

T.C.
NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞLETME BİLİM DALI

GELİŞEN PİYASALARDA KÂR DAĞITIM POLİTİKASI ve SAHİPLİK YAPISI
ARASINDAKİ İLİŞKİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA

Ahmet AKUSTA

Yüksek Lisans Tezi

Danışman
Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Nuri SALUR

KONYA-2019

 KONYA	T.C. NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü	 SOSYAL BİLİMLER ENSTİTUSU
---	--	---



BİLİMSEL ETİK SAYFASI

Öğrencinin	Adı Soyadı	Ahmet AKUSTA	
	Numarası	168111011008	
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İşletme/İşletme	
	Programı	Tezli Yüksek Lisans	X
		Doktora	
	Tez Danışmanı	Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Nuri SALUR	
Tezin Adı	Gelişen Piyasalarda Kâr Dağıtım Politikası Ve Sahiplik Yapısı Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama		

Bu tezin hazırlanmasında bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.

Ahmet AKUSTA

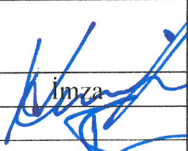





 KONYA	T.C. NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü	 NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTUSU
--	---	--

YÜKSEK LİSANS TEZİ KABUL FORMU

Öğrencinin	Adı Soyadı	Ahmet AKUSTA	
	Numarası	168111011008	
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İşletme/İşletme	
	Programı	Tezli Yüksek Lisans	X
		Doktora	
	Tez Danışmanı	Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Nuri SALUR	
Tezin Adı	Gelişen Piyasalarda Kâr Dağıtım Politikası Ve Sahiplik Yapısı Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama		

Yukarıda adı geçen öğrenci tarafından hazırlanan Gelişen piyasalarda kâr dağıtım politikası ve sahiplik yapısı arasındaki ilişki: Borsa İstanbul'da bir uygulama başlıklı bu çalışma 13/06/2019 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği/~~oyçokluğu~~ ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Danışman ve Üyeler			
Sıra No	Unvanı	Adı ve Soyadı	İmza
1	Dr. Öğr. Üyesi	Mehmet Nuri SALUR	
2	Prof. Dr.	Raif PARLAKKAYA	
3	Dr. Öğr. Üyesi	Semih BÜYÜKİPEKÇİ	

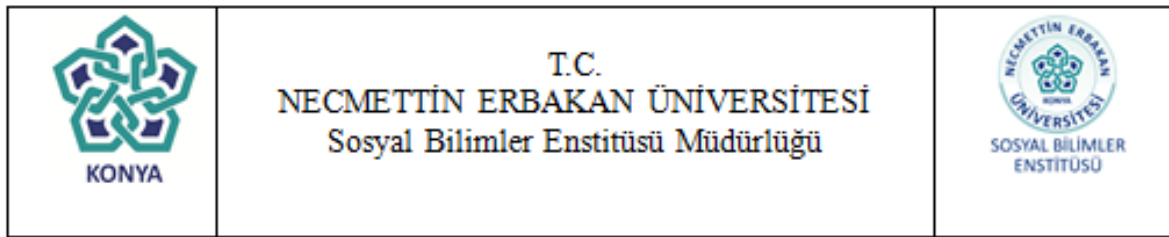
 KONYA	T.C. NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü	 NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
--	--	--

ÖZET

Öğrencinin	Adı Soyadı	Ahmet AKUSTA	
	Numarası	168111011008	
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İşletme/İşletme	
	Programı	Tezli Yüksek Lisans	X
		Doktora	
	Tez Danışmanı	Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Nuri SALUR	
Tezin Adı	Gelişen Piyasalarda Kâr Dağıtım Politikası Ve Sahiplik Yapısı Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama		

Kâr dağıtım politikası son yıllarda sık araştırılan bir finans konusudur. Kâr dağıtımını kurumsal yönetim ve finansal yönetim açısından oldukça önemlidir. Şirketler için de önemli bir finans kaynağı olabilen dağıtılmamış kârlar, şirketin sahiplik yapısından etkilenmektedir. Sahiplik yapısı ile kâr dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi tespit etmek amacıyla Borsa İstanbul 50 Endeksinde kayıtlı şirketlerin 2015-2016-2017 yılları sahiplik yapıları ve finansal verileri incelenmiştir. Sahiplik yapısı, sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kompozisyonu olmak üzere iki başlıkta incelenmiştir. Sahiplik yoğunluğu değişkenleri olarak en büyük ortağın hisse oranı, en büyük iki ortağın hisse oranı, en büyük üç ortağın hisse oranı ve halka açıklık oranı; sahiplik kompozisyon değişkenleri olarak aile sahipliği, kurumsal sahiplik, yabancı sahiplik, kamu sahipliği değişkenleri belirlenmiştir. Kâr dağıtım politikası ise nakit temettü oranı ile temsil edilmektedir. Gerçekleştirilen panel veri analizi sonuçları ayrıntılı şekilde raporlanmıştır. Elde edilen bulgular BİST 50 endeksinde kayıtlı 2015-2016-2017 yıllarında kâr dağıtımını yapmış şirketlerde sahip yoğunluğu ile kâr dağıtımını arasında negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Sahiplik yoğunluğu arttıkça nakit temettü oranı azalmaktadır. Kamu şirketleri ve aile şirketleri kurumsal şirketlere göre daha düşük oranlarda kâr dağıtımında bulunduğu görülmüştür. Hakim hissedarı yabancı kaynak olan şirketlerde kâr dağıtımını ilgili olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Şirketlerin halka açık hisselerinin öz sermayesine oranı arttıkça bu şirketler daha az kâr dağıtımını yapmaktadır.

Anahtar kelimeler: Kâr Dağıtım Politikası, Sahiplik Yapısı, Sahiplik Yoğunluğu, Halka Açıklık Oranı, En Büyük Ortak



ABSTRACT

Author's	Name and Surname	Ahmet AKUSTA		
	Student Number	168111011008		
	Department	Business/Business		
	Study Programme	Master's Degree (M.A.)	X	
		Doctoral Degree (Ph.D.)		
	Supervisor	Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Nuri SALUR		
Title of the Thesis / Dissertation	Relationship Between Dividend Policy And Ownership Structure In Emerging Markets: An Application In Borsa Istanbul			

Dividend Policy is a frequently discussed finance issue in recent years. Profit distribution is very important in terms of corporate governance and financial management. Retained profits, which can be an important financial source for companies, are also affected by the ownership structure of the company. In order to determine the relationship between the ownership structure and the dividend policy, the ownership structures and financial data of the companies registered in the Borsa Istanbul 50 Index for the years 2015-2017 were studied. Ownership structure is examined under two headings as ownership density and ownership composition. The largest shareholder's proportion, the two largest shareholder's proportion, the three largest shareholder's proportion and the free float ratio as the ownership density variables; family ownership, corporate ownership, foreign ownership and public ownership variables were determined as the variables of ownership composition. The dividend policy is represented by the payout ratio. The results of the panel data analysis were reported in detail. The findings showed that among the companies registered BIST 50 index in 2015-2016-2017 years which distributed profit, have a negative relationship between the density of the profit distribution. As the ownership intensity increases, the payout ratio decreases. It was seen that publicly held companies and family owned companies distributed lower rates of profit than corporate companies. There is no meaningful relation with the dividend policy and foreign ownership. As the publicly traded shares to equity ratio increases, these companies distribute less profit.

Keywords: Dividend Policy, Ownership Structure, Ownership Density, Free Float Ratio, Largest Shareholder

İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİK SAYFASI	ii
YÜKSEK LİSANS TEZİ KABUL FORMU.....	ii
ÖZET	iii
ABSTRACT.....	iv
İÇİNDEKİLER	v
KISALTMALAR.....	vii
TABLolar	viii
ŞEKİLLER.....	ix
TEŞEKKÜR	x
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	3
SAHİPLİK YAPISI.....	3
1.1 Sahiplik Kavramı.....	3
1.2 Sermaye Sahipliği.....	4
1.3 Sahiplik Yapısı	4
1.3.1 Sahiplik Yoğunluğu	5
1.3.1.1 En Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı	6
1.3.1.2 İkinci Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı	7
1.3.1.3 Halka Açıklık Oranı	8
1.3.2 Sahiplik Kompozisyonu	9
1.3.2.1 Aile Sahipliği	9
1.3.2.2 Kurumsal Yatırımcı Sahipliği.....	13
1.3.2.3 Yönetici Sahipliği.....	15
1.3.2.4 Çalışan Sahipliği	17
1.3.2.5 Kamu Sahipliği.....	19
İKİNCİ BÖLÜM.....	21
KÂR DAĞITIM POLİTİKASI	21
2.1. Kâr Dağıtım Politikaları	21
2.1.1. Sabit Tutarda Yapılan Kâr Dağıtımını	21
2.1.2. Sabit Oranlı Kâr Dağıtımını	22
2.1.3. Artık Kâr Dağıtımını	22
2.1.4. İstikrarlı Kâr Dağıtımını.....	23
2.2. Kâr Dağıtım Politikalarını Etkileyen Faktörler	23
2.2.1. Yasal Kurallar.....	24
2.2.2. Vergi Düzenlemeleri.....	24
2.2.3. Yatırım Olanakları	24
2.2.4. Likidite Durumu	25
2.2.5. Borç Ödeme Gereği ve Borç Sözleşmelerindeki Sınırlamalar	25
2.2.6. Enflasyon.....	26
2.2.7. Şirket Yönetiminde Kontrolü Giderme İsteği	26
2.3. Kâr Dağıtım Yöntemleri	26
2.3.1. Nakit Kâr Payı Dağıtımını.....	26

2.3.2.	Kâr Paylarının Hisse Senedi Olarak Ödenmesi Ve Hisse Senedi Bölünmesi	27
2.3.3.	Hisse Senedi Geri Satın Alınması Yoluyla Kâr Payı Ödemesi.....	27
2.3.4.	Kâr Payı Olarak İntifa Senedi Verilmesi	28
2.3.5.	Bono Kâr Payı	28
2.3.6.	Melez Kâr Payı.....	28
2.3.7.	Aynı olarak Kâr Payı	29
2.4.	Kâr Dağıtım Politikası Teorileri	29
2.4.1.	Miller&Modigliani Modeli (Kâr Payı İltisizliği Teorisi)	29
2.4.2.	J. Lintner ve M. Gordon Modeli (Eldeki Kuş Teorisi-Bird in The Hand Theory)	30
2.4.3.	Litzenberger ve Ramaswamy Modeli (Vergi Farklılığı Teorisi-Tax Differential Theory)	32
2.4.4.	Kâr Payının Bilgi Verme Özelliği veya Sinyal Etkisi	32
2.4.5.	Müşteri Etkisi	33
2.4.6.	James E. Walter Formülü	34
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM		36
GELİŞEN PİYASALARDA KÂR DAĞITIM POLİTİKASI ve SAHİPLİK YAPISI ARASINDAKİ İLİŞKİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA .		36
3.1.	Sahiplik Yapısı ile Kâr Dağıtım Politikası Arasındaki İlişkiye Yönelik Literatür Taraması.....	36
3.2.	Uygulamanın Amacı ve Kapsamı	43
3.3.	Araştırmanın Kısıtları	43
3.4.	Araştırmanın Yöntemi ve Veri Seti.....	44
3.5.	Uygulamada Kullanılan Değişkenler	46
3.4.1.	En Büyük Ortağın Hisse Oranı (EB1O).....	46
3.4.2.	En Büyük İki Ortağın Hisse Oranı (EB2O).....	47
3.4.3.	En Büyük Üç Ortağın Hisse Oranı (EB3O).....	48
3.4.4.	Halka Açıklık Oranı (HAO)	49
3.4.5.	Aktif Karlılık Oranı (ROA).....	50
3.4.6.	Öz Sermaye Karlılık Oranı (ROE).....	51
3.4.7.	Finansal Kaldıraç Oranı (FK).....	51
3.4.8.	Kurumsal Sahiplik (KRS)	52
3.4.9.	Yabancı Sahiplik (YS).....	52
3.4.10.	Aile Sahipliği (AS).....	53
3.4.11.	Kamu Sahipliği (KMS).....	53
3.4.12.	Nakit Temettü Oranı (NTO)	53
3.6.	Araştırmada Test Edilecek Hipotezler	54
3.7.	Araştırmada Oluşturulan Modeller Ve Modelleme Süreci	56
3.6.1.	Araştırmada Oluşturulan Modeller	56
3.6.2.	Modelleme Süreci	57
3.8.	Araştırma Bulguları Ve Yorumlanması.....	60
SONUÇ		65
KAYNAKÇA		65
EKLER.....		77
ÖZGEÇMİŞ		79

KISALTMALAR

- AB:** Avrupa Birliği
AS: Aile sahipliği
BİST: Borsa İstanbul
EB10: En büyük ortağın sahip olduğu hisse oranı
EB20: En büyük iki ortağın sahip olduğu toplam hisse oranı
EB30: En büyük üç ortağın sahip olduğu toplam hisse oranı
FK: Finansal kaldıraç oranı
GSYİH: Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
GVK: Gelir Vergisi Kanunu
HAO: Halka açıklık oranı
İKY: İnsan Kaynakları Yönetimi
İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT: Kamu İktisadi Teşebbüsü
KMS: Kamu sahipliği
KRS: Kurumsal sahiplik
KSE: Karachi Stock Exchange
KVK: Kurumlar Vergisi Kanunu
LEB10: Doğal Logaritması Alınmış En Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı
LEB20: Doğal Logaritması Alınmış En Büyük İki Ortağın Sahip Olduğu Toplam Hisse Oranı
LEB30: Doğal Logaritması Alınmış En Büyük Üç Ortağın Sahip Olduğu Toplam Hisse Oranı
LHAO: Doğal Logaritması Alınmış Halka Açıklık Oranı
M&M: Modigliani ve Miller
OECD: Organisation For Economic Co-Operation And Development (Ekonomik İşbirliği Ve Kalkınma Örgütü)
ROA: Aktif Karlılık Oranı
ROE: Özsermaye Karlılık Oranı
Std. Sapma: Standart Sapma
TDK: Türk Dil Kurumu
TTK: Türk Ticaret Kanunu
WB: World Bank (Dünya Bankası)
YS:Yabancı Sahiplik

TABLolar

Tablo 1.1: Aile İşletmelerinin Güçlü Ve Zayıf Yönleri

Tablo 1.2: Sahiplik Haklarının Kurumsal Uygulamalara Dönüştürülmesi

Tablo 1.3: Türkiye’de Kamu Mülkiyetinin Amacı

Tablo 3.1: Kâr Dağıtımını Yapan Şirketlerin Yıllar İtibariyle Sahiplik Kimlikleri

Tablo 3.2: En Büyük Ortağın Hisse Oranı (EB10) için betimleyici istatistikleri

Tablo 3.3: Doğal logaritması alınan EB10 değişkeni

Tablo 3.4: En Büyük İki Ortağın Hisse Oranı (EB20) için betimleyici istatistikleri

Tablo 3.5: Doğal logaritması alınan EB20 değişkeni

Tablo 3.6: En Büyük Üç Ortağın Hisse Oranı için betimleyici istatistikleri

Tablo 3.7: Doğal logaritması alınan EB30 değişkeni

Tablo 3.8: Halka açıklık Oranı için betimleyici istatistikleri

Tablo 3.9: Doğal logaritması alınan HAO değişkeni

Tablo 3.10: Aktif Karlılık Oranı için betimleyici istatistikleri

Tablo 3.11: Öz Sermaye Karlılık Oranı için betimleyici istatistikleri

Tablo 3.12: Finansal Kaldıraç Karlılık Oranı için betimleyici istatistikleri

Tablo 3.13: Nakit Temettü Oranı (NTO) için betimleyici istatistikleri

Tablo 3.14: Doğal logaritması alınan NTO değişkeni

Tablo 3.15: Model Seçiminde Test edilen Hipotezler ve Uygun Testler

Tablo 3.16: Panel Veri Tahmin Yöntemi Sonuçları

Tablo 3.17: Model 1 Rassal Etkili Model Tahmin Sonuçları

Tablo 3.18: Model 2 Rassal Etkili Model Tahmin Sonuçları

Tablo 3.19: Model 3 Rassal Etkili Model Tahmin Sonuçları

Tablo 3.20: Model 4.1 Rassal Etkili Model Tahmin Sonuçları

Tablo 3.21: Model 4.2 Rassal Etkili Model Tahmin Sonuçları

Tablo 3.22: Model 4.3 Rassal Etkili Model Tahmin Sonuçları

Tablo 3.23: Model 4.4 Rassal Etkili Model Tahmin Sonuçları

ŞEKİLLER

Şekil 1.1 İşletmelerin büyürken karşılaştığı sorunlar

Şekil 1.2 AB'deki kurumsal yatırımcılar tarafından yönetilen varlıklar (AB % GSYİH), 2001-2015

Şekil 3.1: Panel Veri Modelleme Süreci

TEŞEKKÜR

Öncelikle yüksek lisans çalışmamın her anında yanımda olan ve tecrübelerini paylaşan değerli danışman hocam Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Nuri SALUR'a teşekkür ediyorum.

Çalışmam sırasında çok büyük desteği olan ve daima yanımda olan canım aileme teşekkürlerimi sunuyorum.

GİRİŞ

Kâr dağıtım politikası, bir şirketin kurumsal yönetim politikalarına etki eden ana unsurlardan biri olması sebebiyle finansal literatürde son zamanlarda çok araştırılan bir konudur. Temettüler şirketlerin fon temininde en kolay şekilde başvurabileceği kaynaklardan biridir. Temettüyü dağıtmadan finans kaynağı olarak kullanmak ya da ortaklara dağıtmak şirket değerine etki eder. Örneğin düşük temettü dağıtmak yatırımcıları gücendirirken, yüksek miktarlarda temettü dağıtmak da şirket büyümesini yavaşlatabilir. Bu sebeple yöneticiler en uygun kâr dağıtım politikalarını belirlemelidir.

Şirketlerin kurumsal yönetim ve finansal yönetimi açısından hassas bir konu olan kâr dağıtım politikası şirketin sahiplik yapısından etkilenebilmektedir. İşletmenin sahiplik yapısı sahiplerinin hisseleri göre incelenebilirken sahiplerinin kim olduklarına göre de gruplandırılabilir.

Şirket ortaklarının hisse oranları yükseldikçe, başka bir deyişle sahiplik yoğunluğu arttıkça ortakların şirket üzerindeki kontrol gücü de artmaktadır. Örneğin en büyük ortağının payı %1 olan bir şirkette, ortaklar yönetim üzerinde herhangi bir kontrol gücüne sahip değildir. Kâr dağıtımının yapılmasını yani temettünün şirket için bir finans kaynağı olarak kullanılmaması isteseler bile şirket yönetimini etki altına alamazlar. Diğer taraftan hisse oranlarının toplamı %80 olan üç ortak şirket yönetimi üzerinde fazlaca kontrol gücüne sahip olacaktır. Bu ortaklar şirket dönem karından şirkette bırakılacak kısmın düşük tutulmasını yani daha fazla kar dağıtılmasında söz sahibidirler.

Şirketlerde sahiplik yoğunluğu kâr dağıtım kararlarını etkileyebildiği kadar kontrol gücüne sahip olan ortağın kimliği de temettü dağıtımını etkiler. Örneğin şirketin en büyük ortağının payı aile üyelerinden oluşuyorsa, aile yönetiminde oldukça etkili olduğu için şirket kaynaklarını kendi menfaatlerine kullanabildiği için kar dağıtılmasına gerek duymayabilirler. Diğer taraftan şirketin en büyük ortağının payı

bir fon yönetim şirketi tarafından elinde tutuluyorsa, fon yönetim şirketi müşterilerinin menfaatini savunacağı için daha fazla kar dağıtılmasını sağlayabilir.

Çalışmanın amacı sahiplik yapısının kâr dağıtım politikaları üzerinde nasıl bir etkisinin olduğu araştırmaktır. Çalışmanın birinci bölümünde sahiplik yapısı, sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kompozisyonu olmak üzere iki başlık altında anlatılmıştır. Sahiplik yoğunluğu şirket ortaklarının niceliksel özellikleri ile ilgili bir durumken; sahiplik kompozisyonu ortakların taşıdığı niteliksel özelliklerle ifade edilmektedir.

İkinci bölümde, kâr dağıtımında hem dağıtılan miktar üzerinde hem de temettü dağıtım sıklığında etkili olan kâr dağıtım politikalarına yer verilmiştir. Kâr dağıtımını anlama ve açıklama çalışan kâr dağıtım politikası teorilerine de değinilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde BİST 50 endeksinde kayıtlı olan ve 2015-2017 yılları arasında kâr dağıtımını yapan şirketlerin kâr dağıtım oranları ve sahiplik yapısı verileri panel veri analizine tabi tutulmuş, analiz sonuçları sonuç bölümünde değerlendirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

SAHİPLİK YAPISI

Sahiplik yapısı, Şirket ortaklarının sahip oldukları hisse oranlarına göre değişen sahiplik yoğunluğu ve ortakların kim olduklarına göre değişen sahiplik kompozisyonu olmak üzere iki başlık altında ele alınacaktır.

1.1 Sahiplik Kavramı

Sahiplik kavramını açıklamak adına çeşitli tanımlar yapılmıştır. Bu tanımlardan ilk akla geleni Türk Dil Kurumu'nun (TDK) “Kendisinin olan bir şeyi yasa çerçevesi içinde dilediği gibi kullanabilme hakkını taşıma durumu, iyelik, mülkiyet.” şeklindeki yaptığı tanımdır (<http://www.tdk.gov.tr>). TDK bu tanımda sahipliğin yasalarda güvence altına alındığını ve kişi bir hak olduğunu vurgulamaktadır.

Wikipedia'ya göre ise sahiplik “Herhangi bir şeyin, arazinin (taşınmazın), fikri hakların veya diğer varlıkların tasarruf ve kontrol hakkına sahip olma durumu.”dur (<https://en.m.wikipedia.org/>). Wikipedia ise bu tanımda kişinin sahip olduğu varlık üstünde tasarruf hakkının olduğunu ön plana çıkarmaktadır.

Sahiplik kavramına tarihin akışı içinde farklı toplumlar tarafından farklı anlamlar yüklenmiştir. Antik Yunan ve Roma Hukukunda sahiplik din eksenli ve aile mülkiyeti şeklinde idi. Aile reisi miras yoluyla malvarlığı üzerinde tasarrufta bulunabiliyorken mülkiyet komşu hukuku çerçevesinde kısıtlanabiliyordu (Akça, 2015: 547). Feodal sistemin hâkim olduğu ortaçağın ilk dönemlerinde derebeyler üretim araçlarının mülkiyetini tam olarak elinde bulundururken; köylü kesim ise sınırlı şekilde mülk sahibi olabiliyordu. Kilisenin tarım topraklarının büyük çoğunluğunu elinde bulundurması sonucu artan yoksulluk yeni fikir akımlarına sebep oldu. Reform hareketi sonucunda şahsi mülkiyet anlayışı ve liberalizm ortaya çıkmış oldu (Demirçelik ve Kılıç, 2011:183).

Uygurların yerleşik hayata geçmesi ile Türklerde gayrimenkul sahipliği önem kazanmıştır. Selçuklu Devleti'nde İkta; Osmanlı Devletinde benzeri bir sistem olan

Tımar ile mülkiyeti Devlette olan gayrimenkullerin geliri İkte ve Tımar sahiplerin devredilmiştir (Akça, 2015: 548).

Türk Hukuku'nda, ilk kez 1924 Anayasası'nın 70. Maddesinde yer alan "... *mülk edinme, malını ve hakkını kullanma, toplanma, dernek kurma, ortaklık kurma hakları ve hürriyetleri Türklerin tabii haklarından*." hükmüyle mülkiyet Türk milletinin doğal hakkı sayılmıştır (1924 Anayasası).

1961 Anayasasında ve 1982 Anayasasında "*Herkes, mülkiyet ve miras haklarına sahiptir. Bu haklar, ancak kamu yararı amacıyla, kanunla sınırlanabilir.*" hükmüne yer verilmiştir (<https://www.anayasa.gov.tr>). Bu hükümle mülkiyet hakkı devlet garantisi altındadır ve ancak kamu yararı ile sınırlandırılabilir.

