

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

HALKA AÇIK ŞİRKETLERİN KÂR PAYI
DAĞITIM DAVRANIŞLARINA ETKİ EDEN
FAKTÖRLERİN ANALİZİ

Esat DAŞDEMİR

2502190215

TEZ DANIŞMANI

Prof. Dr. Halil TUNALI

İSTANBUL – 2023

ÖZ

HALKA AÇIK ŞİRKETLERİN KÂR PAYI DAĞITIM DAVRANIŞLARINA ETKİ EDEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ

ESAT DAŞDEMİR

Bu çalışma kapsamında iki hipotez geliştirilmiştir. Bunlardan ilki halka açık ya da halka açıklık oranı yüksek şirketlerin daha az kâr payı dağıttığıdır. İkinci hipotez ise halka açık şirketlerin halka açıklık oranı nedeniyle dağıtmadığı kâr payının ya örtülü gelir olarak ilişkili bir şirkete aktardığı ya da şirketin öz kaynak birikimini arttırdığı şeklindedir. Çalışmanın amacı bu hipotezlerin doğruluğunu kanıtlayarak küçük yatırımcıları koruyacak ve vergi suçlarını önleyecek önlemler geliştirilmesi aşamasında politika yapıcılara referans olmak ve eğer yeterli düzeyde mali denetim sağlanırsa şirketlerin halka açılması sonucu tasarruf birikimi eğiliminin daha yüksek düzeylerde olabileceğine işaret etmektir.

Çalışmadan elde edilen sonuçlar devletin vergi kaybını önlemenin, küçük yatırımcı olarak fon piyasasında rol alan hane halkının tasarruf ve yatırımlarını korumanın ve böylece hane halkının daha fazla tasarruf yapmasını sağlamanın mümkün olduğunu göstermektedir. Bu sayede halka arzlar sonucu elde edilen ekonomik yararlar artmakta ve ulusal tasarruf birikimi yükselmektedir. Çalışmanın bir diğer olası yararı ise sermaye ve servetin tabana yayılmasını sağlayarak gelir ve servet dağılımının eşitlenmesine katkı sunmasıdır. Ayrıca çalışma şirketlerin kâr payı dağıtım davranışlarının belirleyicilerinden biri olarak şirketin ortaklık yapısı ve ortaklar arası çıkar çatışmalarına dikkat çekerek literatüre katkı sağlamaktadır. Sonuç olarak bu çalışma mali denetim otoritelerine vergi suçlarını önleyecek önemli bilgiler sunmaktadır. Sunulan bilgilere yönelik tedbirlerin alınması durumunda devletin vergi kaybı azalabilecek, iktisadi gelir dağılımı eşitlenebilecek, küçük yatırımcıların hisse senetleri ile kazandığı haklar korunarak hisse senedi yatırımları artırılabilir ve böylece servetin tabana yayılması sağlanacaktır. Hisse senedi yatırımlarının artması

şirketlerin daha düşük maliyetle kaynak ihtiyaçlarını karşılayabilmesi anlamına gelmektedir.

Çalışmanın amaçları doğrultusunda halka açık işletmelerdeki kâr payı dağıtım davranışları incelenmiştir. Bu çalışmaya göre şirketlerdeki küçük yatırımcı sayısı ya da halka açıklık oranı arttığında ortaklar arası çıkar çatışması şiddetlenmekte ve şirket yönetimi kâr payı dağıtmak istememektedir. Böylece halka açıklık oranı arttıkça ortaklara kâr payı dağıtımını azalmaktadır. Kâr payı dağıtımındaki azalış hem giderlerin artırılarak kârlılığın olduğundan çok düşürülmesi hem de mevcut kârın daha azının kâr payı olarak ödenmesi şeklinde iki türlü olarak gerçekleşmektedir. Halka açıklık ile birlikte şirketin finansal yapısında ortaya çıkan böylesi bir değişimin nedeni ortaklar arası çıkar çatışmasıdır. Şirket yönetimini elinde bulunduran ya da yönetimde söz gücü bulunan büyük şirket ortağı, halka arz sonucu şirket hisselerini alarak şirkete ortak olan küçük yatırımcılarla şirket gelirini paylaşmaktan kaçınma yoluna gidebilecektir. Şirket kârını paylaşmak istemeyen büyük ortak ya da ortak grubu, dağıtmaktan vazgeçilen bu kârı iki şekilde değerlendirebilmektedir. Halka arz nedeniyle dağıtmaktan kaçınılan kârlar ya şirketin öz kaynaklarına aktarılarak şirket yatırımlarını fonlamak üzere kullanılabilmekte ya da örtülü gelir aktarımı yöntemleri ile ilişkili kişi ya da kurumlara aktarılabilir.

Çalışma kapsamında kâr payı dağıtımının önemli belirleyicisi olarak halka açıklık oranı ele alınırken, şirketlerin kâr payı dağıtımları ile halka açıklık oranları arasındaki ilişkiyi anlayabilmek için şirketlerin halka arz gerekçeleri incelenmiştir. Halka arz sonucu şirketlerin kâr payı dağıtım kararlarında ve finansal yapılarında yaşanan değişimler ise önemli makroiktisadi sonuçlara neden olmaktadır. Bu çalışma kapsamında halka arzların ve halka açık şirketlerin kâr payı dağıtım davranışlarının makroiktisadi sonuçları da ulusal tasarruf eğilimine etkileri açısından da değerlendirilmiştir.

Kâr payı dağıtımını üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde kâr payı dağıtımının belirleyicilerinden ziyade kâr payı dağıtımının sonuçlarına odaklanıldığı görülmektedir. Şirketlerin kâr payı dağıtımını konusu ise genellikle belirsiz bir süreç olarak kabul edilmektedir. Bu çalışma çıkar çatışmaları nedeniyle kâr payı dağıtım

kararının olumsuz yönde etkilendiğini ortaya koyarak literatüre katkı sağlamaktadır. Ayrıca çıkar çatışmaları nedeniyle kâr payı dağıtmayan şirketlerin dağıtılmayan bu kâr payını nasıl kullanabileceğine de ışık tutulmuştur.

Çalışmanın hipotezlerini test etmek için 2021 yılı 3'üncü çeyreğinde Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin verileri kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Bu amaçla iki ekonometrik model kurulmuş ve kurulan modeller panel veri analizi ile tahmin edilmiştir. Modellerde kullanılan veriler çeyrek frekanslı olup serilerin ve modellerin yapısı gereği farklı dönemleri kapsamaktadırlar. Test edilen modellerden ilki 2007Ç1-2021Ç3 dönemini kapsarken, ikinci model 2015Ç1-2021Ç3 dönemini kapsamaktadır. İlk modelde kukla değişkenler kullanılarak halka açıklık oranlarına göre kategorize edilen 5 şirket grubunun kâr payı dağıtımları incelenmiştir. Halka açıklık oranı %20'nin altında olan şirketler 1'inci şirket grubu, %20-40 arası olan şirketler 2'nci, %40-60 arası 3'üncü şirket grubu, %60-80 arası 4'üncü şirket grubu ve %80'nin üzerinde olan şirketler ise 5'inci şirket grubu olarak kategorize edilmiştir. Buna göre 1'inci şirket grubunun kâr payı dağıtım verimi ortalama 0.040 puan, 2'nci grup şirketlerin 0.041 puan, 3'üncü grup şirketleri 0.039 puan, 4'üncü grup şirketlerin 0.026 ve 5'inci grup şirketler yaklaşık -0.039 puan olarak tespit edilmiştir. İkinci modelde ise dinamik panel veri analizi yapılmış olup 2015 yılı sonrası incelenmiştir. Buna göre kâr payı dağıtım veriminin bir önceki dönem değerinden %1'lik artış cari dönem kâr payı dağıtım verimini yaklaşık %0.22 artırmaktadır. Bu bağlamda kâr payı dağıtımının istikrarlı bir yapısı olduğu anlaşılmaktadır ve kâr payı dağıtımı, kâr payı dağıtan şirketlerde genellikle düzenli bir süreçtir. Bu modelde halka açıklık oranındaki 1 birimlik artışın kâr payı dağıtım veriminde yaklaşık %0.03 oranında azalmaya neden olduğu anlaşılmıştır. Halka açılma sonucu yatırımlarında ve kârlılığında artış beklentisi olan şirketlerin halka açıklık oranı ile kârlılıkları arasındaki ters yönlü ilişki çalışmanın hipotezinin doğruluğunu kanıtlar niteliktedir. Diğer yandan ÖGA işlemlerinin yapılması muhtemel olan gider kalemlerinin toplam giderler içindeki payının artması ile kâr payı dağıtım veriminde azalış olduğu anlaşılmaktadır. Tüm değişkenler %10 hata payında anlamlı bulunmuştur.

Bu çalışma sonucu elde edilen bulgulara istinaden halka açık ya da ortak sayısı nedeniyle halka açık sayılan şirketlerde mali denetimlerin artması önerilmiştir. Yine

bu şirket ya da şirket gruplarında devletin vergi gelirini azaltan ve küçük yatırımcıyı zarara uğratan faaliyetleri önlemek adına bağımsız yönetim kurulu üyelerinin sayısı artırılmalı ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin şirket içi denetim sürecinde aktif rol almaları sağlanmalıdır. Çalışma sonucu ulaşılan sonuçlar bu tür önlemlerin zorunlu olduğunu kanıtlamıştır.

Anahtar Kelimeler: Kâr Payı Dağıtımı, Halka Açık Şirketler, Örtülü Gelir Aktarımı, Ortaklar Arası Çıkar Çatışması, Ortaklık Yapısı



ABSTRACT

ANALYSIS OF THE FACTORS AFFECTING THE DIVIDEND DISTRIBUTION BEHAVIOR OF PUBLIC COMPANIES

ESAT DAŞDEMİR

Two hypotheses developed within the scope of this study. The first of these is that publicly traded companies or higher free-float companies distribute fewer dividends. The second hypothesis is that the dividends that the publicly traded companies do not distribute due to the free float ratio either transfer through disguised income transfer or increase the company's equity accumulation. The aim of the study is to prove the existence of these hypotheses and to be a reference for policy makers in the development of measures to protect small investors and prevent tax crimes, and to point out that if sufficient financial control is provided, the tendency to save savings may be at higher levels as a result of companies going public.

The results obtained from the study show that it is possible to prevent the tax loss of the state, to protect the savings and investments of the households who take part in the fund market as small investors, and thus to enable the households to save more. In this way, both the economic benefits obtained as a result of public offerings and the accumulation of domestic savings increase. Another potential benefit of the study is that it contributes to the equalization of income and wealth distribution by spreading capital and wealth to the base. In addition, the study contributes to the literature by drawing attention to the shareholding structure of the company and conflicts of interest among the partners as one of the determinants of the dividend distribution behavior of the companies. As a result, this study provides important information to financial supervisors to prevent tax crimes. In case of taking measures regarding the information presented, the tax loss of the state will be reduced, the economic income distribution will be equalized, the stock investments of small investors will be increased by the protection of their rights gained through stocks, and thus wealth will be spread to the

base. Increase in stock investments will mean that companies will be able to meet their resource needs at a lower cost.

In line with the purposes of the study, dividend distribution behaviors in public enterprises were examined. According to this study, when the number of small investors or free-float rate in companies increases, the conflict of interest among the partners becomes more severe and the company management does not want to distribute dividends. Thus, as the free-float rate increases, the dividend distribution to the partners decreases. The decrease in the dividend distribution occurs in two ways, both by increasing the expenses and reducing the profitability much more than it is, and by paying less of the current profit as dividend. The reason for such a change in the financial structure of the company with the free-float is the conflict of interest between the partners. The senior partner taking the lead or having a say in the management of the company may avoid sharing the company income with the small investors who are partners in the company by purchasing the company shares as a result of the public offering. The major partner or group of partners, who do not want to share the company profits, can evaluate this profit, which is not distributed, in two ways. Profits avoided due to public offering can either be transferred to the equity of the company and used to fund company investments, or they can be transferred to related persons or institutions through concealed income transfer methods.

Within the scope of the study, while the free-float rate is considered as an important determinant of dividend distribution, the reasons for public offering of companies are examined in order to understand the relationship between dividend distributions and free-float rates. The changes in the dividend distribution decisions and financial structures of the companies as a consequence of the public offering cause important macroeconomic results. Within the scope of this study, the macroeconomic results of public offerings and dividend distribution behaviors of public companies were also evaluated in terms of their effects on the domestic saving tendency.

When the studies on dividend distribution are examined, it is seen that the focus is on the results of the dividend distribution rather than the determinants of the dividend distribution. The issue of dividend distribution of companies is generally accepted as

an uncertain process. This study contributes to the literature by revealing that the dividend distribution decision is affected adversely due to conflicts of interest. It also sheds light on how companies that do not distribute dividends due to conflicts of interest can use this undistributed dividend.

In order to test the hypotheses of the study, panel data analysis was conducted using the data of companies traded in Borsa Istanbul in the 3rd quarter of 2021. For this purpose, two econometric models were established and the established models were tested with panel data analysis. The data used in the models are quarter-frequency and they cover different periods due to the structure of the series and models. The first model tested covers the period 2007Q1-2021Q3, while the second model covers the period 2015Q1-2021Q3. In the first model, dividend distributions of 5 company groups categorized according to free-float ratios were analyzed using dummy variables. Companies with a free-float ratio below 20% are in the 1st group of companies, between 20-40% in the 2nd group, between 40-60% in the 3rd group, between 60-80% in the 4th group and companies over 80% are categorized as the 5th group. Accordingly, the average dividend distribution efficiency of the 1st group of companies was determined as 0.040 points, the 2nd group companies 0.041 points, the 3rd group companies 0.039 points, the 4th group companies 0.026 and the 5th group companies approximately -0.039 points. In the second model, dynamic panel data analysis was made and the time period after the year 2015 was analyzed. Accordingly, 1% increase in dividend distribution efficiency from the previous period's value increases the current period dividend distribution efficiency by approximately 0.22%. In this context, it is understood that dividend distribution has a stable structure and dividend distribution is generally a regular process in companies that distribute dividends. In this model, it is understood that 1 unit increase in free-float ratio causes a decrease of approximately 0.03% in dividend distribution efficiency. The inverse relationship between the free-float ratio and profitability of companies that expect an increase in their investments and profitability as a result of going public proves the hypothesis of the study right. On the other hand, it is understood that there is a decrease in the profit share distribution efficiency with the increase in the share of the expense

items that are likely to be made in concealed income transfer transactions in the total expenses. All variables have been found to be significant with 10% margin of error.

Based on the findings obtained as a result of this study, it has been suggested that financial audits should be increased in companies that are open to the public or that are considered public due to the number of partners. Again, in order to prevent activities in these companies or company groups that reduce the tax revenue of the state and harm small investors, the number of independent board members should be increased and independent board members should take an active role in the internal audit process. The conclusions reached as a result of the study have proven that such measures are necessary.

Keywords: Dividend Distribution, Public Companies, Disguised Income Transfer, Conflict of Interest Between Shareholders, Shareholder Structure



ÖNSÖZ

Bu çalışmanın konusu gelir dağılımındaki eşitsizliğin kaynağı üzerine düşünülürken ortaya çıkmıştır. Pek çok alana yayılan ve ne yazık ki toplumsal düzenin yasası durumuna gelen eşitsizlik konusu tüm toplumların çözmesi gereken en önemli sorunların başında gelmektedir. Üstelik tüm toplumların ortak sorunu olan eşitsizlik toplumsal düzenin yasası durumuna gelmiştir ve günümüzde eşitsizlikleri içermeyen toplumlar gerçek dışı kabul edilmektedir. Bu nedenle tüm bireylerin eşit koşullar altında yaşadığı bir toplum düşü kurmak, topluma karşı bir eylem olarak algılanabilmektedir. Dolayısıyla eşitsizlik toplumda bir sorun olarak bile kabul edilemeyecek düzeyde saygı gören bir kavrama dönüşmüştür. Böylece eşitsizlik toplumlara ve bireylere sevdirmiş, eşitlik düşü kuranlar ise toplum düşmanı sayılmıştır. Öyle umuyorum ki eşitsizlik toplumlar ve bireyler gözünde çözülmesi gereken bir sorun olarak tekrar kavramlaştırılacaktır; diğer türlü eşitsizlik düzeyi giderek artan toplumların yıkılması yakındır. Yine öyle umuyorum ki bu çalışma ve bu çalışmayla birlikte geliştirilen öneriler eşitsizlik sorununun çözümüne az da olsa katkı sağlayabilir.

Dört yıllık doktora sürecimi iktisat alanına böylesi bir ürün kazandırarak bitirdiğim için mutluyum. Bu süreçte bana bilgi birikimi ile yol gösteren danışmanım ve öğretmenim Prof. Dr. Halil TUNALI'ya sonsuz teşekkür ederim. Çalışmanın ekonometrik analiz kısmı aşamasında desteğini esirgemeyen Prof. Dr. Ferda YERDELEN TATOĞLU ve değerli yorumları ve desteği için Prof. Dr. Ahmet İNCEKARA'ya teşekkürü borç bilirim. Tez savunma sürecimde katkılarından dolayı Prof. Dr. Server DEMİRCİ ve Doç. Dr. Onur ÖZDEMİR'e teşekkür ederim. İdari görevlisi olduğum müdür yardımcılığı pozisyonuyla yöneticilik kariyerimi başlatan ve bu yorucu süreçte akademik çalışmalarına zaman ayırmamı sağlayan, her fırsatta motive eden Doç. Dr. İsmail Cem AY'a çok teşekkür ederim. İngilizce kaynak bulmam konusunda yardımlarını eksik etmeyen Öğr. Gör. Fatma BALTA'ya desteği ve yanımda olduğu için çok teşekkür ederim. Çok sevdiğim dostlarım Öğr. Gör. Seren FIRAT ve Öğr. Gör. Recep DABAK'a teşekkür ederim. Ayrıca yeterlilik sürecimde tanıştığım ve yakın zamanda aramızdan ayrılan değerli iktisatçı Prof. Dr. Yusuf TUNA Hocamızı saygı ve özlemle anmak isterim, ruhu şad olsun. Son olarak zorluklar ve yokluk içinde üç çocuk büyüten annem Necla DAŞDEMİR ve babam Reşit DAŞDEMİR'e teşekkür ederim.

Esat DAŞDEMİR

İstanbul, 2023

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT	vi
ÖNSÖZ.....	x
İÇİNDEKİLER	xi
TABLolar LİSTESİ.....	xiv
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xvii
KISALTMALAR	xviii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ŞİRKET KARARLARI VE KÂR PAYI DAĞITIMINI ETKİLEYEN UNSURLAR

1.1. Kavramsal Çerçeve	5
1.1.1. Pay Sahipliği ve Ortaklık Kavramı	6
1.1.2. Kâr Payı ve Temettü Kavramları	9
1.1.2.1. Kâr Payı ve Temettü Arasındaki Fark.....	11
1.1.2.2. Kâr Payı Dağıtma Şekilleri	12
1.1.2.3. Borsa İstanbul’da Listelenen Şirketlerin Kâr Payı Dağıtma Durumları.	14
1.1.2.4. Halka Açıklık Oranı ile Kâr Payı Dağıtımını İlişkisi	17
1.1.3. Vergilendirme ve Vergi Mevzuatı	20
1.1.4. Şirketlerin Fon Kaynakları ve Halka Arz.....	24
1.1.5. Borsalar ve Borsada İşlem Gören Şirketler.....	27
1.1.6. Çıkar Çatışması ve Sınıf Savaşımı Kavramları.....	36
1.2. Şirket Kararlarını ve Kâr Payı Dağıtım Davranışlarını Etkileyen Faktörler	40
1.2.1. Şirketin Çevresi ve Paydaşlar	41
1.2.2. Kaynak Yapısı.....	44

1.2.3.	Ortaklık Yapısı.....	50
1.2.4.	Faaliyet Alanı.....	54
1.2.5.	Şirket Menşei	58
1.2.6.	Bilgi Asimetrisi	59
1.2.7.	Kâr Payı Dağıtımını Etkileyen Yasal Unsurlar	59
1.2.7.1.	Kanunlara Göre Kâr Payı Dağıtma	60
1.2.7.2.	Kâr Payı Yönetmeliği.....	60

İKİNCİ BÖLÜM

HALKA ARZIN ŞİRKET KARARLARINA ETKİSİ VE SONUÇLARI

2.1.	Örtülü Gelir Aktarımı ve Vergi Suçları	62
2.1.1.	Örtülü Gelir Aktarımı Nedenleri.....	63
2.1.1.1.	Kurumlar Vergisi ve Gelir Vergisi Farkı	64
2.1.1.2.	İlişkili Kurumların Toplam Vergi Yükümlülüklerini Azaltmak İstemesi..	66
2.1.1.3.	Ortaklar Arası Çıkar Çatışması	67
2.1.1.4.	Vergilendirme Farklılığı	68
2.1.1.5.	Diğer Nedenler	69
2.1.2.	Örtülü Gelir Aktarımı Yöntemleri	71
2.1.2.1.	Transfer Fiyatlandırması	72
2.1.2.1.1.	Yurt İçi Transfer Fiyatlandırması.....	73
2.1.2.1.2.	Yurt Dışı Transfer Fiyatlandırması	74
2.1.2.2.	Harcama Aktarımı (Refah Aktarımı)	76
2.1.3.	Örtülü Gelir Aktarımı Sonuçları	77
2.1.3.1.	Vergi Geliri Kaybı ve Vergi Erozyonu	77
2.1.3.2.	Küçük Yatırımcının Zarara Uğraması ve Sermaye Birikiminin Azalması	78
2.1.4.	Örtülü Gelir Aktarımına Karşı Önlem ve Yaptırımlar	79
2.1.4.1.	Yasa Metinlerinde Örtülü Gelir Aktarımı ve Örtülü Gelir Aktarımına karşı yaptırımlar	80
2.1.4.2.	Örtülü Gelir Aktarımı ve Transfer Fiyatlandırmasını Önlemeye Yönelik Öneri ve Uygulamalar	82
2.2.	Kâr Payı Dağıtımının Azalması ve Sonuçları	84
2.2.1.	Kâr Payı Dağıtımının Etkileri	85
2.2.2.	Halka Arz ve Kâr Payı Dağıtımının Azalması İlişkisi	88

2.2.3.	Dağıtılmayan Kâr Payları.....	90
2.2.3.1.	Sermaye Birikimi	91
2.2.3.2.	Örtülü Gelir Aktarımının Artması.....	92
2.3.	Halka Arzın Olumlu Makroiktisadi Sonuçları	94
2.3.1.	Ulusal Tasarruf Birikiminin Artması	94
2.3.2.	Mülkiyetin Tabana Yayılması ve Gelir Dağılımının Eşitlenmesi	96
2.3.3.	Sosyal Barışın Sağlanması	97
2.3.4.	Kurumsallaşmanın Artması.....	98
2.3.5.	Ölçek Ekonomilerinin ve Verimliliğin Artması.....	98

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

EKONOMETRİK ANALİZ

3.1.	Veri ve Değişkenler	100
3.1.1.	Kâr Payı Verimi (Temettü Verimi)	102
3.1.2.	Halka Açıklık Oranı	103
3.1.3.	Gider Hesapları	104
3.1.4.	Kontrol Değişkeni ve Kaynak Yapısı	105
3.2.	Yöntem ve Model	107
3.2.1.	Modelleme	108
3.2.2.	Mevsimsel Etkilerden Arındırma İşlemi	110
3.2.3.	Dönem Seçimi.....	111
3.2.4.	Panel Verilerle Tahmin Edilen Modellerde Varsayımdan Sapmalar	112
3.2.5.	Dinamik Panel Veri Modellerinde Yöntem Seçimi ve Varsayımdan Sapmalar	116
3.3.	Tahmin Çıktıları ve Bulgular	118
SONUÇ.....		123
KAYNAKÇA		127
ÖZ GEÇMİŞ.....		142

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Kâr Payı Dağıtımında Şirketlerin Tabii Olduğu Kanunlar	11
Tablo 2: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Sektörlere Göre Brüt Kâr Payı Dağıtımları (% Piyasa Değeri)	15
Tablo 3: Halka Açıklık Düzeylerine Göre Şirketlerin Kâr Payı Dağıtım Düzeyleri (2016-2021 Yılları Ortalaması)	20
Tablo 4: Türüne Göre Vergi Oranlarının Yıllık Değişimi	22
Tablo 5: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Halka Açıklık Oranlarına Göre Sayıları (2021 Yılı 4'üncü Çeyrek)	25
Tablo 6: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Halka Açıklık Oranlarına Göre Kaynak Yapıları (2021 Yılı 4'üncü Çeyrek)	25
Tablo 7: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Halka Açıklık Oranlarına Göre Kaynak Yapıları (2016-2021 Ortalaması)	26
Tablo 8: Borsa İstanbul Şirketlerinin Sektörel Dağılımı (2021 Yılı 4'üncü Çeyrek)	32
Tablo 9: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değerine Göre Sektörel Payları (%)	34
Tablo 10: Şirketlerin Halka Açıklık Oranlarına Göre Toplam Öz Kaynaklarının Toplam Kaynakları İçindeki Payı (%)	46
Tablo 11: Şirketlerin Halka Açıklık Oranlarına Göre Toplam Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklarının Toplam Kaynakları İçindeki Payı	47
Tablo 12: Şirketlerin Halka Açıklık Oranlarına Göre Toplam Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklarının Toplam Kaynakları İçindeki Payı	47
Tablo 13: En Büyük Ortağın Türüne Göre Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Toplam Öz Kaynaklarının Toplam Kaynakları İçindeki Payı (%)	48

Tablo 14: En Büyük Ortağın Türüne Göre Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Toplam Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklarının Toplam Kaynakları İçindeki Payı (%)....	49
Tablo 15: En Büyük Ortağın Türüne Göre Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Toplam Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklarının Toplam Kaynakları İçindeki Payı (%)	49
Tablo 16: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin En Büyük Ortağının Türüne Göre Sayı ve Oranları (2021).....	51
Tablo 17: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin En Büyük Ortağının Türüne Göre Kâr Payı Dağıtımları (% Piyasa Değerine Oranı)	51
Tablo 18: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Sektörlerine Göre Dağılımı (2021).....	54
Tablo 19: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Sektörlerine Göre Kâr Payı Dağıtım Oranları (%)	56
Tablo 20: Gelir Vergisi Kanunu 103. Maddesi Uyarınca Ücret Gelirine Tabii Gerçek Kişilere Uygulanacak Vergi Oranları (2022).....	65
Tablo 21: Gelir Vergisi Kanunu 103. Maddesi Uyarınca Ücret Dışı Gelirine Tabii Gerçek Kişilere Uygulanacak Vergi Oranları (2022)	65
Tablo 22: Farklı Ortaklık Oranlarına Sahip Şirketlerin Kâr Payı Dağıtımında Gerçek Kişinin Toplam Geliri (Vergiler ve Masraflar Görmezden Gelinmiştir).....	68
Tablo 23: Değişkenlerin Detaylı Tanımları	100
Tablo 24: Kâr Payı Verimi (KPV) Değişkeni İçin Birimler Arası Korelasyon Testi	113
Tablo 25: İkinci Kuşak Panel Birim Kök Testi Sonuçları (KPV Değişkeni).....	114
Tablo 26: Birinci Model İçin Heterokedasite Testi Sonuçları	115

Tablo 27: Birinci Model İçin Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları.....	115
Tablo 28: Birinci Model İçin Otokorelasyon Testi Sonuçları.....	115
Tablo 29: Arellano ve Bond Otokorelasyon Testi	116
Tablo 30: Sargan Araç Değişkenlerin Geçerliliği Testi	117
Tablo 31: Driscoll-Kraay Yöntemi İle Tahmin Sonuçları (Bağımlı Değişken KPV)	118
Tablo 32: Arellano ve Bond Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi Sonuçları (Bağımlı Değişken Logaritmik KPV)*	120

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Borsa İstanbul'da En Büyük Ortağın Türüne Göre Şirket Sayıları (2021)	8
Şekil 2: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Halka Açıklık Oranları İle Dağıtılan Brüt Kâr Payı Oranı (İlk Üç Grup Şirket, % Piyasa Değeri)	18
Şekil 3: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Halka Açıklık Oranları İle Dağıtılan Brüt Kâr Payı Oranı (Son iki Grup Şirket, % Piyasa Değeri)	19
Şekil 4: Vergi Geliri ve Vergi Oranı İlişkisi (Laffer Eğrisi)	23
Şekil 5: Dünya Ekonomilerinde Borsaların Gelişimiyle Özel Sektöre Sağlanan Kredilerin Karşılaştırması	29
Şekil 6: Borsaların GSYH'deki Payları Yıllara Göre Türkiye ve Ülke Grupları Karşılaştırması.....	31
Şekil 7: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Brüt Kâr Payı Dağıtımlarının Piyasa Değerine Oranı (% , Yıllık Frekans)	84
Şekil 8: 5'inci Grup Şirketlerin Kâr Payı Dağıtım Oranları ile 1'inci Grup Şirketlerin Kâr Payı Dağıtım Oranlarının Karşılaştırması	89
Şekil 9: Halka Açıklıklarına Göre 1'inci ve 5'inci Grup Şirketlerin Kâr Payı Dağıtım Oranları (% Piyasa Değeri)	90

KISALTMALAR

AGİ	: Asgari Geçim İndirimi
Ar-Ge	: Araştırma Geliştirme Giderlerinin Toplam Giderler İçindeki Payı
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BİST	: Borsa İstanbul Anonim Şirketi
Bkz.	: Bakınız
EFDG	: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirlerin Toplam Giderlere Oranı
GSYH	: Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
GYG	: Genel Yönetim Giderlerinin Toplam Giderler İçindeki Payı
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
HAO	: Halka Açıklık Oranı
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KBGSYH	: Kişi Başına Düşen Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla
KDVK	: Katma Değer Vergisi Kanunu
KPV	: Kâr Payı Verimi
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu
KVYKO	: Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklara Oranı
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development
ÖGA	: Örtülü Gelir Aktarımı
ÖKO	: Öz Kaynak Oranı

PZG	: Pazarlama Giderlerinin Toplam Giderler İçindeki Payı
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
TCK	: Türk Ceza Kanunu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
VUK	: Vergi Usul Kanunu
WTO	: World Trade Organization (Dünya Ticaret Örgütü – DTÖ)
Yat. Ort.	: Yatırım Ortaklığı

GİRİŞ

Şirketlerin önemli fon kaynaklarından biri olan halka arz ya da hisse ihracı, aynı zamanda sermaye sahipliğinin tabana yayılmasını sağlayan bir işlemdir. Literatürde dağınık sahiplik ya da geniş tabanlı sermaye sahipliği biçiminde ifade edilen bu sahiplik türünün güçlü bir ülke ekonomisi için pek çok yararı söz konusudur. Bu yararlar; şirketlerin pozitif ölçek ekonomilerini kullanmasıyla ortaya çıkan verimlilik, hane halkının küçük yatırımcı olarak tasarruflarını değerlendirebilmesine olanak tanınmasıyla hane halkı tasarruf eğiliminin artması, şirketlerin kaynak ihtiyaçlarının karşılanması ve şirketlerin kaynak yapılarında öz kaynak oranının artması, şirketlerin kurumsallaşması ile bu şirketlerdeki işçi haklarının iyileşmesine kadar uzanmaktadır. Şirketlerin halka arzdan beklentileri çeşitli nedenlere dayansa da, şirketin halka arzdan ilk beklentisi kaynak ihtiyacını karşılamaktır. Şirketler halka arz ile yatırımlarını fonlarken yatırımcılar ise aldıkları hisseler yoluyla belli bir ekonomik kazanç elde etmeyi amaçlamaktadır. Şirket üzerinde sahiplik hakkı veren hisse senedinden beklenen bu ekonomik getiri şirket hissesinin değer kazanmasıyla ya da kâr payı dağılmasıyla mümkün olabilir. Dolayısıyla kâr payı yatırımcıların yatırım kararlarında hisse fiyatının yanında dikkate aldığı en önemli unsurlardandır. Şirketlerin kâr payı dağıtımları ve kâr payı dağıtımlarını doğrudan ya da dolaylı olarak etkileyecek politikalar yatırımcıların yatırım yapma güdüsünü de etkilemekte; yatırım getirisinin düşmesi durumunda yatırımcıların yatırım isteği ve hane halkının tasarruf eğilimi de düşebilmektedir.

