürdün piyasasında catering teorisinin geçerliliği tespit edilmiştir.

Wang vd. (2016) tarafından yapılan çalışmada catering teorisinin geçerliliği Tayvan'da 1992-2011 dönemi üzerinden panel veri yöntemi ile araştırılmıştır. Uygulamada kar dağıtım kararları; nakit kar payı, bedelsiz hisse senedi ve melez kar payı olarak kar paylarına ilişkin kukla değişkeni, kar payı primi, firma büyüklüğü olarak toplam aktifler, ROA, Pd/Dd oranı ve büyüme fırsatlarının göstergesi olarak aktif değişim değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda yöneticilerin yatırımcıların kar payı talebini karşılamaya yönelik temettü politikası uyguladıkları ve böylece catering teorisinin geçerliliği tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular bedelsiz hisse senedi olarak dağıtılan kar payları için kar payı priminin pozitif olması durumunda, yöneticilerin pay şeklinde dağıttıkları kar paylarında artış olduğunu göstermiştir. Ayrıca kar payı priminin pay şeklinde dağıtılan kar payları için negatif olması durumunda yöneticilerin daha çok nakit veya melez olarak kar payı dağıttıkları sonucu elde edilmiştir.

Budiarso ve Pontoh (2016) tarafından yapılan çalışmada Endonezya'da kar payı kararları catering ve yaşam döngüsü teorileri ele alınarak 222 firma 2009-2014 dönemi üzerinden lojistik regresyon yöntemi ile araştırılmıştır. Uygulamada dağıtılmış ortalama kar payı oranına ilişkin kukla değişkeni, hisse senedi fiyatları, birikmiş (dağıtılmamış) kar payı, toplam borç, karlılık oranı, firma büyüklüğü ve likidite oranı değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda catering teorisine dayanarak temettü kararlarını belirleyen firmaların belirli özelliklere sahip olduğu tespit edilmiştir.

Elde edilen bulgulara göre catering teorisini esas alarak kar payı ödeyen firmalar 33 yaşın üzerinde, borç oranı daha düşük, karlılık oranı daha yüksek, büyük veya küçük firmalardır.

Kar payı dağıtım kararlarında catering teorisi üzerine yapılan çalışmaların özeti Tablo 4'te sunulmuştur.



Tablo 4: Catering Teorisi Üzerine Yapılan Çalışmaların Özeti

Yazar	Örneklem ve Dönem	Yöntem	Değişkenler	Bulgular
Baker ve Wurgler (2004)	1962-2000 ABD	Lojistik Regresyon, 2AEKK ve Fama MacBeth	Toplam varlıklar, hisse senedi fiyatları, işlem gören hisse senedi sayısı, olağan üstü kalemler öncesi getiri, hisse senedi başına dağıtılan kar payı, imtiyazlı hisse senetlerine dağıtılan kar payı, rüchan hakkı değeri, imtiyazlı hisse senedi piyasa değeri, imtiyazlı hisse senedi defter ve nominal değeri ve kaldıraç oranı	Yöneticilerin karpayı ödeme eyleminde bulunma ve ödemeye son vermeleri ile kar payı primi arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir (catering teorisi geçerlidir).
Li ve Lie (2006)	1963-2000 ABD	Multinomial Lojistik Regresyon	Kar payı primi, kar payı dağıtım oranı, kaldıraç derecesi, temettü verimi, likidite, faaliyet geliri ve PD/DD oranı	Kar payı priminin kar payı ödemelerine başlanması veya son verilmesi ve değişim oranı üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu tespit edilmiştir (catering teorisi geçerlidir).
Neves vd. (2006)	1986-2003 Avusturya, Belçika, Fransa, Almanya, İrlanda, İtalya, Hollanda, Portekiz ve İspanya	GMM	Serbest nakit akışı oranı, kaldıraç oranı, getiri oranı, yatırım oranı, maddi duran varlıklar, firma büyüklüğü, TobinQ oranı ve kar payı primi	Catering teorisinin geçerliliği likit varlıkları yüksek olan, büyük yatırım fırsatlarına sahip ve daha yüksek serbest nakit akışı oranına sahip firmalarda tespit edilmiştir.
Ferris vd. (2006)	1988-2002 İngiltere	Zaman Serisi, Lojistik Regresyon	Kar payı ödeme olasılığı, kar payı primi, karlılık, yatırım fırsatları, firma büyüklüğü, toplam varlıklar, Pd/Dd ve vergi	Kar payı priminin yöneticilerin kar payı ödeme eğilimini başarıyla açıkladığı tespit edilmiştir.

Tablo 4 (devam)

Yazar	Örneklem ve Dönem	Yöntem	Değişkenler	Bulgular
Denis ve Osobov (2008)	1989-2002 ABD, Kanada, İngiltere, Almanya, Fransa ve Japonya	Panel Lojistik Regresyon	Kar payı primi, kar payı dağıtım oranı, yatırım fırsatları, firma büyüklüğü ve karlılık	ABD dışındaki ülkelerde catering teorisinin geçerli olmadığı tespit edilmiştir.
Eije ve Magginson (2008)	1989-2005 İngiltere, Almanya, Fransa, Belçika, Hollanda, İspanya, Avusturya, Lüksemburg, İsveç, Portekiz, İtalya, Yunanistan, Danimarka, İrlanda ve Finlandiya	Panel Lojistik Regresyon	Kar payı dağıtım olasılığı, kazanç raporlama sıklığı, firma büyüklüğü, kazanç oranı, Pd/Dd, varlıkların büyüme oranı, dağıtılmamış kar oranı, toplam borç, son 5 yıla ait net gelirin standart sapması, firmanın yaşı, hukuk sistemi, para birimi, kar payı primi ve firmaların özelleştirmesine ve nakliye şirketi olup olmasına ilişkin kukla değişkenleri	Avrupa Birliği ülkelerinde catering teorisinin geçerli olduğuna dair bulgular elde edilmemiştir.
Hoberg ve Prabhala (2008)	1989-2005 ABD	Panel Lojistik Regresyon	Özkaynak, Pd/Dd oranı, aktif büyüme oranı, kar payı ödeme olasılığı, kar payı primi, sistematik risk, sistematik olmayan risk, vergi ve Nixon kukla değişkeni	Catering teorisinin geçersiz olduğu tespit edilmiştir.
Ferris vd. (2009)	1995-2004 Avustralya, Belçika, Kanada, Danimarka, Fransa, Almanya, Hong Kong, Endonezya, İtalya, Kore, Malezya, Meksika, Hollanda, Norveç, İsveç, Singapur, Güney Afrika, İspanya, İsviçre, Tayvan, Tayland, İngiltere ve ABD	Panel Lojistik Regresyon	Kar dağıtım oranı, kar payı primi, karlılık, Pd/Dd oranı, aktif değişim oranı ve dağıtılmamış karların toplam aktiflere oranı	Catering teorisinin geçerliliği Anglo-Sakson Sisteminin uygulandığı ülkelerde tespit edilmiştir.

Tablo 4 (devam)

Yazar	Örneklem ve Dönem	Yöntem	Değişkenler	Bulgular
Tsuji (2010)	1986-2006 Japonya	Panel Regresyon	Kar payı dağıtımına başlama, ödeme ve ödemeye devam etmeye ilişkin kukla değişkenleri, kar payı primi, vergi oranı ve Pd/Dd oranı	Catering teorisinin geçerli olmadığı tespit edilmiştir.
Baker ve Powel (2012)	2006-2009 Endonezya	Anket	Anket, firmanın kar payı politikasını belirleyen 22 faktör, anketleri cevaplayan ve firmalar hakkında temel bilgiler sağlayan 6 soru ve kar payı politikası hakkında genel açıklamalar olarak 3 ana bölümden oluşturulmuştur	Elde edilen bulgular, yöneticilerin temettü kararlarında catering etkisini dikkate aldıklarını göstermektedir.
Anour (2012)	1990-2010 Fransa	Panel Probit Regresyon	Kar payı ödeme olasılığı, Pd/Dd, karlılık, firma büyüklüğü, kaldıraç oranı, yatırım fırsatları ve geçmiş dönem dağıtılan kar payı	Catering teorisinin geçerli olduğu tespit edilmiştir.
Rashid vd. (2013)	2002-2007 Malezya	Panel Regresyon	Hisse başına kar payı oranı, yatırım fırsatları, Tobin Q oranı, yöneticinin yönetim kurulu başkanı olup olmamaya yönelik kukla değişkeni, yönetim kurulu üye sayısı, firma büyüklüğü, borç oranı	Catering teorisinin geçerli olduğu tespit edilmiştir.
Kim ve Byun (2013)	1996-2010 Kanada, İngiltere, ABD, Fransa, Almanya, Hollanda, İspanya, İsveç, İsviçre, Danimarka, İtalya, Avusturya, Belçika, Yeni Zelanda, Norveç, Avustralya, Kore, Tayvan, Hong Kong, Japonya ve Singapur	Panel Lojistik Regresyon	Kar payı primi, karlılık, toplam borç, piyasa duyarlılık endeksleri, toplam aktifler, yatırım harcamaları oranı, nakit kar payı değeri, hisse başına kar payı değeri, Pd/Dd oranı ve işlem gören hisse senedi sayısı	Catering teorisinin Anglo-Sakson Sistemi ülkelerinde geçerli olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 4 (devam)

Yazar	Örneklem ve Dönem	Yöntem	Değişkenler	Bulgular
Lu vd. (2014)	2004-2009 Çin	LSD, Kointegrasyon, Sharp Index ve Hata Düzeltme Modeli	Kar payı kararları (nakit ve pay şeklinde ödemeler veya kar payı ödememek) için piyasa risk primi, hisse senedi getirisi	Catering teorisinin geçerli olduğu tespit edilmiştir.
Abdulkadir vd. (2014)	2003-2012 Nijerya	Panel Regresyon	Kar payı primi, kar payı oranı, firma büyüklüğü, karlılık oranı, yatırım fırsatları, net nakit akışı, toplam borç oranı ve kriz	Catering teorisinin geçerliliği tespit edilmiştir.
Pontoh (2015)	2010-2012 Endonezya	Panel Lojistik Regresyon, DRM	Hisse senedi fiyatları, kar payı dağıtım oranı	Catering teorisinin geçerliliği tespit edilmiştir.
Ramadan (2015)	1999-2013 Ürdün	EKK	Kar payı primi, Pd/Dd, firma büyüklüğü, aktif karlılık oranı (ROA), büyüme fırsatları, borç oranı, net faaliyet nakit akışı, geçmiş döneme ait hisse başına kar payı	Catering teorisinin geçerliliği tespit edilmiştir.
Wang vd. (2016)	1992-2011 Tayvan	Panel Lojistik Regresyon	Kar dağıtım kararları, kar payı primi, firma büyüklüğü, aktif karlılığı, Pd/Dd oranı ve büyüme fırsatlarının göstergesi olarak aktif değişimi	Catering teorisinin geçerliliği tespit edilmiştir.
Budiarso ve Pontoh (2016)	2009-2014 Endonezya	Panel Lojistik Regresyon	Dağıtılmış ortalama kar payı oranına ilişkin kukla değişkeni, hisse senedi fiyatları, birikmiş (dağıtılmamış) kar payı, toplam borç , karlılık , firma büyüklüğü ve likidite	Catering teorisini esas alarak kar payı ödeyen firmaların 33 yaşın üzerinde, borç oranı daha düşük, karlılık oranı daha yüksek firmalar olduğu tespit edilmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. VERİ SETİ ve EKONOMETRİK YÖNTEM

3.1. Veri Seti

Bu çalışmada yatırımcıların kar payı talebi göstergesi olan kar payı priminin, kar payı dağıtım kararları üzerindeki etksi yani catering teorisinin geçerliliği araştırılmıştır. Bu alanda yapılmış çeşitli çalışmalarda catering teorisinin geçerliliğini araştırmak için panel lojistik regresyon yöntemi kullanılmıştır. Dolayısıyla bu araştırmada da panel lojistik regresyon yanısıra geliştirilen modellere bağlı olarak panel doğrusal regresyon yönteminden de yararlanılmıştır.

Çalışmanın uygulamasında kullanılan 2009-2017 döneminde ve sanayi sektöründe işlem gören firmalara yönelik tüm veriler, Borsa İstanbul (www.borsaistanbul.com) ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (www.kap.org.tr) veri tabanlarında bulunan ve bağımsız denetimden geçmiş firmaların yıllık finansal tablolarından sağlanmıştır. Ayrıca Borsa İstanbul'da imalat sanayi sektöründe işlem gören 176 firmadan, eksik veri veya ilgili dönemde sürekli olarak nakdi kar payı dağıtmayan firmalar çalışma dışında bırakılmış ve verilerine ulaşılabilen toplam 74 firmaya dahil edilmiştir.

3.2. Değişkenlerin Tanımı

Çalışma kapsamında oluşturulan modellerde catering etkisini araştırmak amacıyla; kar payı dağıtım kararlarına ilişkin nakdi kar payı dağıtım dağıtmama kararları, nakdi kar payı dağıtımında artış kararları, nakdi kar payı dağıtımında azalış kararları, nakdi kar payı dağıtımında artış oranı farkı ve nakdi kar payı dağıtımında azalış oranı farkı olmak üzere beş bağımlı değişken ve bağımsız değişken olarak ise kar payı primi kullanılmıştır. Ayrıca, modelin açıklama gücünü artırması amacıyla, veri setine karlılık oranı, firma büyüklüğü, kaldıraç oranı, likidite, hisse senedi fiyatı, yatırım fırsatları ve önceki döneme ait ödenen nakit kar payı olmak üzere yedi adet kontrol değişkeni eklenmiştir.

3.2.1. Bağımlı Değişkenler

Bu çalışmada kar payı kararları bağımlı değişken olarak ele alınmıştır ve kar payı dağıtım kararlarına ilişkin üçü kukla değişkeni olmak üzere toplam beş değişken kullanılmıştır. Birinci kukla değişkeni BW (2004)'ın kar payının dağıtılıp dağıtılmaması kararı ile ilgilidir. Literatürde bazı ülkelerde uygulanan zorunlu kar payı dağıtım oranı yasasına³ ilişkin ilgili dönemde dağıtılmış kar payı oranı belirli oranın altında olduğu durumda bu değişken 0 ve üstünde olduğu takdirde ise 1 değerini almaktadır. Ancak Türkiye piyasalarında kar payı dağıtım kararları yönetim kurulu kararına bırakıldığından ve zorunlu bir oranın uygulanmamasından dolayı çalışma kapsamında kar payı dağıtım olasılığı değişkeni ilgili dönemde nakdi kar payı dağıtıldığı durumda 1 ve aksi durumda 0 değerini almaktadır.

Li ve Lie (2006) yatırımcıların firmaları sadece temettü ödeyip ödemeyecekleri üzerinden değil, aynı zamanda temettü düzeyine göre gruplara ayırdıklarını öne sürmüştür. Bu varsayımla uyumlu olarak, Grinstein ve Michaely (2003) kurumsal hisselerin hem temettü ödenip ödenmeme değişkeni ve hem temettü seviyesi ile ilişkili olduğunu belirtmektedir (Li ve Lie, 2006: 294; Grinstein ve Michaely, 2003: 24).

Buradan hareketle, ilk olarak temettü değişikliği olasılığının kar payı primi ile ilgili olup olmadığı incelenmiştir. Bu anlamda, ikinci ve üçüncü bağımlı kukla değişkenleri Li ve Lie (2006)'ın çalışmasında gösterilen dağıtılmış kar paylarındaki değişim faktörü ile ilgilidir. Söz konusu değişkenler varsayılan kar payı primi etkisi altında yöneticilerin nakdi kar payı ödemelerinde uyguladıkları artış ve azalış olasılığından oluşmaktadır. Burada ikinci ve üçüncü bağımlı değişkenler sırasıyla, nakdi kar paylarında artış varsa 1 yoksa 0 değerini ve nakdi kar paylarında azalma varsa 1, yoksa 0 değerini almaktadır. Bu değişkenler kar payı priminin yöneticilerin temettüleri arttırma veya azaltma kararları üzerindeki etkisini araştırmaktadır.

Çalışmada ayrıca temettü değişikliklerinin büyüklüğü üzerinde kar payı priminin etkili olup olmadığını incelemek amacıyla modeller oluşturulmuştur. Yine Li ve Lie (2006) modelinde olduğu gibi dördüncü ve beşinci bağımlı değişkenlerde kar paylarındaki değişim oranı büyüklüğü göstergesi olarak ilgili yılda önceki yıla oranlanmış temettü verimi farkı kullanılmıştır. Böylece dağıtılan temettülerdeki artış ve azalış büyüklüğünün yarattığı etkiler iki ayrı modelde ele alınmıştır. Söz konusu modeller, dördüncü bağımlı değişken olarak nakdi kar paylarında

³ SPK tarafından firmaların kar payı dağıtım kararları üzerinde uygulanan zorunlu şartlar; birinci temettü tutarının, hesap dönemi karından yedek akçeler, vergi, fon, mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir karın %20'sinden az olmaması şeklindedir. Ayrıca ayrılması gereken yedek akçeler ayrılmadıkça ve esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen kar payı ayrılmadıkça başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine ve ortaklık çalışanlarına kar payı dağıtılmasına karar verilemez (<https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/412/pay-piyasasi-kar-payi-dagitimi>).

gerçekleşen artış oranı farkı ve beşinci değişken olarak ise gerçekleşen azalış oranı farkı şeklinde oluşturulmuştur (Li ve Lie, 2006: 304).

Kar payı dağıtımındaki değişim oranı büyüklüğü 6 no'lu eşitlikte gösterilmiştir.

$$\text{Nakdi Kar Dağıtımındaki Fark} = [D_t / (P)_{t-1}] - [(D)_{t-1} / (P)_{t-2}] \quad (6)$$

Burada;

D: Yıllık Hisse Başına Ödenen Nakdi Kar Payı Tutarını ve

P : Hisse Senedi Değerini

ifade etmektedir.