1.2 Sermaye Sahipliği

İşletmelerde sermaye sahipliği basit anlatımla özkaynak ve borçlardan oluşmaktadır. Genel anlamda ise sermaye sahipliği işletmede hissesi olan bütün ortakların ortaklık haklarını da içine alır. Ortakların kimliği önemlidir. Diğer bir deyişle sermaye sahipliği şirketin aile şirketi olup olmaması, ortaklarının kurumsal yatırımcı olup olmasını özelliğini içinde barındırır. İşletme yönetimi ile hisse senedini elinde bulunduranların etkileşimi sermaye sahipliği başlığı altında incelenir (Önem, 2014 : 30).

1.3 Sahiplik Yapısı

Sahiplik yapısı işletmenin özsermayesinin ortaklar arasında oransal olarak nasıl dağıldığını, hisse sahiplerinin niteliksel özelliklerini, işletme yönetimi ile olan ilişkisini ve işletmede ne derecede kontrol hakkına sahip olduklarını ifade eden bir kavramdır (Ege ve Nur Topaloğlu, 2017:472).

Sermaye sahipleri ile işletme yönetiminin birincil çıkarlarının farklı olması büyük bir ikilem oluşturmaktadır. Ortakların temel motivasyonu elde ettikleri karın artırılması ve firma değerinin maksimum seviyelere çıkarılması iken, yönetimin motivasyonu tam tersine şahsi zenginliğinin ve prestijinin olabildiğince artırılmasıdır (Ongore vd., 2011:188).

Sahiplik yapısının işletmeyi nasıl etkilediğini anlamak için sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kompozisyonu kavramlarını irdelemek gereklidir. Sahiplik yoğunluğu işletme ortaklar hakkındaki niceliksel bir bilgi iken sahiplik kompozisyonu ortaklar hakkındaki niteliksel bir bilgidir ve ortakların kim oldukları ile ilgilidir.

1.3.1 Sahiplik Yoğunluğu

Yabancı literatürde “ownership concentration” olarak ifade edilen sahiplik yoğunluğu, bir ya da bir kaç kişinin işletmenin özkaynaklarının büyük bir kısmına sahip olması sebebiyle işletme üzerinde mülkiyet ve kontrol hakkını elde etmesidir (Ersoy ve Çetenak, 2015:509). Bu kişiler 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu’na göre hakim hissedar/hakim ortak olarak adlandırılmaktadır (<http://www.resmigazete.gov.tr>). Hakim hissedarın elde tuttuğu hisse senedinin çokluğu ile ilgilidir. Yoğunluk arttıkça hisse sahibinin işletme üzerinde kontrol gücü de artmaktadır. Denetim ve kontrol gücünün artmasına bağlı olarak işletme performansının da artması muhtemeldir (Desoky ve Mousa, 2013:164).

Berle ve Means Sahiplik yoğunluğu ile çok yakın ilişkisi olan şirket kontrolünü, yönetim kurulunun çoğunluğunu seçebilme gücü olarak tanımlamış ve şirketleri kontrol edebilme açısından şu şekilde sınıflandırmıştır (Aktaran:Gençtürk, 2003 : 235):

Özel Mülkiyetli Şirketler (Privately Owned Companies) : Hakim hissedarın şirket hisselerinin %80’inden fazlasına sahip olduğu şirketlerdir. Hakim hissedar bu şirketlerin bütün politikalarında söz sahibidir. Şirket kontrolüne sahip olan ortağa sunulan bütün maddi ve gayri maddi menfaatlerden neredeyse tek başına yararlanır.

Çoğunluk Kontrollü Şirketler (Majority Controlled Companies): Hakim hissedarın şirket hisselerinin %50’sinden fazla ancak %80’inden azına sahip olduğu şirketlerdir. Hakim hissedar bu şirketlerde de söz sahibi ise de mutlak güç değildir.

Azınlık kontrollü Şirketler (Minority Controlled Companies): Hakim hissedarın şirket hisselerinin %20’sinden fazla ancak %50’inden azına sahip olduğu

şirketlerdir. Bu şirketler oylama hisselerinin yarısından az ancak önemli bir kısmına sahip olan hissedarlar tarafından kontrol edilir.

Yasal Araçlarla Kontrol Edilen Şirketler (Controlled By Means Of A Legal Device) : Yasal araçlardan faydalanılarak kontrol edilen şirketlerdir. Dolaylı ya da dolaysız olarak şirket üzerinde kontrol sahibi olmak için çeşitli araçlar geliştirilmiştir. *Piramitleme* bu araçlardan birisidir. Bu araç şirketin hislerinin çoğunluğunu elde tutan şirkete hakim hissedar olmakla kullanılır. Yani piramitin en tepesindeki şirketin kontrolünü ele geçirenler diğer şirketleri de kontrol ederler. Diğer bir strateji de *oydan yoksun hisse senedi* çıkarmaktır. Bu yolla şirkete finansman sağlamak amacıyla ortam alınırken, yeni ortakların yönetimde söz hakkı olmayacaktır. Başka bir strateji olarak *oydan yoksun hisse senedine benzer şekilde, elinde tutan kişiye çok fazla oy hakkı sunan hisse senetleri* de şirket kontrolünü sağlama kullanılmaktadır (Ayrıçay ve Kalkan, 2013:156)

Yönetim Kontrollü Şirketler (Management Controlled Companies): Yönetim tarafından kontrol edilen şirketlerdir. Şirket ortaklarından ya da dışarıdan yönetici atanabilir.

1.3.1.1 En Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı

İşletmede büyük paylara sahip olan hissedarlar, alınan yönetsel kararlar kendi şahsi malvarlığını da yakından ilgilendirdiğinden dolayı işletmenin etkin şekilde yönetilmesinde çok iyi güdülenmiştir. Çünkü atılacak her yanlış adım yüksek oranda olarak kendi malvarlığında eksilmeye neden olacaktır. Ayrıca, büyük hissedarlar sahip oldukları oy haklarından dolayı da işletme kararlarına müdahale etme hakkına sahiptir (Gugler ve Weigand, 2003:2).

En büyük paya sahip ortak; doğrudan ve dolaylı olarak şirketin öz kaynaklarının tamamına sahip olan hissedar olarak tanımlanır (Ramli, 2010:172). En büyük paya sahip ortak şirket hisselerinin çoğuna sahipse bu şirketler yoğunlaşmış sahiplik yapısı var olan şirketler denilmektedir. Sahipliğin ve kontrol hakkının aynı elde toplandığı bu şirketlere örnek olarak aile şirketleri ve şahıs şirketleri gösterilebilir (Aktaran: Güngör, 2012:9).

Literatürdeki sahiplik yapısı ve temettü politikasını inceleyen çoğu çalışmaya göre en büyük ortak ile temettü politikası arasında negatif ilişki, birkaç çalışmaya göre ise pozitif ilişki vardır (Ramli, 2010:175). Büyük paylara sahip olan hissedarlar şirketi etkin şekilde kontrol ettiklerinde kâr dağıtımını yapmamakta, hatta kendi kontrollerindeki diğer şirketlere nakit akımı sağlayarak azınlık paylara sahip olanları zararına hareket edebilmektedir. Buna azınlık paylara sahip hissedarların müklsüzleştirilmesi denilmektedir (Claessens vd., 2004:8).

Ramli'nin Malezya şirketlerini sahiplik yapısını incelediği çalışmasına göre en büyük ortak şirket özsermayesinin ortalama olarak %40,29'unu elinde tutmaktadır. Honkong, Japonya, Güney Kore, Taiwan'daki Doğu Asya şirketlerinde büyük hissedarlar ile azınlık hissedarlar arasında uyuşmazlık çıkmakta ve azınlık pay sahipleri müklsüzleşmektedir (Ramli, 2010:173). Ülkemizde ve dünyada sermaye piyasa kurulları tarafından azınlık pay sahiplerinin haklarını korumak üzere çeşitli yasal düzenlemeler yapılmaktadır.

1.3.1.2 İkinci Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı

İkinci en büyük paya sahip ortak; en büyük paya sahip ortaktan sonra en büyük paya sahip olan, en büyük paya sahip ortala bağı olmayan hissedar olarak tanımlanır (Ramli, 2010:173).

Ramli'nin Malezya şirketlerini sahiplik yapısını incelediği çalışmasına göre ikinci en büyük ortak şirket özsermayesinin ortalama olarak %10,79'unu elinde tutmaktadır. Bu şirketlerin %75'inde ise ikinci en büyük ortağın özsermayedeki payı %5'in üstündedir (Ramli, 2010:173).

Hissedarların oylama güçleri birbirine yakın olması, oylamada yarışabilecek durumda olmaları firma değerine olumlu etki etmektedir. Örneğin kontrol hakkına sahip üç ortağı olan ve en büyük iki ortağın payı %50'den az olan şirketin firma değeri, tek kişi tarafından kontrol edilen ya da iki kişinin çoğunluk payına sahip olduğu şirketin değerinden fazladır. Dikkat çeken diğer bir nokta ise; güçlü bir ikinci güçlü ortağın varlığı firma değerine pozitif etki etmemektedir. Birinci ve ikinci en büyük ortak sahiplik ve kontrolü birbirinden ayırmaktadır. Üçüncü büyük ortaklara

kıyasla sahip olduklarından daha fazla daha fazla oy hakkına sahip olmaktadır (Maury ve Pajuste, 2002:4).

1.3.1.3 Halka Açıklık Oranı

Şirket ortaklarının şirket yönetimindeki etkisi sahip olduğu paylar ile doğru orantılıdır. Payların büyük kısmının belirli kişi ya da kurumlar tarafından sahiplenilmiş olduğu durumlarla ise halka açıklık oranı önem kazanır. Halka açıklık oranının büyük ya da küçük olması alınacak kararların hızlı ya da yavaş olmasına, maliyetli ya da daha az maliyetli olmasına neden olması sebebiyle şirket finansal performansında etkilidir (Çam, 2016:519).

Halka açıklık oranı şirket özsermayesinin oransal olarak ne kadarının halka açık olduğunu belirtir. Halka açıklık oranı = Halka Açık Sermaye Tutarı / Toplam Özsermaye olarak formülize edilebilir. Halka açıklık oranının yüksek olması durumunda şirket hisse senetlerinin değerinin ve şirketin finansal açıdan başarılı olma ihtimalinin daha yüksek olduğu düşünülse de artan halka açıklık oranını hisse senedi fiyatlarının volatilitelerini ve riskini de artırmaktadır. Dolayısıyla halka açıklık oranının şirket finansı pozitif ve negatif etkisi vardır (Kakilli Acaravcı vd., 2015:176)

Halka açıklık oranı düşük olduğunda ise ortaklık yapısı konsantre durumdadır, yoğunlaşmış ortaklık yapısının olduğu söylenebilir. Bu durumda da zayıf kurumsal yapının var olması sebebiyle şirket ortakların istismarına açık olacak ve yatırımcılar şirket hissesi talebini azaltacaktır. Aynı zamanda düşük halka açıklık oranı şirket hisselerinin piyasada dönen hisse senetlerinin az olduğu anlamına geldiğinden hisse senedinin likiditesini ve dolayısıyla talebini düşürecektir. Yatırımcılar likit olmayan varlıklara yatırım yapmayı istemezler. Talep azlığına bağlı olarak da hisse fiyatları düşme eğilimi göstermektedir (Bostancı ve Kılıç, 1997:2-3).

Halka açıklık oranının düşük ve yüksek olmasının olumlu ve olumsuz birtakım sonuçları vardır. Yüksek halka açıklık durumunda şirket finansal piyasalardaki dalgalanmadan çok fazla etkilenir. Dolayısıyla ekonomik belirsizlik durumlarında şirket riski artar. Düşük halka açıklık durumunda da şirket hisselerinin likitliği, talebi ve fiyatı düşük olacağından hisse senedi hak ettiği değeri finansal

piyasalarda bulamayabilir. Şirketler kendilerine maksimum fayda sağlayan optimum halka açıklık oranını belirlemek zorundadır.

1.3.2 Sahiplik Kompozisyonu

Sahiplik yoğunluğunun işletme yönetimini ve işletme performansını etkilemesi, işletme ortaklarının kim olduklarına bağlı olarak değişiklik gösterir. Örneğin hisse senetlerinin çoğunluğunu elde tutan ortak ya da ortaklar banka yahut halka açık bir şirket ise ortakların elde edeceği özel yararlar birkaç kurum arasında bölüşülür. Ve ya hâkim hissedar bir şahıs ya da aile ise hakim hissedar ile azınlık paylarına sahip olan ortaklar arasında çıkar çatışması yaşanabilir (Desoky ve Mousa, 2013:164). Hâkim hissedar yönetim üstünde daha fazla nüfuz sahibi olacağı için işletme politikaları azınlık pay sahiplerinin hakkı gözetilmeksizin uygulanabilir.

Bu başlıkta işletmenin sahiplerinin kim olduklarına itibarla sahiplik çeşitleri Aile Sahipliği, Kurumsal Sahiplik, Yönetici Sahipliği, Çalışan Sahipliği, Kamu Sahipliği olarak incelenecektir.

1.3.2.1 Aile Sahipliği

Aile sahipliği aile işletmeleri ve aile şirketleri şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Aile işletmelerinin Türkiye ve Dünya ekonomisindeki ağırlığı göz önüne alındığında bu işletmelerin ne derece önemli olduğu ortaya konulmuş olur.

2017 verilerine göre dünyada var olan şirketlerin %50'si, Amerika'daki şirketlerin %90'ı, Fortune 500'e göre dünyadaki en büyük şirketlerin % 40'ı aile şirkettir. Tipik bir aile şirketi ise ortalama 25-30 yıl yaşamaktadır (<http://www.afyontso.org.tr>).

Türkiye'deki işletmelerin %95'i, halka açık şirketlerin ise %75'i aile şirketlerinden oluşmaktadır (PwC Küresel Aile Şirketleri Araştırması - Türkiye Sonuçları 2016).

Aile işletmelerin ekonomideki yeri bu denli önemli olmasından dolayı bu alanın birçok akademik çalışma yapılmıştır, yapılmaktadır. Ancak aile şirketleri ile

ilgili bu kadar çalışma olmasına rağmen üzerinde uzlaşmış bir tanım yapılamamıştır.

Literatürde üzerinde uzlaşmış ortak bir tanım olmadığına göre aile işletmelerinin ortak özellikleri üzerinde durmak daha anlaşılır olacaktır. Gallo'ya göre aile işletmelerinin ön önemli ortak özellikleri şunlardır (Aktaran: Güney, 2011:112):

- Aile işletmeleri kalite odaklıdır ve kalite ile aile ismi arasında oldukça önemli bağ vardır.
- Aile işletmeleri ataerkil yapıdadır.
- Aile işletmeleri değişimlere karşı oldukça direnç gösterirler.
- Çalışanlar zaten aile bireyleri olduğu için çalışanlar işletmeye olan bağlılığı yüksektir.
- Aile işletmeleri istikrar odaklıdır, uzun dönem planları yapılıdır.

Aile işletmeleri Türk ve Dünya Ekonomisinde önemli bir yeri varken ömrünün 30 yıl ile sınırlı olması, bu işletmelerin çok güçlü yanlarının olduğu kadar zayıf noktalarının da olduğu anlamına gelir. Bir aile işletmesinin zayıf yönü diğer bir aile işletmesinin güçlü tarafı olabilir. Başka bir deyişle; bu işletmelerde krize sebep olabilecek noktalar iyi bir yönetimle fırsata çevrilebilmektedir.

Anlatılanlara bağlı olarak aile işletmelerinin zayıf ve güçlü olduğu yönler aşağıdaki şekilde özetlenebilir: (<http://familybusinessconsulting.com>)

Tablo 1.1: Aile İşletmelerinin Güçlü Ve Zayıf Yönleri

	Güçlü	Zayıf
Roller	Bireyler çoklu roller üstlenmektedir. İkili ilişkiler sayesinde çabuk karar alma mümkün	Rol kargaşası ortaya çıkabilir. Doğum sırasına bağlı olarak yetersiz kişiler yönetimde yer alabilir. Gerektiğinde rol değişimine direnç

	olmaktadır.	gösterilebilir.
Liderlik	Üretken, hırslı, gayri resmi otorite işletmedeki iş akışına katkı sağlar.	Otokrasi ortaya çıkabilir. Gitmek isteyen önü kesilip işletme işleyişine direnç gösteren bireyler çalışmaya devam eder.
Aile katılımı	İşletmeye adanmışlık, sadakat ortak değerlerin çoluğu, aile rüyasını gerçekleştirebilme imkanı işletmeye çok güçlü bir misyon ve vizyon katar.	Aile içi problemlerin işe aksetmesi sonucu işleyiş aksar. Objektif karar alma süreci zarar görür.
Halefiyet	Eğitim çok erken başlayabilir ve ömür boyu sürebilir. İşletme yönetiminin ne zaman devredileceği kararı yöneticilerdedir.	Aile içi ilişkiler doğru halefin seçimine engel olabilir.
Sahiplik ve Yönetişim	İşletmenin mülkiyeti aileye aittir. Aile işletme üzerinde yüksek derecede kontrol hakkına sahiptir. Kazanç sahipleri için motivasyon demektir.	Kontrolü elde tutma uğruna büyümeden vazgeçilebilir. Hissedarlara hesap verme zorunluluğu olmadığı için gelişigüzel yönetim anlayışı benimsenebilir.

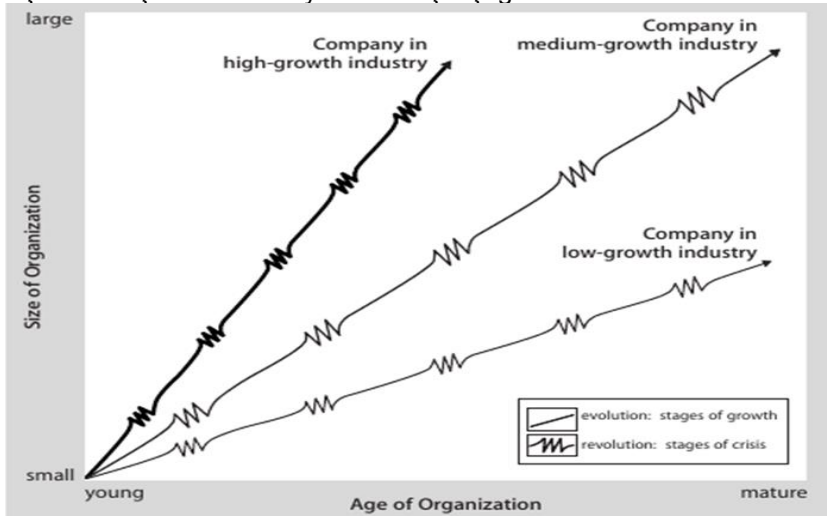
Kaynak: <http://familybusinessconsulting.com>

Aile işletmelerinin yönetim sorunlarını aşması için kurumsallaşması kaçınılmazdır. Vipp Yönetim Kurulu Başkanı Jette Egelund'un "Bir düşüncemiz vardır ve bu düşüncemiz hayata geçirirseniz – aile şirketleri böyle büyür. Peki sonra..."

sözü kurumsallaşamayan aile işletmelerinin geleceğinin belirsizliğini göstermektedir (PwC Küresel Aile Şirketleri Araştırması - Türkiye Sonuçları 2016).

Aile işletmeleri, yönetimlerinde sadece aile bireyleri olduğu için, diğer bir ifade ile yönetim dışarıya kapalı olduğu için kurumsal yönetim tekniklerine yabancı kalmaktadır. Kurumsallaşma aşamaları da ancak Greiner'in İşletme Yaşam Evrelerinde işaretlenen dönem geçişlerinde görülmektedir (Greiner,1989).

Şekil 1.1 İşletmelerin büyürken karşılaştığı sorunlar



Kaynak: Greiner, Larry (1989). Evolution and revolution as organizations grow, Readings in strategic management, Palgrave, London, 373-387.

Şekil 1.1'deki Greiner'in anlatımından anlaşıldığı üzere, işletmelerin ölçek büyüme sürecinde liderlik krizi, otorite krizi, kontrol krizi gibi krizler yaşamaktadır. İşletmeler her büyüme safhasında bölümlendirmeye giderek bölümü konusunda uzmanlaşmış aile bireyelerine devretmesi kurumsallaşmaya adım adım yaklaşmaktadır.

Aile işletmelerinin dikkate alması gerektiği halde çoğunun dikkate almadığı bir husus da halefiyettir. Ünlü İngiliz iktisatçı Alfred Marshall'ın şu sözü bu durumu özetlemektedir. " Bir işletmeyi; Dede kurar, Baba büyütür, Oğul tutar, Torun sanat tarihi okur." (<https://www.dunya.com>). Dünyadaki aile şirketlerinin %43'ü Türk aile işletmelerinin ise %54'ü henüz bir halefiyet planına sahip değildir (PwC Küresel Aile Şirketleri Araştırması - Türkiye Sonuçları 2016).

1.3.2.2 Kurumsal Yatırımcı Sahipliği

Kurumsal yatırımcılar menkul kıymetleri, gayrimenkulleri ve diğer yatırım varlıklarını veya kredileri satın almak için para toplayan bir kuruluşlardır. Bankalar, sigorta şirketleri, emekli fonları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, yatırım danışmanları, başlıca kurumsal yatırımcılardır (https://en.m.wikipedia.org/wiki/Institutional_investor, 2018).

Kurumsal yatırımcılar; küçük yatırımcıların tasarruflarını bir havuzda toplayarak, fon talep edenlere ulaştırırlar. Makul bir risk düzeyinde amaçlanan vade uyumu içinde yatırımın getirisini maksimize edilmesini sağlayan kurumsal yatırımcıların ekonomideki temel işlevleri şunlardır (<http://www.spk.gov.tr>):

- Ekonomik durgunluğu çözmek üzere piyasaya likidite sağlarlar.
- Riski dağıtarak ve mülkiyeti tabana yayarak büyük projelerin finansmanını sağlarlar.
- Kaynakların zaman, coğrafi konum ve sektör bakımından etkin şekilde dağılımına yardımcı olurlar.
- Risk kontrol ve yönetim sistemlerinin geliştirilmesinde katkıda bulunurlar.

Kurumsal yatırımcılar finansal piyasaların gelişiminde de önemli bir role sahiptir. Aynı zamanda ülke ekonomisinin genel ekonomik büyümesine de katkı sağlayabilmektedir. Kurumsal yatırımcıların bileşenlerinin her birinin ekonomi üstünde farklı bir etkisinin olduğu göz önüne alarak emeklilik fonlarının, sigorta şirketlerinin ve yatırım şirketlerinin ekonomik büyümeye olan katkısını ayrı ayrı incelenebilir (Harichandra ve Thangavelu, 2004:8).

Emekli Sandığı ve Ekonomik Büyüme: Ülkelerdeki yaşlanan nüfus ve artan sağlık hizmeti maliyetleri hükümetleri kullandığın-kadar-öde emeklilik sistemine geçmeye zorlamıştır. Bu sistem hem özel sektör hem de devlet tarafından yönetilmekte ve kamu harcamalarının azaltılmasına olanak sağlamaktadır. Emeklilik fonları bireysel tasarrufları artırırken uzun dönemli finansal piyasaları da güçlendirir, özellikle gelişmekte olan ülkelerde yabancı nakit akışının dengede tutulmasına katkı sağlar.