Bu çalışma kapsamında halka arz ile şirketlerin kâr payı dağıtım politikasının değiştiği, şirketin büyük ortakları ile küçük sermayeli ortakları arasında çıkar çatışmalarının arttığı savunulmaktadır. Ortaklık yapısındaki değişim sonucu gelişen ortaklar arası çıkar çatışması, şirketlerin davranışlarına etki etmektedir. Şirket yönetimini elinde bulunduran ortak ya da ortak gurubu, diğer hisse sahipleriyle şirket gelirini paylaşmak istemeyecektir. Bu nedenle şirket yönetiminin aldığı kararlar şirket kârını kâr payı olarak dağıtmak yerine örtülü gelir aktarımı, transfer fiyatlandırması ve diğer mali suç ve yöntemler ile şirket yönetimini elinde bulunduran büyük sermayeli ortaklara aktarılmasına yol açacak biçimde şekillenebilecektir. Çalışma kapsamında halka açıklık oranındaki artışla birlikte şirket kararlarındaki bu tür eğilimlerin arttığı

kurulan hipotezlerle kanıtlanmak istenmiştir. Bununla birlikte bu eğilimin olası sonuçları ve engellenmesine yönelik politika önerileri yine bu çalışmanın ana konusunu oluşturmaktadır.

Bununla birlikte halka arz sonucu ortaklık yapısında önemli bir değişiklik yaşayan şirket finansal kararlarını da değiştirmektedir. Değişen bu finansal kararlar arasında en önemlisi ise kâr payı dağıtımıdır. Bu çalışmanın hipotezlerindeki gerekçeler ve hipotezlerin ekonometrik olarak test edilmesi sonucu ulaşılan sonuçlar göstermektedir ki halka açıklık oranı ile kâr payı dağıtımı arasında ters yönlü bir ilişki varken, bazı gider gruplarının toplam giderler içindeki payı ile kâr payı dağıtımı arasında da güçlü bir ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Ekonometrik analiz kapsamında elde edilen bu bulgular halka açık şirketlerin ilgili gider kalemlerinde örtülü gelir aktarımı yapıyor olabileceği şeklinde yorumlanmıştır. Bu durumun nedeni ise şirketin halka açılması ile birlikte değişen ortaklık yapısı sonrası ortaklar arası çıkar çatışmalarının doğmasıdır. Halka arz sonucu, şirket yönetimini elinde tutan büyük yatırımcı küçük yatırımcılar ile şirket kârını paylaşmak istemeyebilmektedir. Bu durumun doğal bir sonucu olarak halka arz olduktan sonra şirketlerin kâr payı dağıtımı düşebilmekte, dağıtılmayan kâr payının bir kısmı şirketin öz kaynaklarına aktarılırken, diğer kısmı örtülü gelir aktarımı (ÖGA) ile şirket yönetimini elinde tutan ortak ya da ortak gruplarının kişisel servetine aktarılabilir. Bu gelir aktarımı işlemi doğrudan doğruya nakdi varlığın aktarılması ya da bu nakdi varlıkla edinilen maddi varlıkların kullanım haklarının açık ya da örtülü bir şekilde devri ile gerçekleştirilebilmektedir.

Literatürde yer alan kâr payı dağıtımını açıklamaya yönelik çalışmalarda halka açıklık oranının açıklayıcı değişken olarak modellendiği görülmektedir. Çalışmalar genel olarak halka açıklık oranı ile kâr payı dağıtımı arasında ters yönde ilişki olduğuna vurgu yapmıştır. Ancak bu ters yönlü ilişkinin nedeni bu çalışmanın konusunu oluşturan ortaklar arası çıkar çatışmalarına ve ÖGA'lara dayandırılmamıştır. Bu çalışma kapsamında halka açıklık oranındaki artış sonucu azalan kâr payı dağıtımının nedeni, dağıtılmayan kâr payının nasıl kullanıldığı ve bu kullanım biçimlerinin makroiktisadi sonuçları değerlendirilmiştir. Dağıtılmayan kâr payını açıklamak amacıyla şirket paydaşları arasındaki çıkar çatışmalarına değinilmiştir.

Sermaye piyasası düzenlemelerinde de önemli yer tutan çıkar çatışmaları konusunun uygulamada nasıl ve neden ihlal edildiğine değinilerek bu durumun sonuçları analiz edilmiştir. Çıkar çatışmaları konusu ortaklar özelinde incelendiğinde literatürde ortaklık yapısındaki dönüşümün bu çatışmaları artırabileceği kanaatine ulaşan çalışmalar bulunmaktadır. Çıkar çatışmaları özellikle kâr payı dağıtım kararında kendisini göstermektedir. Şirketin halka açılmasıyla, büyük ortak ve şirketin yöneticisi konumundaki bu kişi ya da kişilerin kâr payı dağıtma istek ve eğilimlerinde yaşanan azalmanın nedeni büyük ortağın küçük ortaklarla şirket kârını paylaşmak istememesidir. Kâr payı dağıtılması durumunda şirket kazancını küçük ortaklarla bölüşmek zorunda kalan büyük ortak konumundaki kişiler, söz konusu şirket kazançlarını başka yollar ile kişisel tüketimlerinde kullanmak üzere değerlendirmeye çalışmaktadırlar. Bu amaçla büyük ortak konumundaki kişiler ya kişisel tüketimlerini şirket üzerinden gerçekleştirebilmekte ya da transfer fiyatlandırması uygulaması ile şirket kazancını başka şirketlere aktarabilmektedirler.

Diğer yandan bu iki yöntemle kazançlarını aktaramayan ya da belirli bir kısmını aktarabilen şirketlerde halka açılma sonrası büyük ortakların kâr payı dağıtma isteğindeki azalış sonucu şirketin kazançları içeride tutularak sermayeye dönüşebilmektedir. Böylesi bir durumda şirket öz kaynaklarında bir artış görülebilmektedir. Şirket yönetimi ve yönetimi kontrol eden hisse sahipleri temsil gücü olmayan küçük yatırımcı ile şirket kârını paylaşmak yerine şirket yatırımlarını ve şirket varlıklarını güçlendirmeyi daha avantajlı bulabilecektir. Sonuç olarak halka arz oranlarındaki artış kâr payı dağıtımını azaltabilmektedir. Azalan bu kâr paylarının bir kısmı yatırıma dönüşürken, diğer kısmı örtülü gelir transferi ve çeşitli vergi suçlarıyla büyük ortağın kişisel gelirine aktarılabilir.

Bu çalışmanın birinci bölümünde kâr payı dağıtımı ve şirket kararlarını etkileyen unsurların anlaşılması amacıyla bu konulara etki eden parametreler ve çalışma kapsamında kullanılan çeşitli kavramlar açıklanmıştır. İkinci bölümde halka arzın şirket kararlarına etkisi değerlendirilmiştir. Bu aşamada şirket kararlarında ÖGA'ların yeri ve sonuçları da incelenmiştir. Üçüncü bölümde ise ekonometrik analize yer verilmiştir. Tezin savunduğu hipotezi sınamak için iki panel veri modeli geliştirilmiş ve tahmin edilmiştir. Anlamlı çıkan model sonuçları çalışmanın

savunduğu hipotezleri destekler niteliktedir. Çalışmanın sonuç bölümde ise elde edilen bulguların genel bir değeriendirilmesi yapılmış ve politika yapıcılar ve araştırmacılar için önerilerde bulunulmuştur.



BİRİNCİ BÖLÜM

ŞİRKET KARARLARI VE KÂR PAYI DAĞITIMINI

ETKİLEYEN UNSURLAR

Bu bölümde şirket kararlarına etki eden unsurlara kısaca değinilerek, özellikle kâr payı dağıtım kararına etki eden değişkenler açıklanmıştır. Bu unsurların açıklanması çalışma kapsamında savunulan hipotezin anlaşılması için önem arz etmektedir.

1.1.Kavramsal Çerçeve

Çalışmanın teorisi ve önerisini etkin biçimde anlamak için bazı kavram ve bu kavramlar arasındaki ilişkilerin anlaşılması gerekmektedir. Ülkelerarasında yasal farklılıklar olması nedeniyle açıklanan kavramlar ya da kavramlar arasındaki ilişkiler ülkeler özelinde farklılık gösterebilir. Bu kavramlar Türkiye Cumhuriyeti özelinde açıklanmıştır. Bazı kavramların tanımlanmasında Türk Ticaret Kanunu (TTK), Vergi Usul Kanunu (VUK), Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK), Gelir Vergisi Kanunu (GVK), Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) ve II-19.1 Sayılı Kâr Payı Tebliği (Kâr Payı Tebliği) kullanılmıştır.

Şirketlerin kâr payı dağıtımını çok yönlü bir karar mekanizmasına sahiptir. Şirketlerin kâr payı dağıtımına etki eden unsurlar;

- a) yasalar ve yasal yapı,
- b) şirketin ortaklık yapısı,
- c) şirketin esas sözleşmesi ve ilkeleri,

d) ekonomik unsurlar olarak sıralanabilir. Bu başlıklar altında yer alan çeşitli kavramların izahı, bu çalışmanın savunduğu söylemlerin anlaşılması adına elzemdir. Şirketlerin kâr payı dağıtım kararlarına etki eden unsurların farklı boyutlardan oluşması nedeniyle, kâr payı dağıtım kararını açıklayan modellerin sağlıklı sonuçlar

vermesi için pek çok değişkeni barındırması gerekmektedir. Bu çalışmada kâr payı dağıtımına etki eden değişkenler olabildiğince geniş bir bakış açısıyla incelenmiştir.

1.1.1. Pay Sahipliği ve Ortaklık Kavramı

Tüzel bir kişilik olan şirketlerin tüzel ya da gerçek kişiliğe haiz sahipleri bulunmaktadır. Ortaklık kavramı bu sahiplik ilişkisi uyarınca doğmaktadır. Ortak ya da diğer adıyla hissedar (pay sahibi); şirkete sermaye koyarak şirketin öz kaynakları, varlıkları ve faaliyetleri üzerinde hak ve söz sahibi olur. Bu sahiplik ilişkisi ile birlikte sorumluluk kavramı doğmaktadır. Ortaklar şirketlerin faaliyetleri ve mali yükümlülüklerinden kısmi ya da tam sorumlu olabilir. Anonim ortaklıklarda, pay sahibinin kısmi mali yükümlülüklerden sorumluluğu bulunmaktadır ve pay sahibi tarafına tahakkuk eden öz kaynak ödemesi yükümlülüğü ile sahiplik payı uyarınca tarafına yansıyan vergi yükümlülüklerini yerine getirmekten sorumludur.

İşletme, toplum gereksinimlerini karşılamak üzere, üretim girdilerini örgütleyen iktisadi ve teknik bir kuruluştur. Muhasebe bilimine göre işletmenin a- topluma yarar sağlamak, b- kazanç elde etmek, c- süreklilik olmak üzere üç ana amacı vardır. Bu amaçların ağırlığı işletmenin sahiplik yapısına göre; kamu, özel ya da karma bir işletme yapısında olması gibi nedenlerle değişebilir. Söz gelimi, bir kamu işletmesi, topluma yarar sağlamak amacını daha önde tutarken; özel sermayeli bir işletme kazanç elde etme amacı ile politikalarını türetecektir. Muhasebe biliminin bu yaklaşımına karşın iktisat bilimi; şirketlerin amaçlarını, kazançlarını en iyi düzeye çıkarmak olarak açıklamaktadır. Ancak, yapılan çalışmalardan anlaşılmaktadır ki, işletmelerin amaçları yalnızca türlerine göre değil, sahiplik ya da ortaklık yapılarına göre de değişmektedir.

İşletmenin sahiplik ve yöneticilik kollarında ayrımı ve bu ayrım sonucu elde edilen özel durumların yorumlanmasını gerçekleştiren kuramlar Temsilcilik Kuramları olarak ortaya konmuştur. Temsilcilik Kuramları, işletme sahipleri(asıllar) ve işletme yöneticileri(vekiller) arasındaki çıkar çatışmalarını konu almaktadır (Ayrıçay & Kalkan, 2013: 154). Ortaklık kavramı ise bir işletmenin sahiplik durumuna atıfta bulunmaktadır. Buna göre işletmenin sahipliği, bir kişi elinde toplanabileceği gibi, pek

çok kişiye dağıtılmış durumda da olabilmektedir. Bu bağlamda ortaklık yapıları ile ilgili iki adet kavram bulunmaktadır. Bunlar; a- sahiplik yoğunlaşması ve b- dağınık sahipliktir.

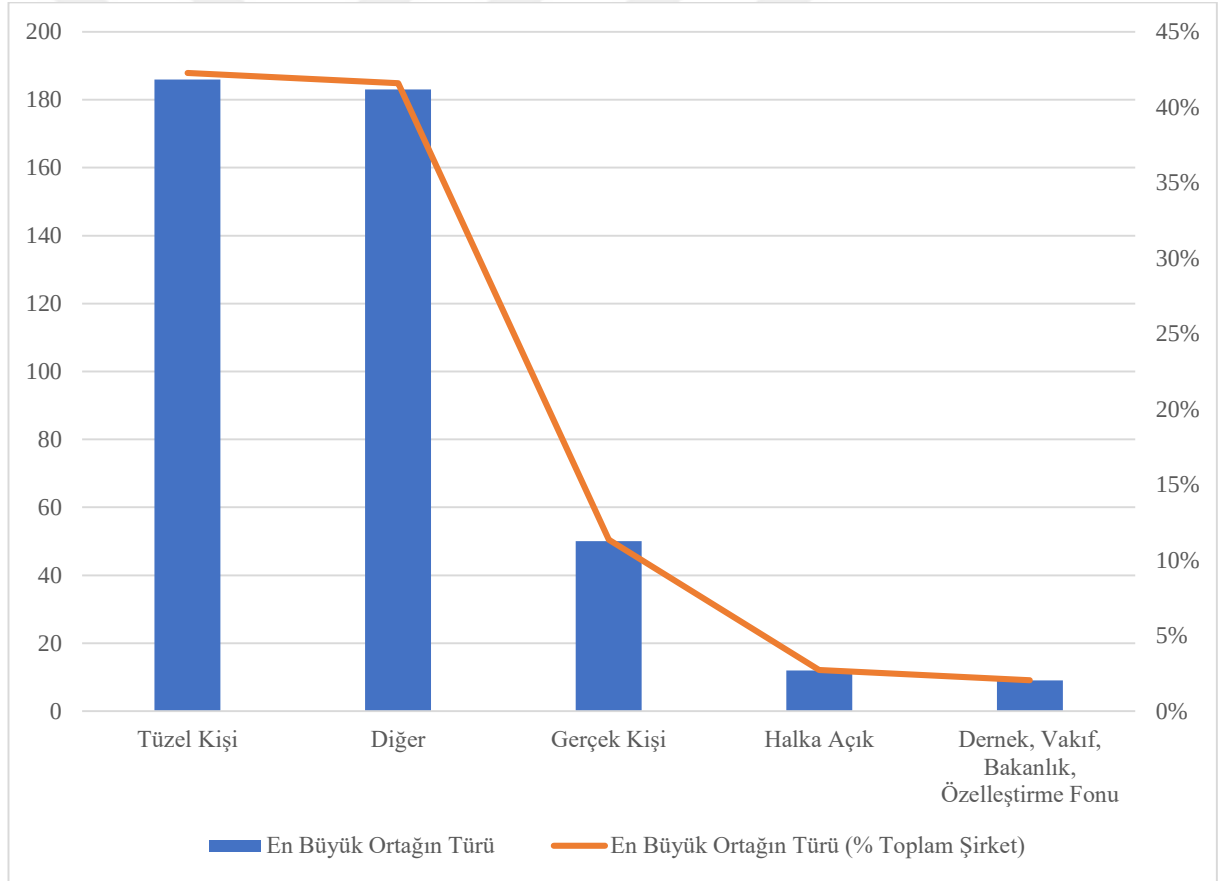
Sahiplik yoğunlaşması, işletme sahipliğinin belirli bir gerçek ya da tüzel kişi elinde toplanmasını belirtmektedir. Dağınık sahiplik ise işletme sahipliğinin pek çok gerçek ya da tüzel kişiye dağılmış olduğunu, sahiplerin yönetimi tek başlarına belirleme güçlerinin olmadığı durumu ifade eder. Dolayısıyla iki sahiplik yapısında yönetim yapısı ve karar alma süreci farklılaşmaktadır. Ek olarak, sahiplik yoğunlaşması durumunda en büyük ortağın tüzel ya da gerçek kişi olması da önemli bir unsurdur. Sahiplik yoğunlaşmasının tüzel bir kişi elinde olması durumunda, bu tüzel kişiliğin yapısı, sahiplik durumunun yorumlanması için önem arz etmektedir. Söz gelimi tüzel kişilik, dağınık sahiplik yapısında bulunan bir işletme olabilir. Böyle bir durumda sahiplik yoğunlaşmasından söz etmek zordur, şirketin ortak yapısı dolaylı olarak dağınık sahiplik yapısındadır. Ayrıca belirtmek gerekir ki, sahiplik yoğunlaşması kamu kurumları elinde de toplanmış olabilir. Kamu kurumları payları ülkenin paydaşı durumdaki tüm yurttaşlara ait sayılabilir. Bu nedenle bu çalışma şirketlerdeki kamu paylarını pek çok gerçek kişinin sahip olduğu paylar gibi değerlendirmiştir. Diğer bir deyişle, büyük orandaki payları kamu elinde olan işletmelerde dağınık sahiplik yapısının söz konusu olduğu varsayılacaktır. Yine belirtmek gerekir ki bu çalışma kapsamında sahiplik yapısı dağınık sahiplik ve sahiplik yoğunlaşması olmak üzere iki çeşide ayrılmış olsa da literatürde sahiplik türleri pek çok çeşide ayrılmıştır. Bunlardan bazıları (Özvar, 2015: 8–20);

- a) Aile Sahipliği
- b) Kurumsal Sahiplik
- c) Yönetimsel Sahiplik
- d) Çalışan Sahipliği
- e) Kamu Sahipliği
- f) Geniş Tabanlı Sermaye Sahipliği (Dağınık Sahiplik)

g) Sahiplik Yoğunlaşmasıdır.

Şirketlerin sahiplik yapısı kâr payı dağıtımı başta olmak üzere şirket karar ve davranışlarını önemli ölçüde belirlemektedir. Bu bağlamda Borsa İstanbul şirketlerinin karar mekanizmasını anlayabilmek adına bu şirketlerin sahiplik yapılarını incelemek gerekecektir. Aşağıdaki Şekil 1’de Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin sahiplik yapıları verilmiştir. Sahiplik yapıları belirlenirken en büyük ortağın niteliği ele alınmıştır. Şekil 1, 2021 yılı 4’üncü çeyrek dönemi itibariyle elde edilen veriler aracılığıyla oluşturulmuştur.

Şekil 1: Borsa İstanbul’da En Büyük Ortağın Türüne Göre Şirket Sayıları (2021)



Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Web Sayfasında Yayınlanan Şirketlerin Finansal Raporları ve Yazarın Hesabı

Şekil 1’de hisseleri Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin payların en büyük oranını elinde tutan hissedarın niteliğine göre şirketlerin ayrımı verilmiştir. Buna göre

2021 yılının son çeyreği itibariyle toplam 440 şirketten 186'sının en büyük ortağı tüzel kişidir. 50 şirketin en büyük ortağı ise gerçek kişiyken, 12 şirket en büyük hisse oranı halka açık kısmıdır. 9 şirketin en büyük ortağı dernek, vakıf, bakanlık ya da özelleştirme fonudur. Diğer olarak tanımlanan 183 şirketin ise büyük oranı halka açık olup, halka arz edilen kısımları büyük yatırımcılar tarafından tutulmaktadır.

Literatürde sahiplik yapılarına göre şirket kararlarının ve şirketlerin finansal durumlarının değiştiğini savunan çalışmalar bulunmaktadır (Felo, 2001; Michiels vd., 2015; Villalonga vd., 2015; Dhillon & Rossetto, 2015). Bu tezin ana amacı şirketlerin sahiplik ya da diğer bir deyişle ortaklık yapılarını incelemek olmadığından söz konusu farklılıkların tümü üzerinde durulmamıştır. Yalnızca tezin konusunu ilgilendiren hususlar incelenmiştir. Tezin konusunu etkileyen çıkar çatışması durumu ise ortaklar arasında sıkça görülmektedir. Yine literatür incelendiğinde ortaklık yapılarının şirket içi ortaklık ve şirket dışı ortaklık, diğer bir deyişle iç ve dış ortaklık olarak ikiye ayrıldığı görülmektedir. Bu iki hisse sahibi arasında şirketin ana sahibi ve şirket kararlarında etkili olan ortağı iç ortak temsil etmekteyken, şirket faaliyetlerinde karar hakkı yeterince bulunmayan ve genel olarak yalnızca şirketin yarattığı kâr payında hakkı bulunan ortağı dış ortak temsil etmektedir. İki ortak grubunu inceleyen çalışmaların büyük bölümü göstermiştir ki iki grup arasında önemli çıkar çatışmaları bulunmakta ve bu çatışmalar şirket davranış ve kararlarına etki etmektedir (Glazer & Schram, 1975; Sundaramurthy & Lyon, 1998; Müller & Wärneryd, 2001; Cai vd., 2016).

1.1.2. Kâr Payı ve Temettü Kavramları

Şirketlerin amaçlarının en başında kâr elde etmek yer alır. Amaçları doğrultusunda faaliyet gösteren şirketin toplam gelirleri, toplam giderlerinden yüksek olduğunda şirketin kâr elde ettiği söylenebilir. Elde edilen kâr şirketin büyüme ve kalkınması için öz kaynaklara sermaye olarak aktarılırken, bir kısmı kârdan pay alma hakkı bulunan iç paydaşlara dağıtılır.

Kârdan pay alma hakkı bulunan paydaşlar sırasıyla şöyledir:

- a) Pay sahipleri
- b) İntifa senedi sahipleri
- c) Yönetim kurulu üyeleri
- d) Ortaklık çalışanları

Elde edilen kârın dağıtılması ile kâr payı ve temettü kavramları ortaya çıkmaktadır. Literatürde bu iki kavram arasında farklı kullanımlar ve tanımlamalar olduğu görülmektedir. Bu farklılık Türkiye Cumhuriyeti'nde 23 Ocak 2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Kâr Payı Tebliği (II-19.1) ile giderilerek, kavram karmaşasına neden olan 2001 yılı yayımlanan tebliği yürürlükten kaldırılmıştır. 2014 yılı Kâr Payı Tebliğinde kâr payı ve temettü kavramları eşanlamli olarak kullanılmıştır. Bu çalışma da temettü ve kâr payı kavramları eş anlamli varsayılarak; kâr payı kavramı kullanılmıştır.

Kâr payının en önemli unsuru kaynağının şirket geliri olmasıdır. Diğer bir deyişle, şirketin kâr payı dağıtması için cari ya da geçmiş dönemlerde faaliyetleri sonucu gelir elde etmiş olması gerekir. Öz kaynaklar ya da yabancı kaynaklar kullanılarak sağlanan fon kâr payı olarak dağıtılamaz. Bir diğer husus da kârın aynı mal olarak dağıtılmamasıdır. Diğer bir ifade ile kâr payı mal ya da hizmet olarak ödenemez.

Türkiye Cumhuriyeti yasalarına göre kâr payı dağıtımı aşamasında şirketler Türk Ticaret Kanunu (TTK) ya da Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn)'na tabiidirler. Ancak bir şirketin kâr payı dağıtımını etkileyen yasal unsurlar TTK ve SPKn ile sınırlı değildir. Gerçek kişilere dağıtılan kâr paylarının vergilendirilmesi aşamasında etkili olan Gelir Vergisi Kanunu (GVK) ve şirketlerin vergilendirilmesini etkileyen Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK) da şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarında etkin faktörler arasındadır. Gelir vergisi azaldıkça ve kurumlar vergisi arttıkça kâr payı dağıtımı şirketler için daha avantajlı olacaktır. Ancak tersi durumda kâr payı dağıtımının alternatif maliyeti artacaktır. Dağıtılan kâr payı için şirket daha çok vergi ödemesi yapacaktır.

Şirketlerin kâr payı dağıtımı aşamasında tabii olduğu kanunlar Tablo 1'de verilmiştir.

Tablo 1: Kâr Payı Dağıtımında Şirketlerin Tabii Olduğu Kanunlar

Kabul Tarihi	Resmi Gazete Tarihi	Resmi Gazete Sayı	Kanun Sayısı	Başlık
31 Aralık 1960	6 Ocak 1961	10700 10703	193	Gelir Vergisi Kanunu
4 Ocak 1961	10-12 Ocak 1961	10704 10705	213	Vergi Usul Kanunu
13 Haziran 2006	21 Haziran 2006	26205	5520	Kurumlar Vergisi Kanunu
13 Ocak 2011	14 Şubat 2011	27846	6102	Türk Ticaret Kanunu
6 Haziran 2012	30 Haziran 2012	28513	6362	Sermaye Piyasası Kanunu

Yukarıda verilen kanunlar dışında halka açık ya da halka açık sayılan şirketler 23 Ocak 2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Sermaye Piyasası Kurulu’nun (SPK’nın) Kâr Payı Tebliği (II-19.1)’ne tabiidir. Ayrıca şirketler sözleşmeleri ve esas sözleşmeleri ile genel kurullarında alınan kararlar doğrultusunda kâr payı kararlarını almakla yükümlüdürler.

Kâr payı kavramı ve kâr payı ile ilgili diğer önemli hususlar bu başlıkta alt başlık olarak incelenmiştir.

1.1.2.1. Kâr Payı ve Temettü Arasındaki Fark

Çeşitli kanun, tebliğ ve yönetmelikler gibi yasal metinlerde kâr payı ve temettü kavramları farklı anlamlarda kullanılmıştır. 13 Kasım 2001 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğinde kâr payı “ortaklara ve kâra katılan diğer kimselere dağıtılacak kârdan bunlardan her birine düşen pay” olarak tanımlanmıştır. Ancak temettü ise “Ortaklara dağıtılacak kâr payı” olarak tanımlanmıştır. Bu tebliğdeki örnekten hareketle temettünün yalnızca şirket

kârının hisse sahiplerine dağıtılan kısmını ifade ettiği anlaşılmaktadır. Oysa kâr payı ise şirket çalışanları ve şirket kârında hak sahibi olan diğer paydaşları da kapsayan daha geniş bir kitleye yapılan ödemeyi ifade etmektedir.

Kullanımı itibariyle temettü ve kâr payı kavramları bazı metinlerde farklılık gösterse de 23 Ocak 2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan II-19.1 Sayılı Kâr Payı Tebliği’nde temettü kavramına yer verilmeyerek bu anlam çeşitliliği giderilmiştir. Muhasebe siteminde ise kâr payı farklı alt başlıklarda izlenmektedir. II-19.1 Sayılı Kâr Payı Tebliği uyarınca SPK tarafından hazırlanan ve yayımlanan Kâr Payı Rehberi’nde dağıtılan kâr payları aşağıdaki kalemlerde incelenmiştir.

- a) Ortaklara birinci kâr payı
- b) İmtiyazlı pay sahiplerine dağıtılan kâr payı
- c) İntifa Senedi Sahiplerine Dağıtılan Kâr Payı
- d) Ortaklara İkinci Kâr Payı
- e) Dağıtılan Diğer Kâr Payı (Yönetim Kurulu Üyeleri, Çalışanlar, Pay Sahibi Dışındaki Kişiler)

Sonuç olarak temettü ve kâr payı kavramları farklı anlamalarda kullanılabilmektedir. Ancak bu çalışma kapsamında II-19.1 Sayılı Kâr Payı Tebliği’nde olduğu gibi kâr payı ve temettü kavramları aynı anlamda kullanılmıştır.

1.1.2.2. Kâr Payı Dağıtma Şekilleri

Dönem içinde elde ettiği kârı dağıtma kararı alan şirketlerin, dağıtılacak bu kâr payını dağıtma yöntemi farklılık gösterebilmektedir. Özü itibariyle kâr payı dağıtımı elde edilen şirket gelirinin şirket ortaklarına, ortakların sahip olduğu hisse oranlarına göre bu kârın dağıtılmasıdır. Ancak kâr payının ortaklara devredilmesi aşamasında yapılan ödeme yöntemi çeşitli nedenlerden ötürü farklılık gösterebilmektedir. Bununla birlikte kâr payı ve temettü arasındaki fark incelenirken 1.1.2.1. numaralı başlıkta değinildiği üzere kâr payının çalışanlara dağıtılıp dağıtılmamasına göre de kâr payı dağıtımı farklılaşmaktadır. Bu durumda kâr payının etkileri şirket açısından farklılık gösterebilecektir. Dağıtılan şirket kârından pay alabilecek paydaşlar 1.1.2. numaralı

başlıkta belirtilmiştir. Özellikle farklı paydaş yapıları olan ortaklar, yöneticiler ve çalışanların kârdan pay alma durumu çıkar çatışmalarını birlikte getirecektir. Dolayısıyla dağıtılacak kâr payında tartışma konusu olan kâr payı dağıtım şekli, ortaklara ve kâra katılan diğer kimselere dağıtılma durumu gibi kararlar şirket yönetimince belirlenecektir.

Genel itibariyle nakit ve bedelsiz olarak iki başlık altında ayrımı yapılabilen kâr payı ödeme şekilleri pek çok farklı yolla yapılabilmektedir. Bu yöntemler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Karaca, 2007:153-176).

- a) Ayni olarak kâr payı dağıtımı
- b) Bono kâr payı dağıtımı
- c) Hisse senetlerinin nominal değerinin azaltılması ve sayısının artırılması yoluyla kâr payı ödemesi
- d) Kâr payı olarak intifa senedi verilmesi
- e) Kâr payının hisse senedi verilmesi yoluyla ödenmesi
- f) Kâr payının nakit olarak ödenmesi
- g) Melez kâr payı dağıtımı
- h) Seçmeli kâr payı dağıtımı
- i) Şirketlerin kendi hisse senetlerini geri satın almaları yoluyla kâr payı ödemesi
- j) Tasfiyeden kâr payı

Bununla birlikte kâr payı türleri, kâr payının dağıtıldığı kişi ya da gruplara göre de farklılık göstermektedir. Muhasebe sistemi açısından SPK tarafından yayımlanan Kâr Payı Rehberi'ne göre kâr payı dağıtım tablosunda dağıtılan kâr payları aşağıdaki gibi ayrılmaktadır (SPK Kâr Payı Dağıtım Rehberi, 2022: 5, 6).

- a) Ortaklara Birinci Kâr Payı
- b) İmtiyazlı Pay Sahiplerine Dağıtılan Kâr Payı
- c) Yönetim Kurulu Üyeleri, Çalışanlar ve Pay Sahibi Dışındaki Kişilere Kâr Payı
- d) İntifa Senedi Sahiplerine Dağıtılan Kâr Payı
- e) Ortaklara İkinci Kâr Payı

Kâr payı dağıtımının etkisi elbette kâr payı dağıtım biçimine göre değişmektedir. Ancak bu tezin konusu kâr payı dağıtım türüne göre etkilerini ölçmek olmadığından kâr payı dağıtım türleri geniş biçimde açıklanmamıştır. Ayrıca daha önceki başlıkta belirtildiği üzere bazı çalışmalarda elde edilen kârın ortaklara ya da çalışanlara dağıtılmasına göre kâr payı ve temettü ayrımı ortaya çıkmaktadır. Kâr payı yalnızca ortaklara dağıtılan kârlar için kullanılan bir kavramken, temettü hem ortaklara hem de çalışanlara dağıtılan kârı belirtmektedir. Bu çalışma temettü ve kâr payı kavramlarını aynı anlamda kullanmıştır.