3.2.2. Bağımsız Değişkenler

Çalışmada oluşturulan modellerde bağımsız değişken olarak kar payı primi kullanılmıştır. BW (2004), kar payı primini, temettü ödeyen ve ödemeyen firmaların ortalama Pd/Dd oranları arasındaki fark olarak tanımlamaktadır. Ancak BW %20 lik bir kar payı priminin, sadece temettü ödemelerini başlatarak hisse senedi değerlerinde %20'lik bir fiyat artışı olacağı anlamına gelmediğini belirtmiştir. Burada BW (2004) hesaplanan kar payı primi üzerinde, kar payı ödeyen ve ödemeyenler arasında farklılık gösteren diğer firma özelliklerindeki etkisi olduğuna değinmiştir (Baker ve Wurgler, 2004: 1136).

Buradan hareketle, çalışma kapsamında kar payı primi değişkeni yanısıra literatürde yer alan diğer kar payı belirleyici değişkenlerindeki yararlanılmıştır. Firmaların kar payı kararlarını etkileyen faktörler, mevcut teorilerde ve yapılan ampirik çalışmalarda tanımlanmakta ve kar payı politikasının belirlenmesinde iç faktörler yanısıra dış faktörlerinde önemli bir etkiye sahip olduğu vurgulanmaktadır (Jensen ve Smith, 1984: 21; Lintner, 1956: 113). Bu anlamda iç faktörler arasında yatırım fırsatları, karlılık ve likidite yer alırken, dış faktörler olarak ise büyüme oranı, stabilite, teknolojiye bağlı değişim ve yatırımcıların talep değişimi gibi makroekonomik etkenler gösterilmektedir (Malik vd., 2013: 35).

Bu çalışmada ise kar payı belirleyicileri mevcut literatür takip edilerek seçilmiştir ve uygulamada kontrol değişkenleri likidite oranı, karlılık oranı, firma büyüklüğü, büyüme fırsatları, hisse senedi fiyatı, kaldıraç oranı ve önceki döneme ait hisse başına dağıtılan kar payı değişkenlerinden oluşmaktadır.

3.2.2.1. Kar Payı Primi

Kar payı ödeyen hisse senetlerine yönelik, irrasyonel sayılan bazı yatırımcılar tarafından, zamanla değişen bir talep oluşmaktadır. Bu talep bilgiye dayalı değildir ve piyasadaki arbitraj ise bu durumu dengelemekte yetersiz kalmaktadır. Buna karşılık rasyonel yöneticiler piyasadaki yanlış fiyatlandırmayı fark ederek yatırımcıların kar payı ödeyen hisse senetlerine talep gösterdikleri durumda kar payı ödeyip ve aksi takdirde kar payı ödemeye son vermektedirler. BW (2004) kar payı priminin yüksek (düşük) olduğu durumda firmaların temettü ödemelerini başlatma (durdurma) eğiliminde olduklarını ifade etmiştir ve kar payı priminin firmaların kar payı ödeme kararları üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu tespit etmiştir (BW, 2004: 1125).

Liu ve Shan (2007) temsil maliyeti teorisi ve sinyalizasyon teorisi ışığında, kar payı priminin temsil maliyeti yüksek olduğu şartlarda artacağını, ayrıca kar payı ödeyenlerin ödemeyenlere kıyasla daha yüksek nakit akışına ve daha düşük karlı yatırım projelerine sahip olduğu durumda yatırımcıların kar payı ödeyenlere daha yüksek prim vereceğini ifade etmiştir (Liu ve Shan, 2007: 1).

Kar payı primi hesaplama işleminde BW (2004)'un metodolojisinde de olduğu gibi her yıl için ayrı olarak kar payı ödeyen ve ödemeyen firmaların eşit ağırlıklı ve değer ağırlıklı Pd/Dd ortalaması hesaplanmıştır ve daha sonra nihai kar payı primi değerleri söz konusu ortalamaların logaritmasının farkından elde edilmiştir. BW çalışmasında Pd/Dd oranı, Fama ve French (2001) modelinden yararlanarak toplam borçlar ve öz kaynaklar piyasa değerinin toplam varlıklara bölünmesi ile hesaplanmıştır. Ayrıca değer ağırlıklı ortalama hesaplanırken ağırlık olarak toplam varlıkların değeri kullanılmıştır (Denis ve Osobov, 2008: 77). Elde edilen değerler tablo 5'te sunulmuştur. Ayrıca kar payı ödeyen ve ödemeyen firmaların değer ağırlıklı ortalama Pd/Dd ve değer ağırlıklı kar payı primi sonuçları sırasıyla Grafik 1 ve 2'de gösterilmiştir. Pd/Dd oranı ve Kar payı primi 6 ve 7 no'lu eşitlikteki gibi hesaplanmıştır (Baker ve Wurgler, 2004: 1135-1138).

$$Pd/Dd = [TA - TE + (P * PIC)] / TA \quad (6)$$

$$PREM = \text{Log} [(VWPd/Dd_{\text{ödeyenler}}) - (VWPd/Dd_{\text{ödemeyenler}})] \quad (7)$$

Burada;

TA	: Toplam Varlıkları
TE	: Toplam Öz Kaynakları
P	: Hisse Senedi Kapanış Fiyatını
PIC	: Ödenmiş Sermayeyi

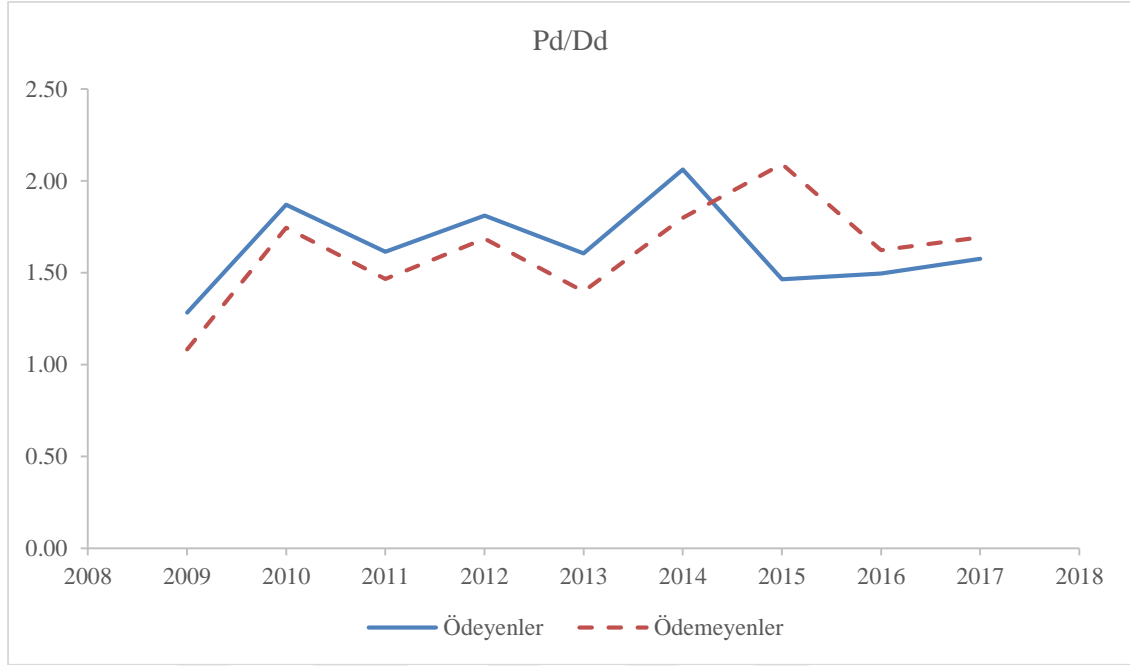
PREM : Kar Payı Primini ve
VWPd/Dd : Firmaların Değer Ağırlıklı Ortalama Pd/Dd Oranını ifade etmektedir.

BW (2004) temettü priminin yanlış fiyatlandırmayı yansıttığını ve kısmen yatırımcı talebi tarafından yönlendirildiğini savunmaktadır. Grafik 2’de görüldüğü gibi en yüksek değer ağırlıklı kar payı primi %7.82 değerini alarak 2013 yılında gerçekleşmiştir. Bunun nedeni yatırımcıların ilgili dönemde daha güvenli yatırım araçları arayışında olmaları ve temettü ödeyen hisse senetlerini talep ederek bu hisse senetlerinin fiyatlarını yükselttikleri olabilir. Çünkü temettüler genelde yatırımcılar tarafından güvence göstergesi olarak algılanmaktadır. Bu oran 2014 yılında sert bir düşüş yaparak 2017 yılında minimum seviyesine ulaşmıştır. Bu dönemde ise yatırımcıların büyüme fırsatları konusunda iyimser oldukları ve daha fazla sermaye kazancı potansiyeline sahip payları tercih ederek bu hisse senetlerinin fiyatlarını yükselttikleri görülmektedir.

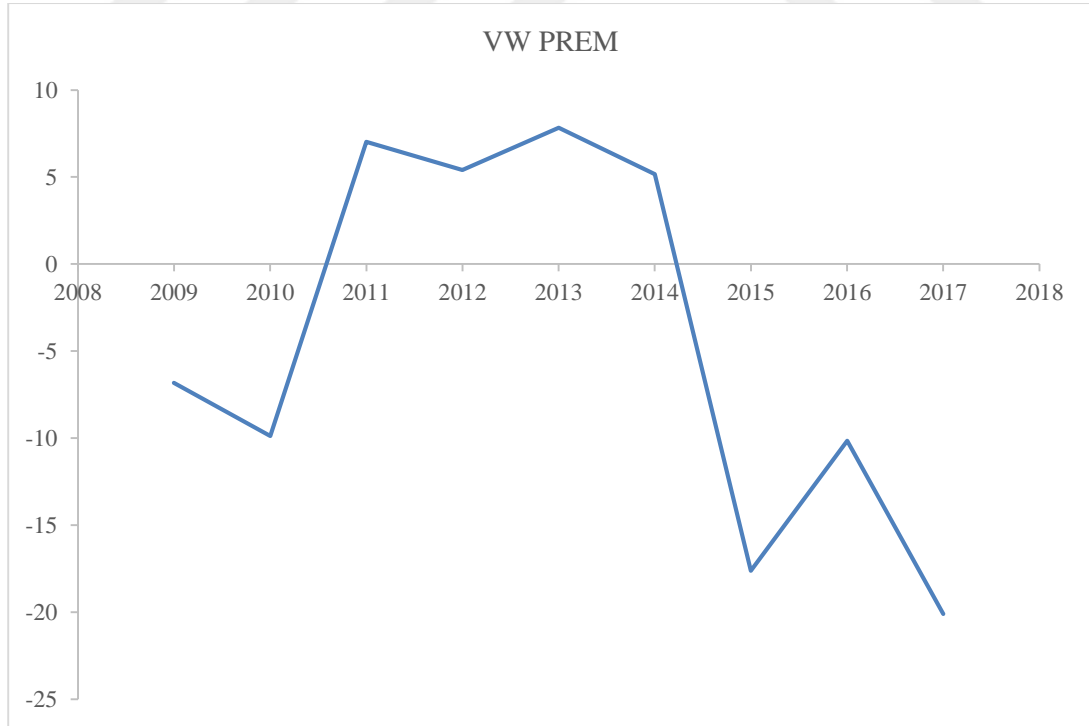
Tablo 5: Kar Payı Primi Değerleri

Yıl	Pd/Dd				PREM	
	Ödeyenler		Ödemeyenler		EW	VW
	EW	VW	EW	VW		
2009	1.28	1.31	1.08	1.03	16.92	23.76
2010	1.87	1.55	1.74	1.31	7	16.87
2011	1.61	1.34	1.47	1.3	9.65	2.62
2012	1.81	1.56	1.69	1.54	7.13	1.74
2013	1.61	1.38	1.4	1.3	13.86	6.03
2014	2.06	1.54	1.8	1.42	13.64	8.48
2015	1.46	1.28	2.09	1.54	-35.7	-18.07
2016	1.5	1.31	1.62	1.29	-8.23	1.93
2017	1.58	1.48	1.69	1.3	-7.12	12.99

Grafik 1: Kar Payı Ödeyenler ve Ödemeyenlerin Değer Ağırlıklı Ortalama Pd/Dd Oranı



Grafik 2 : Değer Ağırlıklı Kar Payı Primi (%)



3.2.2.2. Likidite

Likidite veya nakit akışı kar payı kararlarında önemli bir role sahiptir. Düşük likidite oranı nakit açığı nedeniyle daha düşük temettü dağıtımına anlamına gelmektedir. Alli vd. (1993) temettü ödemelerinin, cari kazançlardan ziyade, şirketin temettü ödeme gücünü yansıtan nakit akışlarına bağlı olduğunu ileri sürmüştür (Amidu ve Abor, 2006: 139).

İstikrarlı nakit akışından kaynaklanan yüksek likidite temettü ödeme gücünü arttırmaktadır. Ancak gelişme ve büyüme sürecinden geçen firmalar kaynaklarını duran varlıklar ve çalışma sermayesine doğru yönlendirmektedirler ve bu nedenle söz konusu firmalarda likidite oranı düşüktür. Ayrıca firmalar finansal belirsizliğe karşı koruma sağlamak amacıyla likiditenin belirli bir düzeyin altına düşmemesini tercih ederken bu durumu tehlikeye atmamak için kar payı ödemelerinden kaçınabilmektedirler (Malik vd. 2013: 39).

Temettü kararları ve likidite arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmalarda; Bhat ve Pandey (1993), Mehta (2012) ve Kuzucu (2015) likidite ve kar payı kararları arasında herhangi bir ilişki elde edemezken, Ho (2003), DeAngelo vd. (2004), Amidu ve Abor (2006), Anil ve Kapoor (2008), Ahmed ve Javid (2008) ve Malik vd. (2013) likiditenin kar payı dağıtım kararlarını pozitif yönde etkilediğini saptamıştır. Diğer yandan Kania ve Bacon (2005) ve Naceur vd. (2006) ise likiditenin kar payı dağıtım kararlarını negatif yönde etkilediğini tespit etmişlerdir.

Literatür taraması sonucunda elde edilen bulgulara göre daha önce yapılmış araştırmaların genelinde likidite oranı olarak cari oranın kullanıldığı tespit edilmiştir. Dolayısıyla çalışmada cari oran 8 no'lu eşitlikteki gibi hesaplanmıştır (Dağlı, 2013: 63);

$$LQ = CA/ SL \quad (8)$$

Burada;

LQ: Likidite Oranını

CA: Dönen Varlıkları ve

SL: Kısa Vadeli Yükümlülükleri

ifade etmektedir.

3.2.2.3. Kaldıraç Oranı

Bir firmanın finansal yapısı borç ve özkaynak finansmanından oluşmaktadır. Uzun vadeli finansman genellikle firmanın sermaye yapısına işaret etmektedir ve firmanın borç finansmanına ne ölçüde bağlı olduğu finansal kaldıraç olarak adlandırılmaktadır. Vergi avantajları yani gelir üzerinden faiz indirimine ek olarak, borç finansmanının kullanımı hissedarların özkaynak getirilerini arttırabilmektedir (Al-Malkawi, 2008: 182). Higgins (1972)'e göre temettü ödeme oranını etkileyen önemli faktörlerden biri firmaların yatırım amaçlı fon gereksinimleridir (Higgins, 1972: 1531).

Borçlanma ödenmesi gerektiği için daima yüksek risk içermektedir. Aynı zamanda firmaların hissedarlar için özsermaye karlılığını yönetmesini de sağlamaktadır. Yüksek finansal kaldıraç, risk ile doğru orantılıdır. Bu nedenle yüksek kaldıraçlı firmalar, alacaklıları göz önünde bulundurarak, nakit akışını sürdürüp sorumluluklarını yerine getirebilmek için daha düşük oranda kar payı ödemektedirler. Yani, yüksek kaldıraçlı firmalar işlem maliyetlerini azaltmak amaçlı daha düşük temettüler ödemektedirler. Bu durum temettü ödemeyen firmaların temettü ödeyen firmalara kıyasla daha yüksek kaldıraç oranına sahip olduğunu göstermektedir (Malik vd., 2013: 39). Ayrıca, bazı borç sözleşmelerinde firmanın temettü ödemelerine yönelik kısıtlamalar uygulanabilmektedir (Al-Malkawi, 2008: 182).

Graham ve Harvey (2001), firmaların finansal politikalarını geliştirme sürecinde, sermaye yapısı kararlarındaki finansal esnekliğin en önemli faktörlerden biri olduğunu belirtmiştir. Bu nedenle yüksek finansal kaldıraçlı ve dolayısıyla sınırlı finansal esnekliğe sahip firmalar temettü politikası kararlarında, düşük kaldıraçlı firmalara göre daha esnek olmak zorunda kalabilmektedirler. Diğer yandan sinyalleme teorisi ışığında, Ross (1977) başarılı firmaların, daha yüksek kaldıraç oranları üstlenerek kendilerini daha az başarılı olanlardan farklılaştırdıklarını göstermiştir. Kaldıraç ve temettülerin tamamlayıcı sinyaller kabul edildiği durumda yüksek kaldıraç oranı firma tarafından yatırımcılara daha yüksek oranda kar dağıtılacağını sinyallemektedir. Bu durumda yüksek kaldıraçlı firmalar temettülerin rolünü güçlü bir sinyal olarak vurgulamaktadır. Ancak, kaldıraç ve temettü etkenleri alternatif (ikame) yapıya sahip oldukları takdirde; yani yüksek kaldıraç oranı daha düşük kar payı sinyali verdiği durumda ise belirtilen ilişki söz konusu olmayacaktır (Dhanani, 2005: 1635).

Temettü kararları ve kaldıraç oranı arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmalarda, Higgins (1972), Agrawal ve Jayaraman (1994), Gugler ve Yurtoglu (2003) ve Al-Malkawi (2007) kaldıraç oranı ve kar dağıtım kararları arasında anlamlı ve negatif bir ilişki tespit ederken, Naceur (2006) herhangi bir ilişki elde etmemiştir. Buna karşılık Kania ve Bacon (2005) kaldıraç oranı ve kar dağıtım politikası arasında pozitif bir ilişki saptayarak firmaların temettü ödemelerini gerçekleştirebilmek

amaçlı daha fazla borç üstlendiklerini ifade etmiştir.

Kaldıraç oranı 9 no'lu eşitlikteki gibi hesaplanmıştır:

$$LEV = (CL + LL) / TA \quad (9)$$

Burada;

LEV: Kaldıraç Oranını ve

LL : Uzun Vadeli Yükümlülükleri

ifade etmektedir.