Sigorta Şirketleri ve Ekonomik Büyüme: Fonksiyonları açısından sigorta şirketleri ekonomik büyüme açısından önemli bir etkiye sahiptir. Bunlar şu şekilde özetlenebilir;

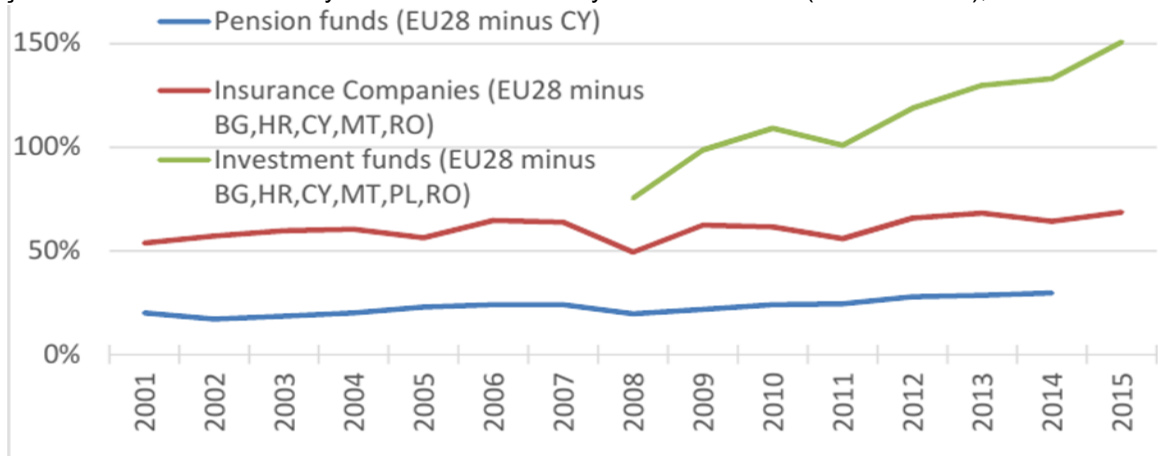
- Bireysel, toplumsal, kurumsal ve Uluslararası düzeyde riskin tazmini yöntemiyle kaygıları azaltır ve finansal istikrarı teşvik eder.
- Sigortacılık sistemi maliyeti yüksek sosyal güvenlik uygulamaları için iyi bir ikamedir.
- Sigorta şirketleri ulusal ve Uluslararası alandaki ticareti kolaylaştırmaktadır.

Özellikle ilaç sanayi gibi gelişmekte olan alanlardaki yeni risklerin minimize edilmesinde rol alarak inovasyonu kolaylaştırır.

Ekonomik büyüme bireysel, toplumsal, ulusal ve uluslararası düzeyde risk gerektirir. Sigorta şirketleri de bu risk devralarak ekonomik büyümeye katkı sağlar.

Yatırım Şirketleri ve Ekonomik Büyüme: Yatırım şirketlerinin ekonomideki en kilit rolü çok sayıdaki hane halkı tasarruflarını toplayıp ekonomiye kazandırmasıdır. Çok çeşitli özelliklerdeki fon taleplerini karşılayabilmek için yatırımcılara inovatif ürünler ve yatırım stratejileri sunarlar. Ulusal sınırlar içinde yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi ile finansal sektörün verimliliğini artacak ve bu da ekonomide olumlu bir yayılma etkisini ortaya çıkaracaktır.

Şekil 1.2 AB'deki kurumsal yatırımcılar tarafından yönetilen varlıklar (AB % GSYİH), 2001-2015



Kaynak: Institutional investors and home bias in Europe's Capital Markets Union, (2017). Bruegel Working paper, Issue 02

Şekil 1.2’de görüldüğü gibi kurumsal yatırımcılar tarafından yönetilen varlıklar belirtilen yıllar arasında hem miktar bazında hem de GSYİH içindeki payı olarak artmıştır. On beş yılda Emeklilik fonlarının GSYİH içindeki payı %18’den %29’a, sigorta fonlarının GSYİH içindeki payı %57’den %68’e yükselirken; yatırım fonlarını GSYİH içindeki payı rekor bir artış ile %99’dan %151’e yükselmiştir (Bruegel, 2017).

AB ülkeleri göz önüne alındığında kurumsal yatırımcıların ekonomi içindeki yeri sürekli artış eğilimi göstermekle beraber, bu nispetler ülkelerde farklı farklıdır. Örneğin sigorta şirketlerinin yönettiği varlıkların GSYİH içindeki payı Estonya’da %5, Yunanistan’da %9 Macaristan %8, Slovakya %9, İzlanda %8, Türkiye’de %2.1, Rusya’da %1.8’dir (Bruegel, 2017). Ülkemizdeki kurumsal yatırımcıların GSYİH içindeki payı diğer ülkelere kıyasla düşük olmasının nedeni ekonomimizdeki yapısal sorunlardır. Bu sorunları en belirgin olanları ise ekonomideki istikrarsızlık, düşük milli gelir ve gelir dağılımının adaletsizliği, sermaye piyasalarının etkinsizliği olarak sıralanabilir (Zor ve Aslanoğlu, 2005:186).

1.3.2.3 Yönetici Sahipliği

İşletme yönetimi ile işletme sahipleri farklı kişiler oldukları zaman işletme işleyişinde bir takım problemler yaşanabilmektedir. Vekalet teorisi basit anlatımla asil ile vekil arasında imzalanan sözleşmeden dolayı ortaya çıkan vekalet ilişkisini ele alır ve asil ile vekil arasındaki çıkar çatışmalarını anlayıp minimize etmeyi amaçlar. Asil-Vekil Problemi (Principle-Agent Problem) olarak adlandırılan bu çıkar çatışması asil konumunda olan işletme sahipleri vekil tayin ettikleri yöneticiler yaptığı teknik işler hakkında bilgi sahibi olmaması, bilgi sahibi olmasının çok maliyetli olması, vekilin çabası ile aldığı ücret arasında doğru orantı olmayışı gibi sebeplerden kaynaklanmaktadır. (Çelik ve Bedük, 2014:45)

Asil-Vekil Probleminin etkilerinden kurtulmak, yöneticilerin sahipler yararına hareket etmesini sağlamak için yöneticilere olumlu ve olumsuz teşvikler sunulmaktadır. Bu teşvikleri etkinliği ise yöneticilerin işletmedeki sahiplik seviyesinin bir fonksiyonudur (Davies vd., 2002:11). Başka bir deyişle yöneticilere yönelik teşvik programlarının etkin olma düzeyleri, yöneticilerin işletmede sahip

olduğu hisse miktarlarına göre farklılaşmaktadır. Bu sahiplik seviyelerine yakından bakacak olursak;

Düşük Seviyede Yönetici Sahipliği: Bu seviyedeki yönetici sahipliğinde yöneticilere yönelik olan teşvikler arttığında yöneticinin de işletmenin değerini artırması eğilimi artar. Bununla birlikte bu seviyede performansa dayalı teşvik paketleri şirket değerinin artırılmasında daha etkili olabilmektedir.

Orta Seviyede Yönetici Sahipliği: Bu seviyedeki yönetici sahipliğinde yönetim ile sahiplerin çıkarları birbirine yaklaşı, daha az çıkar çatışması yaşanır. Ancak; yöneticilerin daha yüksek seviyede sahiplik kazanması daha kuvvetli oy hakkı kazandıkları anlamına gelmektedir. Yöneticiler kendi pozisyonlarını daha da güçlendirip şirket aleyhine bile olsa kendi varlıklarının maksimize edilmesini tercih edebilirler.

Yüksek Seviyede Yönetici Sahipliği (%50'den az): Yöneticilerin sahipliği seviyesi arttıka işletme sahiplerinin hedefleri artık birbirlerine daha yakındır. Yönetici işletme üzerinde tam kontrol hakkına sahip değildir ve işletme dışı bir disipline karşı sorumludur. Hkmetlerin azınlık pay sahiplerini korumak için gerçekleştirdiği çeşitli uygulamaları sonucunda azınlık pay sahipleri yönetim üzerinde bir çeşit kontrole sahip olabilmektedir.

Yüksek Seviyede Yönetici Sahipliği (%50'den fazla): Bu yönetici sahipliği seviyesinde yöneticiler tam ve mutlak olarak işletme üzerinde kontrol hakkına sahip olmaktadır. %50'nin altındaki seviyedekinin aksine şirket ele geçirmelerine karşı güçlendirilmiş bir yönetim vardır.

Çok Yüksek Seviyede Yönetici Sahipliği: Bu seviyede yönetim işletmenin tek sahibidir. Yönetim işletme değerini artırılmasına öyle sorumludur ki, artık finansal işlemlerdeki yanlış stratejilerin sonucuna işletme ile beraber şahsı ile de katlanacaktır.

1.3.2.4 Çalışan Sahipliği

Çalışan sahipliği, yüksek performans için çalışma yapan işletmelerde çalışanlara yeni sorumluluklar üstlenmeleri karşılığında hisse senedi devri ve kâr dağıtımını gibi yöntemlerle bazı ayrıcalık ve haklar tanınması şeklinde tanımlanabilir (Kalıpçı, 2017:467).

Genel görüşe göre işletmede sahiplik hakkı bulunan çalışanlar, sahiplik hakkı bulunmayan çalışanlardan daha fazla çalışmakta ve kaliteye daha fazla önem vermektedir. İşletmede çalışmayan diğer hisse sahiplerine göre ise işletmenin uzun vadeli çıkarlarını daha fazla gözetmektedir. İşletmede çalışan sahipliğinin gelir dağılımının genişletilmesi, işgücü yönetimi çatışmalarının azaltılması ve sosyal bütünlüğü ve eşitliği artırılmasına katkı sağladığı yönünde görüşler de vardır (KRUSE, 2002:2).

İşletmede çalışan sahipliğinin alabileceği çeşitli formlar vardır. Çalışan sahipliği kavramı, bir işletmenin “çalışanın mülkiyetinde” veya bir çalışanın “yönetici sahip” şeklinde basitçe sınıflandırılmasına izin verecek, tek boyutlu bir kavram değildir (Kruse, 2002:3).

Bir şirketteki çalışan sahipliğinin dört boyutu vardır :

- 1) Sahipliğe katılan çalışanların yüzdesi;
- 2) Şirket bünyesinde çalışanların sahip olduğu ortaklık yüzdesi;
- 3) Çalışanların eşit hisselerle sahip olmaması;
- 4) Mülkiyetin çalışanlara verdiği ayrıcalıklar ve haklar.

Bu boyutlara göre çalışanın işletmeye sağladığı katkı, işletmeyi sahiplenmesi de değişiklik gösterir. Örneğin bazı çalışanların diğerlerinden fazla hisseye sahip olması işletmeyi daha fazla sahiplenmesi yönünde güdülendirir. Diğer taraftan çalışanların sahip olduğu ortaklık yüzdesi düşük olursa, çalışan sahipliği işletme

lehine hareket edilmesinde cüz'i bir etki yapacaktır. Çalışanların farkında olduğu ayrıcalık ve haklar çalışma performansının artırılmasında olumlu etki edecektir.

Çalışan sahipliği başarılı bir şekilde uygulanan şirketlerde, mülkiyete sahip çalışanlar diğer ortaklarca da kabul görmüş birer ortak olarak görülmekte, sahip olduğu varlığı kullanma, iade ve elden çıkarma veya satma hakkına da sahip olmaktadır (Kaarsemaker ve Poutsma, 2006:679).

Tablo 1.2: Sahiplik Haklarının Kurumsal Uygulamalara Dönüştürülmesi

Sahiplik Hakkı	Kurumsal Yönetim Uygulamaları	İKY Uygulamaları
Kullanım	Oy hakkı	Karar verme sürecine katılım
	Hissedarlar toplantısı	Bilgi paylaşımı
	Yönetim kurulu üyeliği	İş okuryazarlığı eğitimi
		Arabuluculuk
İade	Temettü	Kar paylaşımı
	Hisse fiyatı	
Satış	Hisse senetlerini satmaya karar verme	Çalışan sahipliği hakkında karar verme sürecine katılım
		Çalışan sahipliği ile ilgili bilgi paylaşımı
		İş okuryazarlığı için eğitimi anlamak ve yeteneklerini geliştirmek

Kaynak: Kaarsemaker, Eric C.A. ve Poutsma, Erik (2006). *The Fit of Employee Ownership with Other Human Resource Management Practices: Theoretical and Empirical Suggestions Regarding the Existence of an Ownership High-Performance Work System*. Economic and Industrial Democracy & 2006 Arbetslivinstitutet, 27(4): 669–685.

Tablo 1.2 verimli bir çalışan sahipliği için temel İKY'ye karar verme sürecine katılım, kar paylaşımı, bilgi paylaşımı, iş okuryazarlığı eğitimi ve arabuluculuk uygulamalarının eklenmesi gerektiğini göstermektedir.

1.3.2.5 Kamu Sahipliği

Kamu sahipliği bulunan işletmeler, diğer adıyla Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT); devletin işletmenin hisselerinin tamamına, çoğunluğuna veya önemli azınlığına sahip olması sebebiyle kontrol hakkının bulunduğu işletmelerdir. KİT'ler kamu politikaları nedeniyle diğer kamu kurumlarından, kar amacı gütmeyen kuruluşlardan ve tamamıyla kar elde etmek için kurulan işletmelerden ayrılmaktadır (https://en.wikipedia.org/wiki/State-owned_enterprise, 2018).

OECD ve Dünya bankasına (WB) göre bir KİT'lerin oluşturulmasında ortak sayılabilecek sebepler şunlardır:

- Ulusal savunma gibi kamusal hizmetleri ve halk sağlığı ve eğitimi gibi iyi malların üretimini sağlamak,
- Özellikle stratejik olarak önemli sektörlerde iş ilişkilerini geliştirmek ve ülke ekonomide özel ve yabancı kontrolünü sınırlandırmak,
- Kamu harcamaları için fon oluşturmak. Bazı sektörlerde tekel fiyatlandırması yaparak kamuya gelir sağlamak,
- Bazı kamusal hizmetlerden daha fazla vatandaşın yararlanmasını sağlamak amacıyla ilgili sektörde üretim yapmak veya sübvansiyon sağlamak,
- Ekonomi için özel önem arz eden sektörleri ve sektördeki istihdamı korumak,
- Elektrik dağıtımı ve demir yolu gibi başlangıç maliyetlerinin çok yüksek olduğu sektörlerde sermaye aktararak gelişen sektörleri desteklemek; dolayısıyla doğal monopolün oluşmasını engellemek,

(www.pwc.com).

Tablo 1.3: Türkiye’de Kamu Mülkiyetinin Amacı

Sanayi politikası veya kalkınma stratejileri: Bu kapsamlar piyasa yetersizliklerini düzeltmek veya büyüme zorluklarını aşmak için KİT’lerin kullanılması	%62,50
Sektörde yeterli yatırımı sağlamak için	%50,00
İlgili sektörlerinde yapısal değişim ve piyasa başarısızlığını telafi için	%31,25
Sözleşme yetersizlikleri: Bu hizmet sözleşmesi çerçevesine konulmak için çok karışık veya çok değişken olan kamu hizmetleri zorunluklarının KİT’ler tarafından verilmesi	%25,00
Piyasada konumlandırma: Pazar rekabetinin olduğu ancak kamu hizmetleri zorunlukları çerçevesinde kamu işletmesinin sorumlu olduğu, faaliyette kalması gereken sektörler	%25,00
Doğal tekel olarak mülkiyet: Piyasa regülasyonu ihtiyacı veya hiç olmadığı sektörlerde özel sektörün yatırım yapmaması. (PRATİKTE DOĞAL TEKEL)	%25,00
Özel sektöre alternatif: Kamu mülkiyeti gerekliliği	%25,00
Hiçbir özel sektör alternatif olmadığından faaliyetlerin sağlanması için	%25,00
Özelleştirme ya da kamu hizmetlerinin etkin sunumu için	%18,75
Aşın düzenlemelere/regülasyonlara alternatif olmak için	%18,75

Kaynak :Türk Kamu İşletmeleri Birliği, *Türkiye Ve Dünyada Kamu İşletmeleri AB, OECD, BRICS Ülkeleri Araştırma İnceleme Raporu ve Siyasa Önerileri*. Tkib Yayınları, 2015.

Tablo 1.3’te de görüldüğü gibi Türkiye’deki KİT’ler ile yapılan mülakatlar sonucunda ülkemizdeki işletmeler üzerindeki kamu mülkiyetinin amacının %62,5 oranında, “Sanayi politikası veya kalkınma stratejiler” için olduğu, %50 oranında “Sektörel bazda yeterli yatırımı sağlamak için” olarak belirlenmiştir (Tkip, 2015).

İKİNCİ BÖLÜM

KÂR DAĞITIM POLİTİKASI

Bu bölümde kâr dağıtımını yapan şirketlerin kâr dağıtımını yaparken benimsedikleri, dağıtılan kar miktarını etkileyen politikalar ve ortakların kâr dağıtımını öncesindeki beklentilerine ve kâr dağıtımını sonrasındaki tepkilerini açıklamaya çalışan kâr dağıtım politikası teorilerine değinilecektir.

2.1. Kâr Dağıtım Politikaları

Şirketler kâr dağıtımını kararlarını alırken şirket içi dinamikleri ve ortakların beklentilerini göz önüne almak durumundadır. Dönem karından ortaklara dağıtılmayan kısım işletme için finans kaynağı olabilirken, ortaklarına dağıtılan temettü de hisse fiyatlarını artırarak firma değerini yükseltebilir. Şirket yönetimi kâr dağıtımında benimseyebileceği politikalar şunlardır:

- Sabit Tutarda Yapılan Kâr Dağıtım
- Sabit Oranlı Kâr Dağıtım
- Artık Kâr Dağıtım
- İstikrarlı Kâr Dağıtım

Bu politikalar sırasıyla açıklanacaktır.

2.1.1. Sabit Tutarda Yapılan Kâr Dağıtım

Bu tip kâr dağıtım politikasında asıl olan işletmenin dönem kârı bir önceki döneme göre artsın yahut azalsın aynı miktarda kâr dağıtımının yapılmasıdır. İşletmelerin bu politikayı uyguladıklarında yatırımcılar için belirsizlikler azaltacak, hisse senetleri daha güvenli halı gelecektir (Özaltın vd., 2015:400). Ayrıca kâr dağıtımını şirketin kazancının bir göstergesi olarak görüldüğünden dolayı bu tip kâr dağıtımını seçen şirketlerin kazancı düşse bile kâr dağıtımının sabit kalması şirket kazancının stabil görünmektedir. Dolayısıyla yatırımcı açısından bu şirketler, temettü dağıtımını kazancıyla doğrudan ilişkilendirilen şirketler karşısında daha değerlidir (Korgun, 1999:18).

Sabit tutarda kâr dağıtımının olumsuz bir etkisi ise; şirket düzenli olarak aynı miktar kar dağıttığı zaman şirket kazancı artsa bile hisse senetlerinin artma eğilimi göstermemesidir. Bu durum güvenli bir yatırım aracına yatırım yapmak isteyip aynı zamanda hisse senedinin değer artışından da sermaye kazancı elde etmek isteyen yatırımcılar açısından dezavantajlıdır (Özaltın vd., 2015:400)

Şirketlerin her türlü kazanç varsayımları altında aynı miktarda kâr dağıtımında bulunması risk almayı sevmeyen yatırımcı için avantajlı bir durum ortaya koymasına karşın şirket için tam tersi geçerlidir. Özellikle ekonomik dalgalanmanın yaşandığı dönemlerde bu şirketler likidite sıkıntısı yaşayabilirler.

Ekonomide enflasyon olduğu zaman bu politika yerini “sabit büyüme oranı” (stable growth rate) politikasına bırakmıştır (Korgun, 1999:18).

2.1.2. Sabit Oranlı Kâr Dağıtımı

Sabit oranlı kâr dağıtım politikasında şirketler kazançlarının sabit bir yüzdesini (Constant Payout Ratio) hisse sahiplerine temettü olarak öderler. Temettü miktarı şirketin dönem kazancına bağlı olduğundan hissedarların geliri bazı dönemlerde çok yüksek, bazı dönemlerde de çok düşük olabilir (Türko, 1999:533).

Şirket kazancından kaynaklanan temettü gelirlerindeki dalgalanmalar, hisse senedi sahiplerinin istikrar beklentisine ters düşmektedir. Şirketler kârının azaldığı dönemlerde temettü ödemeleri de azalacaktır. Bu durum yatırımcılar tarafından olumsuz bir sinyal olarak algılayacağından hisse senedi fiyatlarında düşüş olacaktır (Özvar, 2015:42).

2.1.3. Artık Kâr Dağıtımı

Bu tip kâr dağıtım politikasında dağıtılacak temettü miktarı şirketin yatırım planları ile yakından ilgilidir. Şirket, kazancını ancak daha kârlı bir fırsatının olmaması durumunda hissedarlarına dağıtmalıdır. Diğer bir ifade ile hissi sahipleri aynı risk seviyesinde daha yüksek getiriye sahip yatırım aracı bulamadıkları zaman, temettünün şirkette kalıp şirketin finansmanında kullanılmasını tercih ederler (Türko, 1999:532).

Örneğin; hissedarlar aldıkları temettüyü %30 getirisi olan yatırım aracına yatırabiliyorken, şirket dağıtmadığı kârı %35 kârlılıkla yeniden yatırıma yönlendirebiliyorsa, hissedarlar oto finansman yöntemini yani temettünün şirkette bırakılmasını tercih ederler. Şirket dağıtmadığı kârı %25 kârlılıkla yeniden yatırıma yönlendirebiliyorsa, hissedarlar temettünün dağıtılmasını tercih ederler.

Bu politikada asıl amaçlanan şirketin dönem sonu kârının şirket yatırımlarını finanse etmek ve sonrasında yatırımcılara temettü dağıtmak olduğu için optimum yatırımların finansmanı ve kâr dağıtım miktarı seviyelerinin belirlenmesi gerekir. Şirket dönem kârının tamamı temettü olarak dağıttığında yatırımlarını finanse etmek için dış kaynak bulmak durumunda kalacaktır (Önem, 2014:15).

2.1.4. İstikrarlı Kâr Dağıtımı

Sabit tutarda yapılan kâr dağıtım politikası hisse senedi sahiplerine ödenecek temettü miktarı ile şirket faaliyetleri sonu elde edilen dönem kârı arasında hiçbir ilişki kurmazken; sabit oranlı kâr dağıtım politikası ise dağıtılacak temettü miktarını tamamen dönem kârına endekslemektedir. Bu iki politikanın da dezavantajlarını minimuma indiren politika ise istikrarlı kâr dağıtım politikasıdır (Kartal, 2017:463).

İstikrarlı kâr dağıtım politikasını seçen şirketler yatırımcılarına ödedikleri temettü miktarlarında sık sık ve az miktarlarda artış yaparlar (Kartal, 2017:463). Yatırımcılar fiyatı sürekli dalgalanan hisse senetlerini risk olarak algıladıkları için, istikralı şekilde değeri artan hisse senedini çekici bulurlar. Şirket o dönemde zarar etse dahi temettü miktarında artış yaptığı için mevcut hisse senedi sahipleri ve potansiyel yatırımcılar gözünde şirketin finansal yapısının güçlü olduğu imajı oluşur. Bu imaj, hisse senedinin fiyat belirlemede olumlu etki yapar (Özaltın vd., 2015:401).

2.2. Kâr Dağıtım Politikalarını Etkileyen Faktörler

Şirketler belirli bir kâr dağıtım politikasını benimseseler bile bu politikaları tam anlamıyla uygulayamazlar. Kâr Dağıtım kararları bazı dış etkenler etkilenebilir. Kâr dağıtım politikalarını etkileyen faktörler şu şekilde sıralanabilir:

2.2.1. Yasal Kurallar

Kâr dağıtımına yönelik uygulamalar her ülkenin kendi resmi düzenlemelerine göre şekillenmiştir. Ülkemizde kâr dağıtımına etkili olan kanunların başında Türk Ticaret Kanunu (TTK) gelmektedir. Bu kanunda bulunan net kâr ilkesine göre kâr payı ancak net kârdan ve bu amaçla daha önceden ayrılmış olan yedek akçelerden ayrılabilir. TTK aynı zamanda kâr dağıtımını yapacak şirketi korumaya yönelik ilkeler belirlemiştir. Bu ilkeler Esas Sermayenin Zayıflatılmaması İlkesi, 3) Firmanın Borçlarını Ödeme Güçlüğü İçinde Olmaması İlkesi'dir. Şirketler zorunlu hallerde kâr dağıtımını gitmemektedir (Ertaş ve Karaca, 2010:61).

2.2.2. Vergi Düzenlemeleri

Anonim Şirketler ve Halka Açık Anonim Şirketler kurum kazancının tespiti yönünden 5520 Kurumlar Vergisi Kanunu'na (KVK) tabidirler. KVK 6. maddesine göre safi kurum kazancı, Gelir Vergisi Kanununda (GVK) belirtilen Ticari Kazancı hükümlerince tespit edilir. GVK 40. madde belirtilen ve KVK 8. Maddede belirtilen giderler hasıllattan indirilebilir (Saban ve Köse, 2002:149).

Kurum kazancının belirlenmesi mali kâra ve dönem kârına ulaşılmasında ilk adımdır. Safi kurum kazancı da vergi kanunlarına göre tespit edildiğinden dolayı kâr dağıtım politikaları yasal düzenlemelerden etkilenmektedir.