1.1.2.3. Borsa İstanbul'da Listelenen Şirketlerin Kâr Payı Dağıtma Durumları

Gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye'de borsaların tarihi 1800'lü yılların ortalarına dayansa da (Yılmaz ve Mirahmetoğlu 2007: 82; Koç-Aytekin, 2018: 153) gelişimleri ve şirketlerin finansmanında yaygın biçimde kullanımı yakın tarihte gerçekleşmiştir. Gelişmiş ülkelerin sermaye piyasası ve borsaları ile kıyaslandığında Türkiye ekonomisinde borsaların kullanımı oldukça geç sayılabilir. Borsalar, özü itibariyle genellikle yatırımlarını artırmak isteyen şirketlerin finansmanı için fon kaynağı aracı olduğu göze alındığında Türk şirketlerinin sermaye piyasaları ve borsaları neden etkin biçimde kullanmadığı anlaşılabilecektir. Şirketlerin aile şirketi yapısını koruma arzusu yatırımlarını artırma ve ölçek genişletme arzusundan baskın olduğu durumda şirket, yükümlülüklerini artırmamak ve şirket ortakları hisselerini kaybetmemek adına şirketin faaliyet alanını dar bir kalıpta tutmayı seçebilmektedir. Türk şirketleri bu ve diğer kültürel nedenlerden dolayı dış kaynak kullanımını ve halka arz olarak ortaklık haklarını küçük yatırımcılara dağıtmayı fon temini aşamasında kullanmamıştır.

Şirketlerin aile şirketi olarak belirli yatırımcılar elinde kalması kâr payı dağıtım kararını önemsizleştirmektedir. Şirket varlığı, kişisel varlık gibi görüldüğünden kârın bireysel gelire aktarılması ya da şirket bünyesinde öz kaynaklara eklenmesi arasında şirket sahibi ya da sahipleri kararsız kalabilir. Ancak ortak sayısı arttığında ya da şirket halka arz olduğunda kâr payı dağıtım kararı önemini artırmaktadır. Şirket kârına

yönelik beklenti içinde olan yatırımcılar kârı serbestçe kullanabilmek adına şirket kârının dağıtılmasını isteyecektir. Elbette kâr payı dağıtım davranışları yalnızca sahiplik yapısına göre değil; şirketin içinde bulunduğu sektöre, ilgili yılın vergi oranlarına, şirketin öz kaynak yapısına ve diğer pek çok unsura göre değişiklik göstermektedir.

Bu bağlamda Türk şirketlerinin kâr payı dağıtım düzeylerini görebilmek adına Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin kâr payı dağıtım düzeylerine ilişkin 5 yıllık veri Tablo 2'de gösterilmiştir. Tablo 2'de hesaplanan verilerin elde ediliş biçimleri 1.1.2.4. numaralı başlıkta açıklandığı için burada tekrar değinilmemiştir.

Tablo 2: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Sektörlere Göre Brüt Kâr Payı Dağıtımları (% Piyasa Değeri)

Şirketin Sektörü	Ortalama (2016-2021)	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Demir Çelik	44.5%	56.0%	62.5%	8.7%	77.3%	28.6%	33.9%
Gaz Taşımacılık	33.2%	33.2%					
Menkul Kıymet Yat. Ort.	28.2%	14.9%	8.9%	36.9%	38.9%	38.1%	31.3%
Aracı Kurumlar	26.9%	14.5%	16.8%	24.7%	40.0%	38.9%	26.8%
Otomotiv	24.1%	26.9%	30.5%	20.6%	29.0%	20.5%	17.0%
Sigorta Şirketleri	20.9%	16.5%	24.8%	27.6%	27.4%	17.3%	11.9%
Petrol	19.4%	0.9%	1.2%	1.3%	39.2%	36.0%	37.7%
Kırtasiye	17.1%	7.7%	7.3%	16.2%	30.8%	22.6%	18.1%
Dayanıklı Tüketim	16.5%	10.2%	44.2%	2.5%	14.8%	14.1%	13.1%
Tekstil Kimyasalları	16.4%	3.4%	5.2%	10.7%	26.1%	11.6%	41.1%
Bayındırlık ve İmar	16.1%	17.4%	18.1%	19.1%	16.0%	12.6%	13.7%
İçecek	14.9%	14.3%	18.5%	21.5%	22.9%	7.8%	4.5%
Toptan Ticaret	14.4%	2.6%	3.3%	5.4%	22.2%	15.4%	37.6%
İlaç ve Sağlık	13.9%	9.5%	5.6%	7.0%	16.1%	12.5%	32.5%
Diğer Kimyasal Ürünler	12.8%	9.0%	7.3%	16.7%	22.8%	10.4%	10.4%
Yatırım Şirketleri	12.3%	6.7%	4.3%	9.2%	19.0%	12.5%	22.2%
Otomotiv Yan Sanayi	11.7%	12.7%	9.2%	12.3%	16.1%	11.2%	8.9%
Cam	11.4%	12.2%	8.9%	10.8%	12.5%	11.3%	12.7%
Çimento, Beton	11.0%	6.2%	2.9%	5.1%	14.5%	15.0%	22.2%
Enerji	10.8%	9.9%	13.3%	16.2%	16.5%	8.6%	0.0%
Bina Malzemeleri	10.5%	10.1%	7.1%	1.3%	21.3%	10.7%	12.4%
Faktoring	10.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	42.4%	20.6%

Perakende Ticaret	10.0%	8.0%	13.8%	13.9%	10.1%	6.8%	7.6%
Metal İşleme, Boru, Vana	9.8%	3.6%	3.2%	2.1%	21.1%	12.1%	16.5%
Holding	9.5%	11.9%	7.8%	7.3%	13.3%	7.8%	9.2%
Gayrimenkul Yat. Ort.	8.9%	4.6%	3.0%	6.0%	12.1%	18.0%	9.8%
Kâğıt Ürünleri	8.6%	9.5%	3.2%	7.0%	13.8%	9.3%	8.8%
Varlık Yönetimi	8.1%	8.1%					
Giyim Eşyası	7.2%	22.0%	11.0%	0.0%	3.7%	6.6%	0.0%
Bilişim ve Yazılım	6.3%	2.8%	4.0%	3.6%	8.9%	9.6%	9.1%
Telekomünikasyon, Haberleşme	5.2%	7.9%	7.5%	2.9%	2.3%	3.8%	6.9%
Banka	4.8%	5.5%	2.1%	0.0%	0.0%	10.6%	10.4%
Ulaştırma	4.6%	1.3%	0.6%	4.5%	9.3%	5.0%	6.8%
Elektrik Makinaları Kablo ve Malzemeleri	4.4%	0.2%	0.4%	0.9%	1.3%	8.6%	15.1%
Orman Ürünleri Ve Mobilya	3.2%	2.6%	4.4%	4.3%	3.5%	1.5%	2.9%
Gübre ve Zirai Ürünler	3.1%	0.3%	0.3%	1.3%	9.4%	1.5%	5.7%
Tekstil ürünleri	2.6%	1.8%	2.2%	1.4%	8.1%	0.9%	1.2%
İletişim ve Savunma	2.4%	0.0%	3.4%	5.1%	2.4%	1.0%	2.3%
Gıda	2.0%	0.8%	1.4%	1.2%	1.3%	3.0%	4.4%
Diğer İmalat	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	3.6%	3.9%
İdari ve Destek Hizmet Faal.	1.0%	6.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Girişim Sermayesi Yat. Ort.	1.0%	0.0%	0.2%	0.8%	3.3%	0.1%	2.0%
Lokanta ve Oteller	0.9%	0.2%	0.0%	0.3%	3.4%	0.7%	0.8%
Mesleki, Bilimsel Teknik Faal.	0.8%	2.7%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Tarım ve Hayvancılık	0.8%	0.0%	0.1%	1.1%	0.0%	3.4%	0.0%
Gayrimenkul Faaliyetleri	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	0.0%
Finansal Kiralama	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%
Boya	0.2%	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Madencilik ve Kıymetli Maden	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Spor ve Eğlence sektörü	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Deri ve Benzer Ürünler	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Medya	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Reklamcılık ve Pazar Araştırma	0.0%	0.0%					
Tüm Sektörler	12.2%	13.2%	11.1%	6.2%	15.7%	12.9%	14.2%

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Web Sayfasında Yayımlanan Şirketlerin Finansal Raporları ve Yazarın Hesabı

Tabloda görüldüğü üzere, hesaba dâhil edilen şirketler arasında 5 yıllık temettü verimi ortalaması en yüksek olan sektör yaklaşık %44,5 ile demir-çelik sektörüdür. Beş sektör ise ilgili yıllar boyunca kâr payı dağıtımı yapmamıştır.

1.1.2.4. Halka Açıklık Oranı ile Kâr Payı Dağıtım İlişkisi

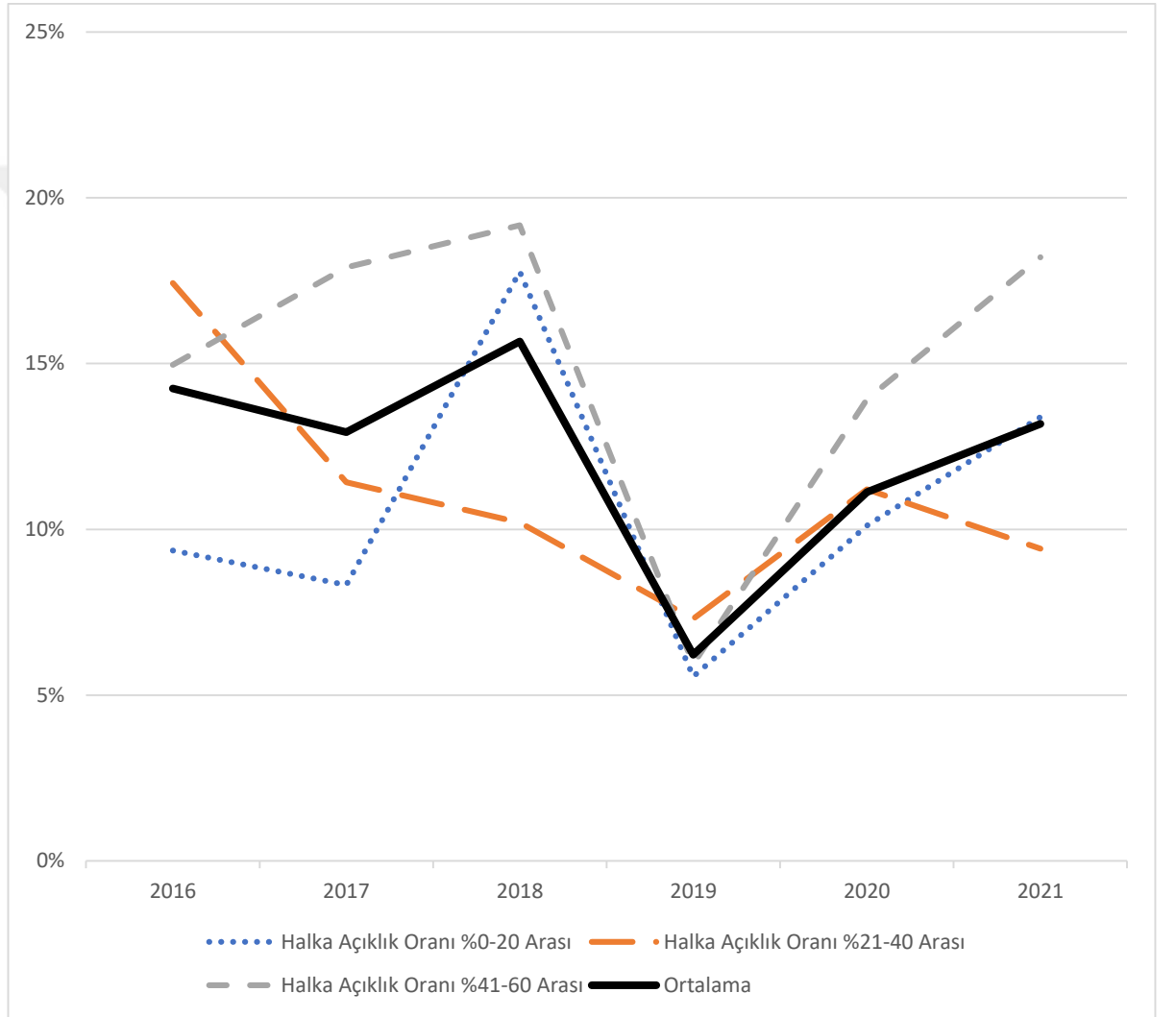
Bu tezin hipotezi halka açıklık oranındaki artışın tezin ilgili başlıklarında açıklanan nedenlerden dolayı kâr payı dağıtımını azaltacağı şeklindedir. Bu bağlamda Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin kâr payı dağıtımları ile halka açıklık oranları arasındaki ilişki bu başlık altında genel olarak ele alınmıştır. Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) web sayfasından elde edilen şirketlerin finansal tabloları aracılığıyla toplanan veriler ile oluşturulan Şekil 2 ve Şekil 3 şirketlerin halka açıklık oranlarına göre dağıtılan brüt kâr payı düzeylerinin piyasa değerlerine oranlarını göstermektedir. İki şeklin gösterdiği veri serileri literatürde temettü verimi olarak adlandırılan değeri göstermekte olup Denklem 1’deki formül ile oluşturulmuştur.

$$\frac{\text{Kâr Payı Dağıtımının Piyasa Değerine Oranı}_{IT}}{= \frac{\text{Brüt Kâr Payı Dağıtımı}_{IT(\text{ç1}+\text{ç2}+\text{ç3}+\text{ç4})}}{\text{Piyasa Değeri}_{IT(\text{ç4})}} \quad (1)$$

Denklem 1’de yer alan “I” ifadesi şirket grubunu, “T” ifadesi ilgili mali yılı, “ç1”, “ç2”, “ç3” ve “ç4” ifadeleri sırasıyla birinci, ikinci, üçüncü ve dördüncü çeyrek raporlarından verilerin elde edildiğini ifade etmektedir. Brüt kâr payı dağıtım verisi akım veri özelliği taşıdığı için her çeyrek raporun toplamı alınmıştır. Böylece her çeyrek dönemde dağıtılan brüt kâr payı toplanarak T mali yılında dağıtılan toplam brüt kâr payına ulaşılmıştır. Şirketin piyasa değeri ise stok bir değişkendir. Dolayısıyla son çeyreklik rapor da paylaşılan piyasa değeri verisi şirketin ilgili T dönemindeki piyasa değerini göstermektedir. Bu nedenle, şirketin T dönemindeki temettü verimini ifade eden seriye ulaşmak için brüt kâr verisi her çeyreklik raporda toplanarak, son çeyreklik rapordan alınan piyasa değeri verisine bölünmüştür. Halka açıklık oranlarına göre şirket grupları için bu formülle oluşturulan seriler Şekil 2 ve Şekil 3’te paylaşılmıştır. Şirketler halka açıklık oranlarına göre 5 gruba ayrılmıştır. Buna göre halka açıklık oranı %0 üzeri %20 ve altı arası olan şirketler 1’inci grup, halka açıklık oranları %20 üzeri %40 ve altı arası olan şirketler 2’inci grup, halka açıklık oranları %40 üzeri %60 ve altı arası olan şirketler 3’üncü grup, halka açıklık oranları %60 üzeri %80 ve altı arası olan şirketler 4’üncü grup ve son olarak halka açıklık oranları %80 üzeri olan şirketler 5’inci grup olarak sıralanmıştır. Halka açıklık oranları ile kâr payı dağıtım

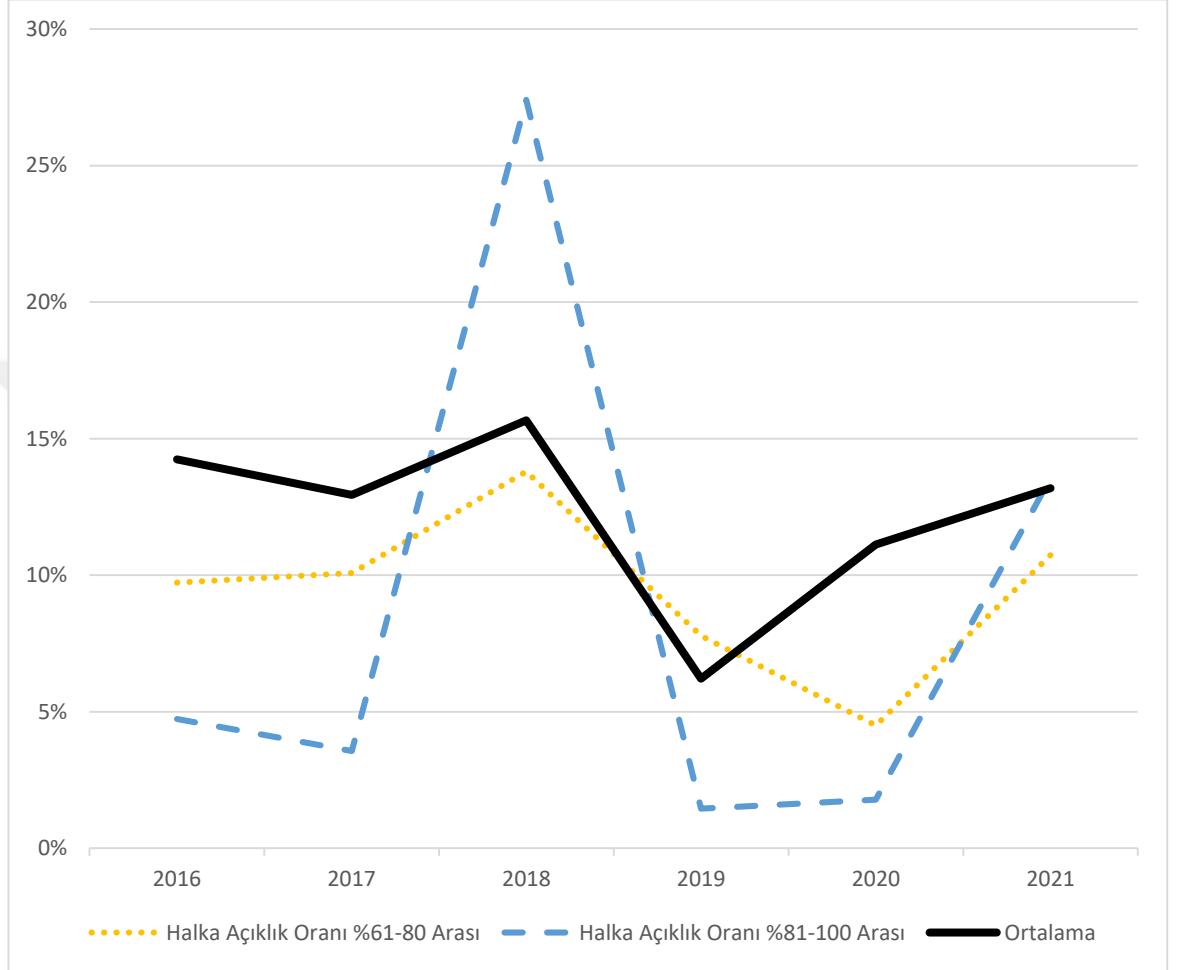
düzeyleri arasında ciddi farklılıklar olması nedeniyle veri setleri iki şekilde paylaşılmıştır. İlk üç şirket grubu Şekil 2’te, son iki şirket grubu ise Şekil 3’te verilmiştir.

Şekil 2: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Halka Açıklık Oranları İle Dağıtılan Brüt Kâr Payı Oranı (İlk Üç Grup Şirket, % Piyasa Değeri)



Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Web Sayfasında Yayımlanan Şirketlerin Finansal Raporları ve Yazarın Hesabı

Şekil 3: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Halka Açıklık Oranları İle Dağıtılan Brüt Kâr Payı Oranı (Son iki Grup Şirket, % Piyasa Değeri)



Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Web Sayfasında Yayınlanan Şirketlerin Finansal Raporları ve Yazarın Hesabı

Yıllık frekanslı 5 yılı kapsayan veriler ile oluşturulmuş Şekil 2 ve Şekil 3 şirketlerin halka açıklık oranları arttıkça kâr payı dağıtımlarının azaldığını kabaca ortaya koymaktadır. Söz gelimi Şekil 3'te yer alan dördüncü ve beşinci grup şirketlerin genel itibariyle ortalama değer altında kaldığı anlaşılmaktadır. Ancak Şekil 2'de yer alan ilk üç grup şirketin ortalama ile daha benzer trendleri takip ettiği hatta üçüncü grup şirketlerin genel itibariyle ortalamanın üzerinde kaldığı anlaşılmaktadır. Şekil 2 ve Şekil 3'deki bu göstergeler çalışmanın halka açıklık oranı ile kâr payı dağıtımı arasında kurduğu hipotezi destekler niteliktedir. 5 yıllık verilere ait olan bu değerler

analiz bölümünde daha düşük frekanslı ve daha geniş bir dönemi kapsayacak şekilde modelleştirilmiş ve tahmin edilmiştir. Elde edilen sonuçlar hipotezi destekler niteliktedir. Şekil 2 ve Şekil 3'te gösterilen serilerin ortalama değerleri Tablo 3'te verilmiştir.

Tablo 3: Halka Açıklık Düzeylerine Göre Şirketlerin Kâr Payı Dağıtım Düzeyleri (2016-2021 Yılları Ortalaması)

Halka Açıklık Düzeyi	2016-2021 Yılları Ortalaması
Halka Açıklık Oranı %0-20 Arası	11%
Halka Açıklık Oranı %21-40 Arası	11%
Halka Açıklık Oranı %41-60 Arası	15%
Halka Açıklık Oranı %61-80 Arası	9%
Halka Açıklık Oranı %81-100 Arası	9%
Tüm Şirketler	12%

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Web Sayfasında Yayınlanan Şirketlerin Finansal Raporları ve Yazarın Hesabı

Tablo 3'te açıkça görüldüğü üzere 4'üncü ve 5'inci grup şirketler temettü dağıtımında 2016-2021 yılları arasında ortalama değer yaklaşık %3 altında kalmıştır. Diğer yandan 1'inci ve 2'nci grup şirketler ortalamanın %1 altında kalırken, 3'üncü grup şirketler ortalamanın %3 üzerine çıkmıştır.

1.1.3. Vergilendirme ve Vergi Mevzuatı

İktisadi faaliyetler ile birlikte vergi yükümlülüğü de ortaya çıkmaktadır. Devletin en önemli gelir kaynağını oluşturan vergiler, şirketler için en önemli maliyet kalemlerinden biridir. Bu bağlamda şirket faaliyet ve kararları vergilerin miktarı ve türüne göre değişmektedir. Vergi konusu şirketlerin kâr payı dağıtımını etkileyen önemli unsurlar arasında yer aldığından ötürü açıklanması elzem bir başlıktır. Ayrıca örtülü gelir aktarımının en önemli nedenlerinden biri de vergilendirme hususudur.

Literatürde pek çok ayrımı yapılabilen vergiler genelde doğrudan ya da dolaylı olarak ikiye ayrılmaktadır.

a) Doğrudan (Dolaysız) Vergiler: Dolaysız vergiler kişi ya da kurumun gelirine istinaden hesaplanan bir matrah üzerinden alınmaktadır. Bu matrah kabaca toplam gelirden, toplam giderlerin çıkarılması ile oluşur. Elbette her gider matrahtan düşülemeyecektir. Dolaysız ya da diğer adıyla doğrudan vergiler kişisel gelir vergileri için artan oranlıdır. Buna göre bireylerin belirli düzeye kadar olan gelir matrahları daha az vergilendirilirken, gelir matrahı arttıkça vergi oranı da artmaktadır. Ancak kurumlar vergisinde bu durum yoktur. Kurumlar vergisi sabit oranlı olup, vergi matrahındaki değişimler kurumlar vergisini etkilememektedir. Hesaplanmasının kolay olması ve gelire göre alınması nedeniyle dolaysız vergiler literatürde daha adil ve kullanışlı bir vergi türü olarak görülmektedir.

b) Dolaylı Vergiler: Genel bir ifade ile gelirden bağımsız olan vergilere dolaylı vergiler denilmektedir. Katma değer vergisi, özel tüketim vergisi, damga vergisi, harç ve diğer tüketim vergileri, dış ticaretten alınan vergiler ve mal ve hizmet satışı üzerinden alınan vergiler dolaylı vergiler arasındadır. Bu tür vergilerde vergi mükellefinin gelirine bakılmaksızın vergilendirme yapıldığından bu vergiler adil olmayan vergilendirme türü olarak görülmektedir.

Devletin birincil gelir türü olan vergiler, hane halkı ve şirketler için en önemli maliyet kalemlerinden biridir. Bu nedenle vergiler tüketicilerin tüketim kararları ve üretici konumunda bulunan şirketlerin kararlarını önemli ölçüde etkilemektedir. Dolayısıyla şirketlerin üretim kararları ve finansal kararları üzerinde vergiler önemli etkiye sahiptir. Bu kararlar arasında kâr payı dağıtımı da bulunmaktadır.

Şirketlerin gelir vergisi yükümlülükleri Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK) uyarınca belirlenmiştir. KVK'nın 32. Maddesi uyarınca kurumlar vergisi, kurumun kazancı üzerinden %20 oranında alınır. Ancak çeşitli dönemlerde geçici maddeler ile bu oranlara müdahale edilmiştir. Tablo 4'te fiilen uygulanan kurumlar vergisi oranları ve devlete sağlanan toplam kurumlar vergisi geliri ve bu gelirin GSYH'deki payı

değerleri yıllara göre verilmiştir. Tabloda ayrıca toplam gelir vergisi de toplam kurumlar vergisi ile karşılaştırılabilmesi için verilmiştir.

Tablo 4: Türüne Göre Vergi Oranlarının Yıllık Değişimi

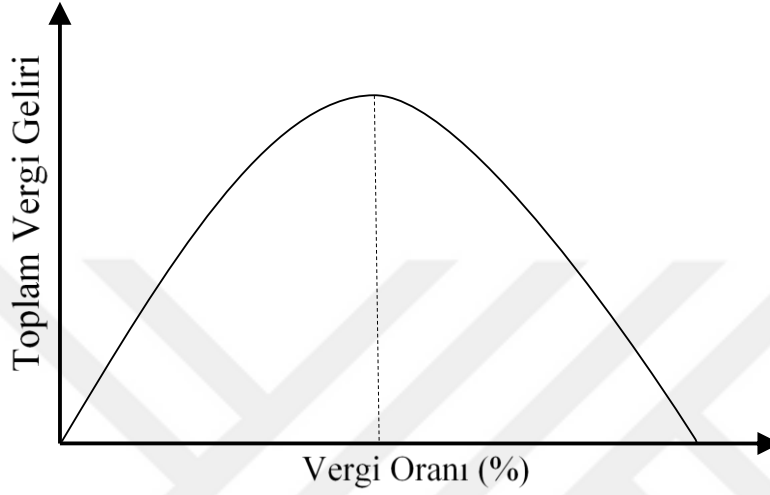
Dönem	Kurumlar Vergisi Oranı (%)	Toplam Vergi Geliri (Bin TL, Cari Fiyatlar)	Toplam Kurumlar Vergisi Geliri (Bin TL, Cari Fiyatlar)	Toplam Gelir Vergisi (Bin TL, Cari Fiyatlar)	Toplam Kurumlar Vergisinin GSYH'deki Payı (%)
2003	30	82,491,122	9,101,042	17,410,512	1.9275%
2004	33	100,373,286	10,520,669	21,244,067	1.8050%
2005	30	119,627,685	12,047,702	24,489,502	1.7710%
2006	20	137,480,292	11,157,710	28,982,977	1.4022%
2007	20	152,835,111	13,750,876	34,447,311	1.5490%
2008	20	168,108,960	16,905,045	38,029,985	1.6859%
2009	20	172,440,423	18,022,830	38,445,864	1.7909%
2010	20	210,560,388	20,924,891	40,392,222	1.7920%
2011	20	253,809,179	26,992,793	48,807,078	1.9213%
2012	20	278,780,848	29,017,423	56,493,510	1.8348%
2013	20	326,169,164	28,987,758	63,760,750	1.5897%
2014	20	352,514,457	32,305,111	73,901,525	1.5721%
2015	20	407,818,455	33,388,149	85,755,807	1.4202%
2016	20	459,001,741	42,969,665	96,604,804	1.6360%
2017	20	536,617,206	52,905,747	112,400,679	1.6883%
2018	22	621,536,356	78,673,314	138,992,395	2.0931%
2019	22	673,859,718	78,828,983	162,704,018	1.8257%
2020	22	833,250,502	105,056,671	158,841,637	2.0816%
2021	25	1,164,808,943	177,970,234	219,632,496	2.4687%
2022	23	-	-	-	-

Kaynak: KVK, Resmi Gazete, Dünya Bankası, TÜİK, T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı

Tablo 4'te görüldüğü gibi, kurumlar vergisi oranı ile vergi geliri arasında doğrusal bir ilişki olduğu anlaşılmaktadır. Arthur Betz Laffer'in 1974 yılında bir iş yemeğinde öne sürdüğü ve Jude Wanniski (1978)'nin geliştirdiği Laffer eğrisi ile bu

durum açıklanabilecektir. Laffer eğrisine göre vergi oranları ve vergi geliri arasındaki ilişki Şekil 4’deki gibidir.

Şekil 4: Vergi Geliri ve Vergi Oranı İlişkisi (Laffer Eğrisi)



Not: Jude Wanniski (1978) geliştirdiği Laffer eğrisinde düşey eksen vergi oranı, yatay eksen ise vergi geliridir. Ancak Laffer eğrisinin literatürde yaygın gösterim şeklinde eksenler terstir ve eğri ters U şeklindedir. Bu nedenle literatürdeki yaygın gösterim kullanılmıştır.

Laffer eğrisinin işaret ettiği durum, vergi oranları belli bir orana kadar arttığında vergi gelirinin de artacağı, ancak belirli bir vergi oranı düzeyinden sonra vergi oranlarındaki artışın toplam vergi gelirini azaltacağıdır. Dolayısıyla bu optimum vergi oranı düzeyi altında vergi oranı ve vergi gelirleri doğrusal ilişki içindeyken, optimum vergi oranı üzerinde vergi oranı ve vergi geliri ters yönlü ilişki içindedir. Tablo 4’te verilen veriler ışığında kabaca Türkiye ekonominde kurumlar vergisi oranının bu optimum vergi oranı altında kaldığı söylenebilir.

Bu tezin sonraki bölümlerinde açıklandığı üzere kurumlar vergisi oranı örtülü gelir aktarımı ve kâr payı dağıtımının önemli bir belirleyicisidir.

1.1.4. Şirketlerin Fon Kaynakları ve Halka Arz

Tüzel bir kişilik olan şirketler, faaliyetlerini sürdürebilmek için fon ihtiyacı duymaktadır. Şirket varlıklarının fonlanması öz kaynaklar ve yabancı kaynaklarla mümkündür. Diğer bir deyişle kaynaklar öz kaynaklar ve yabancı kaynaklar olmak üzere ikiye ayrılır. Yabancı kaynaklar; şirketin borçlarıdır ve belirli bir vade içermektedir. Şirket, vade sonunda daha önceden şartları belirlenmiş bir faiz tutarıyla birlikte anaparayı ödeyerek borcunu sonlandırmış olur. Tahvil, bono, opsiyon sözleşmeleri ya da mevduat kredileri ile sağlanabilecek yabancı kaynaklar şirket için yalnızca mali yükümlülük yaratmaktadır. İşletmenin kârlılığına ya da zarar etmesine bakılmaksızın sözleşmede geçerli faiz tutarıyla birlikte anapara ödemesi yapılarak borç sonlandırılmalıdır. Öte yandan şirketin varlıkları ve faaliyetlerinin hisse senedi ihracı ile fonlanması şirketi borç yükümlülüğüne sokmayacaktır. Bu durumda şirket öz kaynaklarıyla fonlanmış olacaktır. Şirket kararları ve faaliyetlerinde hisse sahibine karşı sorumlu olacaktır, ancak bu sorumluluk borçlu-alacaklı ilişkisi çerçevesinde ortaya çıkan bir sorumluluğu ifade etmez.

Şirketler ortaklık paylarını satarak kendilerine kaynak yaratabilir. Nitekim şirketlerin halka arz kararı alma nedenleri incelendiğinde şirket kaynaklarını artırmak en önemli gerekçedir (Latham & Braun, 2010, Chen vd., 2012). Ortaklık payları satılarak yaratılan bu kaynaklar teorik olarak şirkete bir yükümlülük doğurmamaktadır. Ancak halka arz olması ya da borsada işlem görme biçimine göre şirketlerden çeşitli bilgileri hazırlamaları ve belirli koşullar çerçevesinde açıklamaları gerekebilir. Ek olarak bağımsız denetim ve derecelendirme, yönetim kurulunda bağımsız üye bulundurma yükümlülükleri de ortaya çıkabilir.