3.2.2.4. Firma Büyüklüğü

Scott ve Martin (1975) firma büyüklüğünün firmaların borç ve temettü politikalarını etkileyen önemli faktörlerden biri olduğunu belirtmiştir (Scott ve Martin, 1975: 75). Büyük firmaların daha iyi çeşitlendirilmiş yapıya sahip olmaları ile birlikte, finansal sıkıntı veya iflas olasılıkları daha düşüktür ve yatırım harcamaları küçülmeye başlamaktadır (Grullon vd. 2002: 422; Budiarmo ve Pontoh, 2106: 56; Rajan ve Zingales, 1995: 1422).

Ayrıca büyük firmalar genel olarak sermaye piyasalarına daha kolay erişebilmekte ve küçük firmalara kıyasla daha düşük maliyetle ve daha az kısıtlama ile fon toplama işlemini gerçekleştirebilmektedir. Bu da firma büyüklüğünün artması ile iç finansmana bağlılığının azaldığını göstermektedir. Bu nedenle, diğer bütün şartların sabit kaldığı durumda, büyük şirketlerin hissedarlara daha yüksek temettü ödemeleri daha olasıdır (Al-Malkawi, 2008: 181).

Yaşam döngüsü teorisinde, genç firmaların temettü ödemeleri için yeterli nakit mevcutlarına sahip olmadıkları; ancak ortalama olarak büyük firmalar olan olgun firmaların güvenilir nakit akışlarına sahip oldukları ve temettü ödemelerini karşılayabilecekleri öne sürülmüştür (DeAngelo vd., 2006: 228).

Diğer taraftan küçük firmalar büyük firmalara kıyasla daha fazla bilgi asimetrisi ile karşı karşıyadır ve dolayısıyla temettü ödemelerini sinyalleme amaçlı kullanma olasılıkları daha yüksektir (Mougoue ve Rao, 2003: 464). Ayrıca, alternatif iletişim yöntemlerine kıyasla küçük firmalar için temettü politikası daha uygun bir sinyalizasyon aracı sayılmaktadır. Aynı zamanda, küçük firmalar dış finansman aracılığı ile sermaye arttırmalarına yönelik daha katı koşullarla karşı karşıya kalabilmektedir ve sonuç olarak temettüyü firma içinde tutma olasılıkları, özellikle daha yüksek büyüme fırsatlarına sahip oldukları durumda, daha yüksektir (Ooi, 2001: 141; Dhanani,

2005: 1635).

Firma büyüklüğünün kar payı kararları üzerindeki etkisini araştıran çalışmalarda Lloyd vd. (1985), Barclay vd. (1995), Fama ve French (2001), Osobov (2008), Aivazian (2003) ve Eriotis (2005) firma büyüklüğünün, temettü politikalarında önemli bir belirleyici olduğunu ve temettü ödemelerini pozitif yönde etkilediğini tespit etmiştir.

Firma büyüklüğü 10 no'lu eşitlikteki gibi hesaplanmıştır (Mehta, 2012: 22):

$$\text{SIZE} = \text{Log (TA)} \quad (10)$$

3.2.2.5. Karlılık

Temettü kararları ile ilgili sürecin başlayabilmesi için gerekli olan ilk etken firmanın kar elde etmiş olmasıdır. Bu nedenle, karlılık düzeyi, firmaların temettü kararlarını etkileyebilecek en önemli faktörlerden biri olarak değerlendirilmektedir (Fama ve French, 2001:4; Aivazian vd., 2003: 386). Temettüler genellikle firmanın kar payı ödeme gücünü temsil eden yıllık kardan ödenmektedir. Dolayısıyla, zarar eden firmaların temettü ödemeleri olası değildir (Al-Malkawi, 2008: 181).

Karlılık, gelecekteki kurumsal performansın bir göstergesi olarak iyi performans gösteren firmalar için sinyalizasyon etkisi yaratabilmektedir. Ancak karlılık ve temettülerin alternatif sinyaller kabul edildiği durumda, karlılık oranı yüksek olan firmalarda, kar payı ödemelerin önemli bir sinyalizasyon mekanizması olarak görülme olasılığı daha düşüktür (Easterbrook, 1984: 652).

Diğer yandan, temettü ve karlılığın tamamlayıcı sinyaller kabul edildiği durumda, söz konusu firmalar için temettü ödemelerinin etkisi artmaktadır. Ayrıca, iyi performans gösteren firmalarda yöneticilerin devam eden projelerden elde ettikleri getirileri kötüye kullanma fırsatının artmasından dolayı, temsil maliyeti problemleri artabilmektedir. Bu firmalar için, yönetici ve hissedarlar arasındaki temsil maliyetini kontrol etmek amaçlı temettü ödemeleri daha da önem kazanmaktadır (Dhanani, 2005: 1636). Mehta (2012)'ya göre ise daha istikrarlı net kazançlara sahip karlı firmalar daha büyük oranda serbest nakit akışları sağlayabildikleri için daha yüksek oranda temettü ödeyebilmektedirler (Mehta, 2012: 23).

Bu alanda yapılan çalışmalarda Fama ve French (2001), Aivazian vd. (2003), Lie (2005), Naceur vd. (2006) ve Li ve Lie (2006) karlılık ve kar payı ödemeleri arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Diğer taraftan Amidu ve Abor (2006) karlılığın temettü ödemeleri ile önemli ölçüde ilişkili olduğunu ancak bu etkinin negatif yönde olduğunu ileri sürmüştür; Bu da

firmaların hissedarlarına temettü ödemek yerine varlıklarına yatırım yaptıklarını göstermektedir. Benzer şekilde, Kania ve Bacon (2005) çalışmasında özkaynak karlılığın artması ile, firmada yeniden yatırım için elde tutulan kazançlarının yüksek olacağını veya temettü ödemesinin daha düşük tutulacağını ifade etmiştir.

Çalışma kapsamında karlılık göstergesi olarak özsermaye karlılığı 11 no'lu eşitlikte gösterilmiştir (Mehta, 2012: 23):

$$\text{PROFT} = \text{NI} / \text{E} \quad (11)$$

Burada;

PROFT: Özsermaye Karlılığını

NI : Net Karı ve

E : Özsermayeyi

ifade etmektedir.

3.2.2.6. Büyüme / Yatırım Fırsatları

Temettü politikası ve yatırım fırsatları iki farklı açıdan ele alınabilmektedir. İlk olarak firma kar payı ödeyerek, borç ve hisse senedi ihracına kıyasla nispeten daha ucuz bir finansman kaynağını kullanma fırsatını kaybedecektir. İkinci olarak, kar payı ödemeleri, firmanın yatırım faaliyetleri için mevcut fonların miktarını azaltacaktır. Yani temettü ve yatırım fırsatları sınırlı ve düşük maliyetli iç fonlar için birbirleri ile yarışmaktadır (Elston, 1996: 267).

Dolayısıyla yüksek büyüme ve yatırım fırsatlarına sahip firmalar bu yatırımları finanse etmek amaçlı iç kaynaklara ihtiyaç duymasından dolayı düşük oranda temettü ödeyecek veya hiç ödemeyeceklerdir. Buna karşılık, serbest nakit akışı teorisi ile de uyumlu olarak, düşük büyüme hızı ve düşük yatırım fırsatlarına sahip olan firmalar daha fazla temettü ödemesi yapabilmektedir. Serbest nakit akışı teorisine göre, yetersiz yatırım fırsatlarına sahip ve doymuş olgun firmalarda kaynakları rasyonel bir şekilde kullanamama sorunu olabilir. Bu nedenle, söz konusu firmalarda kar payı dağıtılarak bu sorun ortadan kalkmaktadır (Jensen, 1986: 323-324; Al-Malkawi, 2008: 184).

Grullon vd. (2002) tarafından öne sürülen yaşam döngüsü hipotezine göre ise firmaların olgunlaşması ile büyüme ve yatırım fırsatları daralarak sermaye harcamalarında düşüş yaşanmaktadır. Böylece temettü ödemeleri için daha fazla serbest nakit akışı mevcut olacaktır. Grullon temettü ödemelerindeki artışı firmanın yaşam döngüsündeki geçişi olarak ifade etmektedir (Grullon vd., 2002, 388; Al-Malkawi, 2008: 183). Ayrıca, Easterbrook (1984)'un sinyalizasyon

teorisi ışığında kar paylarını firma bünyesinde tutma stratejisi, yeni yatırım fırsatlarından dolayı gelecek dönemlerde getiri oranının yüksek olacağına işaret etmektedir (Dhanani, 2005: 1636).

Bu anlamda yapılan çalışmalarda Jensen vd. (1992), Barclay vd. (1995), Fama ve French (2001) ve Li ve Lie (2006) temettü ödemeleri ve firmaların yatırım fırsatları arasında anlamlı ve negatif bir ilişki tespit etmiştir. Li ve Lie (2006) yatırım fırsatları göstergesi olarak Pd/Dd oranını kullanarak faaliyet getirisi, nakit akışı oranı ve Pd/Dd oranı düşük olan firmalarda kar payı ödeme oranının düşük olacağını ifade etmiştir. Li ve Lie Pd/Dd oranının hem kar payı ödemelerindeki artış ve hem azalış olasılığını negatif yönde etkilediğini göstermiştir. Bunun nedeni ise temettü artışı durumunda, pd/Dd oranının büyüme fırsatlarını ölçmesi, düşük büyüme fırsatlarına sahip firmaların gelecekte daha az fona ihtiyaç duymaları ve dolayısıyla temettü ödemelerini arttırmaları şeklinde ifade edilmiştir. Öte yandan, temettülerin azalması durumunda, pd/Dd oranı firmanın geçmiş ve gelecek beklenen performansını ölçmektedir, böylece düşük performans gösteren firmalar temettü ödemelerini düşürmek zorunda kalacaktır (Li ve Lie, 2006: 302). Büyüme/Yatırım fırsatları 12 no'lu eşitlikte gösterilmiştir:

$$INV = Pd/ Dd \quad (12)$$

3.2.2.7. Hisse Senedi Fiyatı

Sermaye piyasalarına yönelik yapılan çoğu çalışmaya göre hisse senedi fiyat değişimini büyük ölçüde belirleyen veya etkileyen faktör kar payı dağıtım kararlarıdır (Gordon, 1963: 264-267). Bu etki eldeki kuş teorisi, sinyalizasyon teorisi ve catering teorisinde gösterilmiştir. Ancak Pontoh (2015) çalışmasında, temettülerin hisse senedi fiyatları üzerinde önemli bir etkiye sahip olması yanı sıra, hisse senedi fiyatlarının da kar payı kararları üzerinde önemli bir etkisi olduğunu tespit etmiştir. Pontoh'a göre, genel olarak, kar payı ödemeleri sermaye piyasalarında hisse senedi fiyatlarını uyarabilmektedir, ancak hisse senedi fiyatları da firmaları temettü ödemeye teşvik etme gücüne sahiptir. Bu anlamda yatırımcıların hisse senetlerini sermaye piyasasında aşırı fiyatlandırıdıkları durumda, firmalar birikmiş kar paylarını temettü şeklinde dağıtarak yatırımcıların servetini arttırma eğilimi gösterebilmektedir (Pontoh, 2015: 2). Çalışma kapsamında hisse senedi fiyatı göstergesi olarak yıl sonu hisse senedi kapanış fiyatı kullanılmıştır.

3.2.2.8. Önceki Döneme Ait Kar Payı Dağıtımı

Lintner (1956) kar payı kararlarını belirleyen iki ana faktörün geçmiş yıla ait dağıtılan kar payları ve cari kazançlar olduğunu belirtmiş ve yöneticilerin, istikrarlı kar payı dağıtım stratejisine uygun olarak hedeflenen kar payı ödeme oranına yönelik periyodik düzenlemeler yaptıklarını öne sürmüştür (Baker vd., 1985: 79; Lintner, 1956: 112).

Lintner (1956) yöneticilerin temettüleri ancak yeni seviyede kalıcı olarak tutabileceklerinden emin oldukları durumda arttırdıklarını ileri sürmüştür (Lintner, 1956: 99; Baker vd., 1985: 80). Bunun nedeni yatırımcıların istikrarlı temettü politikasına sahip olan firmaları tercih etmeleridir. Dolayısıyla yöneticiler için, yatırımcılar açısından güçlü ve stabil firma faaliyetleri göstergesi olan istikrarlı temettü politikalarının uygulanması büyük önem arz etmektedir (Hunjra vd., 2014: 110).

Benzer şekilde Baker vd. (1985), Baker ve Powell (2000), Baker vd. (2001), Imran (2011), Pandey (1994) ve Eriotis (2005) firmaların temettü politikasını etkileyen en önemli faktörlerden birinin geçmiş temettülerin yapısı veya sürekliliği olduğu yönünde bulgular elde etmiştir. Ahmet ve Javid (2009) ve Appannan ve Sim (2011) geçmiş yıla ait dağıtılmış hisse başına kar paylarının ilgili yıldaki temettü ödemelerini belirleyen en önemli faktörlerden biri olduğunu belirtmiştir (Mehta, 2012: 21,22). Raaballe ve Hedensted (2008) ise firmanın geçmiş dönemde kar payı dağıtmış olması kar payı ödeyen firmaların önemli özelliklerinden biri olduğunu tespit etmiştir.

Önceki döneme ait kar payı 13 no'lu eşitlikteki gibi hesaplanmıştır.

$$PDPS = (DPS)_{t-1} \quad (13)$$

Burada;

DPS: Hisse başına Ödenen Kar Payını ifade etmektedir.

3.3. Çalışmada Oluşturulan Ekonometrik Modeller

Çalışma kapsamında kar payı kararlarına yönelik beş bağımlı değişken kullanılmış ve her biri için ayrı modeller kurulmuştur. Kuralan modeller aşağıda verilmiştir.

$$Pr (DP1_{it}) = \beta_0 + \beta_1PREM_{it} + \beta_2PROFT_{it} + \beta_3LEV_{it} + \beta_4PRICE_{it} + \beta_5SIZE_{it} + \beta_6PDPS_{it} + \beta_7INV_{it} + \beta_8LQ_{it} + e_{it} \quad (Model 1)$$

$$Pr (DP2_{it}) = \beta_0 + \beta_1PREM_{it} + \beta_2PROFT_{it} + \beta_3LEV_{it} + \beta_4PRICE_{it} + \beta_5SIZE_{it} + \beta_6PDPS_{it} + \beta_7INV_{it} + \beta_8LQ_{it} + e_{it} \quad (Model 2)$$

$$Pr (DP3_{it}) = \beta_0 + \beta_1PREM_{it} + \beta_2PROFT_{it} + \beta_3LEV_{it} + \beta_4PRICE_{it} + \beta_5SIZE_{it} + \beta_6PDPS_{it} + \beta_7INV_{it} + \beta_8LQ_{it} + e_{it}$$

(Model 3)

$$\text{INCRS}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{PREM}_{it} + \beta_2 \text{PROFT}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{PRICE}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{PDPS}_{it} + \beta_7 \text{INV}_{it} + \beta_8 \text{LQ}_{it} + e_{it}$$

(Model 4)

$$\text{DECRS}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{PREM}_{it} + \beta_2 \text{PROFT}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{PRICE}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{PDPS}_{it} + \beta_7 \text{INV}_{it} + \beta_8 \text{LQ}_{it} + e_{it}$$

(Model 5)

1, 2, 3, 4 ve 5 numaralı modellerde;

DP1_{it} : Firma nakdi kar payı ödüyorsa 1 ödemiyoise 0 değerini alan kukla değişkenini,

DP2_{it} : Firmanın ödediği nakdi kar payında artış varsa 1 yok ise 0 değerini alan kukla değişkenini,

DP3_{it} : Firmanın ödediği nakdi kar payında azalış varsa 1 yok ise 0 değerini alan kukla değişkenini,

INCRS_{it} : Ödenen nakdi kar paylarında artış oranını,

DECRS_{it} : Ödenen nakdi kar paylarında azalış oranını,

PREM_{it} : Kar payı primini,

PROFT_{it} : Firmanın özsermaye karlılığını,

LEV_{it} : Firmanın borç oranını,

PRICE_{it} : Firma hisse senetlerinin yıl sonu kapanış fiyatını,

SIZE_{it} : Firmanın büyüklüğünü,

PDPS_{it-1} : Firmanın bir önceki yıla ait hisse başına dağıtılmış kar payını,

INV_{it} : Firmanın yatırım/büyüme fırsatlarını,

LQ_{it} : Firmanın likidite oranını,

β_0 : Sabit terim katsayısını,

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: Açıklayıcı değişkenlerin katsayısını,

e_i : Hata terimini,

i : 1'den n'e kadar [$i=1, 2, 3, \dots, n$ ($n=74$)] olan firma sayısını ve

t : 2009'dan 2017'ye kadar olan zaman periyodunu

ifade etmektedir.

Oluşturulmuş modellere ilişkin 1, 2 ve 3 numaralı denklemlerde bağımlı değişkenlerin kategorik olması nedeni ile panel lojistik regresyon ve 4 ile 5 numaralı modellerde ise doğrusal panel regresyon yöntemi kullanılmıştır. Oluşturulan modellerin tahmininde kullanılan veri seti ve değişkenler tablo 6’da sunulmuştur.