2.2.3. Yatırım Olanakları

Sermaye yatırımı işletmelerin gelecekteki öngördüğü büyüme ve gelişmelere için satın aldıkları ve ekonomik ömürleri bir yıldan fazla olan duran varlıklara yaptıkları harcamalardır. Büyük miktarlarda nakit çıkışını gerektiren sermaye yatırımı kararlarını işletmeler çok dikkatli şekilde vermelidir. Çünkü yatırım fırsatının kârlılık derecesine göre taşıdığı da bir yük vardır (Yıldız vd., 2014:192).

İşletmeler karlı yatırım olanaklarına sahipse ve dışarıdan fon toplama maliyetleri yüksekse dönem kârını elde tutmaya karar verebilmektedir. Genelde kârlı yatırım fırsatlarına sahip oldukları zaman düşük miktarda kâr payı ödeme

eğilimindedirler. Bunun aksi söz konusu olduğunda kârlı yatırım fırsatlarına sahip olmayan işletmeler yüksek temettü ödeme eğiliminde olmaktadır (Manneh, 2014:25).

Genel olarak ürün yaşam döngüsünün büyüme aşamasında olan endüstrilerde faaliyet gösteren firmalar dağıtılmamış kârlara yüksek oranda bağımlılık göstermektedir. Diğer taraftan ürün yaşam döngüsünün olgunluk ve düşüş aşamasında olan sektörlerde faaliyet gösteren firmalar da dağıtılmamış kârların büyük bir kısmını kâr payı olarak dağıtırlar (Manneh, 2014:25). Çünkü dağıtılmamış kârları mevcut ürüne bağlamayı verimli bir yatırım olarak görmezler.

2.2.4. Likidite Durumu

Şirketleri kâr payı dağıtımını nakit durumlarından daima etkilenmektedir. Nakit pozisyonu zayıf olan şirketlerin likiditesi düşüktür. Bu şirketler kâr dağıtımına gitmeyerek nakit pozisyonlarını güçlendirmeye ve risklerini azaltmaya çalışırlar. Likiditesi güçlü olanlar da çıkarmış oldukları hisse senetlerini geri satın alma yoluyla hisse değerlerini artırmaya çalışırlar. Likiditesi güçlü olan şirketler şirket ele geçirilmesini engellemek amacıyla yatırımcısı tatmin edecek seviyede kâr dağıtırlar. Böylece yatırımdan memnun olan pay sahipleri hissesini kolay kolay satmayacaktır (Canbaş ve Vural, 2012:331).

2.2.5. Borç Ödeme Gereği ve Borç Sözleşmelerindeki Sınırlamalar

İşletmeler vadesi gelen borçlarını ödemede yeniden borçlanma, öz sermaye artışı ya da kârların dağıtılmayıp işletmede bırakılması yollarına başvurabilirler. İşletme borçlanma olanağına sahipse daha esnek bir kâr dağıtım politikasına sahip olacaktır. Büyük işletmeler küçük işletmeler oranla daha kolay borçlanabildikleri için kâr dağıtımında daha esnektir (Ceylan, 2000:226).

İşletmeler vadesi gelen ödemeleri için borçlanma yolunu seçtiklerinde özellikle orta vadeli borçlanma sözleşmelerinde borç veren kurumlar borç ödeninceye kadar düşük miktarlarda kâr payı dağıtılmasını ya da hiç kâr payı dağıtılmamasını şart koşabilir. İşletmenin borç ödeyebilme kapasitesi ile yakından ilgili olan bu durum kâr dağıtım politikasını etkiler (Usta, 2002:46).

2.2.6. Enflasyon

Enflasyon işletmelerin kâr dağıtım politikalarını etkileyen en temel faktörlerdendir. Enflasyonist dönemlerde işletmeler daha fazla çalışma sermayesine ihtiyaç duyarlar. Bunun nedeni sürekli olan fiyat artışları nedeniyle, sabit varlıkları amortismanı yoluyla oluşturulan fon kaynağı sabit varlıkları yenilenmesine yetmemesidir. Böyle bir durumda işletme dışarıdan fon kaynağına ihtiyaç duyar. Ancak; enflasyonist dönemde borçlanma yoluyla sağlanacak finansman işletmeye çok fazla yük getirir. Bu durumda kâr dağıtımına gitmeyip dağıtılmamış kârı işletmede tutmak iyi bir seçenek haline gelmektedir (Ertaş ve Karaca, 2010:63).

2.2.7. Şirket Yönetiminde Kontrolü Giderme İsteği

Aile şirketleri gibi kontrolü bir grup insan tarafından sağlanan halka kapalı şirketlerde, yönetimde söz sahibi olan kişiler şirketin kontrolünü kaybetmekten korkabilirler. Hisse senedi ihracı yoluyla fon kaynağı sağlamak işletmeye yeni söz hakkına sahip ortak anlamına geldiğinden hisse senedi ihracı yoluna pek başvurmazlar. Bunun yerine düşük miktarda kâr payı ödemeyi ve borçlanma yoluyla şirkete fon sağlamayı tercih ederler (Özvar, 2015:36).

2.3. Kâr Dağıtım Yöntemleri

Şirketler takip ettikleri kâr dağıtım politikalarını uygularken şu kâr dağıtım yöntemlerini kullanmaktadır:

2.3.1. Nakit Kâr Payı Dağıtımı

Nakit kâr payı ödemesi adından da anlaşılacağı üzere şirketlerin dönem karından yatırımcısına ödeyeceği temettü ödemesini nakit olarak yapmasıdır. Likidite pozisyonu güçlü olan şirketleri kâr dağıtımını nakit olarak yapabilirler. Kâr payı ödemesi nakit olarak yapılırken şirketin likidite dengesi gözetilmek zorundadır. Aksi halde vadesi gelen ödemeler için kısa ve orta vadeli borçlanma yoluna gidilir ve şirkete faiz yükü getirir.

2.3.2. Kâr Paylarının Hisse Senedi Olarak Ödenmesi Ve Hisse Senedi Bölünmesi

Şirketler kâr dağıtımını yapmak istediklerinde nakit olarak ödeme yerine yatırımcısına hisse senedi verebilmektedir. Bu durum esasında muhasebesel bir işlem olmaktan öte gitmemektedir. Dağıtılmamış kârlar hesabından sermaye hesabına kâr payı ödemesi miktarınca aktarma işlemidir (Korgun, 1999:20).

Örneğin bir şirket %5 hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi yapacaksa, yatırımcısına elinde tuttuğu her 100 hisse senedi için ek olarak 5 hisse senedi daha verir (Brealey vd., 2001:149).

Hisse senedi bölünmesi de hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesine benzemektedir. Yatırımcının sahip olduğu hisse senetleri ondan alınır ve her bir hisse senedi için ona sabit bir miktarda hisse senedi verilir. 1'e 2 şeklinde hisse senedi bölünmesi %100 oranında hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesinin teknik olarak aynıdır. Her ikisinde de piyasadaki hisse senedi miktarı öncekinin iki katı olur (Brealey vd., 2001:150).

Hisse senedi bölünmesi ve hisse senedi şeklinde kâr payı ödemesi yöntemleri şirketlerin nakit sıkıntısı çektiği dönemlerde nakit çıkışı olmadan kâr dağıtımına izin verdiği için ve piyasadaki hisse senedi miktarının artması sebebiyle hisse senedi fiyatının yatırımcı tarafından satın alınabilir düzeylere inmesine yol açtığı için çokça tercih edilmektedir (Türko, 1999:537).

2.3.3. Hisse Senedi Geri Satın Alınması Yoluyla Kâr Payı Ödemesi

Hisse senedinin geri satın alınması yoluyla kâr dağıtımını nakit kâr dağıtımının bir alternatifidir. Şirketlerin likidite pozisyonunun nakit kâr dağıtabilecek kadar güçlü olduğu durumda nakit olarak ödeme yerine hisse senedinin geri satın alma yöntemini kullanmasının temel nedeni hisse senedinin değerini artırmaktır (Korgun, 1999:22).

İşletme piyasadaki kendi senelerini geri satın aldığı zaman hisse senedi sahiplerine kâr dağıtımını yapmış olur. Bununla beraber dolaşımdaki hisse senedi

sayısı azaldığı için ve zaten daha az olan hisse senedine daha fazla kâr payı ödemesi yapacağı için hisse senetlerinin piyasa değeri artacaktır (Korgun, 1999:22).

Hisse senedini geri satın alınması yoluyla kâr payı ödemesinin dünyada örnekleri çoktur. Türkiye’de ise; 6762 sayılı Mülga Türk Ticaret Kanununun “Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Satın Alması” başlıklı 329. Maddesinde bulunan bazı istisnalar haricinde şirketlerin kendi hisse senetlerinin geri satın alınması yolu kapatılmıştı (<http://www.resmigazete.gov.tr>). 6102 Sayılı Yeni Yeni Türk Ticaret Kanununun 379. maddesine göre şirketlerin sermayelerinin %10’una kadarını geri satın almasının önü açılmıştır (<http://www.mevzuat.gov.tr>).

2.3.4. Kâr Payı Olarak İntifa Senedi Verilmesi

İntifa senetleri, özellikle şirket kurucularına verilen şirketin esas sermayesine katılmaksızın, sahibine menfaatler sağlayan kıymetli evraklardır. İntifa senetleri sahibine ne kâra katılma hakkı gibi haklar sağlayabilir. Şirket sahipleri kâr dağıtılmamasına karar verdikleri zaman kârdan pay alacak kişilere intifa senedi verebilirler (Şamiloğlu, 1998:80).

2.3.5. Bono Kâr Payı

Bono olarak temettü dağıtılmasının temel avantajı, yatırım fırsatlarını değerlendirilebilmesi için şirketten nakit çıkmadan kâr dağıtımına olanak sağlamasıdır. İşletmeler likidite sıkıntısı çektiği dönemlerde kâr payı ödemesi yapmak zorunda ise nakit kâr payı dağıtmak yerine bono ile ödeme yapabilirler. Bono ile ödeme yapıldığında nakit sıkıntısı çözülsün de ilerideki dönemlerde faizi ile birlikte bir ödeme bırakır (Gürel, 2008:39).

2.3.6. Melez Kâr Payı

Melez kâr payı dağıtımını yatırımcılara hem nakit hem de hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtılmasıdır. Dolayısıyla melez kâr dağıtımını yapıldığında hem nakit kâr payı dağıtımının hem de hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımının etkileri görülür. Melez olarak kâr dağıtan şirketler nakit kâr dağıtımının ve hisse senedi şeklinde kâr

payı dağıtımının olumsuz etkilerini dengelemiş olurlar (Süsay ve Tanrıöven, 2018:106).

2.3.7. Aynı olarak Kâr Payı

Aynı kâr dağıtımında şirketler yatırımcısına kâr payı olarak ürün verirler. Likidite sıkıntısı çeken şirketler, ürünlerini pazarlayan acentelere sahip olan şirketler bu yolla kâr dağıtımını yapmaktadırlar.

Şirketler, elindeki nakdi daha verimli projelerde kullanmak ve stok fazlasını eritmek için sıkça tercih etmektedir (Gürel, 2008:39).

2.4. Kâr Dağıtım Politikası Teorileri

Şirketlerin dağıttıkları karların şirket ortakları üzerindeki etkilerini açıklamaya çalışan şunlardır:

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

Modigliani ve Miller (M&M) 1961 yılında yazdıkları makalelerinde mükemmel sermaye piyasasında ve belirli varsayımlar altında işletmenin yatırımcılara yaptığı temettü ödemelerinin firma değeri üzerinde etkisinin olmadığını ileri sürmüşlerdir. M&M'ye göre firma değerini işletmenin kar elde edebilme gücü ve yatırımları etkilemektedir. Bundan dolayı firma değeri ile temettü politikası arasında bağlantı yoktur bu iki durum ilintisizdir (Temiz ve Hacıhasanoğlu, 2017:135).

Yatırımcıların tamamının yatırımlarından beklentisi aynı değildir. Bazı yatırımcılar yüksek kâr payı ödemesi yapan işletmeleri tercih ederken, bazıları sermaye kazancı yüksek olan işletmelere tercih ederler. İşletme temettü dağıtım politikasında değişiklik yaparsa yatırımcıların bir kısmı bundan memnun olmayabilir. Bu durumda kâr dağıtımının kendisine uygun bulmayan yatırımcı hisse senetlerini satarken yeni durumdan memnun olanlar ise hisse senedi satın alacaktır. Sonuç olarak kâr dağıtım politikasındaki değişikliğin firma değeri üstünde etkisi olmayacaktır (Ercan ve Ban, 2005:259).

Modigliani ve Miller'in teorisi şu varsayımlara dayalıdır:

1. Piyasada mükemmel sermaye piyasası kuralları geçerlidir.
2. Vergi ve işlem maliyetleri yoktur.
3. Piyasa tek bir alıcı veya satıcı tarafından etkilenmemektedir.
4. Piyasadaki her bir kimse ücretsiz olarak tam bilgiye ulaşabilmektedir.
5. Yatırımcılar rasyonel kararlar vermektedir ve yatırımcılar gelecekteki fon akışlarını bugüne indirgenmiş değeri ile değerlendirir.
6. Firmanın temettü dağıtım politikası hakkında ve gelecekteki nakit akışları hakkında tam bir bilgi vardır (Hussainey vd., 2010:4).

Belirtilen varsayımların geçerli olduğu ekonomilerde işletmenin temettü dağıtmayıp karın işletmede bırakılması sonucunda, hisse senetlerinde oluşacak değer artışı ve temettü dağıtım sonucunda elde edecekleri gelirler yatırımcının kararını etkilemeyecektir. Çünkü temettü dağıtıldığında yatırımların finansmanı için dağıtılan kar kadar dışarıdan kaynak gerekecektir. Finansman ihtiyacının borçlanma yoluyla ya da öz kaynaklardan karşılanması durumunda dağıtılan temettü sonucunda artan firma piyasa değeri tekrar eski haline dönecektir (Demir, 2001:63).

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

John Linter 1962 yılında yayınladığı makalesinde ve Myron Gordon 1963 yılında yayınladığı makalesinde Modigliani ve Miller'in görüşünün tam tersi olan, kâr payı ödemelerinin şirket değerini etkilediğini savunmuşlardır. Yatırımcılar kâr payı ödemeleri ellerindeki kuşa, sermaye kazancını ise daldaki kuşa benzetirler. Doğal olarak ellerindeki kuşun kaçmaması için kâr payı ödemesini sermaye kazancına tercih ederler (Pekkaya, 2006:192).

Bu teorinin kurgulanmasında şu varsayımlar geçerlidir (Lundgren vd., 2016:22):

1. Piyasadaki bütün özkaynaklar ve borçlar hiçbir yatırımcının tek başına etkili yemeyeceği kadar büyük ve rekabetçidir.
2. Yatırımcıları sadece kişisel kazançları motive eder.

3. Yatırımcılar mevcut varlıklarını maksimize etmek için mantıkla hareket ederler.
4. Hisse senetlerinin gelecekteki bütün getirileri bugünkü değerine eşittir.

Hisse senedini bugünkü değeri = Gelecekteki bütün ödemeler - Bugünkü fiyat + Gelecekteki satış fiyatı şeklinde formülize etmişlerdir.

Modele göre yatırımcıların elde ettiği getiri oranı yani iç verim oranı (r) ve gelecekteki temettü ödemelerinin bugüne iskonto edilmesinde kullanılan sermaye maliyeti ise (k)'dir. $(r) > (k)$ ise şirket karlılığı sermaye maliyetinden büyük olacağı için şirketin kâr dağıtımına gitmeyip bu kaynağı yatırımların finansmanında kullanması daha doğru olacaktır. Bu firmalara büyüme firmaları (Growth Firms) denilmektedir. Sermaye maliyeti, getiri oranından büyük ise bu firmalara gerileyen firmalar (Declining Firms) denilmekte olup bu firmalar karı dağıtmayıp işletmede tuttıkları zaman firma değeri azalacaktır (Demir, 2001:65). Son olarak iç verim oranı sermaye maliyetini eşit olan firmaların kâr dağıtımını gitmemesi ile kar dağıtması arasında firma değerinin etkilemesi bakımından fark yoktur. Bu tür firmalara da normal firmalar (Normal Firms) denilir (Canbaş ve Vural, 2012:323).

Gordon normal firmalar ile görüşünü sonradan değiştirilmiştir. $(r) = (k)$ olması halinde kâr dağıtım politikasının hisse senedi değerini etkileyeceğini savunmuştur. Gelecekteki belirsizlik iç verim oranının ve sermaye maliyetinin değişmesine neden olmaktadır. Belirsizlik arttıkça gelecekteki yatırımların bugüne iskonto edilmesi için daha büyük oranlar kullanılacak sermaye maliyetinde artış olacaktır (Canbaş ve Vural, 2012:323).

Modigliani ve Miller eldeki kuş teorisini eleştirmektedir. Bu modele göre kâr payı ödemeleri sermaye kazancından daha az riskli görüldüğünden işletmeler hisse senedi fiyatlarını maksimize etmek için yüksek oranlı kâr dağıtımını belirlemektedir. Modigliani ve Miller göre hisse senedini maksimize etmek için yüksek kar dağıtmak eldeki kuş yanılgısıdır. Bir projenin nakit akışlarının riskli olması işletme içinde bir risktir. Dağıtılan temettü miktarında artış aynı miktarda hisse fiyatında düşüşe neden

olur. Dolayısıyla temettünün miktarını bugün artırmak gelecekteki riski azaltma yağacağı için firma değerini de artırmayacaktır (Baker ve Powell, 1999:19).

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

Kâr dağıtımı ve sermaye kazançlarının farklı dönemlerde ortaya çıkması ve farklı vergi oranlarıyla vergilendirilmesi firma değerini etkilemektedir. Birçok ülkelerde hükümetler otofinansmanı özendirme amacıyla kâr dağıtımından daha fazla vergi almaktadır (Pekkaya, 2006:193).

Dağıtılmamış karlar uzun dönemde sermaye kazancına dönüşmektedir. Ancak; sermaye kazancı hisse senedi satıldığı anda gerçekleşmekte ve vergilendirilmektedir. Yatırımcılar ne zaman vergilendirileceğini satış zamanını değiştirerek etkileyebilmekteyken, kâr dağıtımının vergilendirilmesinde ise herhangi bir şekilde kontrol gücüne sahip olamamaktadır (Manneh, 2014:19)

Örneğin bir yatırımcı bir hisse senedini bugün alıp üç yıl sonra satmayı düşünüyorsa elde edeceği sermaye kazancı, hisse senedinin bugünkü değeri P_0 ile üç yıl sonundaki değeri P_1 arasındaki fark $(P_1 - P_0)$ kadar olacaktır. $(P_1 - P_0)$ kazancı farklı dönemlerde elde edilmiş olacak ve dolayısıyla farklı dönemlerde vergilendirilecektir (Ercan ve Ban, 2005:263). Ancak yatırımcı karını istediği anda realize edebilecek, sermaye kazancını ne zaman gerçekleşeceğini tayin edebilmektedir.

Yatırımcılar bu tür vergisel nedenlerle temettü önünde atılmayıp şirkette kalmasını tercih edebilmektedir. Sermaye kazancının tercih edilmesi düşük miktarda kar dağıtılmasına yol açmaktadır. Bu teoriye göre işletmeler firma değerini yükseltmek istiyorsa temettü ödemeleri düşük tutmalıdır (Baker ve Powell, 1999:20).

2.4.4. Kâr Payının Bilgi Verme Özelliği veya Sinyal Etkisi

Modigliani ve Miller 1961 hisse senetlerinin piyasa fiyatlarındaki değişikliğin temettü ödeme oranlarındaki değişiklikleri takip ettiğini tespit etmiştir. Sinyal etkisi

de temettüden etkilenen hisse senedi fiyatlarını şirket yöneticilerinin sahip oldukları bilgi ile nasıl etkilediğini açıklar (Benartzi vd., 1997:1009)

Sinyal etkisini diğer bir ifade ile açıklamak gerekirse işletme yönetimi işletmenin finansal durumu hakkında dış yatırımcıya oranla daha hassas bilgiye gerektiği zamanda sahip olmaktadır. Bu durum yönetim ile yatırımcı arasında bir boşluk oluşturmaktadır. Yönetim kâr dağıtımını sahip olduğu kesin bilgiyi yatırımcıya aktarma aracı olarak kullanır. Petit (1972) temettü ödemesinin işletmenin yatırımcısına mükemmel bir bilgi aktarma aracı olduğunu, temettü dağıtımı sonucunda hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının arttığını gözlemlemiştir (Hussainey vd., 2010:5).

Temettü ödemelerindeki artış piyasanın beklentisine uygun olduğunda örneğin yatırımcı bir işletmenin %5 oranında daha fazla kar dağıtacak beklentisine sahip olduğunda, işletme de %5 oranında fazla kar dağıtırsa hisse senetlerinin etkileneceği söylenemez. Piyasada %5 oranında fazla kâr payı dağıtacağı öngörülürken %30 oranında kâr payı dağıtılacağı açıklanırsa, hisse senetlerinin değeri artacak yönetim sahip olduğu finansal bilgiyi yatırımcısına aktarmış olacaktır (Türko, 1999:531).

Temettü açıklamasının muhtemel etkilerini test etmede en büyük sorun eş anlı olarak ya da yakın zamanlarda açıklanmış olan kâr veya hisse temettü açıklamalarının etkilerinin birbirinden ayrıştırılmasıdır. Aharony ve Swary (1980) bu ayrıştırmayı başarmış ve temettü açıklamasının önemli ölçüde hisse senedi fiyatına etki ettiğini tespit etmiştir (Güenalp vd., 2010:53).

2.4.5. Müşteri Etkisi

Müşteri etkisi hipotezi bazı yatırımcıların kâr payı ödemesini tercih ederken bazı yatırımcıların da sermaye kazanca tercih etmesini inceler. Bu iki tercihin temel sebebi sermaye kazancı ile temettü ödemesinin farklı oranlarında vergilendirilmesi neden kaynaklanmaktadır (Elton ve Gruber, 1970:71).

Sermaye kazancının vergilendirilmesi yönünden avantajlı olduğu durumda olan yatırımcı düşük temettü ödemesi yapan şirketlere yatırım yapacak temettü artırılacak yönündeki açıklamaları olumsuz olarak algılayarak elinde tuttuğu değerleri satma yoluna başvuracaktır. Temettünün ödenmesi yönünde avantajı olan yatırımcı da temettünün artırılması bilgisinden sonra hisse senedi talebini artıracaktır (Al-Malkawi vd., 2010:182).

Müşteri etkisi teorisinde yatırımcıları iki gruba ayrılabilir: Vergiden etkilenenler ve işlem maliyetinden etkilenenler. Vergiden etkilenen yatırımcı daha az vergi ödemek için düşük miktar temettüyü tercih eder, işlem maliyeti den etkilenen yatırımcılar genellikle küçük yatırımcılardır ve hisse senedi alım satımının maliyetli olması durumunda sermaye kazancını tercih eder (Hussainey vd., 2010:6).

Müşteri etkisine temettü dağıtan işletmeler penceresinden bakacak olursak; büyüme evresindeki firmalar sermaye kazancı elde etmeyi arzu eden yatırımcılar için çok düşük miktarlarda temettü ödeme isterken, olgunluk evresindeki firmalar ise kısa süre içinde temettü geliri elde eden yatırımcıları çekmek için yüksek miktar temettü ödemesi yaparlar (Hussainey vd., 2010:6).

2.4.6. James E. Walter Formülü

James E. Walter (1956) kurguladığı modelde kâr payı ödemelerinin firma değerini etkilediğini kabul etmiştir. Modelin varsayımları şunlardır (Demirel, 2014:73) :

1. İç finansman yöntemi: Firma dışarıdan borçlanmamakta sadece dağıtılmış karları finansman için kullanmaktadır.
2. Sermaye maliyeti ve getirisi: Sermayenin maliyeti sabittir ve süreklidir. Firma sermaye maliyetini önceden bilecek konumdadır.
3. Ödeme oranı: Firma elde ettiği karın tamamını ya da bir kısmını temettü olarak dağıtabilir ya da elde tutabilir.
4. Sonsuzluk: Firma süreklidir ve sonsuz yaşama sahiptir.