Ortaklık paylarının satışı teorik olarak şirkete bir yükümlülük yaratmaması nedeniyle, öz kaynaklar arasında yer almaktadır. Halka arz edilerek ya da edilmeksizin şirketlerin payları satılarak elde edilen kaynaklar şirket için borç yükü doğurmaz. Bu kaynaklar ortaklık hakkının devredilmesi ile yaratıldığı için ortaklık yapısında değişime neden olur ve yalnızca şirketin yükümlülüğünün başka bir ortağa geçmesini ifade eder. Dolayısıyla halka arz ile ya da pay satışı ile elde edilen kaynaklar şirketin öz kaynakları arasında izlenir.

Tablo 5’te Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin halka açıklık oranlarına göre dağılımları verilmiştir.

Tablo 5: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Halka Açıklık Oranlarına Göre Sayıları (2021 Yılı 4'üncü Çeyrek)

Halka Açıklık Oranı	Şirket Sayı	Şirket Sayısı (%)
Halka Açıklık Oranı %0-20 Arası	95	22%
Halka Açıklık Oranı %21-40 Arası	162	37%
Halka Açıklık Oranı %41-60 Arası	91	21%
Halka Açıklık Oranı %61-80 Arası	51	12%
Halka Açıklık Oranı %81-100 Arası	41	9%

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Web Sayfasında Yayınlanan Şirketlerin Finansal Raporları ve Yazarın Hesabı

Tablo 5’ten anlaşıldığı üzere, Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin halka açıklık oranları %40 ve altı olan şirketlerin toplam şirketler içindeki oranı %59’a karşılık gelmektedir. Tablo 6 ve Tablo 7’te ise halka açıklık oranlarına göre şirketlerin kaynak yapıları incelenmiştir.

Tablo 6: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Halka Açıklık Oranlarına Göre Kaynak Yapıları (2021 Yılı 4'üncü Çeyrek)

Halka Açıklık Oranı	Öz Kaynak	Kısa Vadeli Yabancı Kaynak	Uzun Vadeli Yabancı Kaynak
Halka Açıklık Oranı %0-20 Arası	87.05%	7.79%	5.16%
Halka Açıklık Oranı %21-40 Arası	68.97%	22.03%	9.00%
Halka Açıklık Oranı %41-60 Arası	59.88%	27.05%	13.07%
Halka Açıklık Oranı %61-80 Arası	44.55%	38.02%	17.42%
Halka Açıklık Oranı %81-100 Arası	44.97%	39.98%	15.05%
Tüm Şirketler	71.03%	19.76%	9.20%

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Web Sayfasında Yayınlanan Şirketlerin Finansal Raporları ve Yazarın Hesabı

Not: Oranlar toplam kaynaklara bölünerek bulunmuş olup, üç satırın toplamı %100 değerini vermektedir.

Tablo 7: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Halka Açıklık Oranlarına Göre Kaynak Yapıları (2016-2021 Ortalaması)

Halka Açıklık Oranı	Öz Kaynak	Kısa Vadeli Yabancı Kaynak	Uzun Vadeli Yabancı Kaynak
Halka Açıklık Oranı %0-20 Arası	85.77%	8.11%	6.12%
Halka Açıklık Oranı %21-40 Arası	74.19%	15.98%	9.83%
Halka Açıklık Oranı %41-60 Arası	67.44%	22.75%	9.81%
Halka Açıklık Oranı %61-80 Arası	45.45%	35.07%	19.48%
Halka Açıklık Oranı %81-100 Arası	41.09%	38.28%	20.63%
Tüm Şirketler	74.69%	16.55%	8.76%

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Web Sayfasında Yayınlanan Şirketlerin Finansal Raporları ve Yazarın Hesabı

Not: Oranlar toplam kaynaklara bölünerek bulunmuş olup, üç satırın toplamı %100 değerini vermektedir.

Paylaşılan verilere göre 2016 ve 2021 arası ortalama değerleri incelendiğinde öz kaynak kullanımıyla halka açıklık oranı arasında ters yönlü bir eğilim gözlemlenmektedir. Halka açıklık oranı daha az olan şirketlerin öz kaynak kullanımı fazlayken halka açık şirketlerin kaynak kullanımları daha çoktur. Bu bağlamda, halka arz olmuş şirketlerin daha kolay borçlanabildiği yorumu yapılabileceği gibi şirket ortakları ve yöneticilerinin borçlanma ve borçlanmanın doğurduğu borç yükünü kolaylıkla kabullenebildiği çıkarımı yapılabilir. Yine farklı bir yaklaşım olarak, bu tezin savunduğu söylemden yola çıkılarak, halka açık şirketlerin örtülü gelir aktarımını finansal işlemler ve yabancı kaynak kullanımı üzerinden gerçekleştirdiği söylenebilir.

Tablo 6 ve Tablo 7’de paylaşılan veriler karşılaştırmalı olarak incelendiğinde halka açıklık oranı %0-20 arası olan birinci grup şirketler dışında tüm şirketlerin 2021 yılı 4’üncü çeyreği itibariyle kısa vadeli yabancı kaynak kullanımları ortalamanın üzerindedir. Yine 2’inci, 3’üncü ve 4’üncü grup şirketlerde öz kaynak kullanımı düşerken 1’inci ve 5’inci grup şirketlerde arttığı görülmektedir. Ancak 5’inci grup şirketlerin zaten kaynak yapısında öz kaynak oranı oldukça düşüktür. Vadelerine göre yabancı kaynaklar incelendiğinde halka açıklık oranı arttıkça kısa vadeli kaynak kullanımının arttığı görülmektedir.

Borsa İstanbul’da işlem gören 4’üncü ve 5’inci grup şirketlerin öz kaynak oranlarını artırmaları küçük yatırımcıyı korumak ve küçük yatırımcının güvenini kazanmak için elzemdir. Üstelik bu şirketlerin kullandıkları yabancı kaynaklar kısa vadeli yabancı kaynaklarda yoğunlaşmıştır. Bilindiği üzere kısa vadeli yabancı kaynakların yüksek düzeylere ulaşması hem finansman maliyeti açısından hem de şirket faaliyetlerinin sürdürülebilirliği açısından tehdit oluşturmaktadır. Bu nedenle yabancı kaynak kullanımında uzun vadeli kaynakların artırılarak, kısa vadeli yabancı kaynakların azaltılması gerekmektedir.

1.1.5. Borsalar ve Borsada İşlem Gören Şirketler

En geniş tanımıyla borsalar; mal, altın, döviz ve taşınır değerlere ilişkin alım ve satım işlemlerinin belirli kurallar altında yapıldığı düzenli piyasalardır. Kaydedilen ilk senet alış-verişi 12’inci yüzyıla dayanmaktadır. İlk düzenli borsalar ise 16’ıncı yüzyılda ortaya çıkmıştır (McGowan, 2009: 35). 12’inci yüzyılda Fransız tarım sektörünün fon talebini karşılamak amacıyla arz ettiği borç senetleri, günümüz finansal araçlarının ilkleri konumundadır. Şirketlerin fon gereksinimlerinin artması ve finansal sektörün gelişimiyle günümüzde finansal araç çeşitliliği artsa da finansal araçların arz edilmesindeki ana neden değişmemiştir. Şirketler faaliyetlerini sürdürmek ve rekabet güçlerini korumak gibi nedenlerden dolayı fon gereksinimi duymaktadır. Şirketlerin fon gereksinimlerindeki artış, benzer finansal araçlarla borçlanmayı zorlaştırmış; bu durum ve gelişen bilgi iletişim teknolojileri finansal araçları hızla çeşitlendirmiştir.

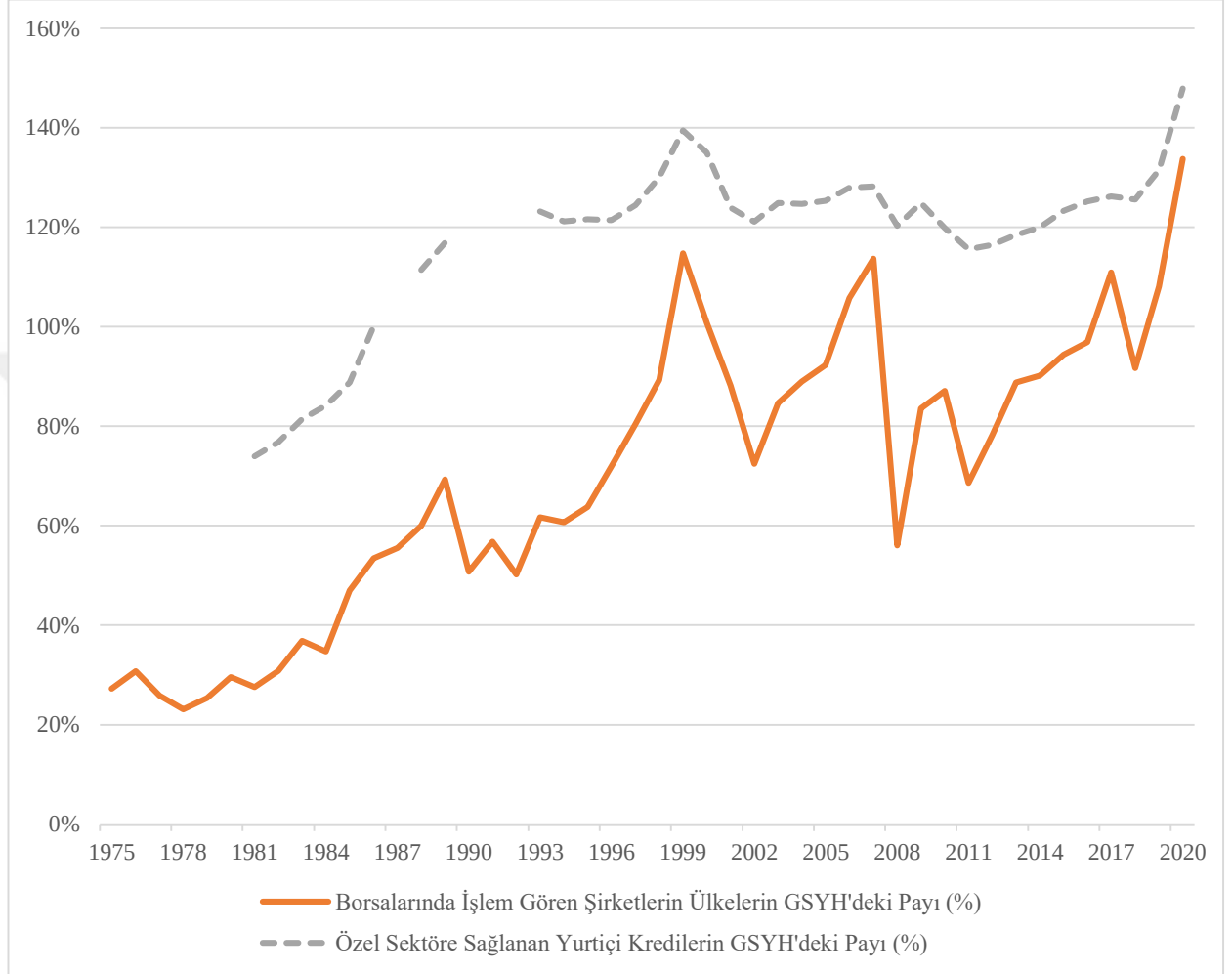
Finansal ürün çeşitliliği, finansal araçlara olan talebi artırmış; daha çok fon arzıcısını finansal piyasalara çekmiştir.

Borsaların tarihi incelendiğinde görülmektedir ki Avrupa ülkelerinde 16'ncı yüzyılda görülmeye başlayan düzenli borsalar çevre ülkelerde oldukça geç gelişmiştir. Dünya genelinde ulusal borsaların gelişmesinin 20'inci yüzyılın ikinci yarısından sonra başladığı görülmektedir. 20'inci yüzyılın ikinci yarısından sonra 70'in üzerinde ülke ilk ulusal borsasını kurmuştur (Minier, 2009: 135). Bu ülkelerde borsaların geç kalması ve eksikliği borsalarını daha önce kurmuş ülkelere görece para ve sermaye piyasalarının etkin olmamasına neden vermiştir. Finansal araç çeşitliliğinin azlığı bireysel tasarrufların yatırıma dönüşmesini sağlayacak mekanizmanın güçsüz kalmasına neden olmuştur. Dolayısıyla bu ülkelerde tasarruf ve yatırımlar düşük düzeylerde kalmış; ülkelerin ulusal şirketleri yabancı şirketlerle rekabet edebilecek düzeyde kaynak sağlayamamıştır. Borsaların yetersiz kalması makroiktisadi anlamda büyümeyi ve kalkınmayı olumsuz etkileyecektir. Nitekim Levine ve Zervos (1998), Caporale vd. (2004) ve Cooray (2010) gibi yazarlar borsalar ile iktisadi büyüme arasında doğrusal bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Artan rekabet baskısı şirketlerin üretim maliyetlerini düşürebilmek ve piyasada tutunabilmek için yatırımlarını artırarak pozitif ölçek ekonomilerinden yararlanmasını gereklilik haline getirmiştir. Borsaların gelişmesi ve halka arzlarla bu yatırımların fonlanabilmesi şirketlerin bu gerekliliği karşılaması için bir olanak yaratmıştır. Borç kaynaklarının kısıtlı olması ve borçlanma araçlarının doğurduğu yükümlülükler nedeniyle şirketler hisselerini halka arz ederek yatırımlarını fonlamayı seçmiştir. Borsalar ve halka arzlar şirketlere fon kaynağı yaratırken, aynı zamanda küçük yatırımcının tasarruflarını finans sisteminde değerlendirebileceği ortamı yaratarak tasarruf eğilimini artırmış, tasarrufları teşvik etmiştir. Tüm bu nedenlerden dolayı günümüz finansal sisteminin vazgeçilemez unsuru olan borsaların ve dolayısıyla halka arzların ekonomi üzerindeki gücü azımsanamayacak ölçüdedir.

Borsaların gelişimini anlamak açısından, borsada işlem gören şirketlerin ülkelerin GSYH'sine oranı Şekil 5'teki gibi verilmiştir.

Şekil 5: Dünya Ekonomilerinde Borsaların Gelişimiyle Özel Sektöre Sağlanan Kredilerin Karşılaştırması



Kaynak: Dünya Bankası Veri Tabanı

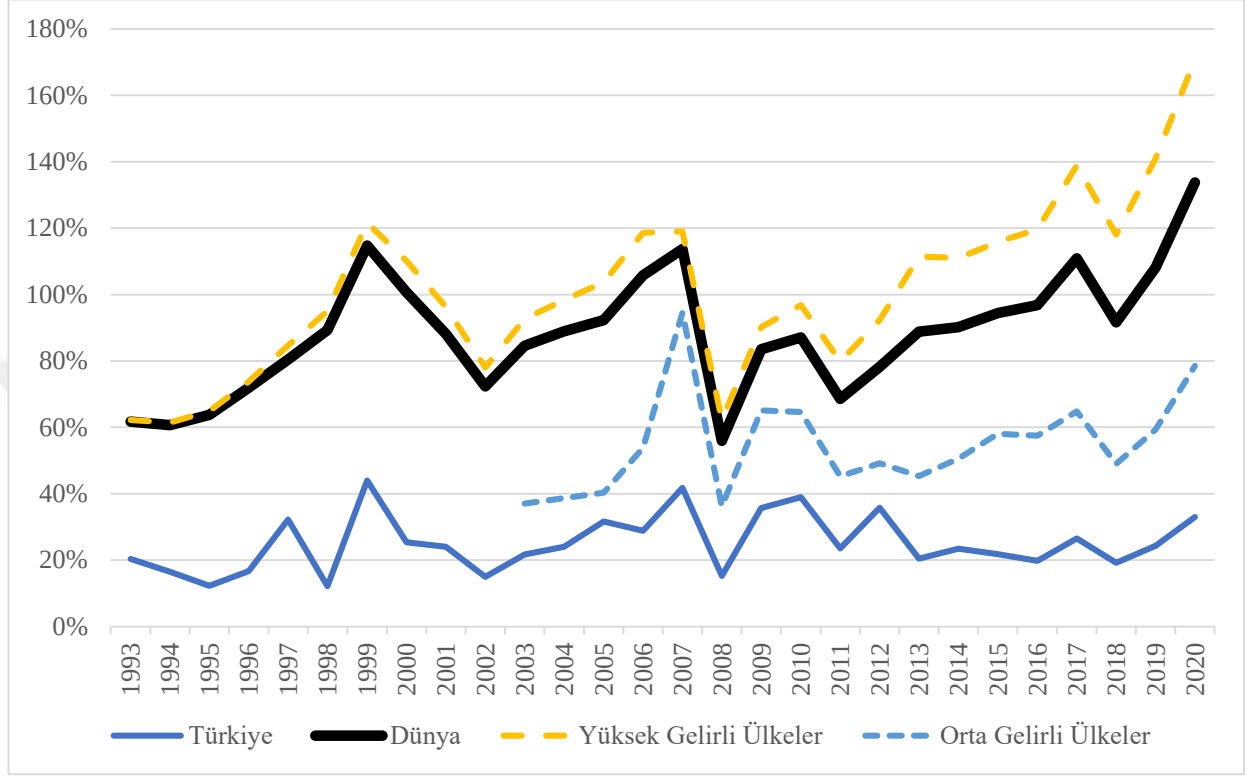
20'inci yüzyılın son çeyreğinde borsaların hızla gelişmesi bilimsel çevrenin ilgisini çektiği kadar politika yapımcıların da ilgisini çekmiştir. Bunun en önemli nedeni bu dönemde borsaların ani biçimde yükselişidir. Şekil 5'te tüm dünya genelinde borsaların GSYH'den aldığı payla özel sektöre sağlanan kredilerin payı yıllık frekanslı zaman serisi halinde verilmiştir Şekil 5'te de görüldüğü üzere küreselleşme eğiliminin arttığı 1970'li yıllarda şirketlerin kaynak ihtiyacındaki artışa istinaden borsada işlem gören şirketlerin GSYH'deki payı da dramatik bir biçimde artış göstermiştir. Bu artışın bir nedeni küreselleşmenin yarattığı rekabet ortamında şirketlerin ayakta kalabilmek

için yatırımlarını artırarak pozitif ölçek ekonomilerinden yararlanmak istemesi diğerk bir nedeni ise şüphesiz petrol krizinin yarattığı kaynak ihtiyacıdır.

şirket kaynaklarının nasıl fonlandığına işaret eden bu iki eğri arasındaki korelasyon dikkat çekicidir. 2001 ve 2008 gibi bu korelasyonun kırıldığı yıllara bakıldığında ilgili dönemlerin kriz yılları olduğu anlaşılmaktadır. Kriz dönemlerinde hisse senetlerinin diğerk bir deyişle borsaların ani ve aşırı değerk kaybı bu korelasyonu geçici süreliğine bozmaktadır. Hisse senetleri kriz dönemlerinde volatilitesi yüksek bir araçtır. Öte yandan borç senetleri daha istikrarlı, öngörülebilir olduğundan hisse senetleri kadar aynı yükseklikte oynaklığa sahip değildir. İki finansal araç arasındaki bu farklılıklara ve birbirleri arasında ikame edilebilmelerine karşın iki finansal aracın benzer trendi göstermesi dikkat çekicidir. Bu durum her iki aracın piyasada oluşumunu belirleyen unsurun şirketlerin kaynak ihtiyacı olduğuna işaret etmektedir.

Aşağıda gösterilen şekil 6’da Dünya ve bazı ülke grupları borsalarının Türkiye borsalarıyla karşılaştırmaları verilmiştir. lke grupları Dünya Bankasının kriterleri esas alınarak oluşturulmuştur.

Şekil 6: Borsaların GSYH'deki Payları Yıllara Göre Türkiye ve Ülke Grupları Karşılaştırması



Kaynak: Dünya Bankası Veri Tabanı

Şekil 6’da görüldüğü üzere halka açık şirketlerin piyasa değerlerinin GSYH’deki payları tüm ülke gruplarında benzer trendde seyretmektedir. Dünya genelinde 1990’lı yıllarda %60 düzeyinden yaklaşık iki kat artarak %120 düzeyine ulaşan borsa şirketleri payları, yüksek gelirli ülkelerde daha yüksek düzeylerdeyken orta gelirli ülkelerde dünya ortalamasının altında kalmaktadır. Pek çok ülkeden eski bir borsa geleneği olmasına karşın Türkiye Cumhuriyeti’nde borsaların GSYH’deki payının orta gelirli ülkelerin ortalamasından dahi düşük olduğu görülmektedir. Bu durum Türk şirketlerinin kurumsallığını ve rekabetçi yapılarını sorgulamayı gerektirmektedir. Rekabetçi yapılarını güçlendirmek için Türk şirketlerinin halka açılmaya teşvik edilmesi gerekmektedir. Dünya genelinde borsada işlem gören şirketlerin GSYH’deki payları artan bir eğilim gösterirken, Türkiye’de 1993 yılında %20 düzeylerinde olan bu oran, 1999 yılında %44’e ulaşsa da 2020 yılı itibarıyla %33 olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye ekonomisinde borsaların kısıtlı kalması, halka arz ve borsaların sağladığı pek çok getirinin elde edilememesi anlamına gelmektedir. Yapılan bilimsel çalışmalar göstermiştir ki borsalar uzun dönem ekonomik büyümeden firmaların finansman tercihlerine kadar pek çok makroiktisadi ve mikroiktisadi değişkene etki etmektedir (Demirgüç-Kunt & Levine, 1996: 224). Nitekim Levine (1991), borsaların şirketlere fon yarattığı için ekonomik büyümeye olumlu katkı sunduğunu belirtmiştir. Türk şirketlerin halk arz oranlarının düşüklüğü ve borsanın sığ yapısı borsalardan elde edilen bu tür olumlu sonuçları düşük düzeyde bırakmaktadır.

Türkiye ekonomisinde halka açık şirketlerin hisselerinin işlem gördüğü düzenli piyasa Borsa İstanbul'dur. Borsa İstanbul şirketlerinin sektörel dağılımı Tablo 8'de verilmiştir.

Tablo 8: Borsa İstanbul Şirketlerinin Sektörel Dağılımı (2021 Yılı 4'üncü Çeyrek)

Şirketin Sektörü	Şirket Sayısı	Şirket Sayısı (%)
Gayrimenkul Yat. Ort.	34	7.73%
Holding	33	7.50%
Gıda	22	5.00%
Bilişim ve Yazılım	20	4.55%
Enerji	18	4.09%
Tekstil ürünleri	17	3.86%
Çimento, Beton	16	3.64%
Banka	15	3.41%
Metal İşleme, Boru, Vana	14	3.18%
İlaç & Sağlık	12	2.73%
Diğer Kimyasal Ürünler	11	2.50%
Kâğıt Ürünleri	11	2.50%
Bina Malzemeleri	11	2.50%
Otomotiv Yan Sanayi	11	2.50%
Dayanıklı Tüketim	10	2.27%
Bayındırlık ve İmar	10	2.27%
Perakende Ticaret	10	2.27%
Lokanta ve Oteller	9	2.05%

İçecek	9	2.05%
Menkul Kıymet Yat. Ort.	9	2.05%
Ulaştırma	9	2.05%
Yatırım Şirketleri	9	2.05%
Demir Çelik	9	2.05%
Otomotiv	8	1.82%
İletişim ve Savunma	7	1.59%
Sigorta Şirketleri	6	1.36%
Orman Ürünleri Ve Mobilya	6	1.36%
Aracı Kurumlar	6	1.36%
Girişim Sermayesi Yat. Ort.	6	1.36%
Petrol	5	1.14%
Medya	5	1.14%
Elektrik Makinaları Kablo ve Malzemeleri	5	1.14%
Finansal Kiralama	5	1.14%
Toptan Ticaret	5	1.14%
Gayrimenkul Faaliyetleri	4	0.91%
Madencilik ve Kıymetli Maden	4	0.91%
Gübre ve Zirai Ürünler	4	0.91%
Diğer İmalat	4	0.91%
İdari ve Destek Hizmet Faal.	4	0.91%
Giyim Eşyası	4	0.91%
Faktoring	3	0.68%
Mesleki, Bilimsel Teknik Faal.	3	0.68%
Tekstil Kimyasalları	2	0.45%
Gaz Taşımacılık	2	0.45%
Deri ve Benzer Ürünler	2	0.45%
Boya	2	0.45%
Tarım ve Hayvancılık	2	0.45%
Telekomünikasyon, Haberleşme	2	0.45%
Kırtasiye	1	0.23%
Spor ve Eğlence sektörü	1	0.23%
Varlık Yönetimi	1	0.23%

Reklamcılık ve Pazar Araştırma	1	0.23%
Cam	1	0.23%
Tüm Sektörler	440	100.00%

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Web Sayfasında Yayımlanan Şirketlerin Finansal Raporları ve Yazarın Hesabı

Tablo 8’de şirket sayıları verilen sektörlerin Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin toplam değeri içindeki payı yıllara göre Tablo 9’de verilmiştir.

Tablo 9: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değerine Göre Sektörel Payları (%)

Şirketin Sektörü	Ortalama (2016-2021)	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Banka	24.33%	16.28%	26.48%	30.84%	23.44%	23.38%	25.55%
Holding	9.48%	7.24%	7.19%	9.32%	10.32%	11.13%	11.70%
Demir Çelik	6.11%	8.36%	5.22%	5.65%	6.30%	6.56%	4.58%
Otomotiv	5.58%	7.40%	5.10%	4.63%	4.61%	5.82%	5.94%
Telekomünikasyon, Haberleşme	5.27%	3.44%	3.66%	5.17%	5.69%	6.71%	6.94%
Petrol	4.48%	3.23%	2.73%	4.26%	6.01%	5.80%	4.84%
Perakende Ticaret	4.11%	2.81%	4.13%	4.04%	5.48%	4.01%	4.19%
Ulaştırma	3.79%	2.63%	2.65%	4.20%	5.61%	4.76%	2.91%
Bayındırlık ve İmar	3.44%	4.18%	2.48%	3.08%	3.34%	3.45%	4.09%
Gayrimenkul Yat. Ort.	3.18%	3.64%	3.04%	2.55%	2.59%	3.18%	4.10%
İletişim ve Savunma	3.00%	2.53%	2.65%	2.44%	4.01%	4.00%	2.40%
Gıda	2.96%	3.41%	6.18%	2.09%	1.79%	2.16%	2.14%
İçecek	2.91%	2.31%	2.14%	2.60%	3.32%	3.21%	3.86%
Dayanıklı Tüketim	2.57%	2.74%	2.39%	2.34%	2.20%	2.36%	3.39%
Çimento, Beton	1.74%	2.07%	2.57%	1.10%	1.22%	1.40%	2.10%
Enerji	1.70%	3.19%	1.92%	1.61%	1.62%	0.97%	0.86%
Cam	1.44%	1.90%	1.26%	1.09%	1.80%	1.25%	1.37%
Otomotiv Yan Sanayi	1.27%	1.72%	1.60%	1.12%	1.08%	0.97%	1.12%
Tekstil Kimyasalları	1.25%	3.26%	1.21%	0.82%	0.89%	0.84%	0.47%
Madencilik ve Kıymetli Maden	1.19%	1.20%	1.22%	1.44%	1.55%	1.07%	0.64%
İlaç & Sağlık	1.14%	1.79%	1.38%	1.08%	0.94%	0.76%	0.85%

Sigorta Şirketleri	1.12%	1.09%	1.34%	1.04%	1.09%	1.07%	1.12%
Gübre ve Zirai Ürünler	0.93%	1.99%	1.99%	0.56%	0.30%	0.32%	0.41%
Metal İşleme, Boru, Vana	0.75%	1.00%	0.91%	0.82%	0.59%	0.61%	0.55%
Finansal Kiralama	0.73%	0.63%	1.02%	1.67%	0.62%	0.21%	0.23%
Bilişim ve Yazılım	0.62%	1.64%	0.60%	0.39%	0.27%	0.37%	0.43%
Yatırım Şirketleri	0.57%	0.89%	1.04%	0.37%	0.35%	0.38%	0.41%
Kâğıt Ürünleri	0.43%	0.60%	0.82%	0.31%	0.30%	0.25%	0.28%
Elektrik Makinaları Kablo ve Malzemeleri	0.36%	0.91%	0.43%	0.28%	0.25%	0.17%	0.12%
Spor ve Eğlence sektörü	0.34%	0.01%	0.44%	0.46%	0.29%	0.34%	0.53%
Tekstil ürünleri	0.33%	0.53%	0.45%	0.27%	0.23%	0.25%	0.24%
Aracı Kurumlar	0.31%	0.74%	0.52%	0.21%	0.14%	0.14%	0.12%
Bina Malzemeleri	0.28%	0.57%	0.37%	0.18%	0.19%	0.19%	0.18%
Giyim Eşyası	0.28%	0.25%	0.23%	0.34%	0.36%	0.41%	0.07%
Girişim Sermayesi Yat. Ort.	0.27%	0.30%	0.36%	0.28%	0.21%	0.30%	0.18%
Lokanta ve Oteller	0.22%	0.62%	0.28%	0.14%	0.10%	0.08%	0.11%
Orman Ürünleri Ve Mobilya	0.22%	0.24%	0.28%	0.20%	0.19%	0.27%	0.14%
Diğer Kimyasal Ürünler	0.21%	0.29%	0.28%	0.21%	0.16%	0.14%	0.15%
Gayrimenkul Faaliyetleri	0.21%	0.55%	0.33%	0.12%	0.09%	0.09%	0.07%
Medya	0.14%	0.20%	0.16%	0.17%	0.11%	0.12%	0.10%
Boya	0.14%	0.15%	0.24%	0.09%	0.08%	0.15%	0.12%
Diğer İmalat	0.11%	0.26%	0.15%	0.05%	0.04%	0.06%	0.08%
Toptan Ticaret	0.11%	0.11%	0.15%	0.13%	0.08%	0.09%	0.07%
Gaz Taşımacılık	0.07%	0.43%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Factoring	0.07%	0.08%	0.09%	0.06%	0.05%	0.06%	0.08%
Menkul Kıymet Yat. Ort.	0.06%	0.06%	0.08%	0.07%	0.05%	0.04%	0.05%
İdari ve Destek Hizmet Faal.	0.05%	0.12%	0.04%	0.03%	0.01%	0.05%	0.01%
Kırtasiye	0.04%	0.04%	0.05%	0.03%	0.04%	0.05%	0.07%
Mesleki, Bilimsel Teknik Faal.	0.04%	0.19%	0.06%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%
Deri ve Benzer Ürünler	0.03%	0.03%	0.04%	0.04%	0.02%	0.01%	0.01%
Tarım ve Hayvancılık	0.02%	0.03%	0.04%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%
Varlık Yönetimi	0.01%	0.07%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Reklamcılık ve Pazar Araştırma	0.00%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Tüm Sektörler	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Web Sayfasında Yayımlanan

Şirketlerin Finansal Raporları ve Yazarın Hesabı

Beş yıllık ortalamalarına bakıldığında Tablo 9'a göre yaklaşık %24,33 ile piyasa değerinin toplam 440 Borsa İstanbul şirketi içindeki payı en yüksek olan sektör bankacılıktır. Bankacılık sektörünü holdingler, demir-çelik ve otomotiv sektörü izlemektedir. 2021 yılında bankacılık sektörünün diğer yıllara göre önemli ölçüde değer düşüklüğü göstermesi dikkat çekicidir.

1.1.6. Çıkar Çatışması ve Sınıf Savaşımı Kavramları

Kişi ya da toplulukların çıkarlarını maksimize etme amacı, bu kişi ve toplulukları karşı karşıya getirebilmektedir. Topluluklar arasındaki çıkar uyumsuzluğu durumu özellikle uluslararası ölçekteki askeri, siyasi, kültürel ve iktisadi savaşlarla somutlaşmaktadır. Çıkar uyumsuzluklarının nedeni olarak ana iktisadi sorun işaret edilebilir. “Kıt kaynaklar ile sınırsız gereksinimleri karşılamak” olan iktisadi sorunda olduğu gibi, kaynaklar kıt ancak ihtiyaçlar sınırsızdır. Bu durumda kişi ve toplulukların kıt kaynaklar için çıkar çatışması halinde olabilecekleri önsel olarak söylenebilir. İktisadi birey ve topluluklar, daha çok tüketim yaparak daha fazla faydaya ulaşabilmek adına kıt kaynaklar için karşı karşıya gelecektir. Diğer yandan başta liberal yaklaşım olmak üzere, pek çok görüş çıkar uyumunun varlığına da vurgu yapmıştır. Bu başlık altında çıkar çatışması ve çıkar çatışması içinde bulunan iktisadi sınıflar ile sınıf savaşımı kavramları açıklanmış; şirketler özelinde çıkar çatışmasının etkisine değinilmiştir.