Tablo 6: Değişkenlerin Tanımı

Değişken	Sembol	Açıklama
Bağımlı Değişkenler		
Firmanın Kar Payı Dağıtım Politikası		
Nakdi Kar Payı Dağıtım Kararları	$DP1_{it}$	Eğer firma ilgili yılda kar payı ödemişse; 1,ödememişse; 0
Nakdi Kar Dağıtımında Artış Kararları	$DP2_{it}$	Eğer ilgili yılda kar payında artış varsa; 1, yoksa 0
Nakdi Kar Dağıtımında Azalış Kararları	$DP3_{it}$	Eğer ilgili yılda kar payında azalış varsa; 1, yoksa 0
Nakdi Kar Dağıtımındaki Fark (Artış)	$INCRS_{it}$	$(\text{Temettü verimi})_t - (\text{Temettü verimi})_{t-1}$
Nakdi Kar Dağıtımındaki Fark (Azalış)	$DECRS_{it}$	$(\text{Temettü verimi})_t - (\text{Temettü verimi})_{t-1}$
Bağımsız Değişkenler		
Kar Payı Primi	$PREM_{it}$	$\text{Log}(\text{Nakit Kar Payı Ödeyen Firmaların Ortalama Pd/Dd})_t - (\text{Nakit Kar Payı Ödemeyen Firmaların Ortalama Pd/Dd})_t$
Karlılık Oranı	$PROFT_{it}$	Net Kar/ Özsermaye
Firma Büyüklüğü	$SIZE_{it}$	Toplam Aktiflerin Logaritması
Önceki Döneme Ait Kar Payı Dağıtımı	$PDPS_{it}$	$(\text{Hisse Başına Ödenen Kar Payı})_{t-1}$
Kaldıraç Oranı	LEV_{it}	$\text{Kaldıraç Oranı} = \text{Toplam Borç} / \text{Toplam Aktifler}$
Likidite Oranı	LQ_{it}	$\text{Dönen Varlıklar} / \text{Kısa Vadeli Borçlar}$
Hisse Senedi Fiyatı	$PRICE_{it}$	Hisse Senedi Kapanış Fiyatı
Yatırım Fırsatları	INV_{it}	Pd/Dd

3.4. Çalışmada Kullanılan Ekonometrik Yöntemler

3.4.1. Panel Doğrusal Regresyon

Baltagi (2008)'e göre, panel verileri, birey, firmalar, ülke, eyalet veya herhangi bir birim derlemesi gibi farklı kesitsel birimlerde zaman serisi gözlemleri içeren bir veri kümesidir. Sadece kesitsel veya zaman serisi verileri kullanılarak algılanamayan karmaşık davranışsal modellerin tahmini ve tanımlanmasına yönelik panel veri analizi hem kesitsel ve hem zaman serisi verilerinin özelliklerini ele alarak daha güvenilir bir araştırma yönteminin kullanılmasını sağlamaktadır (Baltagi, 2008: 4-6).

Panel veri analizi zaman serisi ve yatay kesit verilerinin birleştirilmesinden havuzlanmış veriler oluşmaktadır. Panel veri analizinin temeli, yatay kesit birimlerinin zamana göre değişmeyen ve aynı birimler kümesinin değişimini gösteren havuzlanmış verilere dayanmaktadır. Panel veri, N sayıda birim ile her birime karşılık gelen T sayıda gözlemden oluşmaktadır. Doğrusal panel veri modeli 14 no'lu eşitlik ile gösterilmiştir (Tatoğlu, 2016: 4).

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it}X_{it} + \mu_{it} \quad (14)$$

Burada;

Y: Bağımlı değişkeni

X: Bağımsız değişkeni

α : Sabit parametreyi

β : Eğim parametresini

μ : Hata terimini

i: Birim indisini ve

t: Zaman indisini

ifade etmektedir.

Panel veri analizi ile gözlemlenen birim etkilerine ilişkin, hata terimi gibi tesadüfi bir değişken olarak hareket ettikleri durumda veya yatay kesiti oluşturan birimlerin ana kütlede tesadüfi olarak alındığı durumda, tesadüfi etkiler söz konusudur. Birim etkilerinin her bir yatay kesit gözlemi için tahmin edilen parametre olarak hareket ettikleri durumda veya yatay kesiti oluşturan birimlerin ana kütlede özel olarak alındığı takdirde ise sabit etkiler söz konusu olmaktadır (Tatoğlu, 2016: 80). Dolayısıyla sabit etkiler modeli ve tesadüfi etkiler modeli panel veri analizinde hem zaman serisi ve hem yatay kesit serisi verilerinin uyarlanmasındaki farklılıkların tahmini için kullanılmaktadır.

3.4.2. Panel Lojistik Regresyon

Çok değişkenli regresyon yönteminin temel odağı bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında doğrusal bir ilişkinin var olduğudur. Ancak lojistik regresyon analizi bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında “S” şeklinde bir ilişkinin olduğunu varsaymaktadır (altunışık vd., 2007: 212).

Doğrusal regresyon analizinde bağımsız değişkenler kullanılarak bağımlı değişkenlerin alabileceği değer tahmin edilmektedir. Lojistik regresyon ise bağımlı değişkenlerin alabileceği sınırlı sayıda değerden birinin gerçekleşme ihtimalini tahmin etmektedir (İslamoğlu ve Alınışık, 2014: 382). Lojistik regresyon analizinde bağımsız değişkenler arasında metrik olmayan yani nominal veya ordinal ölçekli değişkenler kullanılmaktadır ve modelin parametreleri analitik olarak elde edilemediğinden maksimum olabilirlik (Maximum Likelihood= ML) tekniği ile tahmin edilmektedir (Kalaycı, 2010: 273).

Panel lojistik regresyonda bağımlı değişken zaman serisi ve yatay kesit boyutu dikkate alınarak genelde 0 ve 1 gibi ikili kategorik değerler almaktadır. $y_{it} = 1$ olayın gerçekleşme durumunu ve $y_{it} = 0$ ise olayın gerçekleşmeme durumunu göstermektedir;

$$y_{it} = 1 \rightarrow P_{it} = P(y_{it} = 1)$$

$$y_{it} = 0 \rightarrow 1 - P_{it} = P(y_{it} = 0)$$

Buradan hareketle bağımlı değişkenin beklenen değeri 15 no’lu eşitlikteki gibidir;

$$E(y_{it}) = 1 \cdot P_{it} + 0 \cdot (1 - P_{it}) = P_{it} \quad (15)$$

Son olarak model açıklayıcı değişkenlerin bir fonksiyonu olarak 16 no’lu eşitlikteki gibi ifade edilmektedir (Baltagi, 2005: 209);

$$P_{it} = \Pr [y_{it} = 1] = E [y_{it}/x_{it}] = F (X'_{it} \beta) \quad (16)$$

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. MODELLERİN TEMEL VARSAYIM TESTLERİ, ANALİZ VE BULGULAR

4.1. Modellerin Temel Varsayım Testleri

Çoklu regresyon analizinde, yanlış belirlenmiş istatistiksel modelin sonucu yanlış istatistiksel çıkarımlara ve tahminlere yol açabilmektedir. Panel veri analizinde modellerinin uygulanabilirliği, analiz yapılmadan önce bazı varsayımların sağlanmasına bağlıdır. Bu varsayımlara göre, tahmin edilen regresyon denklemlerinin hata terimlerinde otokorelasyon, değişen varyans ve birimler arası korelasyon⁴ bulunmaması gerekmektedir (Tatoğlu,2016: 8).

4.1.1. Model Seçimi

Panel veri analizinde uygun modelin tespit edilmesi ve analizin bu model üzerinden uygulanması gerekmektedir. Doğru regresyon modelin tespit edilmesine yönelik panel veri analizinde, Havuzlanmış Model, Sabit Etkiler Modeli ve Tesadüfi Etkiler Modeli olmak üzere, üç temel model bulunmaktadır.

Havuzlanmış veya sabit katsayı modelinde, kesitsel ve zaman serisi sorunu olmadığı durumda, bütün veriler bir araya getirilerek sabit eğimler ve kesişmeler ile en küçük kareler yöntemi uygulanmaktadır (Yaffee, 2003: 3). Sabit Etkiler Modelinde gözlenmeyen farklılıkların etkileri, sabit değişkenler olarak varsayılmaktadır (Hsiao, 2007: 8). Bu model gözlenmeyen veya atlanan değişkenlerin sapma etkisini kontrol etmektedir ve başka bir deyişle gözlenmeyen değişkenler ve modelde bulunan değişkenler arasında korelasyon olduğunu savunmaktadır. Ancak Tesadüfi Etkiler Modelinde gözlenmeyen değişkenler ve modeldeki değişkenler arasında herhangi bir ilişkinin olmadığı varsayılmaktadır (Williams, 2015: 1). Sabit etkiler ve tesadüfi etkiler arasında uygun model seçimi Hausman testi ile ve havuzlanmış etkiler ve sabit etkiler arasında doğru modelin seçimi ise Chow testi ile sınıanmaktadır.

⁴ Verilere erişim kısıtlamaları ile ilgili zaman boyutunun küçük olması dolayısıyla serilere ilişkin birim kök bulgularına yer verilmemiştir.

Panel çoklu regresyon yöntemi kullanılan model 4 ve 5'e ilişkin tesadüfi etkiler sıfır hipotezi ile Hausman test sonucu Tablo 7'de gösterilmiştir. Tablo 7 sonuçlarına dayanarak Model 4 için $Prob > \chi^2$ değerinin 0.05'in üstünde olmasıyla tesadüfi etkiler tahmincisinin uygun olduğu ve model 5 için ise p değerinin 0.05'in altında olması ile H_0 hipotezi reddedilerek %1 anlamlılık düzeyinde sabit etkiler modelinin uygun olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 7: Çoklu Panel Regresyon Modellerine İlişkin Hausman Test Sonuçları

Model	Bağımsız Değişken	Chi ² İstatistiği	Prob
Model 4	INCRS	5.92	0.6560
Model 5	DECRS	32.63	0.0001

Panel lojistik regresyon yöntemi kullanılan Model 1, 2 ve 3'e ilişkin regresyon uygulamasından sonra tahminlerin yapılmasında sabit ve tesadüfi etkiler modelleri arasında seçim yapabilmek amacıyla Hausman testi yapılmıştır. Sabit ve tesadüfi logit modelleri arasında tercih yapabilmek için Hausman testi H_0 hipotezi tesadüfi etkileri temsil etmektedir.

Tablo 8: Panel Logit Modellerine İlişkin Hausman Test Sonuçları

Model	Chi ² İstatistiği	Prob
Model 1	6.84	0.553
Model 2	1.15	0.971
Model 3	16.07	0.041

Logit Hausman test sonuçları Tablo 8'de sunulmuştur. Sonuçlara göre model 1 ve 2'de Prob değerinin 0.05'in üstünde olmasıyla H_0 hipotezi Kabul edilmiş ve tesadüfi etkiler tahmincisinin etkin olduğuna karar verilmiştir. Ancak model 3'un tahmininde, %5 anlamlılık düzeyinde tesadüfi etkiler modelini temsil eden H_0 hipotezi reddedilmiş ve sabit etkilerin tutarlı olacağı kararına varılmıştır.

4.1.2. Otokorelasyon, Heteroskedasite ve Yatay Kesit Bağımlılık

Otokorelasyon, panel verileri içinde zaman veya kesit içerisindeki birimler arasında korelasyon olması durumudur. Otokorelasyon sorununun göz ardı edilmesi, regresyon katsayılarının ve yanlış standart hataların tutarlı fakat verimsiz tahminlerine yol açmaktadır (Baltagi, 2008: 84). Başka bir anlatımla farklı zaman aralıklarında aynı değişkenin değerleri arasında bir ilişki olup olmadığını sınamak için otokorelasyon testi yapılmaktadır. Hata birimlerinin ardışık olarak ilişkili olup olmadığı Wooldridge testi ile sınanmaktadır. Wooldridge testine ilişkin sıfır hipotezi ardışık korelasyonun olmadığı yönündedir (Wooldridge, 2010: 176).

Uygulanan Wooldridge testi sonuçları, Model 4 için F istatistiğinin 0.014 ve P-değerinin 0.906 olduğunu göstermektedir. Böylece H_0 hipotezi kabul edilerek otokorelasyon sorununun olmadığı tespit edilmiştir. Model 5 için ise F istatistiğinin 10.971 ve P-değerinin 0.000 olmasıyla H_0 hipotezi reddedilmiş ve otokorelasyon sorununun olduğu kanaatine varılmıştır.

Temel varsayım testlerinden bir diğeri ise heteroskedasite veya değişen varyans yani tüm gözlemler için varyansın sabit olması ve değişmemesi durumudur. Heteroskedasite sorunu tahmin edilen katsayılarla ilişkin standart hataların minimum olamaması durumudur ve güvenilir modeller kurulmasını engellemektedir (Tatoğlu, 2016: 220).

Panel veri analizinde tüm gözlemlerin varyansının eşit olup olmadığını tespit etmek için heteroskedastisite testi, değiştirilmiş Wald veya Breusch-Pagan testleri kullanılarak uygulanmaktadır. Model 4 ve 5 için Breusch-Pagan test sonuçları sırasıyla χ^2 değerinin 1008.8 ve 67575.24 ve P değerinin her iki model için 0.000 olması yönündedir. Böylece sıfır hipotezi yani Heteroskedasite sorununun olmaması reddedilerek alternatif hipotez kabul edilmiştir. Bu sonuçlara dayanarak model 4 ve 5'e ilişkin P değerinin 0.05'in altında olması Heteroskedasite sorununun olduğu anlamına gelmektedir.

Pesaran (2004) birimler arası korelasyon (yatay kesit bağımlılık) testini, uzun zaman serileri (20-30 yıldan fazla) olan makro panellerde kullanmak amacıyla zayıf yatay kesit bağımlılık sıfır hipotezi ile ileri sürmüştür. Pesaran (2015) ise bu modeli panel zaman serilerinde kesit sayısının 10 veya daha küçük olduğu, zaman boyutunun ise büyük olduğu duruma uyarlamıştır. Yatay kesit bağımlılık testine ilişkin sıfır hipotezi yatay kesitlerin bağımlı olması şeklindedir. Birimler arası korelasyonun mevcut olması regresyon sonuçlarında yanılgıya yol açabilmektedir (Pesaran, 2015: 1).

Model 4 ve 5'e ilişkin Pesaran test sonuçları sırasıyla 11.438, Pr= 0.000 ve 16.328, Pr= 0.000 şeklindedir. Bu bağlamda her iki model için yatay kesitleri bağımsızdır şeklindeki H_0 hipotezi reddedilerek ilgili modellerde yatay kesit bağımlılık sorunun olduğu kabul edilmiştir. Ayrıca temel varsayım testlerinin logit modelleri üzerinde uygulanma gereksinimi olmadığından dolayı, söz konusu otokorelasyon, heteroskedasite ve yatay kesit bağımlılık testleri sadece çoklu panel regresyon yöntemi kullanılan Model 4 ve 5 üzerine uygulanmıştır.

Panel veri analizinde doğru tahmin yapabilmek için robust standart hata yöntemi kullanılmaktadır. Böylece otokorelasyon, heteroskedastisite ve birimler arası korelasyon problemlerini çözmeye yönelik heteroskedastisite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyona sağlamlık sağlayan Driscoll-Kraay standart hatası hesaplanmaktadır (Hoechle, 2007: 29). Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde ilgili test sonuçlarının hesaplama sürecinde elde edilen regresyon sonuçları robust yöntemi ile dikkate alınmıştır.

4.2. Tanımlayıcı İstatistikler ve Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi

Araştırma kapsamında 74 firmaya ait toplam 666 gözlemden oluşan veri setini açıklamaya yönelik kullanılan tüm bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler ve değişkenler arası korelasyon matrisi Tablo 9 ve 10'da verilmiştir.

Tablo 9'dan elde edilen ortalamalara göre kar payı dağıtım kararlarında dağıtılan kar paylarına yönelik en yüksek artış oranı %33.720 değeri ile İmalat/Taş ve Toprağa Dayalı Ürünler sektöründe ve en düşük azalış oranı ise %-121.359 değeri ile Metal Eşya Makine Elektrikli Cihazlar ve Ulaşım Araçları sektöründe ve 2009 yılında gerçekleşmiştir. Ancak hem en yüksek kar payı artışı ve hem en düşük azalmanın gerçekleştiği bahsi geçen dönemde kar payı priminin ortalamasının (-4.354) altında olduğu görülmektedir. Bu anlamda bağımsız değişkene ilişkin en yüksek "Değer Ağırlıklı Kar Payı Primi" 2013 yılında ve en düşük kar payı parimi ise 2017 yılında gerçekleşmiştir. Bu durum yatırımcıların nakdi kar payı talebinin 2013 döneminde en yüksek ve 2017 yılında en düşük düzeyde olduğu anlamına gelmektedir.

Öz kaynak karlılığı %11'lik ortalama ile 0.875 ve -2.377 arasında değişmektedir. Standart sapma değeri (0.171) ise değişkenler arasında en düşük değere sahip ve ortalamaya yakın değerdedir. Ayrıca en yüksek karlılığa sahip firma Metal Eşya Makine Elektrikli Cihazlar ve Ulaşım Araçları sektöründe yer almaktadır. Kaldıraç oranı 0.441 ortalama değeri ile firmaların finansman ihtiyaçlarının %44'lük bir oranını dış kaynaklardan sağladıklarını göstermektedir. Bu değişken 2.989 maksimum ve 0.026 minimum değerini almaktadır. Firmaların yıl sonu hisse senedi kapanış fiyatları ise 0.815 ortalama ile 2.50 ve -0.37 TL arasında yer almaktadır.

Tablo 9: Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Gözlem Sayısı
DP1	0.695	1	1	0	0.461	666
DP2	0.426	0	1	0	0.495	666
DP3	0.330	0	1	0	0.471	666
INCRS	1.112	0	33.72005	0	2.768	666
DECRS	-1.964	0	0	-121.359	6.362	666
PREM	-4.354	-6.833	7.823	-20.104	10.326	666
PROFIT	0.116	0.116	0.875	-2.377	0.171	666
LEV	0.441	0.422	2.989	0.026	0.253	666
PRICE	0.815	0.711	2.508	-0.377	0.563	666
SIZE	8.763	8.641	10.582	7.335	0.659	666
PDPS	0.649	0.148	19.220	0.000	1.729	666
INV	1.842	1.284	16.142	0.019	1.774	666
LQ	2.405	1.746	17.636	0.148	2.023	666

Firmaların ortalama aktif büyüklüğü 8.763 değerini almaktadır. Bu anlamda Kimya İlaç Petrol Lastik ve Plastik Ürünleri sektöründe yer alan en büyük firma 10.582 ve en küçük firma ise 7.335 aktif büyüklüğüne sahiptir. Ortalama değeri maksimum değeri ile karşılaştırıldığında yüksek bir fark görülmemektedir. Firmanın bir önceki dönem ortalama nakit kar payı dağıtım oranı ise 0.649 değerini göstermektedir. Başka bir deyişle önceki dönemlere yönelik yatırımcılara hisse başına ortalama %64 nakdi kar payı ödemesi gerçekleşmiştir. Ancak en yüksek oranın 19.22 ve en düşük oranın ise 0 olması ve standart sapmanın ise (1.729) yüksek olması bu değişkenin dağılımında oldukça yüksek farklılığın söz konusu olduğunu göstermektedir.