Firma değerini diğer bir ifade ile hisse senetlerinin piyasa fiyatlarını iki temel faktör etkilemektedir. Birincisi firma tarafından ödenen temettü, ikincisi şirkette alıkonulan dağıtılmamış karların getiri oranı ile hisse sahiplerinin beklediği getiri oranı yani sermaye maliyetidir. Dağıtılmamış karların getiri oranı sermaye maliyetinden büyük olduğu zaman hisse senetleri çok düşük temettü ödemesine rağmen karların şirkette kalmasını ister. Çünkü bunun hisse senedi fiyatlarını artıracığını düşünürler. Ters durumda getiri oranı sermaye maliyetinden düşük ise başka bir ifadeyle yatırımcı tasarruflarını başka bir yatırım aracı ile daha fazla getiri sağlayacağını düşünüyorsa temettüyü tercih eder (Canbaş, 2012:327).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GELİŞEN PİYASALARDA KÂR DAĞITIM POLİTİKASI ve SAHİPLİK YAPISI ARASINDAKİ İLİŞKİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA

Bu bölümünde Kâr Dağıtımını etkileyen faktörlere ve kâr dağıtım şekillerine ve sahiplik yapısı ile kâr dağıtım politikası arasındaki ilişkiye yönelik literatür incelendikten sonra BİST 50 endeksinde kayıtlı olan ve 2015-2017 yılları arasında kâr dağıtımını yapan şirketlerin kâr dağıtım oranları ve sahiplik yapısı verileri ile yapılan uygulama ve sonuçları ile bu sonuçların değerlendirilmesine yer verilecektir.

3.1. Sahiplik Yapısı ile Kâr Dağıtım Politikası Arasındaki İlişkiye Yönelik Literatür Taraması

Lundgren vd. (2016) sahiplik yapısının temettü dağıtım politikası üzerindeki etkilerini incelemek amacıyla İsveç Stockholm borsasına kayıtlı, 2010-2015 yılları arasında faaliyet gösteren 284 firma üzerinde 1046 gözlem yapmıştır. Çalışmanın özel amacı yatırımcı türleri ile temettü dağıtım arasındaki ilişkiyi çözmektir. Bağımlı değişken olarak seçilen temettü politikası değişkenleri temettü dağıtım oranı ve temettünün getirisidir. Yaptıkları regresyon analizleri sonucunda kurumsal yatırımcılar ile temettü getirisi ve temettü oranı arasında pozitif ilişki tespit etmiştir.

Ersoy ve Çetenak (2015) sahiplik yoğunlaşmasının kâr dağıtım kararlarına etkisini araştırmak amacıyla borsa İstanbul'a kayıtlı 116 Sanayi şirketinin 2004-2009 yılları arasındaki faaliyetlerini rassal etkili tobit ve sistem genelleştirilmiş momentler metodu ile incelemiştir. Kâr dağıtımını yapan firmalar düşük hızla büyüyen ve yüksek hızla büyüyen firmalar olarak ikiye ayrılmış, yavaş büyüyen firmalarda sahiplik yoğunlaşmasının temettü kararlarına bir etkisi olmadığı, yüksek hızla büyüyen firmalarda ise temettü kararlarının sahiplik yoğunlaşması kârlılık ve piyasa değeri tarafından belirlendiği ortaya koyulmuştur.

Reyra (2015) sahiplik yapısının temettü politikasına bir etkisinin olup olmadığını araştırmak amacıyla Meksika borsasına kayıtlı şirketleri 2005-2013 yılları arasında 8 dönemlik verilerini kullanarak 675 adet gözlem yapmıştır. Sahiplik yapısı türleri olarak; aile sahipliği, çoğunluğu banka olan kurumsal şirketleri ve dağınık

sahiplik yapısına sahip şirketleri seçmiştir. Araştırma sonuçlarına göre sahiplik yoğunluğunu yüksek olduğu aile sahipliğinin temettü ödemeleri ile negatif ilişkisi olduğunu kurumsal sahiplik ile temettü ödemesi arasında pozitif ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Wei vd. (2009) aile sahipliği ve kurumsal sahipliğin temettü dağıtım politikası üzerinde etkisini incelemek amacıyla 1486 Çinli şirketin 2004-2008 dönemlerini incelemiştir. Araştırma sonunda şu üç sonuca varmışlardır: 1. Aile şirketleri aile şirketi olmayanlara göre daha az temettü dağıtmaktadır. 2. Kurumsal sahiplik yapısındaki şirketler diğer şirketlere göre daha yüksek temettü dağıtım oranına sahiptir. 3. Kurumsal sahipliğin kâr dağıtım politikası üzerindeki etkisi aile şirketi olmayan şirketlerin kinden daha fazladır.

Warrad vd. (2011) işletmelerin sahiplik yapısının kâr dağıtım politikaları üzerindeki muhtemel etkilerini araştırmıştır. Araştırmada halka açık Ürdün Sanayi şirketlerinin 2005-2007 yıllarına ait 3 yıllık verileri incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar yabancı yatırımcıların kâr dağıtım politikaları üzerinde önemli derecede pozitif yönde etkisinin olduğunu göstermiştir.

Abdullah vd. (2012) Malezyalı 100 şirketin 2010 yılı verilerini incelemiştir. Araştırmada sahiplik yoğunluğu, yönetsel sahiplik, sahiplik ayrışması, kurumsal sahiplik ve yabancı sahipliğin temettü ödemelerini nasıl etkilediği araştırılmıştır. Elde edilen bulgular sadece sahiplik yoğunluğunun temettü ödemeleri üzerinde pozitif yönde etkisinin olduğunu göstermiştir.

Chai (2010) Kore'nin 1998 yılında dış ticaret ve finans alanındaki liberalizasyonu sonrasında Koreli Şirketlerin mülkiyet yapısı ile kâr dağıtım arasındaki ilişkisini incelemiştir. Çalışma sonucunda yabancı sahipliğin kâr dağıtımını pozitif yönde etkilediğini tespit etmiştir. Koreli şirketler yabancı yatırımcı sayısı arttıkça daha fazla temettü yapmaktadır.

Ferreira ve Massa (2010) kâr dağıtım politikaları ile işletme sahipliği arasındaki ilişkiyi anlamak için 37 farklı ülkeden holdinglerin 2007-2008 yılları finansal verilerin incelemiştir. Yabancı kurumsal sahiplik yapısı ile temettü ödemesi

ve temettü türleri arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Yabancı yatırımcı vergisel anlamda daha dezavantajlı oldukça işlem maliyetleri ve yeniden yatırma yönlendirme maliyetleri artmakta, yerli yatırımcının hisse senedi talebini artırmaktadır. Yabancı yatırımcısı çok olan şirketler daha çok düşük miktarda kâr dağıtımını yapmakta büyük çoğunluktaki fonları şirkete şirkette tutmaktadır.

Ege ve Nur Topaloğlu (2017) araştırmalarında sahiplik yapısının sermaye kararları üzerindeki etkisini incelemiştir. Borsa İstanbul 30 endeksinde bulunan firmaların 2009-2015 yılları arasındaki 6 yıllık finansal verileri panel regresyon analizi yöntemi ile analiz etmişlerdir. Yapılan analizler neticesinde sahiplik yapısı ile sermaye kararları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir. Sermaye kararları İşletme sahiplerinin kim olduğundan etkilenmemektedir.

Örgün ve Aygün (2018) mülkiyet yapısı ile kâr kalitesi arasındaki ilişkiyi tespit etmek amacıyla borsa İstanbul'a kayıtlı 130 adet firmanın 2014-2015 yılları finansal verilerini analiz etmiştir. Sahiplik yapısının ana değişkenleri olarak kurumsal sahiplik, yönetsel sahiplik, yabancı sahiplik ve dağılık sahiplik seçilmiştir. Çalışmanın sonucunda kâr kalitesi ile yabancı sahiplik arasında istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif yönde bir ilişki saptanırken diğer değişkenler ile kar kalitesi arasında anlamlı bir ilişki görülmemiştir.

Ullah vd. (2012) yaptıkları çalışmada yatırımcılar üzerinde çok büyük etkiye sahip bir kurumsal karar olan sahiplik yapısının belirleyicilerinin araştırmıştır. Karachi borsasına kayıtlı KSE 30 endeksinde bulunan firmaların 2003-2010 yılı verilerini çoklu regresyon yöntemi ile analiz etmiştir. Elde edilen analiz sonuçları temettü ödemeleri ile yönetsel sahiplik arasında negatif ilişkinin olduğu, kurumsal sahiplik yabancı sahiplik arasında pozitif yönde ilişkinin olduğunu göstermektedir.

Arshad vd. (2013) sahiplik yapısı ile kâr dağıtım politikası arasındaki potansiyel ilişkiyi tespit etmek için Karachi borsasına kayıtlı şirketlerin 2007-2011 yılları verilerini incelemiştir. Çalışmada tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon analizi

kullanılmıştır. Sahiplik yapısı ile kağıda dağıtım arasında muhtemel bir ilişkinin olmadığını tespit etmişlerdir.

Elston vd. (2004) Alman firmalar arasında eğilim skoru metoduyla yaptıkları araştırmalarında kurumsal sahiplik ile temettü dağıtım uygulamaları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırma sonucunda Alman kurumsal çerçevesinde temsil maliyetlerinin azaldığını tespit etmişlerdir.

Ting vd. (2017) sahiplik yoğunluğunun temettü politikasına ve firma performansına etkisini araştırmıştır. Malezyalı halka açık şirketlerin 2005-2015 yılları arasındaki 11 yıllık finansal verileri regresyon analizine tabi tutulmuştur. Sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu şirketlerde yatırımcıların temettü politikasını ve firma performansını önemli ölçüde etkilediği tespit edilmiştir. Sahiplik yoğunlaşması düşük temettü dağıtımına neden olsa da firma performansını artırmaktadır.

Qahtani ve Ajina (2017) mülkiyet yapısı ve temettü dağıtım arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla yaptıkları çalışmalarında Suudi Borsasına kayıtlı 100 şirketin 2012-2015 yılları arasındaki 4 yıllık dönemlerini incelemiştir. Yönetmelik sahipliğinin temettü dağıtımının artırdığını tespit etmişlerdir. Tespit edilen diğer sonuçlarla ilgili olarak; temsil teorisini destekler biçimde aile sahipliği ile dağıtılan temettü miktarı arasında negatif korelasyon tespit edilmiştir. Kurumsal sahipliğin artması durumunda yüksek temettü ödemesine gerek kalmadığı tespit edilmiş, bunun sebebi ise etkin işletme yönetiminden kaynaklandığı savunulmuştur.

Uwigbe (2012) finansal kaldıraç ve sahiplik yapısının temettü ödemeleri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Nijerya borsasına kayıtlı 50 şirketin 2006-2010 yılları finansal tablolarını regresyon analizi yöntemi ile incelemiştir. Gerçekleştirilen analiz sonuçları örneklem olarak seçilen şirketlerde temettü ile sahiplik yapısı arasında pozitif yönlü, finansal kaldıraç arasında negatif yönlü ilişki bulunduğunu göstermiştir.

Al-Najjar ve Kılınçarslan (2010) sahiplik yapısının temettü politikasına etkisi Türkiye'den kanıtlar isimli çalışmada Türkiye'de 2003 ve 2012 yılları arasında

faaliyet gösteren 264 şirketin verilerini Logit ve Tobit yöntemi ile analiz etmiştir. Çalışmada özellikle aile sahipliği ve aile içinden olmayan hâkim hissedarlar ve azınlık paya sahip olan kişilerin temettü kararlarını nasıl etkilediği araştırılmıştır. Yapılan analiz sonuçlarına göre yabancı sahiplik ve kamu sahipliği yapısındaki şirketler daha az temettü ödemeye meyilli iken, diğer sahiplik türleri (aile sahipliği dağılık pay sahipliği) temettüyü düşük ölçüde artırmaktadır.

Sindhu vd. (2016) mülkiyet yapısı ve kâr dağıtım politikasının ilişkisinin araştırılması ile ilgili olarak Karachi borsasına kayıtlı finansal sektör dışında kalan 100 şirketin 2011-2015 yılları verilerini panel veri analizi metodu ile incelemiştir. Elde edilen sonuçlara göre yönetsel sahiplik ile kâr dağıtım arasında önemli ölçüde negatif yönlü ilişki vardır. Yönetsel sahiplik arttıkça şirketler daha az temettü ödeme eğiliminde olmaktadır. Kurumsal sahiplik ile temettü kararları arasında ise pozitif ilişki söz konusudur.

Erdaş (2017) 12 farklı sektörde faaliyet gösteren Borsa İstanbul 30 endeksinde bulunan bütün firmaların 2010-2015 yılları arasındaki kâr dağıtım politikalarına etki eden faktörleri araştırmıştır. Araştırma sonuçları işletme büyüklüğü, nakit oranı, hisse başına kazanç, hisse senedinin piyasa değerinin kâr dağıtım oranına pozitif yönde etki ettiğini; finansal kaldıraç oranı ve işletme yaşının karesinin kâr dağıtım oranına negatif yönde etki ettiğini tespit etmiştir.

Al-Nawaiseh (2012) sahiplik yapısı ile kâr dağıtım politikasının ilişkili olup olmadığını tespit etmek amacıyla Amman borsasına kayıtlı halka açık şirketlerin 2000-2006 dönemleri verilerini tobit yöntemi ve regresyon analizi ile incelemiştir. Aile sahiplerinin düşük ölçüde negatif yönde, kurumsal sahipliğin önemli ölçüde ve pozitif yönde kâr dağıtım politikasında etkili olduğunu tespit etmiştir.

Bayrakdaroğlu (2010) İMKB'de kayıtlı şirketlerin 2005-2009 yılların arasındaki finansal verilerini E-views ve Stata programları ile veri panel regresyon analizine tabi tutmuştur. Analiz sonuçlarına göre sahiplik yoğunlaşması değişkenleri ile halka açıklık oranlarının finansal performans üzerinde etkisi olduğu

söylenebilirken yabancı sahiplik ile yönetsel sahipliğin finansal performansı üzerinde bir etkisi bulunmamaktadır.

Aytekin ve İbiş (2014) Borsa İstanbul Metal Eşya ve Makine Endeksinde kayıtlı 23 işletmenin 2009-2012 yıllarını incelemiştir. İşletmelerin mülkiyet yapılarının işletme performansı üzerinde etkisi tespit edilmeye çalışılmıştır. Aktif karlılığı, özkaynak karlılığı ve Tobin Q oranları bağımlı değişken olarak alınmış; en büyük ortağın payı, en büyük iki ortağın payı, en büyük üç ortağın payı ve halka açıklık oranı bağımsız değişken olarak alınmıştır. Satışların büyüklüğü ve kaldıraç oranı ise kontrol değişkeni olarak kabul edilmiştir. Yapılan panel regresyon analizleri sonucunda sektörde faaliyet gösteren firmaların mülkiyet yapılarının finansal performanslarını etkilediği tespit edilmiştir.

Yıldırım ve Demirelli (2009) İMKB 100 endeksinde kayıtlı imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların mülkiyet yapılarının finansal performansları üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Mülkiyet yapısı değişkenleri olarak en büyük ortağın payı ve en büyük ortağın genel kurula hakimiyeti oranları ile performans değişkenleri olarak aktif karlılığı, satışların karlılığı, özkaynak karlılığı ve Tobin Q oranı seçilmiştir. Yapılan regresyon analizleri sonucu aktif karlılığı, satışların karlılığı ve özkaynakların karlılığı ile performans arasında negatif yönlü ilişki; Tobin Q arasında pozitif yönlü ilişki olduğunu göstermiştir. Aktif karlılığı satışların karlılığı ve özkaynak karlılığı arttıkça performans azalmakta; Tobin Q oranı arttıkça performans artmaktadır.

Ünlü (2011) İMKB'de işlem gören firmaların 2004-2008 dönemlerinde yönetsel sahipliğin firma performansı üzerindeki etkisini araştırmıştır. Himmelberg ve diğerlerinin de önerdiği üzere panel veri analizi kullanılarak yaptığı analizler, yönetsel sahipliğinin firma performansı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını göstermiştir.

Bulut vd. (2009) 1992-2000 yılları arasında ilk kez halka açılan 205 firmanın halka arz sırasında ve sonrasındaki performanslarını incelemiştir. Firmaların yönetici sahipliğinin halka arz sırasında hisse senedi performansına ve halka arz sonrasında

uzun dönemli faaliyet performansına etkisi araştırılmıştır. Araştırma sonuçları halka arz sırasında yönetsel sahiplik düzeyi yüksek olan firmalar, yönetici sahipliği düşük olan firmalara göre daha düşük hisse senedi fiyatı belirlediği; halka arz sonrası yönetici sahiplik düzeyi yüksek firmaların yönetsel sahiplik düzeyi düşük olan firmalara göre daha iyi performans gösterdiğini kanıtlamıştır.

Kısakürek ve Aydın (2013) Borsa İstanbul'da 1992-2011 yılları arasında kesintisiz olarak faaliyet gösteren firmaların kriz dönemleri de dâhil olmak üzere yıllık finansal tablolarını incelemiştir. Sermaye yapısı ve karlılık arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmada en küçük kareler yöntemi kullanılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre firmalar kriz dönemleri de dâhil olmak üzere sermaye yapılarında özkaynakları kullanmayı tercih ettiği ortaya konulmuştur. Sermaye yapısı ile aktif karlılığı ve satış karları arasında pozitif yönde, özkaynak karlılığı arasında negatif yönde ilişki tespit edilmiştir.

Sonoussi ve Altoumy 2015 2009-2013 yılları arasında Suudi borsalarına kote edilmiş şirketlerin sahiplik yapısı, pazar gücü, temettü dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada yönetsel sahiplik, bireysel sahiplik, sahiplik yoğunluğu, yabancı sahiplik ve pazar gücünün temettü üzerindeki rolleri araştırılmıştır. En küçük kareler yöntemi kullanılarak analizler yapılmıştır. Sahiplik yoğunluğunun yüksek olmasının temettü ödemeleri üzerinde olumlu bir etkisinin olduğu, pazar gücünün temettü ödemeleri üzerinde olumsuz etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Öte yandan yönetsel sahiplik, bireysel sahiplik ve yabancı sahipliğinin temettü ödemeleri üzerinde önemsiz derecede etkili olduğu söylenebilir.

Kang vd. (2010) Kore borsasında kayıtlı olan ve yabancı yatırımcısı bulunan şirketlerde yabancı sahipliğinin temettüye etkisini araştırmıştır. Yabancı yatırımcıların sahip olduğu oran %5 ya da daha fazla olan şirketlerin 2001-2007 yılları finansal verileri incelenmiştir. Şirket hissesinin %5'ine sahip yabancı yatırımcıların temettü politikaları üzerinde etkisi olduğu tespit edilmiştir. Buna ek olarak yabancı kurumsal yatırımcıların sahip olduğu oran arttıkça ve yatırımcı sayısı önceki yıla göre arttıkça yabancı sahipliğin temettü üzerindeki etkisi güçlenmektedir.

Khan vd. (2016) KSE 100 endeksinde kayıtlı bulunan 50 finansal olmayan şirketin 2006-2014 yıllarını incelediği araştırmasında sahiplik yapısının sermaye yapısı ve temettü politikası üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmada kaldıraç oranı ve temettü miktarı bağımlı değişken, yönetsel sahiplik ve kurumsal sahiplik bağımsız değişken, karlılık oranı ve satışların büyüklüğü kontrol değişken olarak kullanılmıştır. Araştırma sonuçları kurumsal sahipliğinin sermaye yapısı üzerine negatif yönde önemli ölçüde etkisinin olduğunu ve temettü üzerinde pozitif yönde etkisinin olduğunu göstermektedir. Diğer taraftan yönetsel sahiplik kâr dağıtım oranı negatif yönde etkilemektedir.

Ghumni vd. (2013) çalışmalarında Ürdün'deki yabancı yatırımcıların özelliklerini araştırmak amacıyla Amman borsasında kayıtlı şirketleri incelemiştir. Araştırma sonuçlarına göre Ürdün'deki yabancı yatırımcılar düşük temettü dağıtan firmalar seçmektedir. Maden çıkarma şirketleri ve inşaat şirketlerinin üretim verimliliği yabancı yatırımcılardan pozitif yönde etkilenmektedir.

3.2. Uygulamanın Amacı ve Kapsamı

Araştırma borsa İstanbul 50 Endeksi'nde kayıtlı firmaların sahiplik yapılarının kâr dağıtım politikalarına olan etkisini ortaya koymak amaçlanmıştır. Araştırma BİST 50 Endeksinde 2015-2017 yılları arasında faaliyet gösteren şirketleri kapsamaktadır. Kâr dağıtımını yapan 38 şirketin verileri ilgili yıllara ait faaliyet raporlarından ve www.kap.org.tr'ye yapmış oldukları finansal tablo bildirimlerinden; nakit temettü bilgileri www.isyatirim.com.tr sitesinden elde edilmiştir.

3.3. Araştırmanın Kısıtları

BİST 50 Endeksi'nde bulunan şirketlerden 12 tanesi belirtilen yerlerde hiç kâr dağıtımını yapmadığı için analize dâhil edilememiştir. Analizler kâr dağıtım yapan 38 şirketin kâr dağıtımını yaptıkları yıllar itibariyle toplanılan verileri ile gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada, başlangıç olarak analiz dönemi 2013-2017 yılları arası seçilmiştir. Ancak bu dönemlerde EB1O, EB2O, EB3O ve HAO değişkenleri yıllar itibariyle değişiklik sergilememiştir. Dolayısıyla bu dönemler için yapılan analizlerde, NTO ile istatistiksel anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Hem bu çalışmanın yapıldığı yıllara yakın olması nedeniyle hem de değişkenliğin ilgili değişkenlerde nispeten değişmesi nedeniyle analiz dönemi 2015-2017 yılları arası olarak ele alınıp analizler yapılmıştır.

3.4. Araştırmanın Yöntemi ve Veri Seti

Araştırmada sahiplik yapısının kâr dağıtım politikasında etkisini araştırmak amacıyla zaman serisi verileri ile yatay kesit verilerinin birlikte kullanılarak bağımlı ve bağımsız değişken arasındaki ilişkiyi tahmin etmeye yarayan “panel veri analizi” kullanılmıştır. Zaman kesiti için 2015-2016-2017 yılları baz alınırken, yatay kesit serileri belirtilen dönemde kâr dağıtımını yapan 38 şirketin verilerinden oluşmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde sahiplik yapısı; sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kompozisyonu olmak üzere iki başlık altında sunulmuştur. Bağımlı değişken olan kâr dağıtım politikasını ise nakit temettü oranı temsil etmektedir. Uygulama bölümünde de bağımsız değişken olan sahiplik yapısının sahiplik yoğunluğu ayağı için en büyük Ortağın hisse oranı, en büyük iki ortağın hisse oranı, en büyük üç ortağın hisse oranı ve halka açıklık oranı; sahiplik kompozisyonu ayağı için kamu sahipliği, aile sahipliği, yabancı sahiplik ve kurumsal sahiplik değişkenleri seçilmiştir.

Çalışmada, BİST50 endeksini oluşturan şirketlerden aile, kamu, yabancı ve kurumsal sahipliğe ait olan şirketlerin 2015-2017 yılları arasındaki bilgileri Tablo 1’de yer almaktadır. İki şirket aile; üç şirket kamu; altı şirket yabancı ve yirmi yedi şirket kurumsal sahipliğe ait olup Ülker 2017 yılı itibariyle kurumsal sahiplikten yabancı sahipliğe dönüşmüştür.