İktisadi literatürde çıkar çatışması konusunun ilk olarak merkantilist yaklaşım tarafından geliştirildiği söylenebilir. Açık bir ifade ile dış ticarete bir taraf kaybederken, diğer tarafın kazandığını savunan merkantilist yaklaşım; bu hipotezi ile çıkarların uyumsuz olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durum ülkelerarası askeri, siyasal kültürel ve iktisadi savaşları da açıklamaktadır. Merkantilist yaklaşım dış ticaret ile değerli maden stokunu artıran ülkenin çıkarlarını koruyacağı ve kazançlı olacağı, değerli maden stoku azalan ülkenin ise kazançsız olacağını öne sürmektedir. Merkantilistlerin dış ticarete yönelik bu şekildeki tutumları “sıfır toplamli oyun” kavramını geliştirmiştir. Buna göre toplam fayda sabittir ve herhangi bir kişi ya da bir topluluğun faydasını artırabilmesi başka bir kişi ya da topluluğun faydasının azalması

ile mümkündür. Bu durum hiç kuşkusuz kişi ya da toplulukları doğrudan doğruya karşı karşıya getirmektedir.

Merkantilist yaklaşımın sıfır toplamlı oyun söylemine eleştiri olarak Adam Smith (1776) Ulusların Zenginliği kitabında “pozitif toplamlı oyun” hipotezini ortaya atmıştır. Smith’in hipotezine göre her iktisadi bireyin çıkarını maksimize etmesi diğer bireylerin çıkarlarını da maksimize edecektir. Adam Smith, işgücü ve uzmanlaşmayı bireylerin kendi aralarında yaptığı ticarete bağlamıştır. Bireylerin kendi aralarında ticaret yapma nedeni ise çıkarlarını maksimize etmektedir ve bu durum bir çeşit örtülü toplumsal anlaşma gibi betimlenmiştir. Çıkarını maksimize etmek için ticaret yapan birey ticaret yaptığı diğer iktisadi bireyin de ihtiyacını karşılamış olmakla kalmayıp satım yaptığı üründe uzmanlaşmış olacaktır. 1776 yılında Adam Smith’in bu çerçevede geliştirdiği hipotezin temeli iş bölümü ve uzmanlaşma kavramlarına dayanmaktadır. Adam Smith, bireylerin faydalarını maksimize etmek için daha çok ticaret yapması durumunda daha derin bir iş bölümü ve uzmanlaşma olacağı bu yolla verimliliğin daha çok artacağını ve toplam üretimin daha yüksek düzeylere ulaşacağını savunmuştur.

Sanayi devriminden yaklaşık yarım yüzyıl sonra iktisadi iş bölümüne dayalı sınıfların iyice belirginleşmesi ve bu sınıflar arasındaki gelir dağılımı eşitsizliği tekrar çıkar çatışması konusunu gündeme getirmiştir. İşçi sınıfı ile birlikte gelişen sosyalist iktisadi yaklaşım Smith’in tersine ağır bir çıkar çatışması vurgusunu benimsemiştir. Karl Marx (1867, 1885, 1894) sınıflar arası iktisadi gelir ve yaşam standartlarındaki uçuruma dikkat çektiği çalışmalarında çıkar çatışmasına gönderme yaparak sınıf savaşımı kavramını geliştirmiştir. Buna göre iktisadi faaliyetlerin toplumsal yaşama etkisinin artması iktisadi iş bölümüne göre tanımlanan kimliklerin etkisini de artırmıştır. Marx’ın hipotezine göre bu sınıflardan biri olan işçi sınıfı, sermaye sınıfı ile çıkar çatışması yaşamaktadır. Yine Marx’a göre sınıflar kendi içlerinde ise çıkar uyumu halindedir. Dolayısıyla iktisadi iş bölümüne göre aynı sınıfta bulunan bireyler arasında çıkar uyumu varken, farklı sınıflarda yer alan bireyler çıkar çatışması halindedir. Bu da toplulukları sınıf savaşımına sürüklemektedir.

Yirminci yüzyılda ise “çatışma teorisi” ile ilgili önemli çalışmalar üretilmiştir. İşlevselciliğe eleştiri olarak Charles Wright Mills (1939, 1959) çatışma kuramına önemli katkıda bulunmuştur. Bu kuram sosyal bilim alanında geliştirilmiş olup Karl Marx’ın sınıf savaşımı teorisinin bir çeşit geliştirilmiş hali gibi görülmektedir. Çatışma kuramı sosyoloji alanında önemli yankı uyandırsa da aynı etki iktisat bilimine geçmemiştir. Ancak yirminci yüzyılın ortasında John Nash’in oyun teorisi ile çağdaş iktisat biliminde çıkar çatışması konusunun altı çizilmiştir.

Yirminci yüzyılda çıkar çatışmaları ve çıkar uyumu ile ilgili yapılan en başarılı çalışmalardan biri John Forbes Nash (1950) tarafından geliştirilmiştir. John Nash de Karl Marx gibi Adam Smith’in çıkar uyumu görüşüne eleştiriyle yaklaşmıştır. Sayısal bilimci olan Nash, “Oyun Teorisi” olarak adlandırılan modellemesinde bireylerin kişisel faydalarını maksimize etmesinin toplam faydayı maksimize etmeyeceğini ortaya koymuştur. Dolayısıyla bireylerin kesinlikle bir çıkar uyumu içerisinde bulunduğu ifade edilemez. Bu teoriyle Nobel Ödülü alan Nash’in oyun teorisi liberal yaklaşımlar tarafından da benimsenmiş ve monopol ve oligopol piyasalarda kartel ve tröst yapılarını açıklamakta kullanılmıştır. Geliştirdiği hipotezle eksik rekabet piyasalarının neden oluştuğu hakkında ipucu veren Nash, aynı zamanda kişi ve toplumların çıkarları arasında çatışmaların olduğunu ve Adam Smith gibi pür bir çıkar uyumundan söz edilemeyeceğini kanıtlamıştır. John Nash’in teorisine kadar neredeyse görmezden gelinen çıkar çatışmaları günümüzde özellikle sermaye piyasalarının en önemli gündemlerinden biri halini almıştır. Paul J. Adam (1963) çıkar çatışmasının şirket yönetimi ve iş yaşamından finansal sektöre kadar geniş bir boyutta olduğunu ifade etmiştir. Şirketler özelindeki çıkar çatışmaları tüm iç ve dış paydaşlar arasında olabilmektedir. İşçilerden, yönetici ve hisse sahibine kadar şirketin bütün iç paydaşları çıkar çatışması yaşayabilir (Demski, 2003). Şirketin iç ve dış paydaşları arasındaki çıkar çatışmaları ve kararlarındaki farklılıklar 2.1.1. başlığında incelenmiştir.

Günümüz işletme bilimi literatürü incelendiğinde çıkar çatışmaları ve etkileri ile ilgili pek çok araştırma yapıldığı görülmektedir (French, 1987; Carson, 1994; Palazzo & Rethel, 2008; Chu, 2018). Türk kanunlarında da özellikle bir şirketin ortakları arasında ya da ortakları ile yöneticileri arasında yaşanacak çıkar çatışmalarına dikkat çekilmiştir. SPK’nın resmi lisanslama kurumu olan Sermaye Piyasası

Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu Anonim Şirketi tarafından yayınlanan çalışma notunda hisse sahipliği ve yöneticilerin farklı olması durumunda ortaklar ve yöneticiler arasında çıkar çatışması olacağı belirtilmiştir. Üstelik bu notlarda yalnızca ortaklar arası çıkar çatışmalarına değil, sahiplik ve yöneticiliğin ayrışması durumunda ortaya çıkacak yönetici ve ortaklar arası çıkar çatışmalarına da dikkat çekilmiştir. Dolayısıyla şirket paydaşları arasında böylesi bir çıkar çatışmasının varlığı şirket amacı ve kararlarının sorgulanmasını gerektirecek bir durumdur. Tüm paydaşların çıkar ve haklarını eşit biçimde korunması için gerekli yasal düzenlemeler ve bu yasalara uyulup uyulmadığını denetlemekle yetkilendirilmiş güçlü ve etkin çalışan devlet kurumları gerekmektedir. Bununla birlikte halka açık şirketlerin finansal rapor ve faaliyet raporlarının açık biçimde ve gerçeğe uygun şekilde kamuoyuyla paylaşılması elzemdir.

1.2.Şirket Kararlarını ve Kâr Payı Dağıtım Davranışlarını Etkileyen Faktörler

Şirketlerin karar alma süreçleri oldukça karmaşık ilişki ve kriterleri içeren bir yapıya sahiptir. Karar alma sürecinde şirketlerin karar yapıcı durumundaki iç paydaşları pek çok unsuru dikkate almaktadır. Elbette çıkar ilişkilerine sahip olan şirketler, bu unsurlardan farklı biçimlerde etkilenmektedir. Bu nedenle şirketlerin aynı ya da benzer koşullar altında, farklı kararlar aldıkları görülmektedir. Şirketlerin bu strateji farklılığını etkileyen pek çok unsur sıralanabilir. Söz gelimi şirketlerin türü, esas sözleşmelerinde yer alan unsurları, şirket amaçları, sermaye ve ortaklık yapıları, faaliyet gösterdikleri sektör, kullandıkları üretim kaynağı bileşenleri, vergiler, rakiplerin stratejileri gibi pek çok parametre şirket kararlarını etkileyebilmektedir (Mehran, 1992; Gotsias & Tompkins, 2013). Şirketler arası bu farklılığın görüldüğü en önemli konulardan biri kuşkusuz kâr payı dağıtım kararıdır. Fischer Black (1976) kâr payı dağıtım kararlarını etkileyen unsurları açıklamaya çalışırken bu tür davranışların karmaşıklığını belirtmek üzere “kâr payı bilmecesi” (Divident Puzzle) söylemini geliştirmiştir. Black’ın kâr payı bilmecesi kavramından anlaşılacağı üzere bir şirketin kâr payı dağıtım kararının kesin ya da yaklaşık tespiti oldukça güçtür. Bunun nedeni kâr payı dağıtım kararının şirket yönetim mekanizması tarafından alınması ve kişilere bağlı olmasıdır. Dolayısıyla dağıtılacak kâr payının tahmini yalnızca şirketlerin finansal durumlarıyla değil, kişilerin kararlarını etkileyen unsurlar da incelenmelidir. Bu unsurlar yalnızca finansal unsurlar olmayıp, kuşkusuz çıkar çatışmaları ve yatırım getirileri gibi pek çok parametrenin dâhil olduğu başka bir yapbozdur. Finansal yönetimin yatırım kararı ve finansman kararı ile birlikte üç saç ayağından biri olan kâr payı kararı şirketler için önem arz eden bir diğer husustur. Bu başlık altında şirket kararları ve şirketlerin kâr payı dağıtım davranışlarını etkileyen faktörler değerlendirilmiştir.

1.2.1. Şirketin Çevresi ve Paydaşlar

Tanımı itibariyle şirketler, üretim kaynaklarını bir araya getirerek toplum ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla üretim yapan örgütlerdir. Dolayısıyla şirketler birden çok unsurun bir arada bulunduğu yapılanma biçimine sahiptir. Şirketin çevresini oluşturan bu unsurlar iç ve dış paydaşlar olarak adlandırılmaktadır. İç ve dış paydaşlar şirketin çevresini oluşturduğu için bazı kaynaklarda iç ve dış çevre olarak da adlandırılmıştır. Her biri şirketin ekosisteminde yer alan paydaşlar, şirketin karar ve faaliyetlerinden doğrudan ya da dolaylı olarak etkilenmektedir. İç ve dış paydaşlar şirket kararlarından etkilendiği gibi, şirket kararlarını da etkilemektedir. Şirket paydaşları hisse sahiplerinin kendisi, yöneticiler, işçiler ve diğer çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, çıkar grupları, sendikalar, rakipler, devlet, toplumun kalanı ve nihayetinde diğer tüm iktisadi ve toplumsal unsurlardır (Argandoña, 1998: 1093). Bunlar arasından hisse sahipleri, yöneticiler ve çalışanlar iç paydaşlar olarak tanımlanırken, diğerleri dış paydaş olarak sınıflandırılabilir (Easley & Lenox, 2006: 765). İç paydaşlar şirketin faaliyetlerine daha yakın dursalar da bazı durumlarda devlet, rakipler, tedarikçiler ve müşteriler gibi şirketin önemli konumdaki dış paydaşları şirket kararlarını iç paydaşlardan daha etkin biçimde yönlendirebilir. Her şirket, dış paydaşı olan başka bir şirket için bir dış paydaştır. Bu nedenle şirketin kararları diğer şirketleri de etkilemektedir.

Sermaye piyasalarının tüm dünya ekonomilerinde hızla gelişmesi ile birlikte şirket yönetimi ve sermaye piyasalarındaki çıkar çatışması konuları daha dikkat çekici bir hale gelmiştir. Kuşkusuz, şirketin aldığı kararlar tüm paydaşlar üzerinde aynı etkiyi oluşturmamaktadır. Bu karardan tüm paydaşlar olumlu yönde etkilense dahi, bu olumlu etkinin bölüşümü konusunda çıkar uyumsuzluğu yaşanacaktır. Bu nedenle şirket paydaşları arasında bir çıkar çatışması söz konusudur. Bu bağlamda şirketin hangi paydaş grubunun çıkarını koruyarak karar alması gerektiğini inceleyen çalışmalar geliştirilmiştir. Bu çalışmalar şirketin karar tarzının neden ve sonuçlarını da değerlendirmiştir.

Şirket kararlarının belirleyicisi olan ve şirketin çevresini oluşturan paydaşlar şirketlerin finansal performanslarını önemli ölçüde etkilemektedir (Zahra, 1993: 319).

Paydaşların önemli ortak çıkarları olduğu gibi paydaşlar arasında çıkar uyumsuzlukları da söz konusudur. Bu uyumsuzluklar şirket karar alma sürecinde kendisini göstermektedir. Çıkar uyumsuzlukları nedeniyle şirketin karar alma süreci karmaşıklaşabilir. Geleneksel düşünce tarzı şirketin yönetiminde şirket ortaklarının çıkarlarının korunması gerektiğine yöneliktir. Ancak çağdaş yaklaşımlar şirketin, bütün şirket paydaşlarının çıkarlarını koruması gerektiğini önermektedir. Magill vd. (2015) ülkeler özelinde yaptığı araştırmalarda geçmişte şirket ortaklarının çıkarlarına öncelik veren şirket yöneticilerinin şirketin tüm paydaşlarının çıkarlarına öncelik vermeye yöneldiğini gözlemlemiştir. Paydaş teorisi (stakeholder theory) olarak adlandırılan bu durum kurumsallaşan şirketlerde doğal olarak görülmesi beklenen bir eğilimdir.

Paydaş teorisi, şirketlerin yalnızca şirket ortaklarına ya da iç paydaşlara karşı sorumlu olmamalarına dayanır. Şirketler karar ve faaliyetleri ile oluşturdukları dışsallıklar nedeniyle dış paydaşları da etkilemektedir. Bu nedenle sürdürülebilir üretim ve faaliyet yapısı için şirketlerin dış paydaşları ile iş birliği içinde olması gerekir (Joseph, 2009: 402). Bu iş birliği yalnızca müşteri ve tedarikçi durumundaki dış paydaşlarla değil, şirketin doğrudan müşterisi ya da tedarikçisi konumunda olmayan iktisadi unsurlarla da kurulmalıdır. Bunun nedeni şirketin doğrudan ticari faaliyette bulunmadığı bir unsur ile şirket dolaylı olarak ilişki içindedir. Tedarik zincirinin derinliği nedeniyle günümüz iktisadi koşullarında bir şirketin dış çevresinden izole bir biçimde faaliyetlerini sürdürmesi olanaksızdır. Söz gelimi aramalı üreten bir işletmenin nihai tüketici ile doğrudan ilişki içinde olmasa da nihai tüketici ile iyi bir ilişki kurması ve bu kesimin çıkarlarını gözetmesi gerekmektedir. Tersine durumda dış paydaşlarının faydalarını korumaya ve artırmaya olanak tanımayan şirketler müşteri ve tedarikçileri nedeniyle doğrudan, diğer dış paydaşları nedeniyle de dolaylı olarak zarara uğrayacaktır.

Geliştirilen paydaş teorisine yönelik çalışmalar incelendiğinde şirket sahipleri yani ortaklar ve diğer paydaşların çıkarları arasındaki uyumsuzluk üzerine odaklanıldığı görülmektedir. Bunlar arasında şirket ortaklarının şirketin diğer iç paydaşları ile yaşadıkları çıkar uyumsuzlukları önem arz etmektedir. Bu çıkar uyumsuzlukları kâr payı dağıtma kararında da kendisini göstermektedir.

Paydaşlar arasındaki arası çıkar çatışmaları literatürde tartışılan önemli bir konudur ve bu konu üzerindeki tartışmalar şirketlerin kurumsallaşması ile birlikte artış eğilimi göstermektedir (Azzone vd., 1997; Aggarwal, 2003; Magill vd., 2015). Özellikle şirket yöneticileri ve hissedarları arasında en önemli çıkar çatışması konularından biri kâr payıdır. Hisse sahiplerine kâr payı dağıtımını yöneticilerin kaynaklarını azaltmaktadır (Jensen, 1986: 323). Dolayısıyla yöneticilerin kontrol gücünün yüksek olduğu kurumsal firmalarda kâr payı dağıtımının azalması beklenecektir. Donaldson (1984) bu tür şirket yöneticileri için şirketin değerini yükseltmekten ziyade şirket servetini yükseltmenin daha öncelikli olduğunu belirtmiştir. Şirketin ortaklarına kâr payı dağıtarak yaptığı ödemeler şirket için önemli bir kaynak kaybına neden olmaktadır. Yöneticiler ise kaybedilen bu kaynakları şirketin yatırım ve varlıklarını artırmak amacıyla kullanmayı uygun görür. Gelirini ücret olarak elde eden yönetici, böylece gelir düzeyini artırma şansı yakalayabilecek, şirketin yöneticilere sağladığı olanaklardan daha çok yararlanabilecek ya da terfi etme şansı elde edecektir. Tüm bu nedenlerden dolayı şirket yöneticileri kâr payı dağıtımına karşı tutum alırken, şirket ortakları kâr payı dağıtımına daha istekli yaklaşabilir. Yöneticiler için geçerli olan bu durum diğer mavi ya da beyaz yakalı çalışanlar için de geçerlidir. Çalışanların hisse sahibi olduğu sermaye yapısına sahip şirketlerde çalışanların şirketten beklentileri hisse sahibi olmadıkları duruma göre oldukça değişmektedir (French, 1987: 427–429). Yöneticilerde olduğu gibi, hisse sahibi olmayan çalışanlar da kâr payı dağıtımına sıcak bakmamaktadır. Dağıtılmayan kâr payları işletmenin sermayesini ve yatırımlarını artıracığı için üretimdeki sermaye oranı artacak; emek verimliliği yükselecektir. Emegın verimliliğindeki artışın da ücretlerde yükselme beklentisi yaratacağı kabul edilebilir. Dış paydaşın da şirketin kâr payı dağıtma ya da dağıtmama kararına göre beklenti içine girdikleri söylenebilir. Kâr payı dağıtmayan şirketin yatırımlarını ve üretimlerini artıracığı ve tedarikçilerinden daha çok aramalı ve yatırım malı alacağını varsaymak gerekmektedir. Bu bağlamda tedarikçiler için şirketin kâr payı dağıtmaması daha olumlu görülecektir. Diğer yandan rakip şirketler, kâr payı dağıtılmaması durumunda daha rekabetçi bir piyasayla karşılaşacağından dolayı rakibi olan şirketin kâr payı dağıtmasını olumlu yorumlayacaklardır.

Kâr payı dağıtımı sonucunda paydaşların farklı çıktılarla karşılaşması paydaşlar arasındaki çıkar çatışmasını gündeme getirmektedir. Kâr payı dağıtım kararındaki farklı görüşlerin en temel nedenlerinden biri paydaşlar arasındaki çıkar çatışmasıdır. Şirket kararları her paydaşı eşit ölçüde etkilemeyecektir. Dolayısıyla çoğu zaman şirketin en büyük hissesini elinde bulunduran ortak konumundaki şirket kararlarına yön veren paydaş, kâr payı dağıtım kararını çıkarları doğrultusunda almak isteyecektir. Bu nedenle şirket yönetiminde söz gücü olmayan paydaşların haklarının korunması gerekmektedir.

1.2.2. Kaynak Yapısı

Literatürde şirket karar ve davranışlarını açıklamakta kullanılan en önemli değişkenlerden birisi de şirketin kaynak yapısıdır. Şirketler gerek kaynak gereksinimi gerekse fazla olan kaynaklarının değerlendirilmesi amacıyla finansal piyasalara başvururlar. Finansal piyasalar;

a-) bir yıldan kısa vadeli araçların işlem gördüğü para piyasaları,

b-) orta ve uzun vadeli araçların işlem gördüğü sermaye piyasaları (Kocaman, 2004: 8, 9) ve son olarak

c-) bilişim ve iletişim alanındaki gelişmelerle ağırlığı önemli ölçüde artan kredi piyasaları olmak üzere üç ana başlıkta ele alınabilir. Kaynak gereksinimi olan işletmeler fon talepçisi, kaynak fazlası olan ve atıl durumdaki bu kaynakları değerlendirmek isteyen işletmeler ise finansal piyasalara fon arzıcısı olarak girmektedirler.

Dolayısıyla şirketler varlıklarını öz kaynaklarıyla ya da borçlanarak edindikleri yabancı kaynaklarla fonlayabilirler. Yabancı kaynak kullanımı ile yapılan fonlama işlemi şirketler için bir borç yükümlülüğü doğuracaktır. Borç alarak yabancı kaynak kullanan işletme belirli bir vade sonunda, faiz ödemesine katlanarak borcunu ödemelidir. Bu durumda borcun cinsine göre şirket önemli belirsizlikleri de üstlenmiş olur. Bu riskler şirketin faaliyetinden bağımsız olabilir. Dolayısıyla şirketlerin aşırı

borçlu yapıları makroiktisadi kırılganlığı artırmaktadır. İncekara vd. (2017) Türk imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren on beş şirket özelinde yaptıkları çalışmada özellikle yabancı para cinsinden borçlanmanın şirketlerin kırılganlığını önemli ölçüde artırdığını tespit etmiştir. Bu şirketler faaliyetlerinden bağımsız olarak kur değişimlerinde önemli kayıplarla karşılaşabilmektedir. Bu nedenle bir şirketin faaliyetleri tasarlandığı gibi olumlu sonuçlar verse de şirketin kaynak yapısının farklılığı şirketi zarara sürükleyebilir. Dolayısıyla yabancı kaynak kullanımı bazı durumlarda kârlı olsa da şirkete önemli riskler yüklediği için tehlikeli bir seçeneğe dönüşebilir. Nitekim yabancı kaynak kullanımındaki artışın üretimi artırmadığını savunan çalışmalar da literatürde bulunmaktadır. Tunalı ve Onuk (2017) kredi hacmindeki genişlemenin büyümeyi etkilemediğini; büyümenin kredi hacmi genişlemesinin bir nedeni olduğunu ortaya koymuşlardır.

Sermaye piyasası aracı olan hisse senetleri, diğer araçlardan farklı olarak elinde bulunduran kişiye sahiplik hakkı veren kıymetli evraktır. Getirisi belirsiz olan hisse senedi, fon arzıcısına pay hakkı verirken, bundan doğan belirsizliği de alıcısına yüklemektedir. Diğer bir deyişle hisse senedi satışı ile varlıklarını ve faaliyetlerini fonlayan şirketler, yabancı kaynak kullanımı nedeniyle üstlenecekleri risk ve belirsizliği küçük yatırımcıya aktarmaktadır. Böylece sermaye sahipliğinin tabana yayılmasının yanı sıra, her türlü risk de tabana yayılmış; bölüşülmüş olacaktır. Dolayısıyla kazanç ya da kayıp durumunda ortaya çıkacak olumlu ya da olumsuz etki daha geniş bir kesime yayılacağından her iki durumda da etkin bir bölüşüm gerçekleşecektir.

Hisse senetleri, kaynak gereksinimi duyan işletme için herhangi bir geri ödeme koşulu doğurmaması nedeniyle şirketlerce tercih edilmektedir. Diğer yandan hisse senedi arz eden pay sahipleri, yalnızca belirli bir oranda kâr payından vazgeçmekle kalmayıp, kontrol gücünü de yamaktadır. Genel bir tanımlama ile işletme sahipliğinin halka satılması anlamına gelen hisse senetlerinin borsa ya da borsa dışı piyasalarda halka arzı durumunda; işletmeler SPK ve Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) kapsamına girmektedir. Hisse senedi satışı sonucunda işletmenin sahiplik yapısındaki dönüşüm, işletmenin SPK ve SPKn kapsamına girmesi gibi durumlar işletmeleri halka açıklık durumuna ve halka açıklık ölçüsüne göre politikalarını değiştirme yoluna

itmektedir. Altının çizilmesi gerekir ki hisse senedi ihracı ile şirketlerin fon sağlaması ortaklık yapısını da etkilemektedir. Hisse satışı şirkete borç yükümlülüğü yaratmazken, ortaklık hakkı veren payların el değiştirmesi ortaklık yapısını da değiştirmektedir.

Borçlanma olanakları kolaylaştıkça ve şirket kârlılığı arttıkça şirketler halka arz yerine yabancı kaynak kullanarak finansman sağlamayı tercih edecektir. Tersı durumda ise halka arz ile kaynak sağlamak elverişli olacaktır. Bununla birlikte kâr payı dağıtımı da şirket kaynak yapısına etki eden önemli bir unsurdur. Şirketin elde ettiğı kâr potansiyel bir öz kaynaktır. Yine borçlanma olanaklarının kolaylaşması, şirketlerin daha yüksek kâr payı dağıtım kararı almasını sağlayabilir. Tersı durumda şirket elde ettiğı kârı kaynak olarak kullanma yoluna gidecektir.

Halka açıklık oranı, kâr payı dağıtımı ve kaynak yapısı arasındaki ilişkiyi açıkladıktan sonra Türk şirketlerinin mevcut durumlarını incelemek gerekmektedir. Halka açıklık oranlarına göre Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin toplam kaynakları içindeki öz kaynak oranları Tablo 10'da verilmiştir.

Tablo 10: Şirketlerin Halka Açılık Oranlarına Göre Toplam Öz Kaynaklarının Toplam Kaynakları İçindeki Payı (%)

Halka Açıklık Oranı	Ortalama (2016-2021)	2021	2020	2019	2018	2017	2016
%0-20 Arası	85.77%	87.05%	85.04%	84.58%	85.54%	86.05%	86.36%
%21-40 Arası	74.19%	68.97%	69.86%	74.15%	75.49%	78.23%	78.43%
%41-60 Arası	67.44%	59.88%	63.57%	70.08%	69.82%	70.60%	70.70%
%61-80 Arası	45.45%	44.55%	42.11%	45.80%	40.91%	47.57%	51.74%
%81-100 Arası	41.09%	44.97%	37.53%	40.40%	43.13%	37.79%	42.71%
Tüm Şirketler	74.69%	71.03%	71.65%	75.23%	75.82%	77.10%	77.33%

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Web Sayfasında Yayınlanan Şirketlerin Finansal Raporları ve Yazarın Hesabı

Tablo 11: Şirketlerin Halka Açıklık Oranlarına Göre Toplam Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklarının Toplam Kaynakları İçindeki Payı

Halka Açıklık Oranı	Ortalama (2016-2021)	2021	2020	2019	2018	2017	2016
%0-20 Arası	8.11%	7.79%	8.40%	8.97%	8.12%	7.75%	7.61%
%21-40 Arası	15.98%	22.03%	20.48%	14.80%	14.23%	12.63%	11.73%
%41-60 Arası	22.75%	27.05%	24.43%	20.51%	21.23%	21.72%	21.54%
%61-80 Arası	35.07%	38.02%	40.32%	32.45%	37.78%	32.39%	29.49%
%81-100 Arası	38.28%	39.98%	40.73%	39.25%	37.02%	41.07%	31.63%
Tüm Şirketler	16.55%	19.76%	18.71%	15.57%	15.47%	15.13%	14.66%

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Web Sayfasında Yayınlanan Şirketlerin Finansal Raporları ve Yazarın Hesabı

Tablo 12: Şirketlerin Halka Açıklık Oranlarına Göre Toplam Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklarının Toplam Kaynakları İçindeki Payı

Halka Açıklık Oranı	Ortalama (2016-2021)	2021	2020	2019	2018	2017	2016
%0-20 Arası	6.12%	5.16%	6.56%	6.45%	6.34%	6.20%	6.03%
%21-40 Arası	9.83%	9.00%	9.66%	11.05%	10.28%	9.14%	9.84%
%41-60 Arası	9.81%	13.07%	12.01%	9.41%	8.95%	7.68%	7.75%
%61-80 Arası	19.48%	17.42%	17.57%	21.75%	21.31%	20.04%	18.77%
%81-100 Arası	20.63%	15.05%	21.74%	20.36%	19.85%	21.14%	25.66%
Tüm Şirketler	8.76%	9.20%	9.63%	9.20%	8.71%	7.78%	8.01%

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Web Sayfasında Yayınlanan Şirketlerin Finansal Raporları ve Yazarın Hesabı

Tablo 10, Tablo 11 ve Tablo 12 göstermektedir ki halka açıklık oranları arttıkça şirketler yabancı kaynak kullanımına daha eğilimli hale gelmektedir. Halka açıklık oranlarına göre beş gruba bölünen şirketlerin kaynak yapıları incelendiğinde halka açıklık oranı ile yabancı kaynak kullanımı arasında neredeyse doğrusal bir ilişki olduğu görülebilir. Bu ilişki hem kısa vadeli yabancı kaynak kullanımında hem de

uzun vadeli yabancı kaynak kullanımında geçerlidir. Bu durumun nedeni halka açık şirketlerin kurumsal yapıları nedeniyle yabancı kaynaklara daha kolay ulaşabilmesi olarak yorumlanabilir. Diğer yandan şirket hissedarlarının, şirkete karşı aidiyet duyguları daha güçsüz olması nedeniyle borçlanma karşıtı bir tutum sergilemiyor olabilir. Bu nedenlerden dolayı halka açıklık oranı arttıkça, yabancı kaynak kullanımının da arttığı söylenebilir.

Tablo 13, Tablo 14 ve Tablo 15 Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin en büyük ortaklarının türlerine göre şirketlerdeki kaynak yapısını göstermektedir. Buna göre ortaklık yapısında en büyük ortak grubunu halka açık olan kısmın oluşturduğu şirketlerin kaynak yapısında yabancı kaynakların oranı daha yüksektir.

Tablo 13: En Büyük Ortağın Türüne Göre Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Toplam Öz Kaynaklarının Toplam Kaynakları İçindeki Payı (%)

En Büyük Ortağın Türü	Ortalama (2016-2021)	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Dernek, Vakıf, Bakanlık, Özelleştirme Fonu	98.78%	98.86%	98.61%	98.53%	98.71%	98.91%	99.05%
Diğer*	63.50%	61.33%	62.09%	62.82%	63.71%	65.26%	65.77%
Gerçek Kişi	50.43%	53.17%	47.43%	47.06%	46.18%	53.11%	55.64%
Halka Açık	43.67%	40.68%	39.11%	43.86%	45.92%	47.28%	45.14%
Tüzel Kişi	69.18%	61.95%	62.99%	71.12%	71.99%	73.39%	73.66%
Tümü	74.69%	71.03%	71.65%	75.23%	75.82%	77.10%	77.33%

*Bu gruptaki şirketlerde hisselerin halka açık kısmının gerçek ya da tüzel kişilerde toplanması söz konusudur.