Yatırım fırsatlarının ortalama değeri 1.842'iken 1.774 standart sapma değeri ile en yüksek 16.142 ve en düşük 0.019 değerini almaktadır. Ortalama ve maksimum oranı arasındaki fark firmaların yatırım fırsatlarında önemli ölçüde farklılık olduğunu göstermektedir. Likidite oranı ise kontrol değişkenleri arasında en yüksek standart sapma değerine sahipken (2.023) ortalama değeri ile farkı 14.3'tür. Aradaki bu yüksek fark firmaların likidite seviyesindeki dağılımda önemli ölçüde farklılık olmasıdır. Ayrıca en yüksek yatırım fırsatlarına sahip firma Gıda, İçecek ve Tütün sektöründe yer almaktadır.

Korelasyon matrisi değişkenlerin arasındaki ilişkinin yapısını genel bir bakış ile incelemektedir. korelasyon katsayıları istatistiksel olarak -1 ile +1 arasında değerler alırken katsayıların işaretleri ilişkinin yönünü belirtmektedir. Korelasyon katsayısının 1 mutlak değerine yaklaşması değişkenler arasında güçlü bir ilişkinin olduğu anlamına gelmektedir ki bu istenmeyen bir durumdur. Tablo 13, model tahminlerinde kullanılan tüm bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki korelasyonu göstermektedir. Tablo 13 sonuçlarına göre firmanın ilgili dönemde kar payı dağıtımını gösteren DP1 kukla değişkeni kaldıraç oranı hariç diğer bütün değişkenler ile pozitif ilişkiye sahiptir. Bu anlamda DP1 ve öz kaynak karlılığı, hisse senedi fiyatı, firma büyüklüğü, likidite oranı ve önceki dönem hisse başına dağıtılan nakit kar payı arasında %1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak pozitif ve anlamlı bir ilişki görülmektedir. Ayrıca DP1 ve kaldıraç oranı arasında %1'lik anlamlılık düzeyinde negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Kar payı ödemelerindeki artış kararlarını gösteren DP2, karlılık, hisse senedi fiyatı, firma büyüklüğü ve likidite ile sırasıyla 0.18, 0.12, 0.13 ve 0.08 korelasyon katsayıları ile pozitif yönde anlamlı bir ilişkiye sahiptir. Ayrıca DP2, kar payı primi, kaldıraç oranı, yatırım fırsatları ve önceki dönem dağıtılmış nakdi kar payı değişkenleri ile negatif korelasyona sahip olsa da sadece kaldıraç oranı ile istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür.

Kar payı ödemelerini azaltma kararlarına ilişkin DP3 değişkeni, bağımsız değişkenlerin çoğu ile pozitif korelasyona sahiptir. Bunların arasında önceki dönem dağıtılmış nakdi kar payı ile %1 ve firma büyüklüğü ile %10 anlamlılık seviyesinde pozitif ilişkiye sahip olduğu görülmektedir. Ancak DP1 ve DP2'de de olduğu gibi DP3 ve kar payı primi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki görülmemektedir.

Nakdi kar paylarında artış tutarını gösteren INCRS değişkeni kaldıraç oranı ve yatırım fırsatları ile %10 anlamlılık düzeyinde negatif yönlü ilişkiye sahiptir. Öte yandan, sadece önceki dönem dağıtılmış kar payı ile %1 anlamlılık seviyesinde anlamlı ve pozitif bir şekilde ilişkilidir. Nakdi kar paylarında azalma tutarını gösteren DECRS değişkeni ise sadece önceki dönem nakit kar payı değişkeni ile %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı ve negatif yönlü ilişkili olduğu görülmektedir.

Tablo 10: Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi

	DP1	DP2	DP3	INCRS	DECRS	PREM	PROFT	LEV	PRICE	SIZE	PDPS	INV	LQ
DP1	1												
DP2	0.571***	1											
DP3	0.021	-0.593***	1										
INCRS	0.266***	0.401***	-0.218***	1									
DECRS	0.0320	0.227***	-0.356***	0.124**	1								
PREM	0.0150	-0.004	0.052	0.027	-0.028	1							
PROFIT	0.258***	0.187***	-0.042	0.013	0.018	0.036	1						
LEV	-0.242***	-0.119**	-0.049	-0.077*	0.055	0.098*	-0.233***	1					
PRICE	0.270***	0.121**	0.055	-0.057	0.051	0.090*	0.299***	-0.056	1				
SIZE	0.244***	0.134***	0.080*	-0.015	-0.010	0.107**	0.232***	0.164***	0.265***	1			
PDPS	0.212***	-0.030	0.157***	0.147***	-0.120**	0.040	0.155***	-0.092*	0.433***	0.037	1		
INV	0.025	-0.017	0.015	-0.091*	0.051	0.059	0.235***	0.002	0.586***	0.060	0.145***	1	
LQ	0.134***	0.082*	-0.014	0.033	-0.024	-0.062	0.128***	-0.534***	0.072	-0.318***	0.105**	0.153***	1

***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir

Bağımsız ve kontrol değişkenleri arasındaki korelasyon katsayılarına ilişkin kar payı primi, kaldıraç oranı ve hisse senedi değeri ile sırasıyla 0.098 ve 0.090 korelasyon katsayısıyla %10 anlamlılık düzeyinde ve firma büyüklüğü ile 0.107 korelasyon katsayısıyla %1 anlamlılık seviyesinde anlamlı ve pozitif ilişkili olduğu görülmektedir. Bu da büyük firmalardaki kaldıraç oranı ve pay değerlerinde gerçekleşen artışın kar payı priminde artışa yol açtığı anlamına gelmektedir.

Öz kaynak karlılığı, kaldıraç oranı hariç diğer bütün kontrol değişkenleri ile %1 anlamlılık düzeyinde pozitif ilişkiye sahiptir. Firma büyüklüğü ise karlılık, kaldıraç oranı ve hisse senedi fiyatı ile %1 anlamlılık düzeyinde pozitif ve anlamlı korelasyona sahip olduğu görülmektedir. Bu da firma büyüklüğü arttıkça kaldıraç oranı, karlılık ve hisse senedi fiyatının önemli ölçüde arttığını göstermektedir. Hisse senedi fiyatı değişkeni ise firma büyüklüğü, yatırım fırsatları, karlılık ve önceki dönem dağıtılmış kar payı ile anlamlı ve pozitif bir şekilde ilişkilidir.

Bu anlamda büyük firmalarda karlılık oranı, yatırım fırsatları ve dağıtılan kar paylarındaki artış ile hisse senedi fiyatlarında artış gerçekleştiğini göstermektedir. Tablo 10 sonuçlarına göre bağımsız değişkenlere ilişkin en yüksek istatistiksel anlamlı korelasyon katsayısı -0.593 değeri ile kar paylarında artış kararları değişkeni (DP2) ve kar paylarında azalma kararları (DP3) değişkenleri arasında yer almaktadır. Genel olarak değişkenler arasında zayıf yönlü bir ilişkinin olmasından dolayı çoklu doğrusallık (Multicollinearity) sorununun olmadığı görülmektedir.

4.3. Çalışmanın Bulguları

2009-2017 yılları arasındaki dönemde BİST imalat sanayi sektöründe yer alan firmaların verilerinden yararlanarak oluşturulan ve panel veri analizi ile test edilen modellerde catering teorisinin geçerliliği araştırılmıştır. Bağımlı değişken olan kar payı priminin kar payı politikası üzerindeki etkisini tespit etmek üzere panel lojistik regresyon ve panel çoklu regresyon yöntemlerinden yararlanarak ayrı ayrı modeller oluşturulmuş ve sonuçlar aşağıda sırasıyla gösterilmiştir.

İlk model BW (2004) modelinden yararlanarak oluşturulmuştur. kar payı priminin kar payı kararlarına yönelik rasyonel yöneticilerin kar payı dağıtım dağıtmama olasılığı üzerindeki etkiyi araştıran model 1'in sonucu Tablo 11'de gösterilmiştir. Tablo 11'de görüldüğü üzere Model 1 tahmin edilirken yapılan Hausman test sonucu ($p > \chi^2 = 0.5536$) sabit etkiler hipotezinin reddedilmesi ve tesadüfi etkiler tahmincisinin tutarlı olacağı yönündedir, ancak her iki tahminciye göre sonuçlar gösterilmiştir.

Ayrıca Wald χ^2 ve LR sonuçlarının P değerleri modelin anlamlı olduğuna işaret etmektedir. Tablo 11 incelendiğinde modeldeki kar payı primi ile yöneticinin kar payı ödeyip ödememe olasılığı arasında anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir. Bu da kar payı priminin yöneticilerin kar payı dağıtım dağıtmama kararları üzerinde etkisiz olduğu anlamına gelmektedir.

Açıklayıcı değişkenler incelendiğinde DP1, Eije ve Megginson (2008) ve Ramadan (2015) bulguları ile tutarlı olarak, kaldıraç oranı ile ve Denis ve Osobov (2008), Ferris (2009), ve Ramadan (2015) ile benzer şekilde yatırım fırsatları ile negatif yönlü ilişkiye sahip olduğu görülmektedir. Kaldıraç derecesi %5 ve yatırım fırsatları ise %10 anlamlılık düzeyinde DP1 ile ilişkilidir. Ayrıca önceki dönem ödenmiş hisse başına nakdi kar payı değişkeni ve firma büyüklüğü ile %5 ve hisse senedi değeri ile %10 anlamlılık seviyesinde pozitif ilişkiye sahiptir. Bu anlamda borç oranı düşük olan ve önceki dönem kar payları ve hisse senedi fiyatları yüksek olan büyük firmalarda kar payı ödeme olasılığının daha yüksek olduğu görülmektedir.

Firma büyüklüğü sonuçları, Denis ve Osobov (2008), Eije ve Megginson (2008), Ferris (2009) ve Ramadan (2015) bulguları ve önceki dönem kar payı değişkeni sonuçları ise Ferris (2009) bulguları ile tutarlıdır. Aynı şekilde Ferris (2009) bulguları yönünde firmaların Pd/Dd oranı ile gösterilen yatırım fırsatlarının düşük olmasıyla kar payı ödeme olasılığı artmaktadır. Bunun nedeni ise düşük büyüme fırsatlarına sahip firmaların gelecekte daha az fona ihtiyaç duymaları ve dolayısıyla temettü ödeme eğiliminde buldukları şeklinde açıklanabilmektedir. Ayrıca karlılık ve likidite katsayıların anlamlı olmaması dikkat çekmektedir. Buradan yöneticilerin kar payı ödeme kararlarında karlılık ve likidite (cari oranı) oranlarını dikkate almadıkları sonucu çıkarılabilmektedir.

Çalışmanın devamında Li ve Lie (2006) modelinden yararlanarak kar payı kararları kapsamında nakit kar payı ödemelerinde gerçekleşen artış ve azalış üzerinde kar payı priminin etkisi araştırılmıştır. Buradaki amaç temettü değişim olasılığının kar payı primi ile ilgili olup olmadığını incelemektir. Ayrıca catering teorisinin temelini oluşturan kar payı ödemelerini başlatmak veya son vermek etkisi yanısıra temettü değişim olasılığına dair de fikir sunmaktadır. İrrasyonel yatırımcıların nakdi kar payı talebinin, kar payı ödemelerindeki artış ve azalış üzerindeki etkisini araştıran model 2 ve 3'ün analiz sonuçları, sırasıyla Tablo 12 ve 13'de gösterilmiştir.

Tablo 11: Catering Teorisinin Geçerliliğine İlişkin Model (1) Panel Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları

Bağımlı Değişken	Model 1					
	Pr(DP1)					
	Tesadüfi Etkiler			Sabit Etkiler		
Bağımsız Değişkenler	Katsayı (Standart Hata)	Odds Oranı	Z İstatistiği	Katsayı (Standart Hata)	Odds Oranı	Z İstatistiği
PREM	0.002 (0.011)	1.002	0.20	-0.003 (0.012)	0.996	-0.30
PROFT	1.083 (0.965)	2.955	1.12	1.626 (1.242)	5.084	1.31
LEV	-2.476** (0.940)	0.084	-2.63	-7.234*** (2.128)	0.007	-3.40
PRICE	1.202* (0.494)	3.327	2.43	0.947 (1.029)	2.579	0.92
SIZE	0.993** (0.311)	2.699	3.19	4.157** (1.269)	63.891	3.27
PDPS	1.422** (0.464)	4.147	3.06	0.853** (0.321)	2.348	2.65
INV	-0.303* (0.127)	0.737	-2.38	-0.324 (0.240)	0.723	-1.34
LQ	0.127 (0.101)	1.135	1.26	0.014 (0.150)	1.014	0.09
C	-7.639** (2.666)	0.004	-2.86			
Wald chi ² / LR chi ²	61.21			57.87		
Prob> Chi ²	0.000			0.000		
Log Likelihood	-290.244			-151.090		
Hausman Testi	6.84					
Prob> Chi ²	0.553					
Gözlem sayısı	666			666		
Grup Sayısı	74			74		

***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 12’de Model 2’nin tahminine yönelik yapılan Hausman test sonucu ($p > \chi^2 = 0.980$) tesadüfi etkiler tahmincisinin tutarlı olduğunu ve Wald χ^2 P değeri ise modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Tablo 12’den elde edilen sonuçlara göre DP2 değişkeni kar payı primi ile anlamlı ilişkiye sahip değildir. Dolayısıyla yöneticilerin kar payı artış kararlarında kar payı priminin herhangi bir etkisi olmadığı görülmektedir. Yani kar payı priminin yüksek olması ile yöneticilerin temettü ödemelerini arttırma olasılığı değişmemektedir.

Açıklayıcı değişkenlere yönelik ise DP2, karlılık ile %1, hisse senedi değeri ile %5 ve firma büyüklüğü ile %10 anlamlılık seviyesinde pozitif yönlü ilişkili olduğu görülmüştür. Öte yandan yatırım fırsatları ve önceki döneme ait kar payı değişkeni ile %5 anlamlılık düzeyinde negatif ilişkiye sahiptir. Yöneticilerin kar paylarını arttırma olasılığının karlılık ve firma büyüklüğü ile pozitif ilişkisi ve önceki döneme ait kar payı ile negatif ilişkisi Li ve Lie (2006) bulguları ile tutarlıdır. Sonuç olarak yatırım fırsatları ve önceki dönem ödenen kar payları daha düşük olan ve hisse senedi değerleri daha yüksek olan karlı ve büyük firmaların kar paylarında artış gerçekleşme olasılığı daha yüksektir. Önceki döneme ait kar payının ters etkisi geçmişte düşük miktarda kar payı ödeyen firmaların, temettüleri daha fazla düşüremediklerinden kaynaklanabilmektedir.

Tablo 13’te görüldüğü gibi Model 3 tahmin edilirken yapılan Hausman test sonucu ($p > \chi^2 = 0.041$) değerini almıştır. Böylece %5 anlamlılık düzeyinde “sabit etkiler mevcuttur” şeklindeki H_0 hipotezi kabul edilmiştir ve sabit etkiler tahmincisinin tutarlı olacağına karar verilmiştir. LR χ^2 , P değeri ise modelin anlamlı olduğuna işaret etmektedir. Tablo 13’den elde edilen sonuçlara göre DP3’ün kar payı primi ile anlamlı bir ilişkiye sahip olmadığı görülmektedir. Bu da irrasyonel yatırımcıların nakit kar payı taleplerindeki değişimin yöneticilerin temettü ödemelerini azaltma olasılığı üzerinde etkili olmadığı şeklinde yorumlanabilmektedir.

Tablo 12: Catering Teorisinin Geçerliliğine İlişkin Model (2) Panel Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları

Bağımlı Değişken:	Pr (DP2)					
	Tesadüfi Etkiler			Sabit Etkiler		
Bağımsız Değişkenler	Katsayı (Standart Hata)	Odds Oranı	Z İstatistiği	Katsayı (Standart Hata)	Odds Oranı	Z İstatistiği
PREM	-0.002 (0.008)	0.977	-0.27	-0.005 (0.008)	0.994	-0.57
PROFT	3.181*** (0.788)	24.071	4.04	1.748* (0.828)	5.747	2.11
LEV	-0.767 (0.509)	0.464	-1.51	1.426 (1.103)	4.163	1.29
PRICE	0.744** (0.236)	2.170	3.28	2.928*** (0.741)	18.703	3.95
SIZE	0.322* (0.150)	1.381	2.14	-1.215 (0.765)	0.296	-1.59
PDPS	-0.214** (0.074)	0.807	-2.86	-0.365*** (0.102)	0.693	-3.58
INV	-0.235** (0.072)	0.790	-3.25	-0.351* (0.143)	0.703	-2.45
LQ	0.074 (0.055)	1.076	1.33	0.060 (0.083)	1.062	0.73
C	-3.452** (1.327)	0.031	-2.60			
Wald chi ² / LR chi ²	50.66			40.35		
Prob>Chi ²	0.000			0.000		
Log Likelihood	-420.376			-280.260		
Hausman Testi	1.15					
Prob>Chi ²	0.971					
Gözlem sayısı	666			666		
Grup Sayısı	74			74		

***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 13: Catering Teorisinin Geçerliliğine İlişkin Model (3) Panel Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları

		Model 3					
Bağımlı Değişken:		Pr(DP3)					
		Tesadüfi Etkiler			Sabit Etkiler		
Bağımsız Değişkenler	Katsayı (Standart Hata)	Odds Oranı	Z İstatistiği	Katsayı (Standart Hata)	Odds Oranı	Z İstatistiği	
PREM	0.010 (0.008)	1.010	1.24	0.008 (0.009)	1.008	0.96	
PROFT	-1.621** (0.591)	0.197	-2.74	-3.014*** (0.875)	0.049	-3.44	
LEV	-1.338* (0.564)	0.262	-2.37	-3.593** (1.112)	0.027	-3.23	
PRICE	-0.271 (0.236)	0.762	-1.15	-2.031** (0.721)	0.131	-2.82	
SIZE	0.406* (0.160)	1.501	2.53	2.388*** (0.818)	10.893	2.92	
PDPS	0.267*** (0.076)	1.307	3.48	0.362*** (0.101)	1.436	3.50	
INV	0.067 (0.063)	1.069	1.05	0.241 (0.131)	1.273	1.84	
LQ	-0.066 (0.060)	0.935	-1.09	-0.075 (0.090)	0.927	-0.83	
C	-3.484** (1.383)	0.030	-2.52				
Wald chi ² / LR chi ²	23.44			46.80			
Prob>Chi2	0.002			0.000			
Log Likelihood	-405.720			-268.513			
Hausman Testi				16.07			
Prob>Chi ²				0.041			
Gözlem sayısı	666			666			
Grup sayısı	74			74			

***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Açıklayıcı değişkenlere ilişkin DP3, firma büyüklüğü ve önceki dönem ödenen kar payı ile %1 anlamlılık seviyesinde pozitif ilişkiye sahiptir. DP3'ün negatif yönlü ilişkisi ise, Li ve Lie (2006) bulguları ile uyumlu olarak, karlılık ve kaldıraç oranı ile %1 ve hisse senedi değeri ile %5 anlamlılık düzeyinde görülmektedir. Sonuç olarak yöneticilerin ödedikleri nakdi kar payını azaltma olasılığı, daha az karlı, hisse senedi değeri ve borç oranı daha düşük olan ve bir önceki dönem yüksek kar payı ödeyen büyük firmalarda daha yüksek olduğu görülmektedir. Ayrıca karlılık oranının kar payı dağıtım kararlarına yönelik model 1'de etkisiz olduğu ancak kar payı artış ve azalış kararlarında Model 2 ve 3 de görüldüğü üzere oldukça etkili olduğu dikkat çekmektedir.