Tablo 3.1: Kâr Dağıtımı Yapan Şirketlerin Yıllar İtibariyle Sahiplik Kimlikleri

Şirketler	Şirketlerin Sahiplik Kimlikleri		
	2015	2016	2017
AEFES	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
AKBNK	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
ANACM	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
ARCLK	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
ASELS	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
BIMAS	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
CCOLA	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
CIMSA	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
ECILC	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
EKGYO	Kamu Sahipliği	Kamu Sahipliği	Kamu Sahipliği
ENKAI	Yabancı Sahiplik	Yabancı Sahiplik	Yabancı Sahiplik
EREGL	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
FROTO	Yabancı Sahiplik	Yabancı Sahiplik	Yabancı Sahiplik
GARAN	Yabancı Sahiplik	Yabancı Sahiplik	Yabancı Sahiplik
HALKB	Kamu Sahipliği	Kamu Sahipliği	Kamu Sahipliği
ISCTR	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
ISDMR	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
KCHOL	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
KOZAL	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
MAVI	Aile Sahipliği	Aile Sahipliği	Aile Sahipliği
OTKAR	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
PETKM	Yabancı Sahiplik	Yabancı Sahiplik	Yabancı Sahiplik
SAHOL	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
SASA	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
SISE	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
SODA	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
TAVHL	Yabancı Sahiplik	Yabancı Sahiplik	Yabancı Sahiplik
TCELL	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
TKFEN	Aile Sahipliği	Aile Sahipliği	Aile Sahipliği
TOASO	Yabancı Sahiplik	Yabancı Sahiplik	Yabancı Sahiplik
TRKCM	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
TSKB	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
TTKOM	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
TUPRS	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
ULKER	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Yabancı Sahiplik
VAKBN	Kamu Sahipliği	Kamu Sahipliği	Kamu Sahipliği
VESBE	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik
YKBNK	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik	Kurumsal Sahiplik

3.5. Uygulamada Kullanılan Değişkenler

Uygulamada bağımlı değişken olarak en büyük ortağın hisse oranı, en büyük iki ortağın hisse oranı, en büyük üç ortağın hisse oranı ve halka açıklık oranı, kamu sahipliği, aile sahipliği, yabancı sahiplik, kurumsal sahiplik değişkenleri seçilmiştir. Nakit temettü oranı bağımlı değişken; aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı ve finansal kaldıraç oranı kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır.

Oluşturulan modellerin tahmininde kukla değişken tuzağına düşmemek için şirketlerin sahipliklerini gösteren kukla değişkenlerden kontrol değişkeni kurumsal sahipliğe ait olan sınıf olarak seçilmiştir.

3.4.1. En Büyük Ortağın Hisse Oranı (EB10)

En büyük ortağın hisse oranı (EB10) şirkette en fazla paya sahip olan ortağı yani hâkim hissedarı temsil etmektedir.

En Büyük Ortağın Hissesi / Toplam Öz Sermaye olarak hesaplanmaktadır.

En Büyük Ortağın Hisse Oranı için betimleyici istatistikleri aşağıda şekilde sunulmuştur.

Tablo 3.2: En Büyük Ortağın Hisse Oranı İçin Betimleyici İstatistikleri

	Değişken	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem
EB10	Toplam	51344	17124	14780	94.62	N = 104
	Gruplar arası		16941	14893	94.62	n = 38
	Grupiçi		3756	37237	73877	T-bar = 2.736

EB10 değişkeninin ortalaması 51.344 minimum 14.780 maksimum 94.62 değeri arasında değişirken sapma değeri de 17.124 'tür. Standart sapması yüksek olan En büyük ortağın hisse oranının doğal logaritması alındıktan sonra analizlere devam edilmiştir.

Tablo 3.3: Doğal Logaritması Alınan EB10 Değişkeni

	Değişken	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem
LEB10	Toplam	3877	370	2693	4550	N = 104
	Gruplar arası		364	2701	4550	n = 38
	Grupiçi		81	3511	4267	T-bar = 2.736

Doğal logaritması alınan EB10 değişkeni analizin bu bölümünden sonraki gösterimi LEB10 şeklinde olacaktır.

En Büyük Ortağın Hissesi oranını Mancinelli ve Ozkan. (2006), Thanh ve Heaney (2007), Benjamin ve Pajuste (2002), Klaus ve Yurtoglu (2003), BAYRAKDAROĞLU (2010), Aydın ve Taşci (2010), Christian (2008), yaptıkları çalışmalarında sahiplik yoğunluğu değişkeni olarak ele almışlardır.

3.4.2. En Büyük İki Ortağın Hisse Oranı (EB20)

En büyük iki ortağın hisse oranı (EB20) şirkette en fazla paya sahip olan iki ortağın toplam hisse oranı olarak ifade edilmektedir.

En Büyük İki Ortağın Hissesi / Toplam Öz Sermaye olarak hesaplanmaktadır.

En Büyük İki Ortağın Hisse Oranı için betimleyici istatistikleri aşağıda şekilde sunulmuştur.

Tablo 3.4: En Büyük İki Ortağın Hisse Oranı İçin Betimleyici İstatistikleri

	Değişken	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem
EB20	Toplam	59622	17006	2100	85.9	N = 92
	Gruplar arası		16676	3380	85567	n = 33
	Grupiçi		2750	50019	72452	T-bar = 2.787

EB20 değişkeninin ortalaması 59.622 minimum 2.100 maksimum 85.900 değeri arasında değişirken sapma değeri de 17.006'dır. Standart sapması yüksek olan en büyük iki ortağın hisse oranının doğal logaritması alındıktan sonra analizlere devam edilmiştir.

Tablo 3.5: Doğal Logaritması Alınan EB2O Değişkeni

	Değişken	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem
LEB2O	Toplam	3996	580	742	4453	N = 92
	Gruplar arası		563	1175	4449	n = 33
	Grupiçi		72	3563	4221	T-bar = 2.787

Doğal logaritması alınan EB2O değişkeni analizin bu bölümünden sonraki gösterimi LEB2O şeklinde olacaktır.

En Büyük İki Ortağın Hissesi oranını Mancinelli ve Ozkan. (2006), Thanh ve Heaney (2007), yaptıkları çalışmalarında sahiplik yoğunluğu değişkeni olarak ele almışlardır.

3.4.3. En Büyük üç Ortağın Hisse Oranı (EB3O)

En büyük üç ortağın hisse oranı (EB3O) şirkette en fazla paya sahip olan üç ortağın toplam hisse oranı olarak ifade edilmektedir.

En Büyük Üç Ortağın Hissesi / Toplam Öz Sermaye olarak hesaplanmaktadır.

En Büyük Üç Ortağın Hisse Oranı için betimleyici istatistikleri aşağıda şekilde sunulmuştur.

Tablo 3.6: En Büyük Üç Ortağın Hisse Oranı İçin Betimleyici İstatistikleri

	Değişken	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem
EB3O	Toplam	67603	9801	51710	87	N = 36
	Gruplar arası		9885	51710	85265	n = 14
	Grupiçi		1530	63797	74587	T = 2.571

EB3O değişkeninin ortalaması 67.603 minimum 51.710 maksimum 87.000 değeri arasında değişirken sapma değeri de 9.801'dir. Standart sapması yüksek olan en büyük üç ortağın hisse oranının doğal logaritması alındıktan sonra analizlere devam edilmiştir.

Tablo 3.7: Doğal Logaritması Alınan EB30 Değişkeni

	Değişken	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem
LEB30	Toplam	4203	149	3946	4466	N = 36
	Gruplar arası		149	3946	4446	n = 14
	Grupiçi		20	4154	4292	T = 2.571

Doğal logaritması alınan EB30 değişkeni analizin bu bölümünden sonraki gösterimi LEB30 şeklinde olacaktır.

En Büyük Üç Ortağın Hissesi oranını Özvar (2015), Güngör (2012), Toraman ve Okuyan (2009), yaptıkları çalışmalarında sahiplik yoğunluğu değişkeni olarak ele almışlardır.

3.4.4. Halka Açıklık Oranı (HAO)

Halka açıklık oranı (HAO) şirketin öz sermayesinin ne kadarının halka açıldığını ifade eden orandır.

Halka Açık Hisselerin Toplam Değeri / Toplam Öz Sermaye olarak hesaplanmaktadır.

Halka açıklık Oranı için betimleyici istatistikleri aşağıda şekilde sunulmuştur.

Tablo 3.8: Halka Açıklık Oranı İçin Betimleyici İstatistikleri

	Değişken	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem
HAO	Toplam	34149	14819	5380	72.59	N = 104
	Gruplar arası		15196	5380	72.59	n = 38
	Grupiçi		3529	12896	51463	T-bar = 2.736

HAO değişkeninin ortalaması 34.149 minimum 5.380 maksimum 72.590 değeri arasında değişirken sapma değeri de 14.819'dir. Standart sapması yüksek olan Halka açıklık oranının doğal logaritması alındıktan sonra analizlere devam edilmiştir.

Tablo 3.9: Doğal Logaritması Alınan HAO Değişkeni

	Değişken	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem
LHAO	Toplam	3414	531	1683	4285	N = 104

	Gruplar arası		521	1683	4285	n = 38
	Grupiçi		141	2591	4151	T-bar = 2.736

Doğal logaritması alınan HAO değişkeni analizin bu bölümünden sonraki gösterimi LHAO şeklinde olacaktır.

Halka Açıklık Oranını Özvar (2015), Güngör (2012), BAYRAKDAROĞLU (2010), Alövsat (2002), Acaravcı vd (2015), Feng vd. (2009), yaptıkları çalışmalarında sahiplik yoğunluğu değişkeni olarak ele almışlardır.

3.4.5. Aktif Karlılık Oranı (ROA)

Aktif karlılık oranı şirketlerin dönem sonlarında elde ettikleri karlarında şirket varlıklarının ne kadar karlı kullanıldığını gösteren orandır (Karadeniz ve Koşan, 2018:38).

Aktif Karlılık Oranı = Net Kar / Toplam Varlıklar olarak hesaplanmaktadır.

Aktif Karlılık Oranı için betimleyici istatistikleri aşağıda şekilde sunulmuştur.

Tablo 3.10: Aktif Karlılık Oranı İçin Betimleyici İstatistikleri

	Değişken	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem
ROA	Toplam	57	50	-88	178	N = 114
	Gruplar arası		47	-46	167	n = 38
	Grupiçi		19	9	124	T = 3

Kontrol değişkenlerinden olan ROA, standart sapması yüksek olmadığı için analizlere düzey değerleri ile devam edilmiştir.

Aktif Karlılık Oranını Ramli (2010), Güngör (2012), Özvar (2015), Ersoy ve Çetenak (2015) yaptıkları çalışmalarında kâr dağıtım oranı için kontrol değişkeni olarak ele almışlardır.

3.4.6. Öz Sermaye Karlılık Oranı (ROE)

Aynı sektörde faaliyet gösteren firmaların kendilerini sektörle kıyaslamalarında yardımcı olan ve işletmenin öz kaynaklarının performansını ölçen orandır (Aktan ve Bodur, 2006:60).

Öz Sermaye Karlılık Oranı = Net Kar / Öz Sermaye olarak hesaplanmaktadır.

Öz Sermaye Karlılık Oranı için betimleyici istatistikleri aşağıda şekilde sunulmuştur.

Tablo 3.11: Öz Sermaye Karlılık Oranı İçin Betimleyici İstatistikleri

Değişken		Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem
ROE	Toplam	147	115	-242	403	N = 114
	Gruplar arası		103	-147	361	n = 38
	Grupiçi		52	-136	327	T = 3

Kontrol değişkenlerinden olan ROE, standart sapması yüksek olmadığı için analizlere düzey değerleri ile devam edilmiştir.

Öz Sermaye Karlılık Oranını Ullah vd. (2010) yaptıkları çalışmalarında kâr dağıtım oranı için kontrol değişkeni olarak ele almışlardır.

3.4.7. Finansal Kaldıraç Oranı (FK)

Finansal Kaldıraç Oranı aynı zamanda borç oranı da denilmektedir. Şirket varlıklarının ne kadarının borçlarla finanse edildiğini gösterir (Akdoğan ve Tenker, 2007).

Finansal Kaldıraç Oranı = Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar olarak hesaplanmaktadır.

Finansal Kaldıraç Karlılık Oranı için betimleyici istatistikleri aşağıda şekilde sunulmuştur.

Tablo 3.12: Finansal Kaldıraç Karlılık Oranı İçin Betimleyici İstatistikleri

Değişken		Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem
FK	Toplam	596	232	78	917	N = 114
	Gruplar arası		233	95	911	n = 38
	Grupiçi		24	524	694	T = 3

Kontrol değişkenlerinden olan FK standart sapması yüksek olmadığı için analizlere düzey değerleri ile devam edilmiştir.

Finansal Kaldıraç Oranını Özvar (2015), Ersoy ve Çetenak (2015), (2016) yaptıkları çalışmalarında kâr dağıtım oranı için kontrol değişkeni olarak ele almışlardır.

3.4.8. Kurumsal Sahiplik (KRS)

Kurumsal Sahiplik, araştırmanın birinci bölümünde belirtilen sahiplik kompozisyonu değişkenlerindedir. Araştırmada ele alınan şirketlerin hakim hissedarının kim olduğuna göre değişmektedir.

En büyük ortak kurumsal şirketler ise 1, diğer durumda 0 değerini alan kukla değişken olarak analize dâhil edilmiştir.

Kurumsal Sahipliği Ünlü vd. (2017), Asquith vd. (2005), Rajeswararao ve Damanpour (1991), Helen vd. (2002), yaptıkları çalışmalarında sermaye yapısı değişkeni olarak ele almışlardır.

3.4.9. Yabancı Sahiplik (YS)

Yabancı Sahiplik, araştırmanın birinci bölümünde belirtilen sahiplik kompozisyonu değişkenlerindedir. Araştırmada ele alınan şirketlerin hâkim hissedarının kim olduğuna göre değişmektedir.

En büyük ortak yabancı menşesinde ise 1, diğer durumda 0 değerini alan kukla değişken olarak analize dâhil edilmiştir.

Yabancı Sahipliği Magnus ve Robertsson (2001), Lensik vd. (2008), Chhibber ve Sumit (1999) yaptıkları çalışmalarında sermaye yapısı değişkeni olarak ele almışlardır.

3.4.10. Aile Sahipliği (AS)

Aile Sahipliği, araştırmanın birinci bölümünde belirtilen sahiplik kompozisyonu değişkenlerindedir. Araştırmada ele alınan şirketlerin hâkim hissedarının kim olduğuna göre değişmektedir.

En büyük ortak payı aynı ailenin hisseleri toplamında oluşuyorsa 1, diğer durumda 0 değerini alan kukla değişken olarak analize dâhil edilmiştir.

Aile Sahipliğini Anderson ve Reeb (2003), Maury (2006), yaptıkları çalışmalarında sermaye yapısı değişkeni olarak ele almışlardır.

3.4.11. Kamu Sahipliği (KMS)

Kamu Sahipliği, araştırmanın birinci bölümünde belirtilen sahiplik kompozisyonu değişkenlerindedir. Araştırmada ele alınan şirketlerin hâkim hissedarının kim olduğuna göre değişmektedir.

En büyük ortak payı bir kamu kurumuna ait ise 1, diğer durumda 0 değerini alan kukla değişken olarak analize dâhil edilmiştir.

Kamu Sahipliğini Qian vd. (2002), Andrei (1998), James ve Ding (2006), Afzan ve Abdul Rahman (2011), yaptıkları çalışmalarında sermaye yapısı değişkeni olarak ele almışlardır.

3.4.12. Nakit Temettü Oranı (NTO)

Nakit temettü oranı şirketin yıllık karının ne kadarını ortaklarına dağıtacağı ile ilgilidir.

Yıl içerisinde Paydaşlara Ödenen Toplam Nakit Temettü / Yıllık Net Kar olarak hesaplanmaktadır.

Nakit Temettü Oranı (NTO) için betimleyici istatistikleri aşağıda tabloda sunulmuştur.

Tablo 3.13: Nakit Temettü Oranı (NTO) İçin Betimleyici İstatistikleri

	Değişken	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem
NTO	Toplam	62293	103837	3	650	N = 99
	Gruplar arası		112069	3933	635.9	n = 38
	Grupiçi		14085	293	111293	T-bar = 2.605

NTO değişkeninin ortalaması 62.293 olup minimum 3 maksimum 650 değeri arasında değişmektedir. Buna paralel olarak NTO değişkeninin standart sapma değeri de 103.837'dir. Gruplar arası ve grup içi minimum ve maksimum değeri arasındaki farklar da NTO değişkeni için oldukça yüksektir. Standart sapması yüksek olan nakit temettü oranının doğal logaritması alındıktan sonra analizlere devam edilmiştir.

Tablo 3.14: Doğal Logaritması Alınan NTO Değişkeni

	Değişken	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem
LNTO	Toplam	3393	1167	1099	6477	N = 99
	Gruplar arası		1145	1351	6455	n = 38
	Grupiçi		313	2246	4078	T-bar = 2.605

Doğal logaritması alınan NTO değişkeni analizin bu bölümünden sonraki gösterimi LNTO şeklinde olacaktır.

Nakit temettü Ege ve Bayrakdaroğlu (2009), Ersoy ve Çetenak (2015), Demirel (2014) yaptıkları çalışmalarında kâr dağıtım politikası değişkeni olarak ele almışlardır.

3.6. Araştırmada Test Edilecek Hipotezler

Araştırmada 7 hipotez test edilmiş, buna paralel olarak 7 adet model oluşturulmuştur.

Hipotez: 1

H0: En Büyük Ortağın Sermayedeki Payı (EB1O) ve sahiplik kompozisyonu ile Nakit Temettü Oranı (NTO) arasında bir ilişki yoktur.

H1: En Büyük Ortağın Sermayedeki Payı (EB1O) ve sahiplik kompozisyonu ile Nakit Temettü Oranı (NTO) arasında bir ilişki vardır.

Hipotez: 2

H0: En İki Büyük Ortağın Sermayedeki Payı (EB2O) ve sahiplik kompozisyonu ile Nakit Temettü Oranı (NTO) arasında bir ilişki yoktur.

H1: En İki Büyük Ortağın Sermayedeki Payı (EB2O) ve sahiplik kompozisyonu ile Nakit Temettü Oranı (NTO) arasında bir ilişki vardır.

Hipotez: 3

H0: En Büyük Üç Ortağın Sermayedeki Payı (EB3O) ve sahiplik kompozisyonu ile Nakit Temettü Oranı (NTO) arasında bir ilişki yoktur.

H1: En Büyük Üç Ortağın Sermayedeki Payı (EB3O) ve sahiplik kompozisyonu ile Nakit Temettü Oranı (NTO) arasında bir ilişki vardır.

Hipotez: 4.1

H0: Halka Açıklık Oranı (HAO) ve sahiplik kompozisyonu ile Nakit Temettü Oranı (NTO) arasında bir ilişki yoktur.

H1: Halka Açıklık Oranı (HAO) ve sahiplik kompozisyonu ile Nakit Temettü Oranı (NTO) arasında bir ilişki vardır.

Hipotez: 4.2

H0: Halka Açıklık Oranı (HAO), En Büyük Ortağın Sermayedeki Payı (EB1O) ve sahiplik kompozisyonu ile Nakit Temettü Oranı (NTO) arasında bir ilişki yoktur.

H1: Halka Açıklık Oranı (HAO), En Büyük Ortağın Sermayedeki Payı (EB1O) ve sahiplik kompozisyonu ile Nakit Temettü Oranı (NTO) arasında bir ilişki vardır.

Hipotez: 4.3

H0: Halka Açıklık Oranı (HAO), En Büyük İki Ortağın Sermayedeki Payı (EB2O) ve sahiplik kompozisyonu ile Nakit Temettü Oranı (NTO) arasında bir ilişki yoktur.

H1: Halka Açıklık Oranı (HAO), En Büyük İki Ortağın Sermayedeki Payı (EB2O) ve sahiplik kompozisyonu ile Nakit Temettü Oranı (NTO) arasında bir ilişki vardır.

Hipotez: 4.4

H0: Halka Açıklık Oranı (HAO), En Büyük Üç Ortağın Sermayedeki Payı (EB3O) ve sahiplik kompozisyonu ile Nakit Temettü Oranı (NTO) arasında bir ilişki yoktur.

H1: Halka Açıklık Oranı (HAO), En Büyük Üç Ortağın Sermayedeki Payı (EB3O) ve sahiplik kompozisyonu ile Nakit Temettü Oranı (NTO) arasında bir ilişki vardır.

3.7. Araştırmada Oluşturulan Modeller Ve Modelleme Süreci

Araştırmada oluşturulan modeller ve modelleme süreci aşağıdaki gibidir.

3.6.1. Araştırmada Oluşturulan Modeller

Araştırmada test edilecek hipotezler için şu modeller oluşturulmuştur:

Model 1: $NTO_{it}=f(EB10_{it}, ROA_{it}, ROE_{it}, FK_{it}, Aile_{it}, Kamu_{it}, Yabancı_{it})$

Model 2: $NTO_{it}=f(EB20_{it}, ROA_{it}, ROE_{it}, FK_{it}, Aile_{it}, Kamu_{it}, Yabancı_{it})$

Model 3: $NTO_{it}=f(EB30_{it}, ROA_{it}, ROE_{it}, FK_{it}, Aile_{it}, Kamu_{it}, Yabancı_{it})$

Model 4.1: $NTO_{it}=f(HAO_{it}, ROA_{it}, ROE_{it}, FK_{it}, Aile_{it}, Kamu_{it}, Yabancı_{it})$

Model 4.2: $NTO_{it}=f(HAO_{it}, EB10_{it}, ROA_{it}, ROE_{it}, FK_{it}, Aile_{it}, Kamu_{it}, Yabancı_{it})$

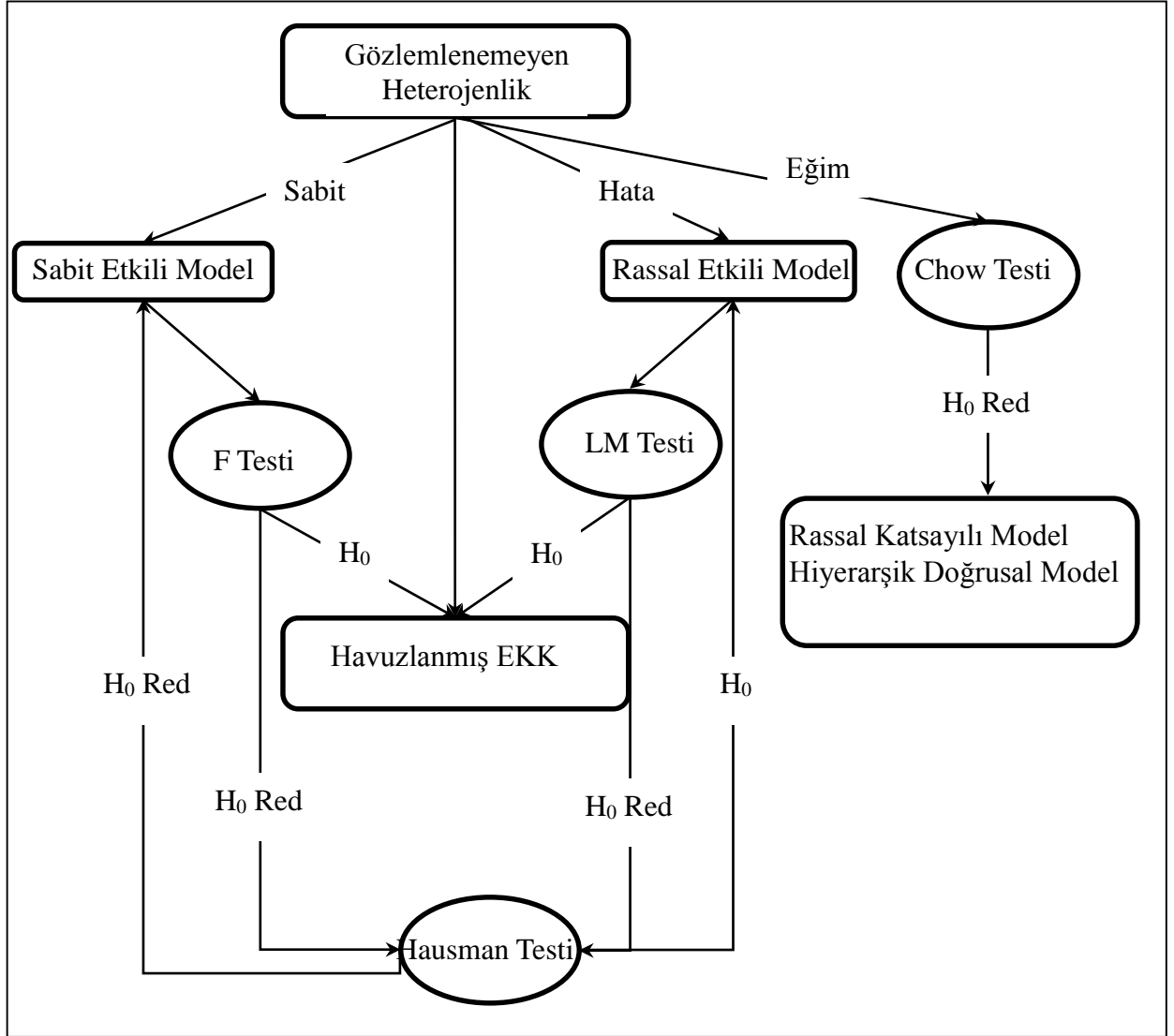
Model 4.3: $NTO_{it}=f(HAO_{it}, EB20_{it}, ROA_{it}, ROE_{it}, FK_{it}, Aile_{it}, Kamu_{it}, Yabancı_{it})$

Model 4.4: $NTO_{it}=f(HAO_{it}, EB30_{it}, ROA_{it}, ROE_{it}, FK_{it}, Aile_{it}, Kamu_{it}, Yabancı_{it})$

3.6.2. Modelleme Süreci

Modellerin ekonometrik tahminine geçilmeden önce, havuzlanmış, sabit ve rassal etkili modellerin seçiminde ilgili testler ve panel veri modellerinin aşamaları Şekil 1’de yer almaktadır. Bu akış diyagramına göre uygun model seçimi, F, LM ve Hausman testleri sonuçlarına göre karar verilmiştir.