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Web Sayfasında Yayınlanan Şirketlerin Finansal Raporları ve Yazarın Hesabı

Tablo 14: En Büyük Ortağın Türüne Göre Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Toplam Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklarının Toplam Kaynakları İçindeki Payı (%)

En Büyük Ortağın Türü	Ortalama (2016-2021)	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Dernek, Vakıf, Bakanlık, Özelleştirme Fonu	0.74%	0.80%	0.92%	0.87%	0.72%	0.62%	0.49%
Diğer*	25.63%	26.70%	25.75%	25.39%	25.68%	25.42%	24.82%
Gerçek Kişi	25.25%	25.36%	26.50%	26.72%	26.41%	25.43%	21.09%
Halka Açık	30.38%	24.24%	30.43%	28.59%	28.90%	32.89%	37.26%
Tüzel Kişi	19.09%	26.20%	24.36%	17.06%	16.40%	15.69%	14.82%
Tümü	16.55%	19.76%	18.71%	15.57%	15.47%	15.13%	14.66%

*Bu gruptaki şirketlerde hisselerin halka açık kısmının gerçek ya da tüzel kişilerde toplanması söz konusudur.

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Web Sayfasında Yayımlanan Şirketlerin Finansal Raporları ve Yazarın Hesabı

Tablo 15: En Büyük Ortağın Türüne Göre Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Toplam Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklarının Toplam Kaynakları İçindeki Payı (%)

En Büyük Ortağın Türü	Ortalama (2016-2021)	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Dernek, Vakıf, Bakanlık, Özelleştirme Fonu	0.49%	0.34%	0.47%	0.61%	0.57%	0.48%	0.46%
Diğer*	10.88%	11.96%	12.16%	11.78%	10.60%	9.32%	9.41%
Gerçek Kişi	24.31%	21.47%	26.07%	26.22%	27.40%	21.46%	23.27%
Halka Açık	25.95%	35.08%	30.47%	27.55%	25.18%	19.83%	17.60%
Tüzel Kişi	11.73%	11.84%	12.65%	11.82%	11.62%	10.93%	11.52%
Tümü	8.76%	9.20%	9.63%	9.20%	8.71%	7.78%	8.01%

*Bu gruptaki şirketlerde hisselerin halka açık kısmının gerçek ya da tüzel kişilerde toplanması söz konusudur.

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Web Sayfasında Yayımlanan Şirketlerin Finansal Raporları ve Yazarın Hesabı

Bu bölüm kapsamında paylaşılan veri ve tablolar göstermektedir ki halka açıklık oranı ve ortaklık yapısına göre şirketin kaynak yapısı arasında bir ilişki olduğu açıktır. Şirket kararlarını etkileyen bu unsurlar arasındaki ilişkinin doğru biçimde analizi ve sonuçlandırılması önem arz etmektedir. Değişkenler arasındaki ilişkinin neden böylesi bir yapıda olduğunun analizi bu tezin yanıt aradığı sorulardan birisidir.

1.2.3. Ortaklık Yapısı

Şirketin hisselerini elinde bulunduran kişilerin sayısı ve niteliği şirket kararları ve performansının en önemli belirleyicilerinden olmuştur. Hisse sahiplerinin sayısını ve niteliğini ifade eden “ortaklık yapısı” ya da “sahiplik yapısı” kavramı literatürde şirketlerin verimliliği, sermaye ve borçlanma yapısı ve kâr payı dağıtımını gibi pek çok değişkenin nedeni olarak ele alınmıştır (Öcal, 2005; Taşkın ve Coşkun, 2015; Taşbaş ve Belen 2020). Nitekim bu konuyu inceleyen çalışmaların ekonometrik analize dayanan uygulamaları da benzer sahiplik yapısındaki şirketlerin benzer özelliklerde olduğunu ve yine benzer durumlar altında paralel kararlar aldıklarını ortaya koymuştur. Kâr payı dağıtımını konusu da bunlardan biridir. Şirketin ortaklık yapısı kâr payı dağıtımını etkilemektedir.

Ortaklık yapısının önemi şirket ortakları arasındaki çıkar çatışmaları incelendiğinde anlaşılmaktadır. Nitekim bu tezin savlarından biri yönetimini elinde bulunduran büyük ortak durumundaki hisse sahibinin küçük pay sahipleriyle kâr payını paylaşmak istemeyeceği üzerine kuruludur. Bu nedenle tezin konusu bakımından ortaklık yapılarının anlaşılması önem arz etmektedir. Tablo 16’da en büyük ortağın niteliğine göre Borsa İstanbul şirketlerinin ortaklık yapılarına ilişkin sayısal değerler verilmiştir.

Tablo 16: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin En Büyük Ortağının Türüne Göre Sayı ve Oranları (2021)

En Büyük Ortağın Türü	Sayı	Toplam İçindeki Payı
Tüzel Kişi	186	42%
Diğer	183	42%
Gerçek Kişi	50	11%
Halka Açık	12	3%
Dernek, Vakıf, Bakanlık, Özelleştirme Fonu	9	2%
Toplam	440	100%

Kaynak: KAP Verileri

Tablo 17’de ise şirketlerin en büyük ortağın türüne göre kâr payı dağıtım oranları yıllık ve 2016-2021 ortalaması olarak verilmiştir. Veriler Tablo 16’da dağılımları verilen 440 şirketi kapsamaktadır.

Tablo 17: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin En Büyük Ortağının Türüne Göre Kâr Payı Dağıtımları (% Piyasa Değerine Oranı)

En Büyük Ortağın Türü	Ortalama (2016- 2021)	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Tüzel Kişi	14.0%	15.7%	12.7%	6.6%	21.4%	14.0%	13.8%
Diğer	10.6%	8.8%	9.5%	6.5%	8.3%	12.7%	17.8%
Gerçek Kişi	3.9%	2.4%	1.3%	2.0%	5.1%	5.0%	7.6%
Halka Açık	10.1%	6.8%	1.3%	9.6%	18.1%	19.6%	5.3%
Dernek, Vakıf, Bakanlık, Özelleştirme Fonu	5.2%	5.1%	4.2%	1.8%	1.4%	7.4%	11.2%
Toplam	12.2%	13.2%	11.1%	6.2%	15.7%	12.9%	14.2%

Kaynak: KAP Verileri

Tablo 17’de görüldüğü üzere, 2016-2021 ortalaması itibarıyla en çok kâr payı verimine sahip şirketlerde en büyük ortağın niteliği tüzel kişiliktir. Bunu “diğer”

kategorisinde listelenen şirket grubu ve halka açık grup izlemektedir. En az kâr payı verimine sahip şirket grubunda ise en büyük ortağının niteliği gerçek kişi olması dikkat çekicidir. Bu durum tezin savını desteklemektedir. Yönetimde söz gücü bulunan gerçek kişinin çıkar çatışmaları nedeniyle şirketin halka açık kısmı ile kâr payını bölüşmek istememesi, bu şirketlerde kâr payı dağıtımının azalmasına neden olmaktadır. Öte yandan tüzel kişiliğin yönetimi kontrol ettiği yapıda bu işlem daha zordur. En büyük ortağı tüzel kişi olan şirketlerde %14 olan kâr payı verimi ortalaması gerçek kişilerde %3.9'dur ve iki tür şirket arasında %300'den fazla fark bulunmaktadır. Dolayısıyla en büyük ortağın niteliği gerçek kişi olan şirketlerde örtülü gelir aktarımı (ÖGA) işlemlerinin daha yoğun görülebileceği söylenebilir.

Ancak literatürde ortaklık yapısında birkaç büyük hisse sahibinin bulunduğu yani sahiplik yoğunlaşmasının olduğu şirketlerin çok sayıda küçük ortakların bulunduğu ortaklık yapısına sahip şirketlere, diğer bir deyişle dağınık sahiplik yapısına göre sürdürülebilir büyümeyi daha iyi sağladığını savunan çalışmalar bulunmaktadır (Cai vd., 2016: 402). Türkiye özelinde ise Ersoy ve Çetenak (2015) 116 Borsa İstanbul şirketini kapsayan yaptıkları çalışmada şirketleri hızlı büyüyenler ve düşük hızda büyüyenler diye ayırmışlar ve düşük hızda büyüyen şirketlerde sahiplik yoğunlaşması ile kâr payı dağıtımı arasında ilişki bulmazken hızlı büyüyen şirketlerde sahiplik yoğunlaşması ile kâr payı dağıtımı arasında doğrusal ilişki bulmuşlardır. Bu tür çalışmalarda sahiplik yoğunlaşması ile kâr payı veriminin doğrusal sonuç verme nedeni sahiplik yoğunlaşması görülen ortağın niteliği olabilir. Sahiplik yoğunlaşması tüzel kişilik nezdinde oluyorsa, nihai bir yorum yapılabilmesi için ilgili tüzel kişiliğin sahiplik yapısı da incelenmelidir. Bununla birlikte ortağın niteliği incelenirken yabancı olup olmaması durumu da takip edilmelidir.

Ortaklık yapısı ya da diğer adıyla sahiplik yapısının şirketlere etkisi konusu üzerine yapılan çalışmalar 20'nci yüzyılın başlarına kadar uzanabilmektedir. Berle ve Means (1932) sahiplik yoğunlaşması ve işletme verimliliği arasında doğrusal bir ilişki olduğu ileri sürülmüştür. Shleifer ve Vishny (1989) sahiplik yoğunlaşmasının yönetime, baskı oluşturarak, işletme yönetiminde verimliliği sağlayacağı öne sürmüşlerdir. Demsetz ve Lehn (1985) sahiplik yoğunlaşmasının, işletme verimliliği ve karlılığına etkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Openshaw ve Sorenson (1986)

yönetici sahipliğinin söz konusu olduğu işletmelerde borçlanma oranlarının yüksek olduğu sonucuna varılmıştır. Openshaw ve Sorenson (1986) yönetici sahiplik yapısı ile işletmenin kaynak yapısı ele almışlardır. Ulaştıkları sonuca göre yönetici sahipliğinin söz konusu olduğu işletmelerde borçlanma oranları yüksektir. Buna göre yöneticilerin sahiplikteki payları arttıkça, bu sahiplik güçlerini korumak istediklerinden, finansmanlarını borçlanma yoluyla sağlamaya yönelmektedirler. Diğer bir deyişle, hisse ihraç ederek kaynak sağlamak bu tür yapılar için tercih edilir bir strateji değildir. Bu tür sahiplik yapılarında sahiplik haklarının devri yerine borçlanma maliyetlerine katlanılarak faaliyetlerin fonlanması yolu tercih edilir. Mehran vd. (1999) da yaptıkları çalışmada benzer sonuca ulaşmıştır.

Bathala vd. (1994) kurumsal sahipliğin işletme yapısı ve kararlarına etkisini ele almıştır. Kurumsal sahipliğin yöneticileri daha etkin denetlediği ve temsil maliyetlerini düşürdüğü sonucuna varılmış, kurumsal sahiplik ile borçlanma arasında ters yönlü ilişki bulunmuştur. Pushner (1995) kurumsal sahiplik ve işletme kaynakları ile ilgili Japonya ölçeğinde değerlendirme yapmış ve kurumsal sahiplik ile yabancı kaynak kullanımı (borçlanma) arasında ters yönlü ilişki bulmuştur. Shleifer ve Vishny (1997) büyük ortakların, işletmeyi çıkarları doğrultusunda yöneteceği ve büyük ortak ile küçük ortakların çıkar çatışmasına girebileceği; büyük ortak durumunda olan ve yönetimi belirleme yetisi olan ortakların, işletmeyi kendi çıkarları doğrultusunda yönlendireceğini ileri sürmüşlerdir.

Mancinelli ve Özkan (2006) ise sahiplik yoğunlaşmasının olduğu işletmelerin, dağınık sahiplik yapısındaki işletmelere göre daha az kâr payı dağıtacağı öne sürülmüşlerdir. Toraman ve Okuyan (2009) işletmenin sahiplik yapısı ve finansal kararları arasındaki etkiyi açıklanmak istemişlerdir. Çalışmanın yapıldığı dönemdeki adıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) günümüzdeki adıyla Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerde yapılan araştırma sonucunda sahiplik yoğunlaşması ve borçlanma arasında doğrusal ilişki tespit edilmiştir. Sayman (2012) sahiplik yapısının işletme değeri ve sermaye yapısı üzerindeki etkileri incelemiştir. Çalışma sonucunda sahiplik yapısının sermaye yapısı ve işletme değerini etkilediği sonucuna varmıştır. Ancak literatürde sahiplik yapısının sermaye yapısını etkilemediğini öne süren çalışmalar da bulunmaktadır. Ege ve Topaloğlu (2017) BİST

30 endeksinde işlem gören firmalar için sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi ele almış ve iki değişken arasında ilişki olmadığı sonucuna varmışlardır.

Sonuç olarak ortaklık yapısı kâr payı dağıtımının da dahil olduğu, şirketlere yönelik pek çok karar ve özelliği etkilemektedir. Özellikle kâr payı ile ortaklık yapısı arasındaki ilişkinin nedeni bu çalışmaya göre ortaklar arası çıkar çatışmalarıdır.

1.2.4. Faaliyet Alanı

Şirketlerin üretim yaptıkları alan şirketlerin finansal yapılarını belirlediği gibi aynı iktisadi durumlara farklı tepkiler vermelerine de neden olabilir. Faaliyet alanı ya da diğer bir deyişle şirketin içinde bulunduğu sektör üretim sürecinden talep ve arzın yapısı ve dengesi gibi pek çok ana unsurun belirleyicileri arasındadır. Nitekim literatürde yer alan, hatta bu çalışma kapsamında atıf yapılan birçok çalışma da sektörel ayrım gözetilerek yapılmıştır. Bu bağlamda şirketin bulunduğu sektör ya da faaliyet alanı şirket kararlarının önemli belirleyicileri arasındadır. Tablo 18’de Borsa İstanbul’a kote olan 440 şirketin faaliyet alanlarına göre dağılımları verilmiştir.

Tablo 18: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Sektörlerine Göre Dağılımı (2021)

Şirketin Sektörü	Şirket Sayısı	Şirket Sayısı (%)
Gayrimenkul Yat. Ort.	34	7.73%
Holding	33	7.50%
Gıda	22	5.00%
Bilişim ve Yazılım	20	4.55%
Enerji	18	4.09%
Tekstil ürünleri	17	3.86%
Çimento, Beton	16	3.64%
Banka	15	3.41%
Metal İşleme, Boru, Vana	14	3.18%
İlaç & Sağlık	12	2.73%
Diğer Kimyasal Ürünler	11	2.50%

Kâğıt Ürünleri	11	2.50%
Bina Malzemeleri	11	2.50%
Otomotiv Yan Sanayi	11	2.50%
Dayanıklı Tüketim	10	2.27%
Bayındırlık ve İmar	10	2.27%
Perakende Ticaret	10	2.27%
Lokanta ve Oteller	9	2.05%
İçecek	9	2.05%
Menkul Kıymet Yat. Ort.	9	2.05%
Ulaştırma	9	2.05%
Yatırım Şirketleri	9	2.05%
Demir Çelik	9	2.05%
Otomotiv	8	1.82%
İletişim ve Savunma	7	1.59%
Sigorta Şirketleri	6	1.36%
Orman Ürünleri Ve Mobilya	6	1.36%
Aracı Kurumlar	6	1.36%
Girişim Sermayesi Yat. Ort.	6	1.36%
Petrol	5	1.14%
Medya	5	1.14%
Elektrik Makinaları Kablo ve Malzemeleri	5	1.14%
Finansal Kiralama	5	1.14%
Toptan Ticaret	5	1.14%
Gayrimenkul Faaliyetleri	4	0.91%
Madencilik ve Kıymetli Maden	4	0.91%
Gübre ve Zirai Ürünler	4	0.91%
Diğer İmalat	4	0.91%
İdari ve Destek Hizmet Faal.	4	0.91%
Giyim Eşyası	4	0.91%
Faktoring	3	0.68%
Mesleki, Bilimsel Teknik Faal.	3	0.68%
Tekstil Kimyasalları	2	0.45%
Gaz Taşımacılık	2	0.45%

Deri ve Benzer Ürünler	2	0.45%
Boya	2	0.45%
Tarım ve Hayvancılık	2	0.45%
Telekomünikasyon, Haberleşme	2	0.45%
Kırtasiye	1	0.23%
Spor ve Eğlence sektörü	1	0.23%
Varlık Yönetimi	1	0.23%
Reklamcılık ve Pazar Araştırma	1	0.23%
Cam	1	0.23%
Tüm Sektörler	440	100.00%

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Web Sayfasında Yayımlanan Şirketlerin Finansal Raporları ve Yazarın Hesabı

Tablo 18’de görüldüğü üzere, gayrimenkul yatırım ortaklığı (GYO) grubunda bulunan 34 şirketle bu sektör Borsa İstanbul’da işlem gören şirketler arasında en çok şirkete sahip şirket gurubudur. GYO’ların kaynak gereksinimi bu durumun gerekçesi olabilir. GYO’ları holdingler ve gıda işletmeleri izlemektedir.

Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin sektörel dağılımına göre piyasa payları 1.1.5. numaralı başlıkta verilmiştir. Kâr payı dağıtım kararlarının faaliyet alanına göre dağılımlarını görmek adına şirketlerin 6 yıllık değerleri üzerinden hesaplama yapılmıştır. Tablo 19’da 2016-2021 yılları arası ilgili sektörlerdeki şirketlerin kâr payı dağıtım oranları verilmiştir. Oranlar 1.1.2.4. numaralı başlıkta yer alan formül kullanılarak brüt kâr payının şirketin piyasa değerine bölünmesi ile hesaplanmıştır.

Tablo 19: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Sektörlerine Göre Kâr Payı Dağıtım Oranları (%)

Şirketin Sektörü	Ortalama (2016-2021)	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Demir Çelik	44.5%	56.0%	62.5%	8.7%	77.3%	28.6%	33.9%
Gaz Taşımacılık	33.2%	33.2%					
Menkul Kıymet Yat. Ort.	28.2%	14.9%	8.9%	36.9%	38.9%	38.1%	31.3%
Aracı Kurumlar	26.9%	14.5%	16.8%	24.7%	40.0%	38.9%	26.8%

Otomotiv	24.1%	26.9%	30.5%	20.6%	29.0%	20.5%	17.0%
Sigorta Şirketleri	20.9%	16.5%	24.8%	27.6%	27.4%	17.3%	11.9%
Petrol	19.4%	0.9%	1.2%	1.3%	39.2%	36.0%	37.7%
Kırtasiye	17.1%	7.7%	7.3%	16.2%	30.8%	22.6%	18.1%
Dayanıklı Tüketim	16.5%	10.2%	44.2%	2.5%	14.8%	14.1%	13.1%
Tekstil Kimyasalları	16.4%	3.4%	5.2%	10.7%	26.1%	11.6%	41.1%
Bayındırlık ve İmar	16.1%	17.4%	18.1%	19.1%	16.0%	12.6%	13.7%
İçecek	14.9%	14.3%	18.5%	21.5%	22.9%	7.8%	4.5%
Toptan Ticaret	14.4%	2.6%	3.3%	5.4%	22.2%	15.4%	37.6%
İlaç & Sağlık	13.9%	9.5%	5.6%	7.0%	16.1%	12.5%	32.5%
Diğer Kimyasal Ürünler	12.8%	9.0%	7.3%	16.7%	22.8%	10.4%	10.4%
Yatırım Şirketleri	12.3%	6.7%	4.3%	9.2%	19.0%	12.5%	22.2%
Otomotiv Yan Sanayi	11.7%	12.7%	9.2%	12.3%	16.1%	11.2%	8.9%
Cam	11.4%	12.2%	8.9%	10.8%	12.5%	11.3%	12.7%
Çimento, Beton	11.0%	6.2%	2.9%	5.1%	14.5%	15.0%	22.2%
Enerji	10.8%	9.9%	13.3%	16.2%	16.5%	8.6%	0.0%
Bina Malzemeleri	10.5%	10.1%	7.1%	1.3%	21.3%	10.7%	12.4%
Faktoring	10.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	42.4%	20.6%
Perakende Ticaret	10.0%	8.0%	13.8%	13.9%	10.1%	6.8%	7.6%
Metal İşleme, Boru, Vana	9.8%	3.6%	3.2%	2.1%	21.1%	12.1%	16.5%
Holding	9.5%	11.9%	7.8%	7.3%	13.3%	7.8%	9.2%
Gayrimenkul Yat. Ort.	8.9%	4.6%	3.0%	6.0%	12.1%	18.0%	9.8%
Kâğıt Ürünleri	8.6%	9.5%	3.2%	7.0%	13.8%	9.3%	8.8%
Varlık Yönetimi	8.1%	8.1%					
Giyim Eşyası	7.2%	22.0%	11.0%	0.0%	3.7%	6.6%	0.0%
Bilişim ve Yazılım	6.3%	2.8%	4.0%	3.6%	8.9%	9.6%	9.1%
Telekomünikasyon, Haberleşme	5.2%	7.9%	7.5%	2.9%	2.3%	3.8%	6.9%
Banka	4.8%	5.5%	2.1%	0.0%	0.0%	10.6%	10.4%
Ulaştırma	4.6%	1.3%	0.6%	4.5%	9.3%	5.0%	6.8%
Elektrik Makinaları Kablo ve Malzemeleri	4.4%	0.2%	0.4%	0.9%	1.3%	8.6%	15.1%
Orman Ürünleri Ve Mobilya	3.2%	2.6%	4.4%	4.3%	3.5%	1.5%	2.9%
Gübre ve Zirai Ürünler	3.1%	0.3%	0.3%	1.3%	9.4%	1.5%	5.7%

Tekstil ürünleri	2.6%	1.8%	2.2%	1.4%	8.1%	0.9%	1.2%
İletişim ve Savunma	2.4%	0.0%	3.4%	5.1%	2.4%	1.0%	2.3%
Gıda	2.0%	0.8%	1.4%	1.2%	1.3%	3.0%	4.4%
Diğer İmalat	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	3.6%	3.9%
İdari ve Destek Hizmet Faal.	1.0%	6.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Girişim Sermayesi Yat. Ort.	1.0%	0.0%	0.2%	0.8%	3.3%	0.1%	2.0%
Lokanta ve Oteller	0.9%	0.2%	0.0%	0.3%	3.4%	0.7%	0.8%
Mesleki, Bilimsel Teknik Faal.	0.8%	2.7%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Tarım ve Hayvancılık	0.8%	0.0%	0.1%	1.1%	0.0%	3.4%	0.0%
Gayrimenkul Faaliyetleri	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	0.0%
Finansal Kiralama	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%
Boya	0.2%	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Madencilik ve Kıymetli Maden	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Spor ve Eğlence sektörü	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Deri ve Benzer Ürünler	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Medya	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Reklamcılık ve Pazar Araştırma	0.0%	0.0%					
Tüm Sektörler	12.2%	13.2%	11.1%	6.2%	15.7%	12.9%	14.2%

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Web Sayfasında Yayınlanan Şirketlerin Finansal Raporları ve Yazarın Hesabı

Tablo 19’da görüldüğü üzere demir-çelik sektörü yaklaşık %44.5’lik kâr payı verimi ortalamasıyla Borsa İstanbul’da yer alan sektörler arasında en yüksek verimliliğe sahiptir. Demir-çelik sektörünü yaklaşık %33.2’lik oranla gaz taşımacılığı, %28.2 ile menkul kıymet yatırım ortaklıkları, %26.9 ile aracı kurumlar ve %24.1 ile otomotiv sektörü izlemektedir. Şirketlerin ortalama kâr payı verimi ise 2016-2021 yılları arasında %12.2 olarak gerçekleşmiştir.

1.2.5. Şirket Menşei

İşletme biliminde şirket türlerini ayırma yöntemlerinden biri de şirket menşeidir. Buna göre şirket ortaklarının yerli ya da yabancı yerleşiklerden olması

durumuna göre şirketler ayırım göstermektedir. Şirket hissedarlarının menşei şirket karar alma sürecini de etkilemektedir. Bununla birlikte ortakların farklı uluslardan olması şirket paydaşları arasında ilgili ülkelerin de dâhil olması anlamına gelmektedir. Bu nedenle şirket menşei, şirketlerin pek çok parametresi için önemli belirleyicilerden biridir.

1.2.6. Bilgi Asimetrisi

Literatürde kâr payı dağıtım kararının belirleyicisi olarak bilgi asimetrisi konusu da tartışılmaktadır. Güncel çalışmalar bilgi asimetrisini kâr payı dağıtım kararlarının önemli bir belirleyicisi olarak kabul etmektedir. Genelde yöneticiler ve hisse sahipleri arasında çıkan bilgi asimetrisi diğer paydaş gruplarına da yansımaktadır. Literatürde bilgi asimetrisi ve kâr payı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar iki değişkenin birbirine etkisi üzerine odaklanmıştır. Literatürde bilgi asimetrisi ve kâr payı dağıtım arasında negatif ya da pozitif yönlü anlamlı ilişkilerin tespit edildiği görülmektedir ancak literatürde genel olarak kabul edilen durum bilgi asimetrisi ve kâr payı dağıtım politikaları arasında ilişki olduğudur (Dewenter & Warther, 1998: 879; Li & Zhao, 2008: 693). Dolayısıyla bilgi asimetrisini etkileyen unsurların dolaylı olarak şirketlerin kâr payı dağıtım kararlarını etkilediği savunulabilir. Şirket paydaşları arasında görülen bilgi asimetrisinin başlıca nedenleri arasında belirsizlikler (Levchenko & Ostapenko, 2016: 30, 31) ve çıkar çatışmaları gibi nedenler de bulunmaktadır. Bu bağlamda paydaşlar arasındaki çıkar çatışmaları bilgi asimetrisi sorununu derinleştirecek ve dolayısıyla şirketin kâr payı dağıtım politikasını etkileyecektir.

1.2.7. Kâr Payı Dağıtımını Etkileyen Yasal Unsurlar

Şirketlerin gerçekleştirdiği iktisadi faaliyetler sonucu toplam gelirlerin toplam giderleri aşması ile kâr ortaya çıkacaktır. Ekonomik kârın doğması ile bu kârın paylaşılması gündeme gelmektedir. Şirketler kâr payı dağıtımlarında yasalara, ortaklarına ve diğer paydaşlarına karşı sorumludur. Dolayısıyla kâr payı dağıtım

tamamen şirketin tasarrufuna bırakılmış bir karar değildir. Şirketler niteliklerine göre kâr payı dağıtımında farklı yükümlülüklerle bağlıdır. Şirketin halka açık olması, topluma karşı sorumluluklarını artıracığından ötürü halka açık şirketlerle halka açık olmayan şirketler arasında böyle bir ayırımın yapılması doğal bir gerekliliktir. Halka açık ya da halka açık sayılan şirketlerde kâr payı dağıtımı Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK), Türk Ticaret Kanunu (TTK), Vergi Usul Kanunu (VUK), Gelir Vergisi Kanunu (GVK), Sermaye Piyasaları Kâr Payı Yönetmeliğine ve şirket esas sözleşmesine bağlıdır. Bu başlık altında kanunlar ve diğer yasal unsurlar nezdinde kâr payı dağıtımı konusu değerlendirilmiştir.

1.2.7.1. Kanunlara Göre Kâr Payı Dağıtma

Daha önceki bölümlerde belirtildiği üzere halka açık olma durumu şirketlere bazı yükümlülükler getirmektedir. Ortaya çıkan bu yükümlülükler nedeniyle halka açık şirketler ve halka açık olmayan şirketler arasında kâr payı dağıtımına yönelik yasal sorumluluklar değişiklik gösterebilmektedir. Söz gelimi TTK madde 348(1)'e göre şirket kurucularına kâr payı ayrıcalığı veren “Kurucu İntifa Senetleri” kâr payı kararı alınmasa dahi, yedek akçelere %5 pay ayrıldıktan sonra kalan kârın en çok %10'u kadar pay kurucu ortaklara dağıtılabilir. Ancak yine TTK madde 348'e göre halka arz ile kurucu intifa senetlerinin geçerliliği sonlanır. Bu örnekte olduğu üzere, kanun metinleriyle sınırları çizilen kâr payı dağıtımı, şirketlerin niteliğine göre de farklılaşabilmektedir. Yine TTK'nın 511, 523 ve 608'inci maddelerinde kâr payı dağıtımına yönelik önemli yükümlülükler açıklanmıştır. KVK ve özellikle GVK'da ise dağıtılan kâr payının ne tür vergilere tabii tutulacağı açıklanmıştır. GVK madde 94'te hangi hususların kâr payı dağıtımı sayılıp sayılamayacağına yönelik açıklamalar da yapılmıştır.

1.2.7.2. Kâr Payı Yönetmeliği

Halka açık şirketlerin kâr payı dağıtımı hususunda tabii olduğu yükümlülükler SPK'nın yetki ve sorumlulukları kapsamında çıkardığı yasal metinlerle

genişlemektedir. Bu bağlamda SPK’nın yayımladığı II-19.1 sayılı Kâr Payı Dağıtım Tebliğ (Kâr Payı Tebliğ) halka açık şirketlere ek yükümlölükler getirmektedir. SPK’nın ana ilkelerinden biri küçük yatırımcının haklarını korumak olduğu için bu tebliğ kapsamında yapılan düzenlemeler küçük yatırımcıyı savunur niteliktedir.



İKİNCİ BÖLÜM

HALKA ARZIN ŞİRKET KARARLARINA ETKİSİ VE SONUÇLARI

Bir şirketin halka arz olması, doğrudan doğruya ortaklık yapısını ve yükümlülüklerini etkileyecektir. Halka arz olan şirketlerde yönetim kurulunun ortaklara karşı olan sorumlulukları artacak, şirketin bağımsız denetimine yönelik çalışmalar daha önemli hale gelecektir. Şirketin yönetim, denetim ve faaliyet yapısında yaşanan değişimler hiç kuşkusuz şirket kararlarına etki edecek; böylece değişen karar alma süreçleri önemli sonuçlara neden olacaktır. Bu başlık altında halka açılma ile şirketlerdeki örtülü gelir aktarımı faaliyetleri, kâr payı dağıtımı ve halka arzın makroekonomik etkileri değerlendirilmiştir. Tezin konusu ve kapsamına girmediklerinden ötürü halka arzın diğer etki ve sonuçları ele alınmamıştır.

2.1.Örtülü Gelir Aktarımı ve Vergi Suçları

Gelir kazanımı şirketlere bu gelirleri oranında birtakım yükümlülükler doğurmaktadır. Şirketlerin gelirleri oranınca yükümlü oldukları taraflar genel itibariyle devlet ve pay sahipleri yani ortaklardır. Ortaya çıkan bu yükümlülüklerin yerine getirilmesi aşamasında önemli çıkar çatışmaları görülmektedir. Şirket paydaşlarının yüzleştiği bu çıkar çatışmaları sonucunda şirket yönetiminde söz gücü baskın olan kişi ya da gruplar örtülü gelir aktarımı yöntemleri ile şirket gelirlerini başka kurum ya da kişilere aktarabilmektedir. Böylesi bir işlem sonucunda devletin vergi geliri kaybına uğraması ya da yönetimde söz gücü olmayan ortakların hak kaybı yaşaması ya da her ikisinin birlikte gerçekleşmesi olasıdır. Yasal olmayan yöntemlerle şirketin geliriyle yaratılan kazanımların eşit şekilde dağılmasını önleyen bu yöntem aynı zamanda cezai yaptırımını olan mali bir suçtur. Üstelik örtülü gelir aktarımının suç olması için devletin vergi geliri kaybına uğraması şart değildir. Öyle ki bu işlem sonucunda devletin vergi geliri artmış dahi olabilir. Ortaklardan bir ya da bir kısmının çıkarlarının diğer ortak ya da ortaklarca gasp edilmesi ya da yatırım kararı alıcıların

finansal tablolarda oluşan yapay değişimler nedeniyle uğradığı kayıplar bu durumun suç olarak kabul edilmesi için yeterlidir.

Şirketler vergi yüklerini düşürmek için yasal boşluklardan yararlanarak ya da vergi borcu doğuracak işlemler yerine alternatiflerini seçiyorsa şirketin bu hareketi vergiden kaçınma olarak tanımlanabilir. Ancak örtülü gelir aktarımıyla şirket vergiden kaçınmıyor olsa ve vergi erozyonuna neden olmamış olsa dahi diğer tarafların hak kaybına uğraması ve işlemlerin yasal sınırları aşması nedeniyle örtülü gelir aktarımları vergi suçu sınıflandırmasına girmelidir.