Kar payı priminin temettü değişim oranı üzerindeki etkiyi araştırmak amaçlı oluşturulan Model 4 ve 5'e yönelik sırasıyla tesadüfi ve sabit etkiler çoklu regresyon analiz sonuçları Tablo 14'de sunulmuştur. Tablo 14'de görüldüğü üzere Model 1,2 ve 3'de de olduğu gibi, Model 4 v 5'te kar payı primi temettü ödemelerindeki değişim oranı farkı ile anlamlı ilişkiye sahip değildir. Böylece kar payı priminin temettü değişimindeki artış ve azalış büyüklüğünü etkilemediği görülmektedir. Model 4'e ilişkin açıklayıcı değişkenler incelendiğinde, kar payı artış oranının sadece kaldıraç oranı ile %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı ve negatif ilişkiye sahip olduğu görülmektedir. Böylece kaldıraç oranındaki bir birimlik artış ile kar payı artış oranı 0.76 azalmaktadır. Bu anlamda yüksek kaldıraç oranına sahip firmalarda yöneticiler tarafından uygulanan kar paylarındaki artış oranının daha düşük olduğu ve daha düşük kar payı ödendiği görülmektedir.

Model 5 sonuçlarına göre kar paylarındaki azalma oranı kaldıraç oranı ile %5 anlamlılık düzeyinde pozitif yönlü bir ilişkiye sahiptir. Böylece kaldıraç oranındaki bir birimlik artış ile kar paylarındaki azalma oranı 3.23 artmaktadır. Model 4 ve 5'e ilişkin kaldıraç oranı katsayıları, kaldıraç oranındaki artış ile kar payı ödemelerinin azaldığını göstermektedir. Aynı şekilde yatırım fırsatları %10 ve önceki döneme ait ödenen kar payı %1 anlamlılık düzeyinde kar payı artış oranını pozitif yönlü etkilemektedir. Yatırım fırsatlarında ve önceki döneme ait kar paylarındaki bir birimlik artış, kar payı azalış oranını sırasıyla 0.69 ve 0.14 arttırmaktadır. Bu anlamda, yatırım fırsatlarında ve önceki dönem ödenen kar payındaki artış ile ilgili dönemdeki ödenen kar payı oranı azalmaktadır.

Açıklayıcı değişkenlerin Model 1, 2, 3, 4 ve 5'e ilişkin sonuçları bütün olarak incelendiğinde ise, karlılık oranı, Li ve Lie (2006) bulguları ile tutarlı olarak, yöneticilerin kar payı ödeyip ödememe kararlarını ve kar paylarındaki değişim oranı farkını etkilememektedir ve sadece temettülerdeki artış ve azalış olasılığını etkilediği görülmektedir. Sonuçlara göre, daha yüksek (düşük) karlılık oranına sahip firmalarda yöneticilerin kar payını arttırma (azaltma) olasılığı daha yüksektir.

Tablo 14: Catering Teorisinin Geçerliliğine İlişkin Model (4) ve (5) Panel Regresyon Analizi Sonuçları

Bağımlı Değişken	INCRS	DECRS
PREM	0.010 (0.009)	-0.068 (0.042)
PROFT	0.159 (0.557)	0.815 (1.832)
LEV	-0.760* (0.295)	3.233** (0.080)
PRICE	-0.632 (0.409)	6.646 (3.350)
SIZE	0.078 (0.275)	2.185 (1.229)
PDPS	0.321 (0.321)	0.696*** (0.178)
INV	-0.081 (0.046)	0.143* (0.054)
LQ	-0.001 (0.055)	-0.097 (0.081)
C	1.157 (2.339)	-26.797* (12.944)
Wald Chi ² / Değiştirilmiş R ²	19.70	0.080
Wooldridge	0.014	11.175**
Hetrosce Wald/ Breusch-Pagan	1008.80***	67575.24***
Gözlem Sayısı	666	666
Grup Sayısı	74	74

***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir

Kaldıraç oranına ilişkin, sonuçların karışık olduğu görülmektedir. Borç oranının daha düşük olduğu firmalarda, yöneticilerin kar payı ödeme olasılığı artmaktadır. Ancak kar payı değişim kararlarında öngörülenin aksine borç oranının kar payındaki artış olasılığını etkilemezken, düşük borç oranına sahip firmalarda yöneticilerin kar paylarını azaltma olasılığının arttığı görülmektedir. Öte yandan kar payı değişim farkı modellerine ilişkin kaldıraç oranındaki artış ile kar payı artış oranının azaldığı ve kar payı azalış oranının arttığı yani borç oranının artması ile kar payı oranının azaldığı görülmektedir. Hisse senedi değeri incelendiğinde, hisse senedi fiyatı daha yüksek olan firmalarda yöneticilerin kar payı ödeme ve kar payını arttırma olasılığının daha yüksek olduğu görülmektedir. Daha düşük hisse senedi değerine sahip firmalarda ise yöneticilerin kar paylarını düşürme olasılığı artmaktadır. Ancak kar payı değişim oranı ile anlamlı bir ilişkiye sahip değildir.

Firma büyüklüğüne ilişkin sonuçlar, daha büyük firmalarda yöneticilerin kar payı ödeme olasılığı, kar payını arttırma ve azaltma olasılığının daha yüksek olduğunu göstermektedir. Bu anlamda, yöneticiler tarafından temettü kararlarında değişiklik gerçekleştirme olasılığı, büyük çaptaki firmalarda daha yüksektir. Ancak firma büyüklüğü firmaların nakdi kar payı değişim oranı farkı üzerinde anlamlı bir etkiye sahip değildir.

Kar payı kararlarına yönelik modellerin sonuçlarına göre, önceki dönem daha düşük kar payı ödeyen firmalarda, yöneticilerin kar payı arttırma olasılığı daha yüksektir ve önceki dönem daha yüksek temettü ödemelerine sahip firmalarda ise kar payı ödeme olasılığı ve kar paylarında azalma olasılığı daha yüksektir. Bu değişken kar paylarındaki artış oranı ile anlamlı bir ilişkiye sahip olmazken, önceki dönem kar payındaki artış ile ilgili dönemdeki kar payı azalma oranının arttığı yani kar payı oranının azaldığı görülmektedir.

Yatırım fırsatları değişkeni sonuçlarına göre, daha düşük yatırım fırsatlarına sahip firmalarda yöneticilerin kar payı ödeme olasılığı ve kar paylarını arttırma olasılığının daha yüksek olduğu görülmektedir. Ayrıca yatırım fırsatlarının artması ile kar payı azalma oranının artması yani kar payı oranının azaldığı görülmüştür. Son olarak likidite oranının modellerin hiçbirinde anlamlı katsayıya sahip olmadığı ve çalışma kapsamında kar payı kararlarını anlamlı bir şekilde etkilemediği görülmektedir. Elde edilen regresyon sonuçları tek bir tablo altında birleştirilmiştir ve söz konusu sonuçlar Tablo 15’de sunulmuştur.

Tablo 15: Kurulan Modellere İlişkin Panel Regresyon Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişken	DP1	DP2	DP3	INCRS	DECRS
PREM	0.002 (0.011)	-0.002 (0.008)	0.008 (0.009)	0.01 (0.009)	-0.068 (0.042)
PROFT	1.083 (0.965)	3.181*** (0.788)	-3.014*** (0.875)	0.159 (0.557)	0.815 (1.832)
LEV	-2.476** (0.940)	-0.767 (0.509)	-3.593** (1.112)	-0.760* (0.295)	3.233** (0.080)
PRICE	1.202* (0.494)	0.744** (0.236)	-2.031** (0.721)	-0.632 (0.409)	6.646 (3.350)
SIZE	0.993** (0.311)	0.322* (0.15)	2.388*** (0.818)	0.078 (0.275)	2.185 (1.229)
PDPS	1.422** (0.464)	-0.214** (0.074)	0.362*** (0.101)	0.321 (0.321)	0.696*** (0.178)
INV	-0.303* (0.127)	-0.235** (0.072)	0.241 (0.131)	-0.081 (0.046)	0.143* (0.054)
LQ	0.127 (0.101)	0.074 (0.055)	-0.075 (0.09)	-0.001 (0.055)	-0.097 (0.081)
C	-7.639** (2.666)	-3.452** (1.327)		1.157 (2.339)	-26.797* (12.944)
Wald chi ² / Değiştirilmiş R ²	61.21	50.66	46.8	19.7	0.08
Prob>Chi ²	0.000	0.000	0.002		
Log Likelihood	-290.244	-420.376	-405.72		
Wooldridge				0.014	11.175**
Hetrosce Wald				1008.80***	67575.24***
Gözlem Sayısı	666	666	666	666	666
Grup Sayısı	74	74	74	74	74

***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir

SONUÇ ve ÖNERİLER

DeBondt ve Thaler (1985) hisse senedi piyasalarının bilgilere aşırı tepki gösterdiğini ve Shefrin ve Statman (1985) kaybeden senetlerin elden çıkarılmasının daha doğru olmasına rağmen yatırımcıların kazanan senetleri satmaya daha yatkın olduklarını göstermiştir. Bu noktadan sonra geleneksel finansa yönelik sert eleştiriler getirilerek yatırımcıların tam rasyonellik varsayımı önemini kaybetmiş ve davranışsal finans kavramı önem kazanmıştır. Davranışsal finans, finansın psikolojik ve sosyolojik yapısını dikkate alarak pratikte finansal piyasa katılımcılarının nasıl karar aldıklarını ve bu kararların finansal piyasaları nasıl etkilediğini açıklamaktadır. Bu alanda yatırımcıların her zaman rasyonel davranışlar sergilemediği ve bu nedenle finansal karar alma süreçlerinin tamamen veya kısmen davranışsal önyargılardan kaynaklanabileceği savunulmaktadır.

BW (2004), finansal piyasalardaki irrasyonel davranışları açıklamaya yönelik “irrasyonel yatırımcı-rasyonel yönetici” ve “rasyonel yatırımcı-irrasyonel yönetici” yaklaşımı şeklinde iki farklı yaklaşım öne sürmüştür. İlk yaklaşım irrasyonel yöneticilerin aldıkları kararların firma değeri üzerindeki etkisine ve ikinci yaklaşım ise irrasyonel yatırımcılar ve piyasadaki sınırlı arbitrajın firma değeri üzerindeki etkisine odaklanmaktadır. Catering teorisi “irrasyonel yatırımcı - rasyonel yönetici” yaklaşımı altında yöneticilerin, piyasadaki irrasyonel yatırımcıların zamanla değişen kar payı taleplerini karşılayarak, firma değerinin artmasını sağladıklarını savunmaktadır.

Bu çalışmada, BİST İmalat sanayinde yer alan 74 firmanın 2009-2017 yılları arasındaki 9 yıllık dönemi kapsayan verilerinden yararlanarak catering teorisinin geçerliliği araştırılmıştır. Çalışma kapsamında kar payı ödeme olasılığı, kar payı ödemelerindeki artış ve azalış olasılığı ve kar paylarında artış ve azalış tutarlarının büyüklüğüne yönelik analizler yapılmıştır. Çalışmanın analizlerinde bağımlı değişken olarak kar payı politikası kapsamında yöneticilerin kar payı ödeme olasılığı ile kar payını arttırma ve azaltma olasılığı panel lojistik regresyon yöntemi ile ve kar payı ödemelerindeki değişim oranı etkisi ise panel doğrusal regresyon yönteminden yararlanarak araştırılmıştır. Bağımsız değişken olarak irrasyonel yatırımcıların kar payı talebi göstergesi olan kar payı primi kullanılmıştır. Kar payı primi, firmaların Pd/Dd oranı hesaplanarak kar payı ödeyen ve ödemeyen firmaların defter değeri ağırlıklı Pd/Dd ortalamalarının farkının logaritmasından elde edilmiştir. Kontrol değişkenleri olarak ise özsermaye karlılığı, kaldıraç oranı, hisse senedi değeri, önceki dönem ödenen hisse başına kar payı, yatırım fırsatları, likidite ve firma büyüklüğü kullanılmıştır.

Çalışmanın uygulama aşamasında çeşitli varsayımlara dayalı toplam 5 model oluşturularak analizler gerçekleştirilmiştir. Analizlerin ilk aşamasında panel lojistik regresyon kullanılarak kar payı priminin yöneticilerin kar payı ödeyip ödememe olasılığı üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Catering teorisine göre kar payı primindeki artış ile yöneticilerin kar payı ödeme olasılığı artmakta ve aynı şekilde kar payı primindeki azalış ile kar payı ödeme olasılığı azalmaktadır. Ancak bu çalışmanın analiz sonuçlarında kar payı priminin, kar payı ödeme olasılığı ile anlamlı olarak ilişkili olmadığı görülmüştür. Bu da yöneticilerin kar payı ödeme olasılıklarının kar payı primindeki değişimden etkilenmediği anlamına gelmektedir. Sonuçlara göre, borç oranı ile yatırım fırsatları düşük olan ve hisse senedi fiyatları ile önceki dönem kar payları yüksek olan büyük firmalarda yöneticilerin kar payı ödeme olasılığının daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

İkinci modelde panel lojistik regresyon yöntemi kullanılarak kar payı priminin yöneticilerin kar paylarını artırma olasılığı üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Li ve Lie (2006) kar payı primindeki artış (azalış) ile yöneticilerin kar payı artırma olasılığının arttığını (azaldığını) ifade etmektedir. Ancak bu çalışmada kar payı primi ve yöneticilerin kar payı artırma olasılığının arasında anlamlı bir ilişki görülmemektedir. Ayrıca yatırım fırsatları ve önceki dönem ödenen kar payları daha düşük olan ve hisse senedi değerleri daha yüksek olan karlı ve büyük firmalarda kar paylarında artış gerçekleşme olasılığının daha yüksek olduğu görülmüştür.

Üçüncü modelde panel lojistik regresyon yöntemi kullanılarak yöneticilerin kar paylarını azaltma olasılığı üzerindeki kar payı primi etkisi araştırılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, kar payı primi ve yöneticilerin kar paylarını azaltma olasılığı arasında anlamlı bir ilişki yoktur. Özetle yöneticilerin nakit kar payını düşürme olasılığının, karlılık oranı, hisse senedi değeri ve borç oranı daha düşük olan ve bir önceki dönem yüksek kar payı ödeyen daha büyük firmalarda daha yüksek olduğu görülmektedir.

Dördüncü ve beşinci modelde ise panel çoklu regresyon yöntemi kullanılarak kar payı priminin, sırasıyla kar paylarında artma ve azalma büyüklüğü üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, kar payı primi ve temettü değişim büyüklüğü arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki görülmemektedir. Kar paylarında artış oranı etkisine ilişkin daha büyük kaldıraç oranına sahip firmalarda kar payı artış tutarının daha düşük olduğu görülmektedir. Kar paylarında azalma oranı etkisi incelendiğinde ise daha büyük kaldıraç oranına sahip firmalarda kar payı azalma oranının daha büyük olduğu görülmektedir. Daha yüksek yatırım fırsatları ve önceki dönem kar payı ödemelerine sahip firmalarda ise kar payı azalma oranı daha düşüktür. Bu anlamda borç oranı düşük ve yatırım fırsatları ile önceki dönem kar payı ödemesi daha yüksek olan firmaların kar payı ödemelerinde daha düşük oranda azalma görülmektedir.

Catering teorisinin varsayımı, yöneticilerin piyasadaki yatırımcıların zamana göre değişen nakit kar payı talebini karşıladıkları ve kar payı priminin artması (azalması) ile kar payı ödeme olasılıklarının arttığı (azaldığı) yönündedir. Ancak çalışmadan elde edilen sonuçlar, Denis ve Osobov (2008), Eije (2008), Hoberg (2008), Ferris (2009) ve Tsuji (2010) sonuçları ile uyumlu olmakla birlikte, BW catering teorisinin varsayımı ile çelişmektedir. Bu anlamda kar payı priminin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı ve catering varsayımı ile ters yönde hareket ettiği görülmektedir. Çalışmanın devamında kar payı kararlarına yönelik oluşturulan ek modeller de benzer sonuçlar göstermiştir. Bu modellerden elde edilen sonuçlar; yöneticilerin kar payı ödemelerindeki artış ve azalma kararları ve nakdi kar payı değişim oranlarının yatırımcıların nakit kar payı taleplerini karşılamak yönünde hareket etmediğini göstermektedir. Dolayısıyla BİST imalat sanayi sektöründe yer alan firmalarda catering teorisinin geçerliliği doğrulanmamıştır ve yöneticilerin nakit kar payı kararları alma sürecinde yatırımcıların kar payı talebini dikkate almadıkları sonucuna varılmıştır.