Şekil 3.1: Panel Veri Modelleme Süreci



Kaynak: Park, H. M. (2011). Practical guides to panel data modeling: A step by step analysis using Stata. *Public Management and Policy Analysis Program, Graduate School of International Relations, International University of Japan*, 1-52.

Analizin bu aşamasında, panel veri için uygun tahmin yönteminin seçilmesidir. Bu nedenle Model 1, Model 2, Model 3 ve Model 4 için havuzlanmış (pooled), sabit veya rassal etkili model seçimi için ilgili testler gerçekleştirilip sonuçları Tablo 6’de raporlanmıştır. Daha da açıklayıcı olması açısından, panel veri tahmin yönteminde hipotezler Tablo 5’deki gibidir:

Tablo 3.15: Model Seçiminde Test edilen Hipotezler ve Uygun Testler

<i>Hipotez</i>	<i>Kullanılan Test</i>
H ₀ : Havuzlanmış model geçerlidir.	F Testi
H _a : Sabit etkili model geçerlidir.	
H ₀ : Havuzlanmış model geçerlidir.	LM Testi
H _a : Rassal etkili model geçerlidir.	
H ₀ : Rassal etkili model geçerlidir.	Hausman Testi
H _a : Sabit etkili model geçerlidir.	

Tablo 6'daki sonuçlara göre, F testi havuzlanmış modelin geçersiz olduğunu, tüm modeller için reddedip sabit etkili modelin tahmin yöntemi olarak kullanılmasını göstermektedir. Diğer taraftan LM testi, tüm modeller için rassal etkili modelin tahmin yöntemi olarak kullanılmasını öngörmektedir. Son olarak rassal etkili modelin mi sabit etkili modelin mi geçerli olup olmadığını gösteren Hausman testi sonuçları, tüm modeller için sıfır hipotezi kabul edilip rassal etkili modelin tahmin yöntemi olarak kullanılmasını öngörmektedir. Dolayısıyla analizin tahmin yönteminde, tüm modeller için rassal etkili model kullanılmıştır.

Tablo 3.16: Panel Veri Tahmin Yöntemi Sonuçları

	<i>F</i>	<i>LM</i>	<i>Hausman</i>	<i>Karar</i>
<i>Model 1</i>	17,47	59,26	4,43	Rassal Etkili Model
	(0.000)*	(0.000)	(0.488)	
<i>Model 2</i>	18,02	42,84	6,32	Rassal Etkili Model
	(0.000)	(0.000)	(0.276)	
<i>Model 3</i>	14,4	15,45	4,19	Rassal Etkili Model
	(0.000)	(0.000)	(0.381)	
<i>Model 4.1</i>	18,69	60,85	3,91	Rassal Etkili Model
	(0.000)	(0.000)	(0.563)	

<i>Model 4.2</i>	16,95	56,59	4,72	Rassal Etkili Model
	(0.000)	(0.000)	(0.580)	
<i>Model 4.3</i>	17,42	39,93	9,21	Rassal Etkili Model
	(0.000)	(0.000)	(0.162)	
<i>Model 4.4</i>	17,45	10,36	6,74	Rassal Etkili Model
	(0.000)	(0.000)	(0.240)	

*Parantez içindeki değerler, olasılık değerleridir.

3.8. Araştırma Bulguları Ve Yorumlanması

Sahiplik yapısı ile kâr dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla oluşturulan tüm modeller için rassal etkili model kullanılarak panel veri analizi gerçekleştirilmiştir. Kontrol değişkenleri olan ROA, ROE ve FK istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar vermemiştir. Dolayısıyla bağımlı değişken üzerindeki etkileri, tahmin edilen katsayı değeri kadar olmayabilir. Analiz sonuçları her bir model için ayrı başlık altında yorumlanmıştır.

Model 1 İçin Yapılan Analiz Sonuçları ve Yorumlanması

Model 1 için gerçekleştirilen Rassal Etkili Model Tahmin Sonuçları aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 3.17: Model 1 Rassal Etkili Model Tahmin Sonuçları

	<i>Sabit</i>	<i>LEB10</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>FK</i>	<i>Aile</i>	<i>Kamu</i>	<i>Yabancı</i>	R^2	Wald χ^2	NxT
<i>Model 1</i>	5.946* (0.000)§	-0.660** (0.018)	0.068 (0.976)	0.535 (0.489)	0.141 (0.836)	-0.731 (0.191)	-1.216* (0.002)	-0.005 (0.985)	197	22.82 (0.002)	99

Parantez içindeki değerler olasılık değerleridir. *, **, *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Model 1'in tahmin sonuçlarına göre, diğer değişkenler sabitken LEB10'daki %1 birimlik artış, LNT0 değişkeninin %0.66 birim azaltmaktadır.

Diğer bir ifade ile hâkim hissedarın şirket üzerindeki kontrol gücünün artması nakit temettü oranını daha az oranda azaltmaktadır.

Şirketlerin sahipliğine ilişkin katsayı tahmin sonuçlarına göre, aile ve yabancı sahiplikte olan şirketlerin kurumsal şirketlere göre istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu elde edilememiştir. Ancak kamu sahipliğine sahip şirketlerin kurumsal şirketlere göre LNTO oranı üzerinde 1.216 birim daha az olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Modelin belirlilik katsayısı olan R^2 değeri %19.7 olup Model 1 için LNTO'nun yaklaşık %20'si modeldeki değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Ayrıca Wald χ^2 testi sonuçları modelin geçerli olduğunu göstermektedir.

Model 2 İçin Yapılan Analiz Sonuçları ve Yorumlanması

Model 2 için gerçekleştirilen Rassal Etkili Model Tahmin Sonuçları aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 3.18: Model 2 Rassal Etkili Model Tahmin Sonuçları

	<i>Sabit</i>	<i>LEB2O</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>FK</i>	<i>Aile</i>	<i>Kamu</i>	<i>Yabancı</i>	R^2	Wald χ^2	NxT
<i>Model 2</i>	3.914* (0.000)	-0.130 (0.553)	-0.324 (0.892)	0.942 (0.155)	0.105 (0.895)	-0.921* (0.004)	-1.568* (0.000)	-0.034 (0.911)	154	29.10 (0.000)	89

Parantez içindeki değerler olasılık değerleridir. *, **, *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Model 2'nin tahmin sonuçlarına göre, LEB2O istatistiksel olarak anlamlı tahmin edilememiştir. Model 2'de istatistiksel olarak anlamlı olan katsayılar Aile ve Kamu değişkenleridir. Aile şirketlerinin kurumsal şirketlere göre LNTO farkı 0.921 birim daha az iken kamu şirketlerinin kurumsal şirketlere göre LNTO farkı 1.568 birim daha azdır. Başka bir ifadeyle hâkim hissedarı kurumsal şirket olan şirketler, aile şirketleri ve kamu şirketlerine oranla daha fazla oranda temettü dağıtırken; aile şirketleri kamu şirketlerine göre daha fazla oranda kâr dağıtımını yapmaktadır. Modelin belirlilik katsayısı %15,4 olup Wald testine göre model istatistiksel olarak geçerlidir.

Model 3 İçin Yapılan Analiz Sonuçları ve Yorumlanması

Model 3 için gerçekleştirilen Rassal Etkili Model Tahmin Sonuçları aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 3.19: Model 3 Rassal Etkili Model Tahmin Sonuçları

	<i>Sabit</i>	<i>LEB3O</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>FK</i>	<i>Aile</i>	<i>Kamu</i>	<i>Yabancı</i>	R ²	Wald χ^2	NxT
<i>Model 3</i>	-2.754 (0.765)	1.366 (0.543)	13.165 (0.196)	-8.165 (0.213)	0.953 (0.563)	1.127 (0.323)	-1.967* (0.001)	0.421 (0.479)	211	5.16 (0.641)	36

Parantez içindeki değerler olasılık değerleridir. *, **, *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Model 3'ün tahmin sonuçlarına göre LEB3O istatistiksel olarak anlamlı tahmin edilememiştir. Model 3'te istatistiksel olarak anlamlı olan tek katsa Kamu sahipliği değişkenidir. Kamu şirketlerinin kurumsal şirketlere göre LNTO farkı 1.967 birim daha azdır. Model 2'de olduğu gibi hâkim hissedarı kurumsal şirket olan şirketler, kamu şirketlerine oranla daha fazla oranda temettü dağıtmaktadır.

Modelin belirlilik katsayısı %21,1 olsa da Wald testine göre model istatistiksel olarak geçerli değildir.

Model 4.1 İçin Yapılan Analiz Sonuçları ve Yorumlanması

Model 4.1 için gerçekleştirilen Rassal Etkili Model Tahmin Sonuçları aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 3.20: Model 4.1 Rassal Etkili Model Tahmin Sonuçları

	<i>Sabit</i>	<i>LHAO</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>FK</i>	<i>Aile</i>	<i>Kamu</i>	<i>Yabancı</i>	R ²	Wald χ^2	NxT
<i>Model 4.1</i>	2.598* (0.001)	0.271 (0.180)	-0.435 (0.851)	0.679 (0.345)	-0.072 (0.915)	-0.437 (0.360)	-1.372* (0.001)	-0.031 (0.918)	115	16.49 (0.021)	99

Parantez içindeki değerler olasılık değerleridir. *, **, *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Model 4.1'in tahmin sonuçlarına göre şirketlerin en büyük ortaklık oranları yerine halka açıklık oranları ile LNTO arasındaki ilişki yer almaktadır. Ancak LHAO değişkeni istatistiksel olarak anlamsız olup yorumlanabilir tek değişken kamu sahipliğine ait olan şirketlerin kurumsal şirketlere göre LNTO'da 1.372 birim daha az

olduğudur. Model 2 ve model 3'e paralel olarak hâkim hissedarı kurumsal şirket olan şirketler, kamu şirketlerine oranla daha fazla oranda temettü dağıtmaktadır.

Modelin belirlilik katsayısı %11,5 olup Wald testine göre model istatistiksel olarak geçerlidir.

Model 4.2 İçin Yapılan Analiz Sonuçları ve Yorumlanması

Model 4.2 için gerçekleştirilen Rassel Etkili Model Tahmin Sonuçları aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 3.21: Model 4.2 Rassel Etkili Model Tahmin Sonuçları

	<i>Sabit</i>	<i>LEB10</i>	<i>LHAO</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>FK</i>	<i>Aile</i>	<i>Kamu</i>	<i>Yabancı</i>	R ²	Wald χ^2	NxT
<i>Model 4.2</i>	5.205* (0.000)	0.571** (0.040)	0.128 (0.602)	-0.031 (0.989)	0.549 (0.469)	0.087 (0.898)	-0.749 (0.171)	-1.271* (0.001)	-0.008 (0.975)	185	23.36 (0.002)	99

Parantez içindeki değerler olasılık değerleridir. *, **, *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Model 4.2'nin tahmin sonuçlarına göre diğer değişkenler sabit iken LEB10'daki %1 birimlik artış, LNT0'yu %0.571 birim azaltmaktadır. LHAO ise istatistiksel olarak anlamsız olup kontrol değişkenlerinden sadece Kamu değişkeni istatistiksel olarak anlamlıdır. Bir başka deyişle, kamu şirketlerinin kurumsal şirketlere göre LNT0 farkı 1.271 birim daha azdır.

Modelin belirlilik katsayısı %18.5 olup model istatistiksel olarak geçerlidir.

Model 4.3 İçin Yapılan Analiz Sonuçları ve Yorumlanması

Model 1 için gerçekleştirilen Rassel Etkili Model Tahmin Sonuçları aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 3.22: Model 4.3 Rassel Etkili Model Tahmin Sonuçları

	<i>Sabit</i>	<i>LEB20</i>	<i>LHAO</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>FK</i>	<i>Aile</i>	<i>Kamu</i>	<i>Yabancı</i>	R ²	Wald χ^2	NxT
<i>Model 4.3</i>	2.743* (0.000)	0.116*** (0.051)	0.343 (0.837)	-0.491 (0.837)	1.080** * (0.091)	-0.0325 (0.968)	-1.039* (0.001)	-1.644* (0.000)	0.002 (0.996)	188	51.17 (0.000)	89

Parantez içindeki değerler olasılık değerleridir. *, **, *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Model 4.3'ün tahmin sonuçlarına göre LEB2O, ROE Aile ve Kamu değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı tahmin edilmiştir. LEB2O, Aile ve Kamu değişkenleri, diğer modellerle benzer olarak aynı etkiyi göstermektedir.

LHAO değişkeni LEB2O ile LNTO üzerinde istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Model 4.4 İçin Yapılan Analiz Sonuçları Ve Yorumlanması

Model 4.4 için gerçekleştirilen Rassel Etkili Model Tahmin Sonuçları aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 3.23: Model 4.4 Rassel Etkili Model Tahmin Sonuçları

	<i>Sabit</i>	<i>LEB3O</i>	<i>LHAO</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>FK</i>	<i>Aile</i>	<i>Kamu</i>	<i>Yabancı</i>	R ²	Wald χ^2	NxT
<i>Model 4.4</i>	- 12.676** (0.015)	2.677*** (0.051)	1.518* (0.007)	8.865 (0.308)	-4.824 (0.390)	-0.526 (0.789)	0.436 (0.680)	-2.149* (0.001)	0.401 (0.549)	241	9.70 (0.286)	36

Parantez içindeki değerler olasılık değerleridir. *, **, *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Son olarak Model 4.3'ün tahmin sonuçlarına göre, LHAO, LEB3O ile beraber LNTO üzerinde istatistiksel olarak anlamlı tahmin edilmiştir. Modelin belirlilik katsayısı, diğer modellere göre en yüksek değerde olup %24.1 değerindedir.

İstatistiksel olarak modelin geçerliliği, Wald testine göre uygun değildir. Model 3 ile Model 4.3'ün istatistiksel olarak geçersiz olmasının nedeni LEB3O değişkeninin yeterli gözlem değerine sahip olmaması olabilir. Bu nedenle bu modellerin istatistiksel olarak anlamlı olabilmesi için örnek hacmi genişletilebilir.

SONUÇ

Şirketlerin kurumsal yönetim politikalarının belirlenmesinde kar dağıtım politikasının yeri ve önemi büyüktür. Kar dağıtım politikaları aynı zamanda finansal yönetim açısından da önemlidir. Kar dağıtım şeklinin, sıklığının ve miktarının şirketin finansal hedeflerine ters düşmeyecek şekilde belirlenmesi gerekmektedir. Bu gerekliliğin yerine getirilmemesi firma değerini olumsuz etkileyebilmektedir. Örneğin yatırımcıları memnun edecek kar dağıtımını şirketin likiditesini, borçlanma kapasitesini, ve işlem hacmini düşürebilirken; düşük miktarlarda kar dağıtmak finansal piyasalarda şirketin hisse senetlerine olan talebin düşmesine ve şirketin piyasa değerinin azalmasına sebep olabilir.

Firmaların sahiplik yapısı kar dağıtım politikaların belirlenmesinde önem arz eder. Şirket üzerinde düşük oranda sahiplik hakkı bulunan yatırımcı ile büyük pay sahiplerinin kar dağıtım kararlarında etkisi farklılık göstermektedir. Büyük pay sahipleri şirket varlıklarını kendi menfaatlerine kullanabildikleri için sık ve büyük miktarlarda kar dağıtımına pek sıcak bakmazlar. Bireysel yatırımcılar ise sadece sermaye kazancının realize edilmesinde tek başına karar hareket edebilirler, şirket üzerinde yaptırım gücüne sahip değildirler. Dolayısıyla şirketlerden tek beklentisi kar dağıtımının yapılmasıdır.

Yatırımcıların sahip oldukları hisse miktarlarının kar dağıtımına etkisinin yanında yatırımcıların kimlikleri de önemlidir. Hisse sahibinin birey kurum ya da devlet olması kar dağıtım politikalarının belirlenmesinde önemli rol oynar. Aile şirketlerinde, aile bireyleri şirket içerisinde rahat hareket edebildikleri için kar dağıtılması onlar için çok önemli değildir. Diğer taraftan fon yönetim şirketleri müşterilerine en verimli şekilde kar dağıtımının yapılmasını isterler.

Sahiplik yapısı ve kar dağıtım politikası arasındaki ilişki literatürde çokça araştırılan bir konudur. Sahiplik yapısının kar dağıtım politikasında etkisinin olmadığını savunan çalışmaların olmasının yanında, genel olarak sahiplik yoğunluğunun kar dağıtımına pozitif yönde etki ettiği, ya da sahiplik yoğunluğu

yüksek olan şirketlerin diğer şirketlere oranla daha fazla kar dağıtımına gittiği tartışılmaktadır. Abdullah (2012) ve Sonoussi ve Altoumy (2015) sahiplik yoğunluğunun arttığı durumda kar dağıtımının da arttığını savunmaktadırlar.

Sahiplik kompozisyonu ile ilgili olarak kurumsal sahipliğin kar dağıtımına pozitif yönde etkilediği yönünde literatürde fikir birliğine varılmıştır. Kurumsal sahiplik arttıkça kar dağıtımını da artmaktadır. Wei vd. (2009), Reyra (2015) ve Al-Nawaiseh (2012) aile sahipliğinin temettü politikasına negatif yönde etkisinin olduğunu belirtmişlerdir.

Yabancı sahipliğin kar dağıtımına olan etkisinin negatif yönde olduğunu belirten çalışmalar olduğu gibi negatif yönde olduğunu savunan çalışmalarda mevcuttur. Warrad vd. (2011) ve Chai (2010) yabancı yatırımcının sahiplik oranı arttıkça kar dağıtımının da arttığını belirtmiştir. Al-Nejjar ve Kılınçarslan (2010) ve Sonoussi ve Altoumy (2015) yabancı sahipliğin oranının artmasının kar dağıtımını ters yönde etkilediğini savunmaktadır kar dağıtımını ters yönde etkilediğini savunmaktadır.

Obaidat (2018) çalışmasında sahiplik yoğunluğu ile kâr dağıtımını arasında pozitif yönlü ilişki tespit etmiştir. Reyna (2015), Meksika borsasında kayıtlı şirketler arasında yaptığı araştırmasında sahiplik yoğunluğu ile kâr dağıtımını arasında anlamlı ve pozitif yönlü ilişki tespit etmiştir. Literatürde sahiplik yoğunluğu ile kâr dağıtım politikası arasında pozitif yönlü ilişkiyi savunan başka çalışmalar da vardır.

Belirtilen çalışmaların aksine sahiplik yoğunluğunun artmasının kâr dağıtım oranını azalttığını savunan diğer araştırmalar da söz konusudur. Mancinelli ve Özkan (2006) İtalyan şirketlerde en büyük hissedarın oy hakkı arttıkça daha az temettü ödediğini bulmuşlardır. Harada ve Nguyen (2006) Japonya'daki şirketlerde sahiplik yoğunluğu arttıkça faaliyet gelirlerinin azaldığını dolayısıyla da kâr dağıtım oranlarının azaldığını tespit etmişlerdir.

Analiz sonuçlarına göre en büyük ortağın hisse oranı ile temettü oranı arasında negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Nakit temettü oranı etkileyen diğer bütün değişkenler sabit olduğu varsayımı altında ortalama olarak en büyük ortak

hisse oranının %1 birimlik artışı, nakit temettü oranının %0,66 birimlik azalmasına neden olmaktadır. Diğer sahiplik yoğunluğu değişkenlerinden en büyük iki ortağın hisse oranı, en büyük üç ortağın hisse oranı, halka açıklık oranı ile nakit temettü arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki tespit edilmese de en büyük ortağın hisse oranının artması sahiplik yoğunluğunun artmasının anlamına gelmektedir. Dolayısıyla sahiplik yoğunluğu ile kâr dağıtım arasında negatif yönlü bir ilişki vardır denilebilir.

Analiz sonuçlarına göre hâkim hissedarın aile üyelerinden oluşması ile temettü dağıtım oranı arasında ilişki vardır. Aile şirketleri kurumsal şirketlere oranla dönem karlarının daha azını dağıtmaktadır. Kamu şirketleri de kurumsal şirketlere oranla daha az temettü dağıtmaktadır. Belirtilen yıllarda aile şirketleri en büyük ortağı kamu şirketi olan şirketlerin nispetle daha fazla oranda kar dağıttığı gözlemlenmiştir.

Sakinc ve Güngör'ün (2015) yaptığı araştırma sonucuna göre halka açıklık oranı ile nakit temettü oranı arasında negatif yönlü ilişki vardır. Yine negatif yönlü ilişki tespit eden Güngör'e göre halka açıklık oranının artması ile birlikte şirkete düşük miktarda hisseye sahip olan ortakların sayısı arttıkça ortakların şirket üzerindeki hâkimiyeti azalacaktır. Sonuç olarak yöneticilerin şirket üzerindeki hâkimiyeti artacaktır. Yöneticiler kendi menfaatlerini şirket menfaatlerinden önde tutarak vekâlet maliyetlerini artıracak şirket kârlılığının olumsuz etkilenmesi sonucu dağıtılan nakit temettü miktarlarında düşüş yaşanacaktır.

Bu araştırma sonuçlarına göre halka açıklık oranı ile nakit temettü oranı arasındaki ilişki negatif yönlüdür. Bunun anlamı şirketlerin halka açık hisselerinin oranı arttıkça ortaklarına dağıttıkları temettü nispetleri azalmaktadır. Ancak araştırma sonuçlarına göre negatif yönlü bir ilişki olsa da bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

İstatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlara ulaşamaması sebebi araştırmayı BİST 50 Endeksine kayıtlı şirketler arasında yaptığımızdan kaynaklanmaktadır. Bundan sonra yapılacak çalışmalarda belirli bir sektörde faaliyet

gösteren şirketler arasında yapılması daha anlamlı sonuçların ortaya konulmasında yardımcı olacaktır. Analize tabi tutulan zaman aralığının geniş tutulması da sahiplik yoğunluğunun farklılaşmasına ve etkisi araştırılan değişkenlerin daha hassas ölçülmesine olanak tanıyacaktır.