Dolayısıyla önemli bir vergi suçu sayılabilecek örtülü gelir aktarımı literatürde kamu maliyesi açısından incelenmiştir. Oysa örtülü gelir aktarımının ortaya çıkardığı sonuçlar pek çok ana makroiktisadi değişkeni etkilemektedir. Bu başlık altında örtülü gelir aktarımının literatürde eksik kalmış bu yönleri açıklanmıştır. Öncelikle örtülü gelir aktarımının nedenleri incelenmiştir. Ardından sırasıyla örtülü gelir aktarımı yöntemleri, örtülü gelir aktarımının iktisadi sonuçları ve son olarak örtülü gelir aktarımına karşı alınan ve alınabilecek önlemler açıklanmıştır. Böylece örtülü gelir aktarımı konusunun literatürde eksik kalan yönleri bu başlık altında düzenli bir biçimde incelenmiştir.

2.1.1. Örtülü Gelir Aktarımı Nedenleri

Tespit edilmesi durumunda cezası olan örtülü gelir aktarımı işlemleri; şirketler, şirketlerin ortakları ve yöneticileri için önemli riskler içermektedir. Buna karşın bu risklerin alınarak örtülü gelir aktarımı yöntemleri çeşitli nedenler doğrultusunda kullanılmaktadır. Şirketler, şirket yöneticileri ve ortaklarının bu davranışına neden olan unsurlar incelendiğinde çıkar çatışmaları ana başlığı çevresinde çeşitlik gösteren unsurlar olduğu gözlemlenmektedir. Çıkar çatışmaları konusu; şirket kararları ve faaliyetlerini etkilediği gibi örtülü gelir aktarımının da en büyük nedenlerinden biridir. Nitekim literatürde çıkar çatışmalarının vergi suçlarına neden olduğu ortaya konulmuştur (Spence, 2005: 114, 115). Benzer durum örtülü gelir aktarımları için de geçerlidir. Örtülü gelir aktarımının en temel nedeni belirli bir kişi ya da kesimin diğer

paydaşların şirket gelirindeki haklarını ele geçirmek yoluyla kişisel çıkarlarını artırmak istemesidir.

Çıkar çatışması yaşayan paydaşlar şirketin ortak ve kaynak yapısınca şekillenebilmektedir. Çıkar çatışması yaşayan paydaşların türü ise örtülü gelir aktarımının nedenini ortaya koymaktadır. Çıkar çatışması yaşayan paydaşlar şirket hissedarı, yöneticiler olabileceği gibi şirketin iç paydaşları ile devlet arasındaki çıkar çatışmaları da örtülü gelir aktarımının nedeni olabilir. Örtülü gelir aktarımlarına ilişkin literatürde yer alan ya da eksik olan nedenler bu başlık altında sıralanmıştır.

2.1.1.1. Kurumlar Vergisi ve Gelir Vergisi Farkı

Örtülü gelir aktarımının en önemli nedenlerinden biri vergi mükelleflerinin vergi yükünden kaçmak istenmesidir. Bu durum vergi oranlarındaki farklılıklardan ve kârlılık düzeyinden kaynaklanmaktadır. Ülkelerin gerçek kişiler ile kurumsal kişiliklere uyguladıkları vergi oranları ve yöntemleri farklılık göstermektedir. Söz gelimi kurumlar, vergi matrahlarında, pek çok biçimde indirimde gidebilirken; gerçek kişiler bu üstünlükten yoksundur. Bununla birlikte kurumlar, ilgili uzmanlardan vergisel danışmanlık hizmeti alabilirken; gerçek kişiler için danışmanlık hizmetinin birim maliyeti yüksek olacağından, vergi indirimlerinden en iyi biçimde yararlanamazlar.

2022 yılı itibariyle Türkiye Cumhuriyeti'nde, KVK'nın 32. Maddesi gereğince kurumlar vergisi oranı %20'dir. Ancak geçici madde 10'da yalnızca 2018, 2019, 2020 yıllarında geçerli olmak üzere kurumların gelirleri üzerinden alınacak vergi oranı %22 olarak açıklanmıştır. KVK'nın geçici madde 13'ünde ise 2021 yılı için kurumlar vergisi %25, 2022 yılı için ise %23 olarak belirlenmiştir. Kurumlar vergilerinde yıllara göre değişen bu oran farklılığı kurumları mali dönemler arasında gelir transferi yapmaya yönlendirecektir.

Kurumlar vergisi oranı kurumun gelir düzeyine göre değişiklik göstermezken, gelir vergisinde kişinin geliri arttıkça tabii olduğu vergi oranı da artmaktadır. Gelir Vergisi Kanunu (GVK) 103. Maddesi uyarınca gerçek kişilerin ücret gelirleri için gelir

vergisi Tablo 20’de verilen oranlara göre belirlenmektedir. Ücret dışı kişisel gelirler ise Tablo 21’de yer alan dilimlere göre vergilendirilmektedir.

Tablo 20: Gelir Vergisi Kanunu 103. Maddesi Uyarınca Ücret Gelirine Tabii Gerçek Kişilere Uygulanacak Vergi Oranları (2022)

Gelir Düzeyi* (TL)	Uygulanacak Vergi Oranı (%)
32.000 TL ve Altı	15
70.000 TL ile 32.000 TL Arası	20
250.000 TL ile 70.000 TL Arası	27
880.000 TL ile 250.000 TL Arası	35
880.000 ve Üzeri	40

*Bürüt gelirden ilgili indirimlerin yapılmasıyla oluşan gelir düzeyi

Kaynak: GVK 103. Maddesi, s. 3395, 3396

Tablo 21: Gelir Vergisi Kanunu 103. Maddesi Uyarınca Ücret Dışı Gelirine Tabii Gerçek Kişilere Uygulanacak Vergi Oranları (2022)

Gelir Düzeyi* (TL)	Uygulanacak Vergi Oranı (%)
32.000 TL ve Altı	15
70.000 TL ile 32.000 TL Arası	20
170.000 TL ile 70.000 TL Arası	27
880.000 TL ile 170.000 TL Arası	35
880.000 ve Üzeri	40

*Bürüt gelirden ilgili indirimlerin yapılmasıyla oluşan gelir düzeyi

Kaynak: GVK 103. Maddesi, s. 3395, 3396

Gelir vergisi tespiti aşamasında Tablo 20 aracılığıyla bulunan matrah üzerinden GVK'nun 32. Maddesi uyarınca Asgari Geçim İndirimi (AGİ) uygulanmaktadır. AGİ, asgarî ücretin yıllık brüt tutarına denk gelen %15'lik gelir vergisinin, kişinin durumuna göre belirlenmiş bir oran aracılığı ile hesaplanmasıdır. Bu oran mükellefin kendisi için %50, çalışmayan ve herhangi bir geliri olmayan eşi için %10, çocukların her biri için ayrı ayrı olmak üzere; ilk iki çocuk için %7,5, üçüncü çocuk için %10, diğer çocuklar için %5 olmak üzere; kişinin sağladığı koşullar eklenerek oran belirlenir. Bulunan değer kişinin AGİ için aldığı indirimi oluşturur ve vergi ödemesinden düşülür. Gelir düzeyi arttıkça AGİ ödemesinin toplam gelir içindeki payı düşeceğinden, önemsiz bir indirimdir.

Görülmektedir ki, kurumlar üzerinden ödenecek gelir vergisi oranı %20 iken, matrahlarında indirim esnekliği olmayan gerçek kişiler için gelir vergisi oranı 5 dilime ayrılmaktadır ve bu oran 880 bin TL üzeri için %40'dır. Bu durumda bireyler, kâr payı ödemesi yaparak yüksek gelir vergisi ödemektense gelirlerini, sahibi oldukları kurumlar içinde tutarak; kurumlar üzerinden kişisel tüketimlerini yapacaklardır. Böylece hem söz konusu tüketimlerini vergi indirimlerine konu edebilecekler hem de gelir üzerinden daha az vergi ödemiş olacaklardır. Bu durumun doğal bir sonucu olarak, işletmeler daha az kâr payı dağıtacaktır. Böylece bireyler kişisel gelir vergisi ile kurumlar vergisi oranları farkından dolayı ortaya çıkan arbitraj olanağını değerlendirmiş olur.

2.1.1.2. İlişkili Kurumların Toplam Vergi Yükümlülüklerini Azaltmak İstemesi

Şirketler vergi yükümlülüğünü azaltmak amacıyla her türlü faaliyetleri ya da faaliyet dışı işlemleri nedeniyle yaptıkları giderleri mahsuplaştırmak istemektedir. Ancak Kurumlar Vergisi Kanunu 9'uncu maddesi 1'inci fıkrası a bendi uyarınca şirketler geçmiş yıllara ait giderlerini ancak beş yılın altındaysa mahsup edebilirler. Beş yıldan uzun dönemlere ait mahsup edilmeyen şirket zararları vergiden düşülemez ve şirket hak kaybına uğramış olur. Dolayısıyla şirket beş yıl önce yaptığı zarara eşit ya da bu tutarın üzerinde kâr etmediği durumda geçmiş yıla ait bu zararı sonraki yıllar

vergiden düşemeyecektir. Bu nedenle, ilişkili iki şirketten kâr eden şirket ile zarar eden şirket arasında örtülü gelir aktarımı gerçekleşebilecektir. Bu durumda devlet vergi geliri kaybına uğrayacaktır.

Ülkelerin makroiktisadi amaçları doğrultusunda bazı sektör ve/veya bölgelerde faaliyet gösteren şirketler kurumlar vergisinden tamamen ya da kısmen muaf tutulabilmektedir. Türkiye Cumhuriyeti’nde bu durum Kurumlar Vergisi Kanununda belirtilmiştir. Kurumlar Vergisi Kanununun 4’üncü ve 5’inci maddelerinde bu duruma yer verilmiştir. Muafiyetler ve istisnalara tabii olan bu şirketler, diğer şirketlere görece daha düşük vergi yükleriyle karşılaştığı için diğer şirketler bu şirketlere örtülü gelir aktarımı ile gelirlerini transfer edebilmektedir. Yine ülkelerin makroiktisadi amaçları ya da yarattıkları negatif dışsallıklar nedeniyle bazı sektörlerin daha yüksek vergi oranlarına tabii tutulması olağandır. Bu durumda şirketler gelirlerini daha az vergi oranlarıyla karşılaştıkları sektörlerle aktarmak isteyecektir.

2.1.1.3. Ortaklar Arası Çıkar Çatışması

Özellikle halka açık şirketlerde örtülü gelir aktarımının en temel gerekçesi ortaklar arası çıkar çatışmalarıdır. Şirket yönetimini kontrol eden büyük pay sahibi ortak, halka arz edilmiş payları elinde bulunduran küçük yatırımcıyla şirket kârını paylaşmak istemeyecektir. Bu nedenle şirket kârını kâr payı olarak dağıtmak istemeyecektir. Bunun yerine şirket kârını örtülü gelir aktarımı yöntemleriyle kişisel gelire aktarmayı ya da kişisel tüketimlerini şirket üzerinden fonlamayı seçecektir. Yönetimde söz gücünü elinde bulunduran büyük ortak bu sayede kişisel çıkarını yükseltecektir. Ancak küçük yatırımcı ve diğer şirket paydaşları şirketin bu davranışından olumsuz etkilenecek ve zarara uğrayacaktır. Bu söylem Tablo 22’de örneklenmiştir.

Tablo 22: Farklı Ortaklık Oranlarına Sahip Şirketlerin Kâr Payı Dağıtımında Gerçek Kişinin Toplam Geliri (Vergiler ve Masraflar Görmezden Gelinmiştir)

	Y Şirketi	Z Şirketi
A Kişisinin Sahip Olduğu Hisse Oranı	%20	%90
Dağıtılan Toplam Kâr Payı	100.000	100.000
A Kişisinin Kârdan Aldığı Pay	20.000	90.000

Tablo 22’deki örneğe göre, vergilerin olmadığı bir ortamda A kişisi, Y Şirketi’nin dağıttığı kârdan %20 gelir elde etmektedir. Ancak aynı A kişisi Z Şirketi’nin kârından %90 gelir elde etmektedir. Bu bağlamda A kişisi için Z şirketinin kâr etmesi daha avantajlıdır. Y ve Z şirketlerinin rakip şirketler olması durumunda A kişisi Y şirketi aleyhine işlem yapabilecektir. Yine A kişisi Y Şirketindeki yönetim gücünü kullanarak Y Şirketi’nin kârını Z Şirketi’ne aktarmaya çalışabilecektir. Bu durumda Y Şirketi’nin diğer ortaklarına ait olan kâr payı A kişisi tarafından ele geçirilmiş olur. Bu durum nedeniyle A kişisi ve Y Şirketi’nin diğer ortakları arasında önemli bir çıkar çatışması bulunmaktadır.

2.1.1.4. Vergilendirme Farklılığı

Yasalar gereği faaliyet alanlarına göre kurumlar farklı oranlarda vergilendirilebilmekte ya da tamamen vergiden muaf tutulabilmektedir. Türkiye ekonomisinde kurumlar vergisinin esaslarının belirlediği Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK) Madde 5’de kurumlar vergisinin istisnaları açıklanmıştır. Buna göre şirketin türü, sahiplik yapısı, işletmenin menşei, faaliyet gösterdiği sektör, faaliyet gösterdiği ülke, varlıklarının ülke içinde ya da dışında bulunması ve faaliyet amacı gibi unsurlar şirketlerin farklı oranlarda vergilendirilmesine neden olabilmektedir. KVK’nın 5’inci maddesinin yanı sıra 15 Nisan 2022 Cuma günü 31810 Sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan 7394 Sayılı Hazineye Ait Taşınmaz Malların Değerlendirilmesi ve Katma Değer Vergisi Kanununda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun İle Bazı Kanunlarda ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun’un 25’inci maddesi de şirketler arasındaki vergi farklılaştırmasına yönelik kararlar yer almamıştır. Buna göre KVK’nın 32’inci maddesi 1’inci fıkrasında yer alan hüküm

7394 Sayılı kanunun 25'inci maddesiyle değiştirilerek bankalar, 6361 sayılı Kanun kapsamındaki şirketler, elektronik ödeme ve para kuruluşları, yetkili döviz müesseseleri, varlık yönetim şirketleri, sermaye piyasası kurumları ile sigorta ve reasürans şirketleri ve emeklilik şirketlerinin kurum kazançları üzerinden alınan kurumlar vergisini %25 olarak düzenlemiştir. Yine bölgesel gelir dağılımını iyileştirmek amacıyla yürütülen politikalar gereği, faaliyet gösterdiği bölgeye göre şirketler farklı vergi oranlarına tabii olabilmektedir. Bu durumda az gelişmiş bölgede faaliyet gösteren şirket düşük vergi oranlarına tabii tutulurken, yüksek gelişmişlik düzeyindeki bölgede faaliyet gösteren şirket ise görece daha yüksek vergi oranına tabii olacaktır.

Dolayısıyla çeşitli nedenlerden ötürü şirketlerin farklı vergi oranlarına tabii tutulması yüksek vergi oranına tabii şirketlerden düşük vergi oranına tabii şirketlere doğru bir ÖGA olabileceğinin göstergesidir. Daha az vergi yükü ile karşılaşmak isteyen şirketler ÖGA ile elde ettikleri gelirleri ilişkili olduğu diğer şirkete aktaracaktır. Bu durum devlete önemli bir vergi geliri kaybı yaşatacaktır. Yüksek vergi oranlarına tabii şirketlerin ÖGA yöntemleri ile gelirlerini aktarabileceklerinin öngörülmesi ve bu tür şirketlerin denetimi aşamasında bu durumun dikkate alınarak denetim sürecinin gerçekleştirilmesi gerekmektedir.

2.1.1.5. Diğer Nedenler

Şirketler değişik nedenlerden dolayı finansal değerlerini manipüle edebilmektedir. Finansal oranların manipülasyonu aşamasında ilişkili kişi ve/veya kurumların örtülü gelir aktarımı yöntemlerini kullanması olağandır. Şirketler hisse değerlerini artırmak ya da azaltmak, sermaye piyasalarından daha kolay fon sağlamak ve daha rahat borçlanabilmek, çeşitli ihalelere katılabilmek ve itibari değerini yükseltmek için finansal bilgi manipülasyonu yapabilir. Şirketlerin literatürde yer alan finansal bilgi manipülasyon teknikleri şu şekildedir (Toplu vd. 2021: 17, 18):

- a) Varlıkların ve hasılanın yüksek ya da düşük gösterilmesi: Şirket varlık ve hasılası risk düzeyini düşük göstererek daha maliyetsiz yabancı

kaynak bulmak ya da itibari değerini yükseltmek gibi nedenlerden dolayı yüksek gösterilmek istenebilir. Ya da bu durumun tersi olarak geri alımlardan önce şirket hisse değerinin düşük tutulması ya da sübvansiyonlardan yararlanmak amacıyla şirket varlıkları az gösterilmek istenebilir.

b) Borçların ve giderlerin düşük ya da yüksek gösterilmesi: Şirket durumunu iç ve da dış paydaşlara karşı iyi gösterebilmek ve itibari değerini koruyabilmek adına giderler ya da borçlar çeşitli yöntemlerle düşük gösterilebilir. Ya da tersi olarak kurumlar vergisi matrahını daha düşük tutmak isteyen ve daha az vergi vermeyi amaçlayan işletmeler giderlerini ve borçlarını yüksek göstermeyi seçebilir.

c) Kâr yönetimi: Bazı çıkar gruplarının şirketin mali yapısı ile ilgili bilgi edinmesini engellemek amacıyla şirket yöneticilerinin inisiyatifi doğrultusunda şirket kârlılığının manipüle edilmesi durumuna kâr yönetimi denilmektedir.

d) Kârın istikrarlı hale getirilmesi: Genişleme ve daralma dönemleri arasındaki volatilitiyi azaltmak amacıyla şirket yöneticilerinin inisiyatifi doğrultusunda şirket kârlılığını manipüle etmeleridir. Bu yöntemde şirketin aşırı kâr ettiği dönemde kârlılık az gösterilirken, aşırı zarar döneminde zarar az gösterilmekte; böylece şirket finansal tablolarında istikrarlı bir izlenim sunmaktadır.

e) Yaratıcı muhasebe uygulamaları: Yasal sınırların dışına çıkmadan, yasadaki boşluk ve esnekliklerden yararlanılarak finansal tabloları manipüle etme yöntemidir. Finansal raporlama hileleri içermez.

f) Agresif muhasebe: Şirket performansını gerçeğinden daha iyi göstermek amacıyla şirketlerin muhasebe ilkelerini ihlal ederek agresif biçimde uygulamasıdır. Böylesi bir durumda döneme ait olmayan gelirler ilgili dönemde kaydedilebileceği gibi, dönem giderleri de dönem atlatılarak sonraki mali dönemlere kaydırılabilir.

g) Büyük temizlik muhasebesi: Kullanılmayan ve özellikle sarf edilebilir varlık kalemlerinin gider yazılması yoluyla şirket bilançosundan çıkarılmasıdır. Genellikle yönetim değişikliklerinde önceki yönetimin

verimsizliğine vurgu yapmak ve cari yönetimin iyi performans gösterdiği izlenimi yaratmak için yeni yönetimler tarafından uygulanır.

h) Finansal hile: Şirketin finansal tablolarında bilerek ve isteyerek kasten verilen yanlış bilgiler finansal hile olarak tanımlanmaktadır.

Sayılan tüm bu manipülasyon yöntemleri ile şirket durumu iyi ya da kötü gösterilecek şekilde finansal tablolarda ortak ve yöneticiler tarafından düzenlemeler yapılabilmektedir. Bu düzenlemeler sırasında örtülü gelir transferleri önemli bir araçtır. Genel anlamda şirketin hisse senedi değeri, fon gereksinimi, büyük yatırımlarda aranan ihale şartları, devlet desteklerinden yararlanabilmek gibi nedenlerle örtülü gelir aktarımları ve finansal manipülasyon yöntemleri kullanılabilmektedir. Söz gelimi devlet teşviklerinden yararlanmak için araştırma geliştirme harcamalarının yüksek gösterilmesi, muhasebe ilkelerinden özün önceliği kavramına aykırı olarak bu kalem altında kaydedilmemesi gereken hesapların kaydının bu hesapta yapılması, patent değerlerinin yüksek gösterilmesi gibi durumlar gözlemlenebilir.

Son olarak oligopol piyasalarda ilişkili şirketler piyasadan elde ettikleri kârın bölüşümü aşamasında örtülü gelir aktarımı yöntemlerini kullanabilir. Ya da dikine üretim zincirinde tedarikçi şirketler ile üretici şirketler arasında vergi maliyetlerini düşürmek ve kâr maksimizasyonunu sağlamak adına ilişkili şirketler anlaşmalı olarak örtülü gelir aktarımını uygulamayı seçebilir.

2.1.2. Örtülü Gelir Aktarımı Yöntemleri

Amacı itibariyle örtülü gelir aktarımının amacı bir şirket gelirinin şirket paydaşlarının biri ya da daha çoğunu mağdur ederek başka bir gerçek ya da tüzel kişi hesabına aktarılması veya bu gerçek ya da tüzel kişilerin refahını artıracak şekilde kullanılmasıdır. Şirket gelirini gizli biçimde aktarmakta kullanılan iki yöntem bulunmaktadır. Bunlardan ilki transfer fiyatlandırması yöntemi, diğeri ise harcama ya da refah aktarımıdır. Bu işlemler sonucunda bir şirketin geliri usule uygun olmadan

başka bir tüzel ya da gerçek kişiye aktarılmış olacaktır. Her iki yöntem kullanım biçimleri ve etkileri ile bu başlık altında ele alınmıştır.

2.1.2.1. Transfer Fiyatlandırması

Literatürde, ilişkili iki işletmenin örtülü olarak gelir aktarmak üzere yapacağı işlemler için kullandıkları fiyatlandırmaya transfer fiyatlandırması, grup içi fiyatlandırma ya da iç fiyatlandırma denilmektedir (Taşkın, 2012: 30). Genel anlamda transfer fiyatlandırması, işletmelerin vergi arbitrajından yararlanmak için kullandıkları bir yöntemdir.

Transfer fiyatlandırması, işletmelerin gelir aktarımlarında en yoğun kullandıkları yöntemlerden biridir. Bir vergi kaçırma yöntemi ve vergi suçu olan transfer fiyatlandırması en genel tanımıyla; yüksek gelir vergisi ödeyecek olan işletmenin, bu gelirlerini daha az vergi ödeyeceği başka bir işletmeye alış-satış işlemleriyle aktarmasıdır. Bu yöntemle işletmeler satış fiyatı üzerinden bilinçli olarak aşırı kâr ya da aşırı zarara uğratarak gelir transferi gerçekleştirilir. Elbette transfer fiyatlandırması husus yalnızca satışlar üzerinden söz konusu olmamaktadır. Oldukça çeşitli muhasebe işlemlerinde transfer fiyatlandırması yapılabilmektedir. KVK'ya göre transfer fiyatlandırmasının yapılabileceği işlemler alım, satım, imalat ve inşaat işlemleri, kiralama ve kiraya verme işlemleri, ödünç para alınması ve verilmesi, ikramiye, ücret ve benzeri ödemeleri kapsamaktadır. Ancak transfer fiyatlandırması en kolay biçimiyle gider hesapları üzerinden yapılmaktadır. Yine KVK'nın 11'inci maddesi kabul edilmeyen giderleri işaret etmektedir. Transfer fiyatlandırması nedeniyle giderleri artan halka açık şirketlerde KVK'nın 11'inci maddesinde yer alan bu gider grupları da artabilecektir.

Şirketler gelirleri nedeniyle doğan parasal yükümlülüklerden kaçmak amacıyla çeşitli yöntemler kullanabilir. Transfer fiyatlandırması bu yöntemlerden biridir. Bu tür vergi suçlarının önüne geçmek amacıyla yasal düzenleme ve denetleme mekanizmaları uygulansa da, bunların yeterliliği ve etkinliği tartışma konusudur. Söz gelimi, SPK'nın II-19.1 Sayılı Kâr Payı Tebliği'nin 6. Maddesi bağışlar yoluyla gelir aktarımının önüne

geçmek için belirlenen çeşitli kurallar bu tür düzenlemeler kapsamındadır. Ayrıca Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK) 11. Maddesi uyarınca, kurum kazancının tespitinde transfer fiyatlandırması yoluyla örtülü olarak dağıtılan kazançların indirim olarak gösterilmesi yasaklanmıştır (5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu, 2006: 9892). Aynı yasanın 13. Maddesinin 1. Fıkrası şöyledir;

“Kurumlar, ilişkili kişilerle emsallere uygunluk ilkesine aykırı olarak tespit ettikleri bedel veya fiyat üzerinden mal veya hizmet alım ya da satımında bulunursa, kazanç tamamen veya kısmen transfer fiyatlandırması yoluyla örtülü olarak dağıtılmış sayılır. Alım, satım, imalat ve inşaat işlemleri, kiralama ve kiraya verme işlemleri, ödünç para alınması ve verilmesi, ikramiye, ücret ve benzeri ödemeleri gerektiren işlemler her hal ve şartta mal veya hizmet alım ya da satımı olarak değerlendirilir.”

Transfer fiyatlandırmalarını yurtiçi ve yurtdışı transfer fiyatlandırmaları olarak ikiye ayırmak bu vergi suçunu daha iyi analiz edebilmeyi sağlayacaktır. Böylece transfer fiyatlandırmasının nedenlerinin anlaşılması sağlanacaktır. Transfer fiyatlandırmasının nedeninin tespiti bu vergi suçunun önlenmesi aşamasında sunulacak ve uygulanacak politikaların geliştirilmesine katkı sağlayacaktır.

2.1.2.1.1. Yurt İçi Transfer Fiyatlandırması

Transfer fiyatlandırması konusu daha çok uluslararası işlemlere yöneltilen bir söylem olmasına karşın, yurtiçi işletmeler arası gelir aktarımlarında da önemli ölçüde kullanılan bir yöntemdir. VUK 114. Maddesi uyarınca işletmelerin vergi alacağı, ilgili vergi alacağının doğduğu takvim yılını izleyen yılın başlangıcından itibaren beş yıl içinde tarh etmeyen vergi iadeleri zamanaşımına uğrayacak; vergi indirim hakkı kaybolacaktır (213 Sayılı Vergi Usul Kanunu, 1961: 3500). Diğer bir deyişle vergi iadesi alacağı bulunan kurumlar, izleyen 5 yıl süre sonunda bu hakkı kaybetmektedir. İşletmeler, zamanaşımına uğrayacak vergi iadesi haklarını, başka işletmelere transfer ederek değerlendirmek isteyeceklerdir.

Bunun yanında KVK kapsamında vergi indirimi ve teşviklerinden yararlanan kurumlara kaynak gelirin aktarımı da işletmelerin vergi giderlerini azaltacaktır. KVK kapsamındaki gelir vergisi üstünlükleri ile birlikte Katma Değer Vergisi Kanunu (KDVK) ikinci bölümü kapsamında yer alan teşvikler (3065 Sayılı Katma Değer Vergisi Kanunu, 1984: 6477, 6478) nedeniyle, yaratılan değerler, değer üzerinden alınan vergideki indirimlerden yararlanan şirketler üzerinde kaydıleştirilecektir. Bu bağlamda, yurtiçi ölçekte ortaya çıkan vergi farklılıkları işletmeleri, yurtiçi transfer fiyatlandırması uygulamasıyla gelir aktarımı yoluna itecektir. Sektörler ve işletmeler arası vergi farklılığı ne kadar yüksek olursa, örtülü gelir aktarımı da o ölçüde artacaktır.

2.1.2.1.2. Yurt Dışı Transfer Fiyatlandırması

1980 sonrası ülkelerarası ticari işlem ölçeğinin ivedilikle artmasıyla bütünleşen ve eşanlı olarak değişen piyasalar, şirketlerin davranışlarını da etkilemiştir. Ülkelerarası ticaret engellerinin kalkması, diğer bir deyişle neoliberal ekonomi ile yaygınlaşan serbestleşme durumu şirketlerin faaliyetlerine ve diğer her türlü yapısal unsurlarına önemli ölçüde etki etmiş ve şirketleri önemli bir dönüşüm sürecine sokmuştur. Bu süreç şirketlerin finansal işlemlerine de yansımıştır. Şirketler için önemli bir gider kalemi olan vergi ödemelerini aşağı çekmek için uyguladığı yöntemler de değişen bu finansal işlemlerden en önemlileri arasında yer almaktadır.

Serbestleşen ve küresel bütünleşmeye giren ekonomiler, yabancı sermayeyi çekebilmek ve kendi sermayesinin dışarı çıkmasını engelleyebilmek için gerçekleştirdiği teşvik ve destekleri artmıştır. Bu durum, literatürde “vergi rekabeti” ya da “ülkelerarası vergi rekabeti” olarak adlandırılan, ülkelerin vergi oranlarını düşürüp vergi yöntemlerini gevşeterek, sermayeyi çekebilmek için yarışa girmelerini tanımlayan kavramı doğurmuştur. Vergi rekabeti nedeniyle ülkeler toplumsal gönenci düşürmeyi göze alarak, vergi oranlarını önemli ölçülerde düşürmüşlerdir (Devereux vd., 2002: 451, 452). İşlevsel bölüşüm kapsamında ele alındığında bu durumun, sermayenin gelirden aldığı payı önemli ölçüde artırdığını ve gelir dağılımına olumsuz etkilerde bulunduğunu belirtmek gerekir.

Önceki bölümde belirtildiği üzere gelir aktarımı durumu, vergi farklılıkları ile doğrusal biçimde artmaktadır. Dolayısıyla serbestleşen ve kolaylaşan ülkelerarası ticaret; ülkelerarası vergi oran ve yöntem farklılıklarının değerlendirilmesi için işletmelerin olanaklarını artırmıştır. Bu bağlamda işletmeler kurumlar vergisi düşük olan, bürokrasi engellerinin minimum olduğu; kısaca vergi giderlerini minimize edecekleri ülkelere gelirlerini aktarırlar.

Alınan tüm önlemlere karşın, ülkelerarası vergi farklılıkları nedeniyle şirketler ülkelerarası transfer fiyatlandırması işlemlerini sürdürebilmektedir. “Vergi cenneti” kavramı bu noktada ortaya çıkmaktadır. Vergi cenneti ifadesi vergi oranları düşük ve sermayenin ilgisini çeken ülkeler için kullanılmaktadır. Ülkelerarası vergi rekabetinin artması sonucu literatürde “vergi cenneti” olarak adlandırılan vergi yasaları liberal yaklaşım çerçevesinde geliştirilmiş, diğer ülkelere göre pek çok işlemin vergiden muaf ya da düşük oranlar ile vergilendirildiği ülkeler; işletmelerin gelir aktarımlarına bir gerekçe olarak ortaya çıkmaktadır. Çokuluslu işletmelerce vergi planlaması aracı olarak kullanılan vergi cenneti ülkeler, transfer fiyatlandırmasını engellemek için kullanılan emsal fiyat uygulamalarını neredeyse olanaksız kılmaktadır (Eroğlu, 2014: 105, 106). Nitekim bu önlemlerin yetersizliği sonucu giderek artan transfer fiyatlandırmaları nedeniyle vergi erozyonu ve kâr payı aktarımı hususu giderek tehlikeli bir boyuta gelmiştir. İktisadi İş Birliği ve Gelişme Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD), “Base Erosion and Profit Shifting (BEPS)” olarak adlandırdığı bu soruna dikkat çekmek için 2013 yılında bir rapor yayımlamıştır (OECD, 2013).

Çokuluslu girişimler, marka ve patent gibi homojen olamayan ve piyasa fiyatı belirlenemeyen değerler üzerinden iştirakleri arasında gelir aktarımını oldukça kolay biçimde gerçekleştirmektedir. Buna göre çokuluslu girişim; marka, lisans ve patent gibi hakların sahipliğini vergi cennetlerinde bulunan iştirakine devretmektedir. Gelirini aktaracağı ülkede bulunan iştirak ise bu patent, marka ve lisanslar için gerekli ödemeleri yaparak geliri vergi cennetlerine transfer etmektedir (Hiemann ve Reichelstein, 2012: 3, 4, 11). OECD yayınladığı raporlarda ülkelerarası vergi oranlarının homojenleştirilmesine gönderme yaparak, bu homojenleşme sürecine

uyum sağlamayan ve vergi oranları dünya ortalamasının çok altında olan vergi cennetlerini ele almıştır (OECD, 2017: 199).