Bu durumun olası nedenleri yöneticilerin piyasadaki yatırımcıların geçici taleplerine ve geçici yanlış fiyatlandırmalara karşılık vermek konusunda isteksiz olmaları ve daha ziyade kar payı kararlarında istikrarı korumak adına önceki dönem dağıtılmış kar paylarını dikkate almaları olabilir. Aynı şekilde yöneticilerin yatırım fırsatlarına odaklanarak firmanın faaliyetleri sonucunda elde ettiği mevcut kaynakları temettü olarak dağıtmak yerine yeni yatırımların finansmanında kullanma eğiliminde oldukları söylenebilir.

Temel analize göre sermaye kazancı veya sermaye kaybından kaynaklanan hisse senedi fiyatlarındaki değişiklikler, yatırımcıların gelecek dönemlerde firma tarafından dağıtılacak kar payı tutarlarına ilişkin beklentilerini yansıtmaktadır ve hisse senedinin değeri yatırımcıların gelecekte belirli bir kar payı beklentisine göre şekillenmektedir (Dağlı, 2004, 214). Ancak çalışmanın sonucunda catering teorisinin geçersiz olması ve yöneticilerin yatırımcı talebi ile ilgilenmedikleri gerçeği, temel analize göre yapılan değerlendirmelerin en azından ilgili dönemde BİST imalat sanayi sektörü için desteklenmediğini göstermektedir. Burada yatırımcılara yalnızca temel analiz sonuçlarına göre hisse senedi yatırım kararları almamaları; ayrıca örneğin teknik analizi de göz önünde bulundurmaları önerilebilir.

DeAngelo vd. (2004) zamanla temettülerin daha az sayıda firmalar arasında yoğunlaştığını göstermektedir (DeAngelo vd., 2004: 425). Hoberg (2008) ise toplam temettü ödemelerinin % 90'ından fazlasının, catering etkisinden ziyade önceki dönemlerde temettü ödeyen firmalardan geldiğini belirtmiştir (Hoberg, 2008: 82). Çalışma kapsamında BİST imalat sanayi sektöründe yer alan 179 firmadan sadece 72'sinde düzenli olarak nakit kar payı dağıttığı tespit edilmiştir. Bu durum, yatırımcılar açısından yatırım kararlarında, temettü ödemelerinin yoğunlaştığı sınırlı sayıda firmayı göz önünde bulundurmalarının daha doğru olabileceğini göstermektedir.

BW (2004) catering teorisi, kar payı ödemelerinin bireysel yatırımcı kar payı taleplerini karşıladığını varsaymaktadır. Ancak Allen vd. (2000) kar paylarının bireysel yatırımcılardan ziyade firmaya daha yüksek değer kattığından dolayı kurumsal yatırımcıları cezbetmek amacıyla ödendiğini savunmaktadır. Bu çalışmada ortaya çıkan yöneticilerin kar payı primine yanıt vermeme durumu, geçici kar payı taleplerinin kurumsal yatırımcılardan ziyade bireysel yatırımcılar tarafından gerçekleştirildiği olasılığını güçlendirmektedir.

Öte yandan Lintner (1956) yöneticilerin kar payı kararlarında tutucu davrandıklarını ve özellikle gelecekte tekrar azaltma gerektirebilecek kar payı ödemelerini arttırma konusunda isteksiz olduklarını savunmuştur (Lintner, 1956: 99). Bu bağlamda, yüksek kar payı primine rağmen yöneticilerin geçici kar payı talebini dikkate almama durumu üzerinde tutuculuk anomalisinin etkili olma ihtimali bulunmaktadır.

Ayrıca bu alanda yapılan çalışmalarda, yöneticilerin kar payı politikasını belirleme sürecinde yatırımcıların tercihleri doğrultusunda hareket etme isteği ve gücü üzerinde, ilgili ülkedeki yasal düzenlemelerin etkisinin önemi vurgulanmıştır. Ferrise (2009)'e göre ortak hukuk sistemi dışında kalan medeni hukuk sistemi uygulanan ülkelerindeki firma yöneticileri, çoğunluk hissedarlar tarafından disiplin altına alınmakta ve azınlık hissedarlarını memnun etmekle pek ilgilenmemektedir (Ferris, 2009: 1737). Nitekim bu durum Türkiye için de geçerli olabilir. Yöneticilerin kar payı kararlarında catering uygulamalarına ilişkin çoğunluk hissedarların baskısı gibi engellerin etkisi altında kalmaları mümkündür.

Bu çalışmada catering teorisinin geçerliliği yatırımcıların nakit kar payı talebi üzerinden araştırılmıştır. Ancak gelecek çalışmalarda nakit kar payı, bedelsiz hisse senedi ve melez kar payı olmak üzere diğer kar payı ödeme türleri dikkate alınarak daha detaylı bir irdeleme yapılabilir. Ayrıca çalışma kapsamında kar payı değişim tutarı büyüklüğü etkisini incelemek amacıyla kar payı primi hesaplama işleminde yıl sonu kapanış fiyatı kullanılmıştır. Ancak firmaların kar payı ödeme beyanı tarihindeki hisse senedi fiyatlarını tespit ederek kullanmak daha sağlıklı olabilir.

Catering teorisi kar payı priminin temettü kararları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu ileri sürmektedir. Bunun yanı sıra, kar payı ödeyen firmaların aşırı değerlendirilmesi sonucunda gelecekteki hisse senedi getirilerinin kar payı ödemeyenlere kıyasla daha düşük olacağını varsaymaktadır. Bu anlamda gelecekte yapılması düşünülen çalışmalarda catering teorisinin geçerliliğini araştırmak amaçlı hisse senedi getirilerini de göz önünde bulundurarak daha kapsamlı sonuçlar elde edilebilir. Ayrıca likidite değişkeni için farklı oranlar kullanılarak değişik sonuçların alınması ve bu durumun diğer değişkenler üzerinde ise etkili olması muhtemeldir. Bu anlamda faiz oranı ve enflasyon gibi diğer makroekonomik değişkenlerin modele eklenmesi ise daha sağlıklı sonuçların elde edilmesine yardımcı olabilir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- Abdulkadir, Rihanat Idowu vd. (2014), "Implication of catering theory of dividend: Evidence from financial firms listed on the Nigerian Stock Exchange", **Research Journal of Finance and Accounting**, 5(18), 211-215.
- Agrawal, Anup ve Jayaraman, Narayanan (1994), "The dividend policies of all-equity firms: A direct test of the free cash flow theory", **Managerial and decision economics**, 15(2), 139-148.
- Ahmed, Hafeez ve Javid, Attiya Y. (2008), "Dynamics and determinants of dividend policy in Pakistan (evidence from Karachi stock exchange non-financial listed firms)", 148-171. <https://mp.ra.ub.uni-muenchen.de/37342/> (2018.06.14).
- Aivazian, Varouj vd. (2003), "Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms", **Journal of Financial research**, 26(3), 371-387.
- Allen, Franklin vd. (2000), "A theory of dividends based on tax clienteles", **The Journal of Finance**, 55(6), 2499-2536.
- Allen, Franklin ve Michaely, Roni (2003), "Payout policy. Handbook of the economics of finance", **Handbook of the Economics of Finance**, 1, 337-429.
- Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar (2007), "Determinants of corporate dividend policy in Jordan: an application of the Tobit model", **Journal of Economic and Administrative Sciences**, 23(2), 44-70.
- _____ (2008), "Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data", **International journal of business**, 13(2), 177-195.
- Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar vd. (2010), "Dividend policy: A review of theories and empirical evidence", **International Bulletin of Business Administration**, 9(1), 171-200.
- Altunışık, Remzi vd. (2010), "**Sosyal bilimlerde araştırma yöntemleri: SPSS uygulamalı**", Sakarya yayıncılık, 5. baskı, sakarya.
- Amidu, Mohammed ve Abor, Joshua (2006), "Determinants of dividend payout ratios in Ghana", **The journal of risk finance**, 7(2), 136-145.
- Anil, Kanwal ve Kapoor, Sujata (2008), "Determinants of dividend payout ratios-a study of Indian information technology sector", **International research journal of finance and economics**, 15(1), 63-71.

- Anouar, Kamal (2012), "The impact of the catering theory and financial firms' characteristics on dividend decisions: the case of the French market", <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00765931> (2018.06.17).
- Ansari, Valeed Ahmad ve Khan, Soha (2012), "Momentum anomaly: evidence from India", **Managerial Finance**, 38(2), 206-223.
- Baker, H. Kent vd. (1985), "A survey of management views on dividend policy", **Financial management**, 14(3), 78-84.
- _____ (2001), "Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms", **Financial Review**, 36(3), 19-38.
- Baker, H. Kent ve Haslem, John A. (1974), "Toward the Development of Client-Specified Valuation Models", **The Journal of Finance**, 29(4), 1255-1263.
- Baker, H. Kent ve Powell, Gary E. (2000), "Determinants of corporate dividend policy: a survey of NYSE firms", **Financial Practice and education**, 10, 29-40.
- Baker, H. Kent ve Smith David M. (2006), "In search of a residual dividend policy", **Review of Financial Economics**, 15(1), 1-18.
- Baker, H. Kent ve Kapoor, Sujata (2015), "Dividend policy in India: new survey evidence", **Managerial Finance**, 41(2), 182-204.
- Baker, Malcolm vd. (2004), "Behavioral Corporate Finance: A Survey", 1-51, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1294473 (2018.07.16).
- Baker, Malcolm ve Stein, Jeremy C. (2004), "Market liquidity as a sentiment indicator", **Journal of Financial Markets**, 7(3), 271-299.
- Baker, Malcolm ve Wurgler, Jeffrey (2002), "Market timing and capital structure", **The journal of finance**, 57(1), 1-32.
- _____ (2004), "A catering theory of dividends", **The Journal of Finance**, 59(3), 1125-1165.
- _____ (2011), "Behavioral corporate finance: An updated survey", **National Bureau of Economic Research**, <http://www.nber.org/papers/w17333> (2018.07.16).
- _____ (2012), "Behavioral corporate finance: A current survey", George M. Constantinides, Milton Harris, and Rene M. Stulz, Eds., **Handbook of the Economics of Finance**, (2), New York, Elsevier.
- Ball, Ray ve Brown, Philip (1968), "An empirical evaluation of accounting income numbers", **Journal of accounting research**, 6(2), 159-178.

- Baltagi, Badi (2005), "**Econometric analysis of panel data**", 3. Baskı, John Wiley & Sons, England.
- _____ (2008), "**Econometric analysis of panel data**", 3. Baskı., John Wiley & Sons, England.
- Banerjee, Abhijit V. (1992), "A simple model of herd behavior", **The quarterly journal of economics**, 107(3), 797-817.
- Barber, Brad M. ve Odean, Terrance (2001), "Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment", **The quarterly journal of economics**, 116(1), 261-292.
- Barberis, Nicholas vd. (1998), "A Model of investment Sentiment", **Journal of Financial Economics**, 49(3), 307-343.
- Barclay, Michael J. vd. (1995), "The determinants of corporate leverage and dividend policies", **Journal of applied corporate finance**, 7(4), 4-19.
- Ben Naceur, Samy vd. (2006), "On the determinants and dynamics of dividend policy", **International review of Finance**, 6(1-2), 1-23.
- Bhat, Ramesh ve Pandey, Indra M. (1994), "Dividend decision: a study of managers perception", 21(1-2), <https://www.researchgate.net/publication/46437081>, (2018. 08.12).
- Bhattacharya, Sudipto (1979), "Imperfect information, dividend policy and the bird in the hand fallacy", **The Bell Journal of Economics**, 10(1), 259-270.
- Bikhchandani, Sushil vd. (1992), "A theory of fads, fashion, custom, and cultural change as informational cascades", **Journal of political Economy**, 100(5), 992-1026.
- Bikhchandani, Sushil ve Sharma, Sunil (2000), "Herd behavior in financial markets", **IMF Staff papers**, 47(3), 279-310.
- Black, Fischer (1976), "The dividend puzzle", **Journal of portfolio Management**, 2(3), 5-8.
- Brabazon, Tony (2000) "Behavioural Finance: A new sunrise or a false dawn?", **28th August**, University of Limerick.
- Bradshaw, Mark T. (2006), "The relation between corporate financing activities, analysts' forecasts and stock returns", **Journal of Accounting and Economics**, 42(1-2), 53-85.
- Brigham, E. F. (1986), "**Fundamentals of Financial Management**", 4. Baskı, CBS College Publishing, New York.
- Budiarso, Novi S. ve Pontoh, Winston (2016), "firm's dividend decision in Indonesia: cater or mature?", **Journal of Life Economics**, 3(3), 53-66.

- Chang, Chih-Hsiang ve Lin, Shih-Jia (2015), “The effects of national culture and behavioral pitfalls on investors' decision-making: Herding behavior in international stock markets”, **International Review of Economics & Finance**, 37, 380-392.
- Chen, Gongmeng vd. (2007), “Trading performance, disposition effect, overconfidence, representativeness bias, and experience of emerging market investors”, **Journal of Behavioral Decision Making**, 20(4), 425-451.
- Choi, Nicole ve Sias, Richard W. (2009), “Institutional industry herding”, **Journal of Financial Economics**, 94(3), 469-491.
- Chordia, Tarun ve Shivakumar, Lakshmanan (2002), “Momentum, business cycle, and time-varying expected returns”, **The Journal of Finance**, 57(2), 985-1019.
- Christie, William G. ve Huang, Roger D. (1995), “Following the pied piper: Do individual returns herd around the market?”, **Financial Analysts Journal**, 51(4), 31-37.
- Cohen, Gil ve Joseph Yagil (2008), “On the catering theory of dividends and the linkage between investment, financing and dividend policies”, **International Research Journal of Finance and Economics**, 17, 33-39.
- Cooper, Michael J. vd. (2004), “Market states and momentum”, **The journal of Finance**, 59(3), 1345-1365.
- Crutchley, Claire E. ve Hansen, Robert S. (1989), “A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends”, **Financial Management**, 18(4), 36-46.
- Dağlı, Hüseyin (2001), “**Finansal Yönetim**”, ikinci Baskı, Derya Kitabevi, Trabzon.
- _____ (2004) “**Sermaye piyasası ve portföy analizi**”, 4. Baskı, Derya Kitabevi, Trabzon.
- Daniel, Kent vd. (1998), “Investor psychology and security market under-and overreactions”, **The Journal of Finance**, 53(6), 1839-1885.
- _____ (2002), “Investor psychology in capital markets: Evidence and policy implications.”, **Journal of monetary economics**, 49(1), 139-209.
- De Bondt, Werner FM ve Thaler, Richard H. (1987), “Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality”, **The Journal of finance**, 42(3), 557-581.
- De Long, J. Bradford vd. (1990), “Noise trader risk in financial markets”, **Journal of political Economy**, 98(4), 703-738.
- DeAngelo, Harry vd. (2004), “Dividend policy, agency costs, and earned equity”, **National Bureau of Economic Research**, <http://www.nber.org/papers/w10599> (2018.08.12).

- _____ (2006), “Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory”, **Journal of Financial economics**, 81(2), 227-254.
- DeAngelo, Harry ve Masulis, Ronald. W. (1980), “Optimal capital structure under corporate and personal taxation”, **Journal of financial economics**, 8(1), 3-29.
- Denis, David J. ve Osobov, Igor (2008), “Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy”, **Journal of Financial economics**, 89(1), 62-82.
- Devenow, Andrea ve Welch, Ivo (1996), “Rational herding in financial economics”, **European Economic Review**, 40(3-5), 603-615.
- Dhanani, Alpa (2005), “Corporate dividend policy: The views of British financial managers”, **Journal of Business Finance & Accounting**, 32(7-8), 1625-1672.
- Doukas, John A. ve Petmezas, Dimitris (2007), “Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias”, **European Financial Management**, 13(3), 531-577.
- Döm, Serpil (2003), “**Yatirimci Psikolojisi**”, Değişim Yayınları, İstanbul.
- Durukan, Banu (2004), “Aşırı Tepki Hipotezi; İstanbul Menkul Kıymetler Borsasından Kanıtlar”, **VIII. Ulusal Finans Sempozyumu, İstanbul Üniversitesi Sempozyum Kitabı**, İstanbul.
- Easterbrook, Frank H. (1984), “Two agency-cost explanations of dividends”, **The American economic review**, 74(4), 650-659.
- Elston, Julie Ann. (1996), “Dividend policy and investment: Theory and evidence from US panel data”, **Managerial and Decision Economics**, 17(3), 267-275.
- Elton, Edwin J., ve Martin J. Gruber (1970), “Marginal stockholder tax rates and the clientele effect”, **Investments and Portfolio Performance**, 52(1), 68-74.
- Ercan, Metin Kamil ve Ban, Ünsal (2010), “**Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim**”, 6. Baskı, Gazi Kitabevi.
- Erdoğan, Muammer ve Elmas, Bekir (2010), “Hisse senedi piyasalarında görülen anomaliler ve bireysel yatırımcı üzerine bir araştırma”, **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 14(2), 279-300.
- Eriotis, Nikolaos (2005), “The effect of distributed earnings and size of the firm to its dividend policy: some Greek data”, **International Business & Economics Research Journal (IBER)**, 4(1), 67-74.
- Fairchild, Richard J. (2007), “Behavioural corporate finance: existing research and future directions”, <https://ssrn.com/abstract=1011976> (2019.02.12).