KAYNAKÇA

- Abdullah, Norhasniza Mohd Hasan. Ahmad, Zuraidah ve Roslan, Shashazrina (2012). *The Influence Of Ownership Structure On The Firms Dividend Policy Based Lintner Model*, International Review Of Business Research Papers, 8 (6), 71-88.
- Akça, Kürşat (2015). *Anayasa Mahkemesi Kararlarında Mülkiyet Hakkı*, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Özel Sayı (1), 543-596.
- Akdoğan, Nalan ve Tenker, Nejat (2007). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, 7. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Akın, Faruk ve Ece, Nalân (2011). Kurumsal Yatırımcılar Ve Türk Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcıların Gelişimi Üzerine Bir Değerlendirme, Anadolu Bil Meslek Yüksekokulu Dergisi, 6 (22), 11-26.
- Anderson, Ronald C. ve David, M. Reeb. (2003). *Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500*, *The journal of finance*, (58) 3, 1301-1328.
- Andres, Christian (2008). *Large shareholders and firm performance: An empirical examination of founding-family ownership*, *Journal Of Corporate Finance*, (14) 4, 431-445.
- Ang, James ve David, K. Ding (2006). *Government ownership and the performance of government-linked companies: The case of Singapore*, *Journal of Multinational Financial Management*, (16) 1, 64-88.
- Arshad, Zeeshan. Akram, Yasir. Amjad, Maryam ve Usman, Muhammad (2013). *Ownership Structure And Dividend Policy*, *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business*, 5 (3), 378-401.
- Asquith, Paul., Parag A. Pathak, ve Jay R. Ritter (2005). *Short interest, institutional ownership, and stock returns*, *Journal of Financial Economics*, (78) 2, 243-276.
- Ayrıçay, Yücel ve Kalkan, Göktürk (2013). *Sahiplik Yapısı Ve Temsilcilik Teorisi*, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İİBF Dergisi 3 (2), 153-174.
- Aytekin, Sinan (2014). *Mülkiyet Yapısının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki etkilerinin Değerlendirilmesi: Bıst Metal Eşya, Makina Endeksi(Xmesy) Üzerinde Bir Uygulama*, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 40, 119-130
- Bayrakdaroğlu, Ali (2010). *Mülkiyet Yapısı Ve Finansal Performans: İmkb Örneği*, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2 (2), 11-20.
- Bayrakdaroğlu, Ali (2010). Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İmkb Örneği, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, (2) 2, 11-20.
- Bostancı, Faruk ve Kılıç, Saim (1997). Şirketlerde Halka Açıklık Oranının Piyasa Performansına Etkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Ampirik Bir Çalışma, *İmkb Dergisi*, 12 (45), 1301-1650.
- Brealey Richard A. Myers, Steward C. ve Marcus, Alan J. (2001). *İşletme Finansının Temelleri*, 3. Baskı, Mc Graw Hill Yayınları

- Bruegel (2017). *Institutional investors and home bias in Europe's Capital Markets Union*, Bruegel Working paper, Issue 02
- Bulut H. İbrahim. Çankaya, Fikret ve Er, Bünyamin (2009). *Yönetici-Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı Ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İMKB Örneği*, Gazi Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 11 (1), 101-120.
- Canbaş, Serpil ve Vural, Gamze (2012). *Finansal Yönetim: Açıklamalı Örnekler Ve Problemler*, 2. Baskı, Adana: Karahan Kitabevi
- Ceylan, Ali (2000). *İşletmelerde Finansal Yönetim*, 7.Baskı, Ekin Yayınları
- Chaganti, Rajeswararao ve Fariborz Damanpour (1991). *Institutional ownership, capital structure, and firm performance*, Strategic management journal, (12) 7, 479-491.
- Chai Dominic H (2010). *Foreign Corporate Ownership And Dividends*, Centre For Business Research University Of Cambridge Working Paper, No.401.
- Chhibber, Pradeep K., ve Sumit, K. Majumdar (1999). *Foreign ownership and profitability: Property rights, control, and the performance of firms in Indian industry*, The Journal of Law and Economics, (42) 1, 209-238.
- Claessens, Stijn., Djankov, Simeon., Fan, Joseph., ve Lang, Larry (2000). *Expropriation Of Minority Shareholders In East Asia*, Journal of Financial Economics, Web: https://www.researchgate.net/publication/5098046_Expropriation_of_Minority_Shareholders_in_East_Asia, Erişim Tarihi: 15.10.2018.
- Çam, A. Veli (2016). *Halka Açıklık Oranının Firmaların Kârlılığına Etkisi: Tekstil Sektöründe Bir Araştırma*, Uluslararası Yönetim İktisat Ve İşletme Dergisi, 16, 519-531.
- Çelik, Neriman ve Bedük, Aykut (2014). *Vekâlet Teorisi Yaklaşımı İle İşlem Maliyeti Arasındaki İlişki*, Sakarya İktisat Dergisi 2014, 3 (1), 43-67.
- Dahlquist, Magnus ve Görán, Robertsson (2001). *Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics*, Journal of financial economics, (59) 3, 413-440.
- Davies, J.R., Hillier, David ve Mccolgan, Patrick (). *Ownership Structure, Managerial Behavior And Corporate Value*, SSRN Electronik Journal, 11 (4), 645-650.
- Desoky, Abdelmohsen M. ve Mousa, Gehan A. (2013). *An Empirical Investigation Of The Influence Of Ownership Concentration And Identity On Firm Performance Of Egyptian Listed Companies*, Journal Of Accounting In Emerging Economies 3 (2), 164-188.
- Ege, İlhan ve Topaloğlu, T. Nur (2017). *Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama*, Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 5 (2), 471-492.

Ege, İlhan ve Topaloğlu, Tuğba Nur (2017). *Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama*, Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, (5) 2, 2147-2149.

Elston, Julie Ann. Hofler, Richard ve Lee, Junsoo (2004). *Dividend Policy And Institutional Ownership: Empirical Evidence Using A Propensity Score Matching Estimator*, Web: <https://ideas.repec.org/p/esi/egpdis/2004-27.html> Erişim tarihi:22.12.2018

Erdaş, Mehmet Levent (2017). *Kar Payı Dağıtım Politikasını Etkileyen İşletmelere Özgü Faktörlerin Belirlenmesi: Borsa İstanbul-30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama*, Journal Of Life Economics, 4 (2), 49-76.

Ersoy, Ersan Ve Çetenak, Emin Hüseyin (2015). *Sahiplik Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama*, Ege Akademik Bakış Dergisi, 4 (15), 509-521

Ertaş, Coşkun ve Karaca, Serdar (2010). *Kâr Dağıtımının İlânı Ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi*, Muhasebe Finansman Dergisi, (47), 58-68.

Ferreira ,Miguel. Massa, Massimo ve Pedro mtaos (2009). *Dividend Clienteles Around The World: Evidence From Institutional Holdings*, Marshall School Of Business Working Paper, (54)

Gençtürk, Mehmet (2003). *Finansal Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Hisse Yoğunluklarının Performanslarına Etkisi*, Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi 8 (2), 231-251.

Ghunmi, Diana Abu. Al-Zu'bi, Bashar. Badreddine, Sina ve Chaudhry, Shahid (2013). *Foreign Direct Investments İn Jordan*, International Journal Of Business, 18 (3), 256-272.

Greiner, Larry (1989). *Evolution and revolution as organizations grow*, Readings in strategic management, Palgrave, London, 373-387.

Gugler, Klaus ve Weigand, Jürgen (2003). *Is Ownership Really Endogenous*, Applied Economics Letters, 10 (8), 483-486.

Gugler, Klaus ve Yurtoglu, B. Burcin (2003). *Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany*, European economic review, (47) 4, 731-758.

Güney, Semra (2007). *Aile İşletmelerinde İkinci Nesile Devir Sürecinde Başarı Koşulları, Girişimcilik Ve Kalkınma Dergisi*, 2, 103-126.

Güngör, Selim (2012). *Sahiplik Yapısı Ve Temettü İlişkisi: İmkb'de Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çorum.

Gürel, Eymen (2008). *Kâr Dağıtım Politikalarının Etkinliği Ve İmkb Uygulaması*, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Harichandra, Kuhan ve Thangavelu, S.M. (2004). *Institutional Investors, Financial Sector Development And Economic Growth İn Oecd Countries*, <https://econpapers.repec.org/RePEc:nus:nusewp:wp0405>

- Kaarsemaker, Eric C.A. ve Poutsma, Erik (2006). *The Fit Of Employee Ownership With Other Human Resource Management Practices: Theoretical And Empirical Suggestions Regarding The Existence Of An Ownership High-Performance Work System*, Economic And Industrial Democracy, 27 (4), 669–685.
- Kakilli Acaravcı, Songül., Kandır, S. Yılmaz ve Zelka, Ahmet (2015). *Kurumsal Yönetimin Bıst Şirketlerinin Performanslarına Etkisinin Araştırılması*, Niğde Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 8 (1), 171-183.
- Kalıpçı, M. Bahadır (2017). *Konaklama İşletmelerinde En İyi İnsan Kaynakları Uygulamalarının Örgütsel Güvene Etkisi: Manavgat Örneği*, Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi, 5 (44), 463-486.
- Kang, Shinae. Kim, Soojung ve Sul, Wonsik (2010). *Impact Of Foreign Institutional Investors On Dividend Policy In Korea: A Stock Market Perspective*, Journal Of Financial Management And Analysis, 23 (L), 10-26.
- Kartal, Mustafa Tevfik (2017). *Finansal Yönetim: Temel Teoriler Ve Açıklamalı Örnekler*, Birinci Baskı, Ankara: Seçkin Yayınları.
- Khan, Jan Shair. Ahsan, Syed Muhammad ve Malik, Hilal Ahmed (2015). *Impact Of Ownership Structure On Dividend Policy And Capital Structure: Evidence From Non-Financial Sector Of Pakistan*, Journal Of Management Info, 2(4), 16-25.
- Kılıç, Ramazan ve Demirçelik, Mine (2011). *Mülkiyet Kavramının Tarihsel Gelişimi Sürecinde Ortaçağ Ve Reform Hareketi*, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 7, 181-190.
- Kısakürek, M. Mustafa ve Aydın, Yüksel (2013). *İşletmelerde Sermaye Yapısı İle Kârlılık Arasındaki İlişkinin Analizi: 1992-2011 Yılları Arası Finansal Krizler Odaklı Bıst'te Bir Uygulama*, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi, 14 (2),98-121.
- Korgun, Aynur (1999). *Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi Ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri*, SPK Araştırma Raporu, Web: <http://www.spk.gov.tr/siteapps/yayin/yayingoster/468> Erişim tarihi: 28.09.2018
- Kruse, Douglas (2002). *Employer-Employee Relations, Committee On Education And The Workforce*, U.S. House Of Representatives, <https://www.esop.com/pdf/esopHistoryAndResearch/researchEvidence.pdf> ,Erişim Tarihi: 12.08.2018.
- Lensink, Robert., Aljar, Meesters ve Ilko, Naaborg (2008). *Bank efficiency and foreign ownership: Do good institutions matter?*, Journal of Banking & Finance, (32) 5, 834-844.
- Lundgren, Bjorn. Lantz, Christofer Eriksson ve Lions, Catherine (2016). *Ownership Structure's Effect On Dividend Policy Evidence From Publicly Listed Swedish Firms*, Thesis, School Of Business And Economics, Sweden.
- Mancinelli, Luciana ve Aydın, Ozkan (2006). *Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms*, European Journal of Finance, (12) 3, 265-282.

Manneh, Marwan (2014). Determinants Of Dividends Policy: Evidence From Non-Financial Companies Listed On Abu Dhabi Securities Exchange (ADX), Thesis, Cardiff School Of Management Cardiff Metropolitan University, Cardiff UK

Maury, Benjamin (2006). *Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations*, *Journal of corporate finance*, (12) 2, 321-341.

Maury, C. Benjamin ve Anete, Pajuste (2002). *Controlling shareholders, agency problems, and dividend policy in Finland*, *LTA*, (1) 2, 15-45.

Maury, C. Benjamin ve Pajuste, Anete (2002). Multiple Controlling Shareholders And Firm Value, https://www.researchgate.net/publication/240130091_multiple_controlling_shareholders_and_firm_value, Erişim Tarihi: 10.09.2018.

Müslümov, Alövsat (2002). *Türkiye'de halka açılan KOBİ boyutunda işletmelerin büyük ölçekli işletmelerden farklılaşımı ve sermaye piyasalarının KOBİ'ler açısından önemi*, *Ege Akademik Bakış Dergisi*, (8) 2, 519-540.

Najid, Nurul Afzan ve Rashidah, Abdul Rahman (2011). *Government ownership and performance of Malaysian government-linked companies*, *International Research Journal of Finance and Economics*, (61) 1,1450-2887.

Najjar, Basil ve Kilincarslan, Erhan (2016). *The Effect Of Ownership Structure On Dividend Policy: Evidence From Turkey*, *The International Journal Of Business İn Society*, 16 (1), 135-161.

Nawaiseh, Mahmoud (2013). *Dividend Policy And Ownership Structure: An Applied Study On Industrial Companies İn Amman Stock Exchange*, *Journal Of Management Research*, 5 (2), 83-106.

Okuyan, H. Aydın ve Taşcı, H. Mehmet (2010). Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye'deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama, *Journal of BRSA Banking & Financial Markets*, (4) 1

Ongore Vincent O. , K'obonyo Peter O.ve Ogotu, Martin. (2011). *Implications Of Firm Ownership Identity And Managerial Discretion On Financial Performance: Empirical Evidence From Nairobi Stock Exchange*, *International Journal Of Humanities And Social Science* 1 (13), 187-195.

Önem, Hüseyin Başar (2014). Kâr Dağıtım Kararlarının Ve Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi: Bıst İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama, Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniveristesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.

Özaltın, Seher. Ersoy, Ersan ve Bekci, İsmail (2015). Kâr Dağıtım Politikasının Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararları Üzerine Etkisi, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20 (2), 397-411.

Özvar, Koray (2015). Sahiplik Yapısının Kâr Dağıtım Politikası Üzerine Etkisi : Borsa İstanbul'da Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Nevşehir.

- Park, H. M. (2011). *Practical guides to panel data modeling: A step by step analysis using Stata*. Public Management and Policy Analysis Program, Graduate School of International Relations, International University of Japan, 1-52.
- Qahtani, Tahani Hmood ve Ajina, Aymen (2017). *The Impact Of Ownership Structure On Dividend Policy The Evidence From Saudi Arabia*, Journal Of Emerging Issues İn Economics, 6 (1), 2187-2202.
- Ramli, N. Mazna (2010). Ownership Structure And Dividend Policy: Evidence From Malaysian Companies, International Review Of Business Research Papers, 6 (1), 170-180.
- Reyna, Juan Manuel San Martin (2017). *Ownership Structure And İts Effect On Dividend Policy İn Mexican Context*, Contaduria Y Administracion, (62), 1199-1213.
- Saban, Metin ve Köse, Yasemin (2002). Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtım Politikası Üzerindeki Yasal Sınırlamalar, Mali Çözüm Dergisi, (60), 145-164.
- Sevimli Örgün, Gamze ve Aygün, Mehmet (2018). *Sahiplik Yapısı Ve Kar Kalitesi: Borsa İstanbul Üzerine Bir İnceleme*, Muhasebe Ve Vergi Uygulamaları Dergisi, 11 (3), 333-348.
- Shleifer, Andrei (1998). State versus private ownership, Journal of economic perspectives, (12) 4, 133-150.
- Short, Helen., Hao Zhang, ve Kevin Keasey (2002). *The link between dividend policy and institutional ownership*, Journal of corporate Finance, (8) 2, 105-122.
- Sindhu, Muzammal Ilyas. Hashmi, Shujahat Haider ve Ul Haq, Ehtasham (2016). *Impact Of Ownership Structure On Dividend Payout In Pakistani Non-Financial Sector*, Accounting, Corporate Governance & Business Ethics Research Article, Web: <http://dx.doi.org/10.1080/23311975.2016.1272815> Erişim: 30.11.2018
- Sonoussi Abdussalam ve Altoumy, Ali (2015). Thesis, *Ownership Structure And Market Power As Determinants Of Corporate Dividend Policy In Saudi Arabia*, Thesis, Master Of Science Universiti Utara Malaysia, MALAYSIA 2015.
- Sun, Qian., Wilson, HS Tong ve Jing, Tong *How does government ownership affect firm performance? Evidence from China's privatization experience*, Journal of Business Finance & Accounting, (29) 1, 1-27.
- Süsay, Aynur ve Tanrıöven, Cihan (2018). *BİST'te Fiyat Oynaklığı Üzerine Kar Payı Dağıtımının Etkisi*, İşletme Araştırmaları Dergisi, 10 (1), 103-118.
- Ting, Irene Wei Kiong. Kwehb, Qian Long ve Somosundaram, Kausalyaa (2017). *Ownership Concentration, Dividend Payout And Firm Performance: The Case Of Malaysia*, Malaysian Journal Of Economic Studies, 54 (2), 269–280.
- Tkip, (2015). Türk Kamu İşletmeleri Birliği, *TÜRKİYE VE DÜNYADA KAMU İŞLETMELERİ AB, OECD, BRICS Ülkeleri Araştırma İnceleme Raporu ve Siyasa Önerileri*, TKİB Yayınları
- Toraman, Cengiz ve Okuyan, H. Aydın (2009). *İşletmelerde ortaklık yapısında yoğunlaşmanın kaynak yapısı üzerindeki etkisi: İMKB şirketleri üzerine bir uygulama*, Muhasebe ve Finansman Dergisi, (41), 72-81.

Truong, Thanh ve Richard, Heaney (2007). *Largest shareholder and dividend policy around the World*, The Quarterly Review of Economics and Finance, (47) 5, 667-687.

Türko, Metin (1999). *Finansal Yönetim*, İstanbul: Alfa Yayınları.

Ullah, Hamid. Fida, Asma ve Khan, Shafiullah (2012). *The Impact Of Ownership Structure On Dividend Policy Evidence From Emerging Markets Kse-100 Index Pakistan*, International Journal Of Business And Social Science, 3 (9), 298-307.

Usta, Öcal (2002). *İşletme Finansı Ve Finansal Yönetim*, 3. Baskı, İzmir: Anadoyu Yayınları

Uwuigbe, Uwalomwa (2012). *An Examination Of The Effects Of Ownership Structure And Financial Leverage On The Dividend Policies Of Listed Firms In Nigeria*, Journal Of Economics, Business, And Accountancy Ventura, 16 (2), 251-258.

Ünlü, Ulaş (2011). *Yönetici Sahipliği ve Firma Değeri: İMKB İçin Ampirik Bir Uygulama*, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 66 (2), 201-214.

Ünsal, Nurettin (1998). *İşletmelerde Temettü Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi Ve Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde.

Warrad, Lina. Abed, Suzan.-- Khriasat, Ola ve Sheikh, Imad (2012). *The Effect Of Ownership Structure On Dividend Payout Policy: Evdence From Jrdonian Context*, International Journal Of Economics And Finance, 4 (2), 187-195.

Wei , Zhihua. Wu, Shinong. Li, Changqing ve Chen, Wei (2011). *Family Control İnstitutional Environment And Cash Dividend Policy: Evdence From China*, China Journal Of Accounting Research, (4), 29-46.

Yetiş, Zekeriya (2014). *Kâr Dağıtım Kararlarının Ve Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi: BİST İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama*, Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniveristesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yıldırım, Murat ve Demireli, Erhan (2009). *Kurumsal Yönetim, Mülkiyet Ve Kontrol Yapıları Ve Şirketlerin Finansal Performanslarına Etkileri (İMKB İmalat Sanayi Örneği)*, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi, 46(532), 81-105.

Yıldız, B. Gökbulut, Rasim İlker ve Korkmaz, Turhan (2014). *Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: BİST Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması*, Ekonomik Ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 10 (1), 185-206.

Zhang, Feng., Yao, Tian ve Wirjanto, Tony S. (2009). *Empirical tests of the float-adjusted return model*, Finance Research Letters, (6) 4, 219-229.

Zor, İsrail ve Aslanoğlu, Suphi (2005). *Kurumsal Yatırımcı Olarak Özel Emeklilik Fonları: Türkiye'de Oluşturulan Sisteme Yönelik Değerlendirme Ve Geleceğe Yönelik Bir Tahmin*, Muhasebe Finansman Dergisi, 26, 184-196.

İnternet Kaynakları:

- <http://www.afyontso.org.tr/docs/aile19122017.pdf>, (Erişim Tarihi: 27.09.2018)
- <https://www.anayasa.gov.tr/tr/mevzuat/anayasa/> (Erişim Tarihi: 21.09.2018)
- <https://www.anayasa.gov.tr/tr/mevzuat/onceki-anayasalar/1924-anayasasi/> (Erişim Tarihi: 21.09.2018)
- <http://familybusinessconsulting.com/resources/strengths.shtml>,(Erişim Tarihi 22.09.2018)
- www.kap.org.tr (Erişim Tarihi: 30.01.2019)
- www.isyatirim.com.tr (Erişim Tarihi:28.03.2019)
- <http://www.mevzuat.gov.tr/mevzuatmetin/1.5.6102.pdf> (Erişim Tarihi: 20.10.2018)
- www.pwc.com/gr/en/publications/government/State-owned-enterprises-Catalysts-for-public-value-creation.html, 2018 (Erişim Tarihi: 28.09.2018)
- <http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/9353.pdf> (Erişim Tarihi: 20.10.2018)
- <http://www.spk.gov.tr/sayfa/dosya/107> (Erişim Tarihi: 18.09.2018)
- <https://www.dunya.com/kose-yazisi/ya-bardak-olacaksin-ya-da-gol-isletmelerde-ikinci-ucuncu-nesil-sorunu/19798> (Erişim Tarihi: 18.09.2018)

EKLER

**BİST 50 ENDEKSİNDE KAYITLI 2015-2017 YILLARI ARASINDA
KÂR DAĞITIMI YAPAN ŞİRKETLER**

Tablo: BİST 50 Endeksinde Kayıtlı 2015-2017 Yılları Arasında Kâr Dağıtımı Yapan Şirketler

BORSA KODU	ŞİRKET ADI
AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.
AKBNK	AKBANK T.A.Ş.
ANACM	ANADOLU CAM SANAYİİ A.Ş.
ARCLK	ARCELİK A.Ş.
ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
BIMAS	BİM BİRLESİK MAGAZALAR A.Ş.
CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.
CIMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ, SİNAİ VE FİNANSAL SAN. A.Ş.
EKGYO	EMLAK KONUT GMYO
ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.
EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
GARAN	TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.
HALKB	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.
ISCTR	TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.
ISDMR	İSKENDERUN DEMİR VE ÇELİK A.Ş.
KCHOL	KOÇ HOLDİNG A.Ş.
KOZAL	KOZA ALTIN İŞLETMELERİ A.Ş.
MAVI	MAVİ COMPANY
OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
PETKM	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.
SAHOL	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.
SASA	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.
SISE	T.ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.
SODA	SODA SANAYİ A.Ş.
TAVHL	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.
TCELL	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.
TKFEN	TEKFEN İNŞAAT VE TESİSAT A.Ş.
TOASO	TOFAS TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.

TRKCM	TRAKYA CAM SANAYİ A.Ş.
TSKB	T.SINAI KALKINMA BANKASI A.Ş.
TTKOM	TURK TELEKOMUNİKASYON A.Ş.
TUPRS	TÜKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.
ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.
VAKBN	TURKİYE VAKİFLAR BANKASI T.A.O
VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
YKBNK	YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.

Kaynak: www.isyatirim.com.tr, www.kap.org.tr

BİST 50 ENDEKSİNDE KAYITLI 2015-2017 YILLARI ARASINDA KÂR DAĞITIMI YAPMAYAN ŞİRKETLER

Tablo: BİST 50 Endeksinde Kayıtlı 2015-2017 Yılları Arasında Kâr Dağıtımı Yapmayan Şirketler

BORSA KODU	ŞİRKET ADI
AKSEN	AKSA ENERJİ ÜRETİM A.Ş.
DOHOL	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.
FENER	FENERBAHÇE FUTBOL A.Ş.
IPEKE	IPEK DOĞAL ENERJİ KAYNAKLARI ARASTIRMA VE ÜRETİM A.Ş.
KOZAA	KOZA ANADOLU MADENCİLİK İŞLETMELERİ A.Ş.
MGROS	MİGROS T.A.Ş.
PGSUS	PEGASUS HAVA TASİMACILIĞI A.Ş.
SKBNK	SEKERBANK T.A.Ş.
SOKM	ŞOK MARKETLER TİCARET A.Ş.
THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI A.O.
VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ZOREN	ZORLU ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.

Kaynak: www.isyatirim.com.tr, www.kap.org.tr

ÖZGEÇMİŞ

1989 Konya/Beyşehir doğumluyum. İlköğretim ve liseyi Beyşehir’de bitirdim. 2007 yılında İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İngilizce İşletme Bölümü’nü kazandım, 2012 yılında mezun oldum. 2014 yılında Gelir Uzman Yardımcısı olarak kamu hizmetine başladım. 2016 yılında Necmettin Erbakan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Bölümünde Tezli Yüksek Lisansa başladım. 2018 yılında Gelir Uzmanı oldum ve halen görevimi ifa etmekteyim.