- _____ (2012), “From behavioural to emotional corporate finance: A new research direction”, **International Journal of Behavioural Accounting and Finance**, 3(3-4), 221-243.
- Ferris, Stephen P. vd. (2006), “God save the queen and her dividends: corporate payouts in the United Kingdom”, **the Journal of Business**, 79(3), 1149-1173.
- _____ (2009), “Catering effects in corporate dividend policy: The international evidence”, **Journal of Banking & Finance**, 33(9), 1730-1738.
- Frankfurter, George M. ve Wood Jr., Bob G., (2002) “Dividend policy theories and their empirical tests”, **International Review of Financial Analysis**, 11(2), 111-138.
- Gao, Xiaohui ve Ritter, Jay R. (2010), “The marketing of seasoned equity offerings”, **Journal of Financial Economics**, 97(1), 33-52.
- Garengo, Patrizia vd. (2007), “Understanding the relationship between PMS and MIS in SMEs: An organizational life cycle perspective”, **Computers in industry**, 58(7), 677-686.
- Gilovich, Thomas vd. (2002), “Heuristics and biases: The psychology of intuitive judgment”, Cambridge university press, <https://pdfs.semanticscholar.org> (2020.01.14).
- Goergen, Marc vd. (2005), “When do German firms change their dividends?”, **Journal of corporate finance**, 11(1-2), 375-399.
- Gordon, Myron J. (1963), “Optimal investment and financing policy”, **The Journal of finance**, 18(2), 264-272.
- Gordon, Myron J. ve Shapiro, Eli (1956), “Capital equipment analysis: the required rate of profit”, **Management science**, 3(1), 102-110.
- Graham, John R. ve Harvey, Campbell R (2001), “The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field”, **Journal of financial economics**, 60(2-3), 187-243.
- Grinblatt, Mark, and Bing Han (2005), “Prospect theory, mental accounting, and momentum”, **Journal of financial economics**, 78(2) 311-339.
- Grinstein, Yaniv ve Michaely, Roni (2005), “Institutional holdings and payout policy”, **The Journal of Finance**, 60(3), 1389-1426.
- Grullon, Gustavo vd. (2002), “Are dividend changes a sign of firm maturity?”, **The journal of Business**, 75(3), 387-424.
- _____ (2002), “Are dividend changes a sign of firm maturity?”, **The journal of Business**, 75(3), 387-424.
- _____ (2005), “Dividend changes do not signal changes in future profitability”, **The Journal of Business**, 78(5), 1659-1682.

- Gugler, Klaus ve Yurtoglu B., Burcin (2003), "Average q, marginal q, and the relation between ownership and performance", **Economics Letters**, 78(3), 379-384.
- Harvey, Campbell R. ve Siddique, Akhtar (2000), "Conditional skewness in asset pricing tests", **The Journal of Finance**, 55(3), 1263-1295.
- Higgins, Robert C. (1972), "The corporate dividend-saving decision", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 7(2), 1527-1541.
- Hoberg, Gerard ve Prabhala Nagpurnanand R. (2008), "Disappearing dividends, catering, and risk", **The review of financial studies**, 22(1), 79-116.
- Hodnett, Kathleen ve Hsie, Heng-Hsing (2012), "Capital market theories: Market efficiency versus investor prospects", **International Business & Economics Research Journal (IBER)**, 11.8, 849-862.
- Hoechle, Daniel. (2007), "Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence", **The stata journal**, 7(3), 281-312.
- Hoffmann, Arvid ve Post, Thomas (2014), "Self-attribution bias in consumer financial decision-making: How investment returns affect individuals' belief in skill", **Journal of Behavioral and Experimental Economics**, 52, 23-28.
- Hong, Harrison ve Stein, Jeremy C. (1999), "A unified theory of underreaction, momentum trading, and overreaction in asset markets", **The Journal of finance**, 54(6), 2143-2184.
- Hou, Kewei vd. (2009), "A tale of two anomalies: The implications of investor attention for price and earnings momentum", <https://ssrn.com/abstract=976394> (2009/01/16).
- Hsiao, Cheng (2007), "Panel data analysis—advantages and challenges", **Test**, 16(1), 1-22.
- Hunjra, Ahmed Imran vd. (2014), "Impact of dividend policy, earning per share, return on equity, profit after tax on stock prices", **International Journal of Economics and Empirical Research**, 2(3), 109-115.
- Hussainey, Khaled vd. (2011), "Dividend policy and share price volatility: UK evidence", **The Journal of risk finance**, 12(1), 57-68.
- Xu, Bin (2014), "Corporate financing decisions: the role of managerial overconfidence", Yayınlanmış Doktora Tezi, Loughborough University.
- Imran, Kashif (2011), "Determinants of dividend payout policy: A case of Pakistan engineering sector", **The Romanian Economic Journal**, 41(14), 47-59.
- İslamoğlu, Ahmet H. ve Alınçık, Ü. (2014), "**Sosyal bilimlerde araştırma yöntemleri.**", Beta Yayınevi, İstanbul.

- Jensen, Gerald R. vd. (1992), "Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies", **Journal of Financial and Quantitative analysis**, 27(2), 247-263.
- Jensen, Michael C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", **The American economic review**, 76(2), 323-329.
- Jensen, Michael C. ve Smith, Clifford W. (1984), "The theory of corporate finance: a historical overview", 2-20, <http://papers.ssrn.com/abstract=244161> (2019.08.23).
- Jensen, Michael C., ve Meckling, William H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", **Journal of financial economics**, 3(4), 305-360.
- John, Kose ve Williams, Joseph (1985), "Dividends, dilution, and taxes: A signalling equilibrium", **The Journal of Finance**, 40(4), 1053-1070.
- Kadiyala, Padmaja ve Rau, P. Raghavendra, "Investor reaction to corporate event announcements: underreaction or overreaction", **The Journal of Business**, 77(2), 357-386.
- Kalaycı, Şeref 2010, "SPSS uygulamalı çok değişkenli istatistik teknikleri", 5. Baskı, Ankara.
- Kania, Sharon L. (2005), "What factors motivate the corporate dividend decision?", Digital Commons, Longwood University ,<http://digitalcommons.longwood.edu/etd> (2019.12.16).
- Kim, E. Han., (1989), "Optimal capital structure in Miller's equilibrium", **Financial markets and incomplete information: Frontiers of modern financial theory**, (2), 36-48.
- Kim, Kihun ve Byun, Jinho 2013, "Dividend Catering, Investor Protection, and Investor Sentiment: A Cross-country Analysis", **The 8th International Conference on Asia-Pacific Financial Markets**.
- Korajczyk, Robert A. ve Sadka, Ronnie (2004), "Are momentum profits robust to trading costs", **The Journal of Finance**, 59(3), 1039-1082.
- Kuzucu, Narman (2015), "Determinants of dividend policy: a panel data analysis for Turkish listed Firms", **International Journal of Business and Management**, 10(11), 149-160.
- Kyle, Albert S. ve Wang, F. Albert (1997), "Speculation duopoly with agreement to disagree: Can overconfidence survive the market test?", **The Journal of Finance**, 52(5), 2073-2090.
- La Porta, Rafael vd. (2000), "Agency problems and dividend policies around the world", **The journal of finance**, 55(1), 1-33.
- _____ (2000), "Investor Protection: origins, consequences, reform", **Journal of Financial Economics**, 58(1-2), 3-27.
- Lease, Ronald C. vd. (2000), "**Dividend Policy: Its Impact on Firm Value**", Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.

- Lee, Charles MC ve Swaminathan, Bhaskaran (2000), "Price momentum and trading volume", **The Journal of Finance**, 55(5), 2017-2069.
- Lee, Charles MC. vd. (1990), "Anomalies: Closed-end mutual funds", **Journal of economic Perspectives**, 4(4), 153-164.
- Li, Kai ve Zhao, Xinlei (2008), "Asymmetric information and dividend policy", **Financial management**, 37(4), 673-694.
- Li, Wei ve Lie Erik (2006), "Dividend changes and catering incentives", **Journal of financial economics**, 80(2), 293-308.
- Liao, Li-Chuan vd. (2013), "Anchoring effect on foreign institutional investors' momentum trading behavior: Evidence from the Taiwan stock market", **The North American Journal of Economics and Finance**, 26, 72-91.
- Lintner, John (1956), "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes", **The American economic review**, 46(2), 97-113.
- _____ (1962), "Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations", **The review of Economics and Statistics**, 64, 243-269.
- _____ (1965), "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", **The Review of Economics and Statistics**, 47(1), 13-37.
- Lipson, Marc L. vd. (1998), "Dividend initiations and earnings surprises", **Financial Management**, 27(3), 36-45.
- Liu, Laura ve Shan, Liwei (2007), "What is dividend premium", **Research Institute of Economics and Management**.
- Lloyd, William P. vd. (1985), "Agency costs and dividend payout ratios", **Quarterly Journal of Business and Economics**, 24(3), 19-29.
- Lu, Xiaoguang vd. (2014), "An empirical study about catering theory of dividends: The proof from Chinese stock market", **Journal of Industrial Engineering and Management (JIEM)**, 7(2), 506-517.
- Malik, Fakhra vd. (2013), "Factors influencing corporate dividend payout decisions of financial and non-financial firms", **Research Journal of Finance and Accounting**, 4(1), 35-46.
- Malkiel, Burton G., ve Fama, Eugene F. (1970), "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", **The journal of Finance**, 25(2), 383-417.

- Manos, Ronny (2002), "Dividend policy and agency theory: Evidence on Indian firms", Institute for Development Policy and Management, University of Manchester, working paper, <http://www.man.ac.uk/idpm> (2019.06.05).
- Markowitz, Harry (1952), "The utility of wealth", **Journal of political Economy**, 60(2), 151-158.
- Meulbroek, Lisa K. (1992), "An empirical analysis of illegal insider trading", **The Journal of Finance**, 47(5), 1661-1699.
- Miller, Edward. M. (1977), "Risk, uncertainty, and divergence of opinion.", **Journal of Finance**, 32, 1151-1168.
- Miller, Merton H. (1986), "Behavioral rationality in finance: The case of dividends", **Journal of Business**, 59(4), S451-S468.
- Miller, Merton H. ve Modigliani, Franco (1961), "Dividend policy, growth, and the valuation of shares", **The Journal of Business**, 34(4), 411-433.
- Miller, Merton H., ve Myron S. Scholes (1978), "Dividends and taxes", **Journal of financial economics**, 6(4), 333-364.
- Miller, Merton H., ve Rock, Kevin (1985), "Dividend policy under asymmetric information", **The Journal of finance**, 40(4), 1031-1051.
- Modigliani, Franco ve Miller, Merton H. (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", **American Economic Review**, (48), 261-297.
- Moskowitz, Tobias J. ve Grinblatt, Mark (1999), "Do industries explain momentum", **The Journal of finance**, 54(4), 1249-1290.
- Mougoué, Mbodja ve Rao, Ramesh P. (2003), "The information signaling hypothesis of dividends: evidence from cointegration and causality tests", **Journal of Business Finance & Accounting**, 30(3-4), 441-478.
- Mueller, Dennis C. (1972), "A life cycle theory of the firm", **Journal of Industrial Economics**, 20(3), 199-219.
- Muga, Luis ve Rafael Santamaria (2007), "The momentum effect in Latin American emerging markets", **Emerging Markets Finance and Trade**, 43(4), 24-45.
- Myers, Stewart C. (1984), "The capital structure puzzle", **The journal of finance**, 39(3), 574-592.
- Neves, Elisabete vd. (2006), "Dividends: New evidence on the catering theory", **Documento de Trabajo**, 14(06), 1-30.
- Nofsinger, John. R (2005), "**The Psychology of Investing**", 2. Baskı, Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall.

- Ooi, Joseph (2001), "Dividend payout characteristics of UK property companies", **Journal of Real Estate Portfolio Management**, 7(2), 133-142.
- Ouarda M., El Bouri A. ve Bernard, Olivero (2013), "Herding behavior under markets condition: Empirical evidence on the European financial markets", **International Journal of Economics and Financial Issues**, 3(1), 214-228.
- Pekkaya, Mehmet (2012), "Kâr payı dağıtımının şirket değeri üzerine etkisi: İMKB 30 endeks hisselerine bir analiz", **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, 2(4), 183-209.
- Pesaran, M. Hashem (2015), "Testing weak cross-sectional dependence in large panels", **Econometric reviews**, 34(6-10), 1089-1117.
- Polk, Christopher ve Sapienza, Paola (2004), "The real effects of investor sentiment", National Bureau of Economic Research, <http://www.nber.org/papers/w10563> (2019.04.13).
- Pompian, Michael M. (2006), "**Behavioral finance and wealth management: how to build investment strategies that account for investor biases**", John Wiley & Sons, New Jersey.
- Pontoh, Winston (2015), "Signaling, bird in the hand, and catering effect in Indonesia", **Journal of Life Economics**, 2(3), 1-24.
- Rajan, Raghuram G. ve Zingales, Luigi (1995), "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", **The Journal of Finance**, 50(5), 1421-1460.
- Ramadan, Imad Zeyad (2015), "The Jordanian catering theory of dividends", **International Journal of Business and Management**, 10(2), 226.
- Rashid, Mamunur vd. (2013), "Evidence of dividend catering theory in Malaysia: implications for investor sentiment", **Contemporary Economics**, 7(4), 99-110.
- Ricciardi, Victor ve Simon, Helen K. (2000), "What is behavioral finance?", **Business, Education & Technology Journal**, 2(2), 1-9.
- Ritter, Jay R. (2003), "Behavioral finance", **Pacific-Basin finance journal**, 11(4), 429-437.
- Ross, Stephen (1977), "The determination of financial structure: the incentive-signaling approach", **The Bell Journal of Economics**, 8(1), 23-40.
- Ross, Stephen A. vd. (2008), "**Modern Financial Management**", 8. Baskı, McGraw-Hill, New York, NY.
- Rozeff, Michael S. (1982), "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios", **Journal of financial Research**, 5(3), 249-259.
- Schwert, G. William (2003), "Anomalies and market efficiency", **Handbook of the Economics of Finance**, 1, 939-974.

- Sefil, Sinem ve Çilingiroğlu, Hakkı Kutay (2011), “Davranışsal finansın temelleri: karar vermenin bilişsel ve duygusal eğilimleri”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 10(19), 247-268.
- Sevim, Şerafettin vd. (2007), “Aşırı tepki verme hipotezi ve İMKB üzerine ampirik bir çalışma”, **İMKB Dergisi**, 9(35), 23-40.
- Seyhun, H. Nejat (1992), “Why does aggregate insider trading predict future stock returns”, **The Quarterly Journal of Economics**, 107(4),1303-1331.
- Sharpe, William F. (1963), “A simplified model for portfolio analysis”, **Management science**, 9(2), 277-293.
- _____ (1964), “Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk”, **The journal of finance**, 19(3), 425-442.
- Shefrin, Hersh M. ve Statman, Meir (1984), “Explaining investor preference for cash dividends”, **Journal of financial economics**, 13(2), 253-282.
- _____ (1985), “The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence”, **The Journal of finance**, 40(3), 777-790.
- Shleifer, Andrei ve Vishny, Robert W. (1997), “The limits of arbitrage”, **The Journal of finance**, 52(1), 35-55.
- Tatoğlu, Yerdelen, F. (2016), “**Panel Veri Ekonometrisi**”, Beta Yayıncılık, İstanbul.
- Tekin, Bilgehan (2016), “Beklenen Fayda ve Beklenti Teorileri Bağlamında Geleneksel Finans-Davranışsal Finans Ayrımı/Traditional Finance-Behavioral Finance Distinction in the Context of Expected Utility and Prospect Theories”, **Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies**, 2(4), 75.
- Thaler, Richard H. (1980), “Toward a positive theory of consumer choice”, **Journal of economic behavior & organization**, 1(1), 39-60.
- _____ (1983), “**Using mental accounting in a theory of consumer behavior**”, Graduate School of Business and Public Administration”, Cornell University.
- Thaler, Richard H. ve Shefrin, Hersh M. (1981), “An economic theory of self-control”, **Journal of political Economy**, 89(2), 392-406.
- Tsuji, Chikashi (2010), “A Test of the catering theory of dividends: The case of the Japanese electric appliances industry”, **Journal of Management Research**, 2(2), 1-16.
- Tufan, Cenk ve Sarıççek, Reyhan (2013), “Davranışsal finans modelleri, etkin piyasa hipotezi ve anomalilerine ilişkin bir değerlendirme”, **Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 15(2), 159-182.

- Tversky, Amos (1995), “The psychology of risk, in behavioral finance and decision theory in investment management”, Charlottesville, VA: AIMR.
- Tversky, Amos ve Kahneman, Daniel (1979), “Prospect theory: An analysis of decision under risk”, **Econometrica**, 47(2), 263-291.
- URL, “KAP Finansal Tablolar”, <https://www.kap.org.tr/> (2019.08.22).
- URL, “Pay Piyasası Kar Payı Dağıtımı”, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/412/pay-piyasasi-kar-payi-dagitmi> (2020.10.09).
- URL, “Pay Piyasası Verileri”, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/480/pay-piyasasi-verileri> (2019.09.11).
- URL, “Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri: ıv No: 40)” <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2008/03/20080308-9.htm> (2018.07.12).
- URL, “Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ”, <https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Dosya/20041221/0> (2018.07.12).
- Von Eije, Henk ve Megginson, William L. (2008), “Dividends and share repurchases in the European Union”, **Journal of financial economics**, 89(2), 347-374.
- Walter, James E. (1963), “Dividend policy: its influence on the value of the enterprise”, **The Journal of finance**, 18(2), 280-291.
- Wang, Ming-Hui vd. (2016), “Dividend policy and the catering theory: evidence from the Taiwan Stock Exchange”, **Managerial Finance**, 42, 1-31.
- Weinstein, Neil D. (1980), “Unrealistic optimism about future life events”, **Journal of personality and social psychology**, 39(5), 806-820.
- Williams, Richard (2015), “Panel data 4: Fixed effects vs random effects models”, University of Notre Dame, <https://www3.nd.edu/~rwilliam> (2019.11.16).
- Wooldridge, Jeffrey M. 2010, “**Econometric analysis of cross section and panel data**”, MIT press, England.
- Yaffee, Robert. (2003), “A primer for panel data analysis”, **Information Technology NYU**, 1(11), 1-14.
- Yao, Juan M. ve He, William p. (2014), “Investor herding behaviour of Chinese stock market”, **International Review of Economics & Finance**, 29, 12-29.
- Yao, Lee J vd. (2012), “Dividend policy in Indonesia: survey evidence from executives”, **Journal of Asia Business Studies**, 6(1), 79-92.

ÖZGEÇMİŞ

Sara FAEDFAR,...1999 yılında Niyayesh Ortaokulu'nu; 2003 yılında Niyayesh Özel Lisesi'ni; 2009 yılında Urmia Üniversitesi - İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü'nü, 2012 yılında da Azerbaycan Devlet Petrol ve Sanayi Üniversitesi - Uluslararası İktisadi İlişkiler ve İşletme Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı'nda yüksek lisans programını bitirdi. 2013 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi - Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı'nda doktora programına başladı.

FAEDFAR, bekar olup, Azerbaycan dili, Türkçe, Farsca ve İngilizce bilmektedir.