Dünya ülkelerinde vergi oranlarının benzer düzeye yönelmesine karşın ülkelerin değişik gelir ve kalkınmışlık düzeyleri, değişik yapıları ve çeşitli ekonomik amaçları ve toplumların ekonomik yaklaşımları dolayısıyla benzer vergi oranları ve yöntemlerini uygulamaları neredeyse olanaksızdır. Bu nedenle bu çalışma, bir vergi suçu olan örtülü gelir aktarımının önüne geçilebilmesi adına vergisel homojenlikten ziyade, vergi suçlarına karşı ülkelerarası iş birliğine dayanan ortak denetim mekanizmalarının artırılması, vergi cennetlerinin ve vergi rekabetine girilerek; aşırı düşük vergi oranları ile transfer fiyatlandırmasını cezbeden ülkelerin Dünya Ticaret Örgütü (World Trade Organization, WTO) gibi uluslararası kurumlar aracılığı ile gerekli yaptırımların uygulanmasını önermektedir.

2.1.2.2. Harcama Aktarımı (Refah Aktarımı)

ÖGA'nın bir diğer yolu da refah aktarımı şeklinde gerçekleştirilebilir. Literatürde ÖGA yöntemi arasında yalnızca transfer fiyatlandırmasının incelendiğini söylemek mümkündür. Esas itibarıyla, transfer fiyatlandırması şirketin yarattığı refahın örtülü olarak aktarılmasını da içerir. Diğer yandan ÖGA'yı amaçlayan kişi ya da gruplar şirket refahını transfer fiyatlandırması işlemleri olmaksızın da elde edebilir. Şirketlerin yaptığı tüketim üretim amacı ile yapılmaktadır. Ancak şirket tüketimi ya da şirket varlıkları belli kişi ya da grupların refahını artıracak biçimde kullanılabilir. Bu durum bir ÖGA olarak tanımlanmalıdır. Bu yöntemde transfer fiyatlandırması yönteminde olduğu gibi geliri aktarmaktan ziyade, mevcut geliri şirket bünyesinde tüketmek söz konusudur. Böylece gelir aktarımına gerek kalmadan şirketin yarattığı refah ÖGA yapan kişi ya da grup tarafından elde edilmiş olacaktır. Nitekim ÖGA'nın nihai amacı ÖGA yapan kesimin refahını artırmaktır. Ancak böylesi bir yöntemde ÖGA yapan kişi ya da grup mülkiyet hakkı şirket üzerinde olan varlıklar aracılığı ile refah kazanımı sağlayacak, diğer bir deyişle refahlarını artırırken mülkiyet hakkı kazanımı sağlamayacaklardır. Yine ÖGA yapan kişi ya da grup için bu yöntemin başka bir dezavantajı tasarruf imkânı olmamasıdır.

Sonuç olarak çeşitli kişi ya da gruplar şirket varlık ve harcamalarıyla kişisel tüketimlerini yaparak refahlarını artırabilir. Bu durumda şirketin yarattığı refah bu kişi ve gruplarca haksız yere elde edilmiş olacaktır. Oysa şirket harcamalarını faaliyet konusu çerçevesinde yapmalı ve üretim amacıyla tüketim yapmalıdır. Bu kapsamda işçilerin ve diğer çalışanların çalışma şartlarının iyileştirilmesi için harcama yapılabilir. Ancak üretimle ilgisi olmayan, belki de gizli işsizlik boyutunda şirket içi istihdamı gerçekleştirmiş kişi ya da grupların refahını artırmak amacıyla şirket gelirinin tüketilmesi ÖGA tanımına uymaktadır.

2.1.3. Örtülü Gelir Aktarımı Sonuçları

Önceki bölümlerde nedenleri ve türleri incelenen ÖGA işlemlerinin önemli ekonomik etkileri bulunmaktadır. Bu etkiler mikroiktisadi anlamda şirketin paydaşlarının dâhil olduğu etkilerdir. Ancak makroiktisadi anlamda ÖGA sorunu ekonomiler için önemli sayılan parametreleri olumsuz etkilemektedir. Makroiktisadi anlamda gelir dağılımının bozulması, sermaye birikiminin azalması, vergi gelirinin düşmesi gibi durumlar ortaya çıkmaktadır. ÖGA'nun yol açtığı sorunlar bu başlık altında derlenerek değerlendirilmiştir.

2.1.3.1. Vergi Geliri Kaybı ve Vergi Erozyonu

Önceki bölümlerde açıklandığı üzere esas itibarıyla şirket paydaşları arasındaki çıkar çatışmaları sonucu ortaya çıkan ÖGA işlemi, şirketin önemli bir paydaşı sayılan devleti de etkilemektedir. Her ÖGA işleminde gerçekleşmesi kesin olmamakla birlikte ÖGA işlemi sonucu vergi mükellefi olan şirket ortaklarının ya da tüzel kişiliği bulunan şirketin daha az vergi vermesi durumu ortaya çıkabilir. Bilindiği üzere devletin en büyük gelir kaynaklarından biri gelirler üzerinden alınan vergilerdir. ÖGA işlemleri sonucu, şirketin gerçek gelirini aktararak vergi matrahını düşürmesi devlet için gelir kaybına neden olacaktır. Bu tür işlemlerdeki genel amaç kârlı şirketlerden, zarar eden ilişkili şirkete şirket gelirini aktararak iki şirketin toplam vergi yükünün azaltılması şeklindedir. Benzer durum, çeşitli nedenlerden ve devlet politikalarından dolayı

yüksek kurumlar vergisine tabii tutulan şirketlerin yine benzer gerekçelerle teşvik edilmek istendiği için daha düşük vergi oranlarına tabii tutulan şirketlere yapılan gelir aktarımı için de geçerlidir. Vergi sistemleri bu tür vergi suçlarının önüne geçilebilmesi için çeşitli önlemlere başvurmaktadır (Sandalcı, 2019: 303, 304). Önceki bölümlerde vurgulandığı üzere bu çalışma kapsamında amaçlanan bir diğer önemli husus da ÖGA işlemlerinin ana mantığı ve işleyişi ortaya koyularak mali denetimlerde devletin bu vergi suçlarını tespit etmesinde kolaylık sağlamaktır. Böylece devletin vergi gelirindeki kaybı ifade eden vergi erozyonu durumunun da önüne geçilecektir.

2.1.3.2. Küçük Yatırımcının Zarara Uğraması ve Sermaye Birikiminin Azalması

Örtülü gelir aktarımının önemli bir nedeninin şirket ortakları arasındaki çıkar çatışmaları olduğu belirtilmişti. Şirket ortakları arasındaki bu çıkar çatışmaları genel itibariyle yönetimde söz gücü olan büyük ortak ve küçük yatırımcı arasında gerçekleşmektedir. Büyük pay sahibi şirket kârını küçük yatırımcıyla paylaşmak istemeyerek, daha yüksek oranlarda kendi kişisel gelirine aktarmak istemektedir. Bu durumda büyük ortağın şirket kararlarındaki etkinliği şirketi, büyük ortağın çıkarlarına yönelik hareket etmesini sağlayacaktır. Elbette küçük ortağın hak ve çıkarlarını ihlal eden bu kararların yasal yaptırımlarla önüne geçilmemesi durumunda küçük yatırımcılar yatırımlarını hisse senedi dışındaki finansal araçlara yönlendirecektir. Diğer bir deyişle, ortaklık hakları ihlal edilen ve zarara uğratılan küçük yatırımcı yatırım yapma eğilimini azaltacaktır.

Küçük yatırımcının tasarruf ve yatırım eğilimini azaltması ulusal tasarruf eğilimini azaltacaktır. Ulusal tasarruf eğiliminin azalmasının yanı sıra hisse senetlerine olan talebin azalması ve küçük yatırımcıların tasarruflarını vadeli mevduatlara ve borçlanma senetlerine aktarması durumu da şirketlerin fon gereksinimi için olumsuz bir ortam yaratacaktır. Şirketin potansiyel fon kaynaklarındaki çeşitliliğin azalması, şirketlerin fon maliyetlerini artıracaktır. Bununla birlikte borçlanma baskısındaki artış da ekonomide olumsuz bir hava yaratacaktır. Oysa hisse senedi ihracı ile şirketlerin

borçlanmadan fon edinmesi ve yatırımlarını bu şekilde gerçekleştirmesi makroiktisadi ortam için borçlanarak yapılan yatırımlara kıyasla daha olumludur.

Bunun yanı sıra, bir halka açık işletmenin yaptığı ÖGA işlemi nedeniyle, ilgili şirkette pay sahibi olmayan ve dış paydaş sayılan diğer yatırımcı gurubu da zarar görebilecektir. Yatırımcıların yatırım kararının ana belirleyicisi finansal göstergelerdir. Finansal göstergelerdeki gerçek dışı ve yapay değişimler yatırımcıların yanlış karar almasına neden olmakta, belirsizlik ve riskleri görünenin üzerinde artırmaktadır. Örtülü gelir aktarımı sonucu şirketlerin fon sağlamak için çıkardıkları tahvil ve bono gibi borç-alacak ilişkisine dayalı finansal araçların yanlış faiz oranlarından değerlendirilmesi ya da ortaklık hakkı tanıyan hisse senetlerinin yanlış fiyatlandırılması gibi sonuçlar doğurmaktadır. Bu nedenle örtülü gelir aktarımı yatırımcıların gerek borç-alacak ilişkisine dayalı, gerekse ortaklık hakkı tanıyan araçlar olsun her türlü finansal varlık ediniminden zarar etmesi sonucunu doğurabilmektedir.

Sonuç olarak şirketlerin yaptığı ÖGA işlemleri iç ya da dış paydaş durumundaki tüm yatırımcı grubunu dolaylı ya da doğrudan etkilemektedir. ÖGA işlemleri sonucu küçük yatırımcının yatırım iştahı azalacaktır. Yatırım yapma isteği azalan küçük yatırımcı, tüketim harcamalarını artırarak tasarruf eğilimini azaltabilecektir.

2.1.4. Örtülü Gelir Aktarımına Karşı Önlem ve Yaptırımlar

Önemli bir vergi suçu olan ÖGA'ya karşı literatürde çeşitli öneriler bulunmasıyla birlikte Türkiye Cumhuriyeti özelinde çeşitli yasa metinlerinde ÖGA'yı önlemeye yönelik yaptırımlar yer almaktadır. ÖGA çok karmaşık şekillerde gerçekleşebilmektedir. Bundandır ki ÖGA'yı bütünüyle engellemek neredeyse olanaksızdır. Bu nedenle ÖGA'yı önlemek için tek ve sabit bir yöntem bulunmamaktadır ve ÖGA yöntemlerindeki değişime göre bu önlemlerin de güncellenmesi gerekmektedir. Bu bölümün alt başlıklarında yasal metinler ve literatürde yer alan ÖGA'ya karşı önlemler incelenmiştir.

2.1.4.1. Yasa Metinlerinde Örtülü Gelir Aktarımı ve Örtülü Gelir Aktarımına karşı yaptırımlar

Türkiye Cumhuriyeti’i özelinde ÖGA’lara ilişkin açıklamalar ve yaptırımlar öngören yasal metinler aşağıdaki gibi sıralanabilir.

- a) Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK)
- b) Vergi Usul Kanunu (VUK)
- c) Gelir Vergisi Kanunu (GVK)
- d) Türk Ticaret Kanunu (TTK)
- e) SPK Kâr Payı Tebliği

İşletmeler gelirleri nedeniyle doğan parasal yükümlülüklerden kaçmak amacıyla çeşitli yöntemler kullanabilir. Bunların önüne geçmek amacıyla yasal düzenleme ve denetleme mekanizmaları uygulansa bile, bunların yeterliliği ve etkinliği tartışma konusudur. Söz gelimi, SPK’nın II-19.1 Sayılı Kâr Payı Tebliği’nin 6. Maddesi bağışlar yoluyla gelir aktarımının önüne geçmek için belirlenen çeşitli kurallar bu tür düzenlemeler kapsamındadır.

Ayrıca Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK) 11. Maddesi uyarınca, kurum kazancının tespitinde transfer fiyatlandırması yoluyla örtülü olarak dağıtılan kazançların indirim olarak gösterilmesi yasaklanmıştır (5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu, 2006: 9892-1). Aynı yasanın 13. Maddesinin 1. Fıkrası şöyledir;

Sözü edilen yasal engellere karşın transfer fiyatlandırması, işletmelerin gelir aktarımlarında en yoğun kullandıkları yöntemlerden biridir. Bir vergi kaçırma yöntemi ve vergi suçu olan transfer fiyatlandırması en genel tanımıyla; yüksek gelir vergisi ödeyecek olan işletmenin, bu gelirlerini daha az vergi ödeyeceği başka bir işletmeye alış-satış işlemleriyle aktarmasıdır.

Vergi Usul Kanunu (VUK) 13. Maddesinin 4. Fıkrasında belirtildiği üzere ilişkili iki işletme arasındaki alışveriş ilişkisinde belirlenecek tutar işlemin niteliğine göre aşağıdaki yöntemlerden biri kullanılarak bulunmalıdır;

a) Karşılaştırılabilir fiyat yöntemi; aralarında herhangi bir ilişki bulunmayan gerçek ya da tüzel kişilerin birbirleriyle yaptıkları alışveriş tutarı üzerinden piyasa fiyatının belirlenmesi ve bu tutarın söz konusu satış fiyatı ile karşılaştırılması ile gerçekleştirilen yöntemdir.

b) Maliyet artı yöntemi; emsallere uygun fiyatın, ilgili mal ya da hizmet maliyetlerinin makul bir brüt kâr oranı kadar artırılması ile hesaplanmasıdır.

c) Yeniden satış fiyatı yöntemi; emsallere uygun fiyatın, işlem konusu mal ya da hizmetlerin, ilişkisiz gerçek ya da tüzel kişilere yeniden satılması durumunda uygulanacak fiyattan, makul bir brüt satış kârı düşünülerek hesaplanmasıdır.

d) İşlemsel kâr yöntemleri; emsallere uygun fiyat ya da bedellerin bulunmasında, ilişkili kişiler arasındaki işlemten dolayı doğan kârı esas alan yöntemleri belirtir. Bu yöntemler, işleme dayalı net kâr marjı yöntemi ve kâr bölüşüm yöntemidir. İşleme dayalı net kâr marjı yöntemi, mükellefin denetimindeki bir işlemten; maliyetler, satışlar ya da varlıklar gibi ilgili ve uygun bir temele dayanarak tespit ettiği net kâr marjının incelenmesi esasına dayanır. Kâr bölüşüm yöntemi ise ilişkili kişilerin bir ya da daha çoğu sayıdaki denetim altındaki işlemlere ilişkin toplam faaliyet kârı ya da zararının, üstlendikleri işlevler ve yüklendikleri riskler nispetinde ilişkili kişiler arasında emsallere uygun olarak bölüştürülmesi esasına dayanır.

e) Emsallere uygun fiyata yukarıdaki yöntemlerden herhangi birisi ile ulaşma olanağı yoksa mükellef, işlemin niteliğine uygun olarak kendi belirleyeceği bir yöntemi de kullanabilir.

KVK'da ise madde 13'te "Transfer fiyatlandırması yoluyla örtülü kazanç dağıtımı" başlığıyla transfer fiyatlandırması konusuna dikkat çekilmiştir. Bu maddeye göre ilişkili iki şirket arasında alım, satım, imalat ve inşaat işlemleri, kiralama ve

kiraya verme işlemleri, ödünç para alınması ve verilmesi, ikramiye, ücret ve benzeri ödemeleri gerektiren işlemler her hal ve şartta mal veya hizmet alım ya da satımı gibi işlemlerde emsallere uygunluk ilkesi kullanılmamışsa yapılan işlem transfer fiyatlandırması sayılır. Aynı maddede ilişkili kişi şirket ortakları, ortak ya da şirketin ilgili bulunduğu gerçek kişi veya tüzel kişi, şirket ortaklarının sermayesine sahip olduğu ya da sermayesine sahip olmadan denetimi ve kontrolünde bulunan gerçek kişi veya tüzel kişiliği ifade etmektedir. Yine ortakların eşleri ve eşlerinin üstsoy ve altsoyu ile üçüncü derece dahil yansoy akrabaları ve kayın akrabaları da ilişkili kişidir. Aynı madde ülkelerarası transfer fiyatlandırmasına da değinmiştir.

Transfer fiyatlandırması konusu literatürde daha çok ülkelerarası ticaret kapsamında ele alınmıştır. Ülke içinde ilişkili şirketler arasındaki transfer fiyatlandırmaları ise gerek yasalarda gerekse denetleme aşamasında yeterli ilgiyi görememiştir. Mali otoritenin yurt dışı transfer fiyatlandırmalarına kıyasla ülke içi transfer fiyatlandırmalarına karşı yeterince önlem almama nedeni yurt dışı transfer fiyatlandırmalarının tersine ülke kaynaklarının ülke içinde kalması olabilir. Ancak ülke içi transfer fiyatlandırmaları devleti gelir kaybına uğratmasa dahi ortaklar arasında önemli bölüşüm sorunları doğurmaktadır. Ayrıca önceki bölümde vurgulandığı üzere bu tür vergi suçları küçük yatırımcıların yatırım iştahını azaltarak; tasarruf eğilimini azaltan bir ortam yaratmaktadır. Dolayısıyla mali otoritenin ülke için transfer fiyatlandırmalarına yönelik önemli önlemler alması ve denetim mekanizmasını güçlendirmesi gerekmektedir.

2.1.4.2. Örtülü Gelir Aktarımı ve Transfer Fiyatlandırmasını Önlemeye Yönelik Öneri ve Uygulamalar

Transfer fiyatlandırması konusu literatürde daha çok ülkelerarası ticaret kapsamında ele alınmasına karşın, bu çalışma yasal metinlerde olduğu gibi transfer fiyatlandırmasını yurtiçi ve yurtdışı olarak iki ayrı başlıkta incelemiştir. Bunun nedeni yurtiçi ve yurtdışı ölçekte yapılan transfer fiyatlandırmalarının amaçları itibarıyla farklılaşabilmeleridir. Dolayısıyla iki durumun ayrı incelenmesi ve neredeyse görmezden gelinen yurtiçi transfer fiyatlandırmasına odaklanılması yerinde olacaktır.

Transfer fiyatlandırmasının önüne geçilmek amacıyla başlıca iki araç kullanılmaktadır bunlar (Uyanık, 2008: 59);

1-) Global Bölüşüm Yaklaşımı,

2-) Emsallere Uygunluk İlkesidir. Global bölüşüm yaklaşımı adından anlaşılacağı üzere ülkelerarası transfer fiyatlanmalarında kullanılabilecek bir yöntemdir ve uygulanmasındaki zorluklar nedeniyle, emsallere uygunluk ilkesi daha yaygın bir yöntem olarak ortaya çıkmaktadır. Yasal metinlerde de geçen ve önceki bölümde açıklanan emsallere uygunluk ilkesi uyarınca, aralarında ilişki bulunan şirketler, satış fiyatını ya da transfer fiyatını piyasa değerine göre belirlemekle yükümlüdür.

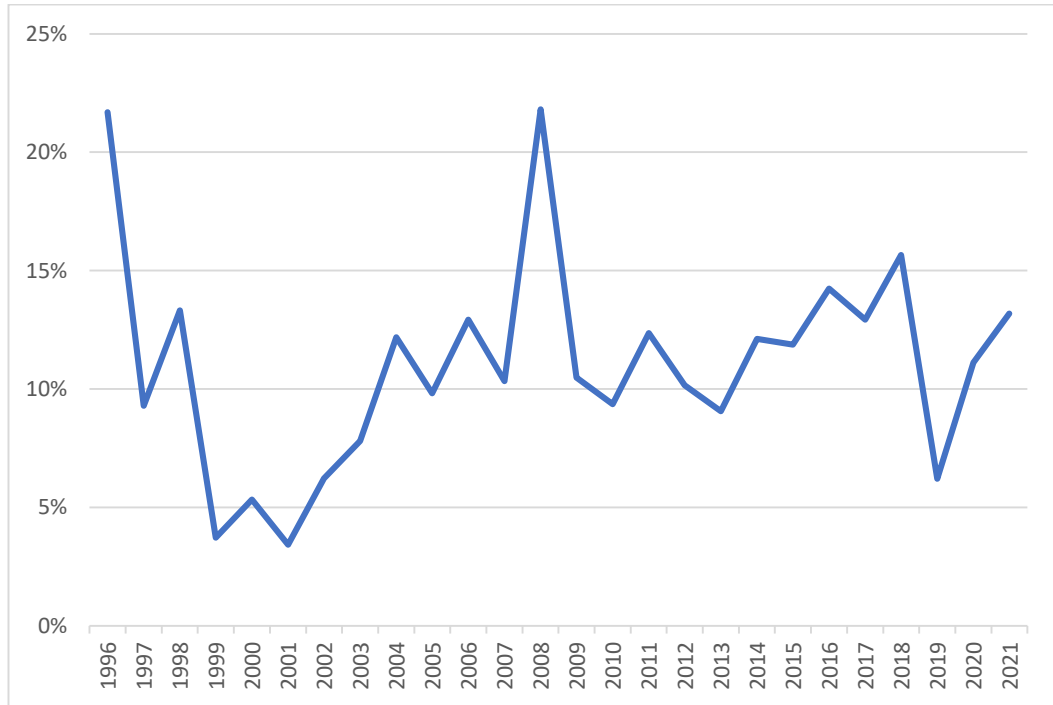
Emsallere uygunluk ilkesinin tanımı itibariyle hangi işlemlerin transfer fiyatlandırması sayılacağını belirleyebilmek için ilişkili şirket ya da gerçek kişileri ve piyasa değerini belirlemek gerekmektedir. Bu iki ölçütün belirlenmesi doğrudan doğruya bir ticari işlemin transfer fiyatlandırması sayılıp sayılmamasını etkileyecektir. Anlaşılacağı üzere bir ticari işlemin transfer fiyatlandırması kategorisine girmesi ya da girmemesi nesnel bir değerlendirme sürecinden geçmemektedir. Bu durum transfer fiyatlandırmasının tespiti aşamasında önemli bir sorundur. Bu çalışma transfer fiyatlandırmasının tespiti aşamasında “ilişkili şirket ya da gerçek kişi” ifadesinin dışlanarak, emsallere uygun olmayan her türlü ticari işlemin transfer fiyatlandırması olasılığına karşılık incelenmesini önermektedir. Ek olarak emsal fiyatları bulunmayan ürünlerin konu olduğu ticari işlemlerin transfer fiyatlandırması açısından değerlendirilmesi de oldukça zordur. Söz gelimi emsal fiyatı bulunmayan sanat eserleri, patentler ve çeşitli haklar transfer fiyatlandırması olarak incelenmek istendiğinde emsal fiyat uygulaması yetersiz kalacaktır. Bu çalışma böylesi durumlarda ilgili şirketlerden birinin gereksiz zarar ya da gereksiz kâr edip etmeme halleri ile vergi kaybının oluşması durumu ya da ortaklarda hak kaybının oluşması durumlarının incelenmesini önermektedir. Nitekim bu söylem ve öneriler ayrı başlıklar halinde incelenmiştir.

2.2.Kâr Payı Dağıtımının Azalması ve Sonuçları

Kâr payı önemli bir gelir türüdür. Fonksiyonel gelir dağılımında yer alan diğer gelir türleri gibi bu gelir türünün de önemli iktisadi etkileri bulunmaktadır. Bu çalışma kapsamında halka açık şirketlerdeki kâr payı dağıtımının altında yatan nedenler açıklanırken; kâr payı dağıtımındaki azalma sonucu ortaya çıkan iktisadi etkiler de ele alınmıştır. Kâr payı dağıtımının literatürde yer alan sonuçlarından farklı olarak, bu tezin teorik altyapısını oluşturan hususlar da bu başlık altında ele alınmıştır.

Kâr payı dağıtımının sonuçlarını incelenmeden önce Türk şirketleri özelinde kâr payı dağıtımının yıllara göre incelenmesi ve analiz edilmesi yerinde olacaktır. Şekil 7’de 2021’in 4’üncü çeyreği itibariyle Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin kâr payı dağıtımlarının piyasa değerlerine oranı yıllara göre verilmiştir. Hesap aşamasında 1.1.2.4. numaralı başlıkta verilen formül kullanılmıştır.

Şekil 7: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Brüt Kâr Payı Dağıtımlarının Piyasa Değerine Oranı (% , Yıllık Frekans)



Kaynak: KAP verileri ve yazarın hesabı

Şekil 7’de görüldüğü üzere ekonominin sık ılerlediği uzun dönemli krizlerde kâr payı verimi de düşüktür. Şekilde 1996 ve 2008 yıllarında yukarı doğru kırılmalar mevcuttur. 1996’da ve 2008’de kâr payı dağıtım oranının artması kriz nedeniyle şirketlerin piyasa değerindeki düşüş olarak gösterilebilir.

2.2.1. Kâr Payı Dağıtımının Etkileri

Kâr payı dağıtımının mikroiktisadi ve makroiktisadi etkileri literatürde önemli yer tutmaktadır. Bu etkilerin önemli bir kısmı belirsizliğini hala korumaktadır. Bu nedenle kâr payı dağıtımının etkileri literatürde önemli bir tartışma konusu olarak varlığını sürdürmektedir. Özellikle kâr dağıtım politikalarının bir şirketin hisseleri üzerine etkisi ile ilgili farklı yorumlar yapan oldukça fazla çalışma bulunmaktadır. Söz gelimi Merton H. Miller ve Franco Modigliani (1961) çalışmasında kâr payı politikalarının şirketlerin piyasa değeri üzerinde bir etkisi olmadığı sonucuna varmıştır. Bu durum literatürde kâr payı ilintisizliği adıyla tanımlanmaktadır. Bu iki araştırmacı vergi ve iflas maliyetlerinin bulunmaması varsayımı altında yatırımcıların kâr payı dağıtımı ile şirketin sermayesindeki artış arasında kayıtsız kalacağını savunmaktadır. Öne sürdükleri bu kâr payı ilintisizliği teorisine göre kâr payı dağıtımı yatırımcıların yatırım kararlarını ve dolayısıyla şirketin piyasa değerini etkilemeyecektir. Ancak kâr payı dağıtımı ve şirketin piyasa değeri arasındaki ilişkinin doğrusal olduğunu savunan yaklaşımlar da bulunmaktadır. Bunlar, yatırımcıların dağıtılan kâr payını “eldeki kuş” ve dağıtılmayan kâr payını ise “cepteki kuş” olarak gördüğünü savunmaktadırlar. Yine bu yaklaşımı savunanlara göre eldeki kuş her zaman cepteki kuştan iyidir (Lintner, 1956, 1962; Gordon, 1962). Lintner ve Gordon’un eldeki kuş teorisine göre daha yüksek kâr payı dağıtan şirketlerin hisse senetlerinin fiyatı diğer şirketlerin hisse senetlerine göre daha yüksek olacaktır. Yatırımcılar için kâr payı ödemeleri eldeki kuştur, sermaye birikimi ise cepteki kuşu temsil eder. Eldeki kuş belirsizlik ortamını giderdiğinden ve kesinlik yarattığından yatırımcılar için daha güvenilirdir ve bu nedenle tercih sebebidir (Morni vd., 2019: 67). Dolayısıyla bu şirketler için oluşturulan finansal oranlar diğer şirketlere göre farklılaşacaktır. Modigliani ve Miller ile Gordon ve Lintner’in çıkarımları arasındaki

farklılığın en önemli nedenlerinden biri analizlerdeki dönem aralığının farklı uzunluklarda olmasıdır. Bu nedenle bu çalışma kâr payı dağıtımını gibi bir değişkenin analizinde zaman boyutunun önemli yer taşıdığını savunmaktadır. Bununla birlikte kâr payı dağıtımının şirketlerin piyasa değeri dışında karar ve üretim yapılarından finansman seçimlerine kadar pek çok alanda geniş ölçekli etkisinin olduğu saptanmıştır. Nitekim kâr payı dağıtımının şirket üzerindeki etkisinin boyutu ve belirsizliği konusunda Black (1976) kâr payı bulmacası söylemini geliştirmiştir. Black, çalışmasında kâr payının etkilerini açıklamaya çalışırken kâr payı dağıtım kararını etkileyen unsurları da incelemiştir.

Ancak bu çalışma konusu ve amacı gereği kâr payı dağıtımının makroiktisadi etkilerine odaklanmaktadır. İktisadi birimler için önemli bir gelir türü olan kâr payı aynı zamanda piyasa için önemli bir fon arzı kaynağıdır. Dolayısıyla kâr payı dağıtım gelirindeki artışın etkilerini piyasaya yansıtırken borçlanma araçları üzerinde de önemli etkiler yaratır. Tabii bu etkinin çift yönlü olduğunu belirtmek gerekir. Bu çift yönlülük kâr payının, kâr payını alan yatırımcı tarafından nasıl değerlendirildiği ile doğrudan ilişkilidir. Yatırımcı kâr payı gelirini tüketim ve tasarruf olarak kullanabilir. Kâr payının tüketim olarak kullanılması durumunda artan talep enflasyonist etkiye neden olabileceken, yatırım olarak ayrılan kâr payı üretim aşamasındaki fonlanma maliyetlerini düşürecek ve arzı artırıcı etki gösterecektir.

Dolayısıyla dağıtılan kâr payının hangi tür yatırımcı tarafından daha yüksek oranla tasarruf olarak tutulduğu makroiktisadi konjonktür için önemli bir husustur. Bu çalışma küçük yatırımcının kâr payından daha yüksek oranda tasarruf yaptığını savunmaktadır. Bunun nedeni küçük yatırımcının birincil gelirinin genellikle kâr payı olmaması, ücret olmasıdır. Dolayısıyla küçük yatırımcının büyük hisse sahiplerine göre kâr payını tasarruf olarak saklama düzeyinin daha yüksek olması beklenmektedir. Kâr payı dağıtımının tasarruf edilmesi durumunda kâr payı dağıtım faizleri düşürür, düşen borçlanma maliyetleri nedeniyle firmaların öz kaynak kullanımı oranı düşebilir. Ancak kâr payı dağıtımının makroiktisadi etkilerini inceleyen çalışmalar maalesef literatürde eksik kalmaktadır. Bu nedenle bu bölümde kâr payı dağıtımının etkileri teorik olarak incelenmiştir.

Kâr payı dağıtımını diğer finansal araçların fiyatı ve şirketlerin kaynak yapısı üzerinde önemli etkiye sahiptir. Önceki paragrafta kısaca açıklandığı üzere kâr payı dağıtımını sonucu gelir etkisi yaratılacaktır. Geliri artan bireyler gelirlerinin bir kısmı ile tasarruf yapma eğilimine girecektir. Bu aşamada özellikle küçük yatırımcının ana geliri şirketlerin dağıttığı kâr payı geliri olmadığı için küçük yatırımcıların kâr payı gelirinden yapılacak tasarruf oranının yüksek olması beklenir. Küçük yatırımcının genel anlamda marjinal tasarruf eğilimi düşük olsa dahi bu finansal araç için tasarruf eğilimi değişecektir. Ayrıca tasarrufların değerlendirilme sürecinde yeniden hisse senedi alımı dışında tahvil gibi borç senetlerinin alımı da gözlemlenebilecektir. Bu durumda diğer değişkenler sabitken kâr payı dağıtımını ile tahvil talebi ve tahvil fiyatının artmasına istinaden faiz oranları düşecektir. Düşen faiz oranları işletmeler için borçlanma olanaklarını genişletir ve işletmelerin yatırımları için erişebileceği kaynak çeşitliliğini artırır. Elbette kâr payı dağıtımını sonucu ortaya çıkan gelir etkisi ile hisse senedi fiyatları da artabilecektir. Bu durumda şirketler daha çok hisse arzı ile fon sağlama seçeneğini değerlendirebilir. Ancak halka açıklık oranı belirli bir düzeye ulaşan şirketler için hisse ihracıyla fon sağlama şansı azalacaktır. Bu şirketlerin dağıttığı kâr payları, borsa genelinde hisse fiyatlarını artıracak; borsa endeksindeki yükseliş diğer şirketleri halka arz olmaya teşvik edecektir. Böylece yaratılan pozitif dışsallık yoluyla kâr payı dağıtımının yararları ekonominin geneline yayılarak artacaktır.

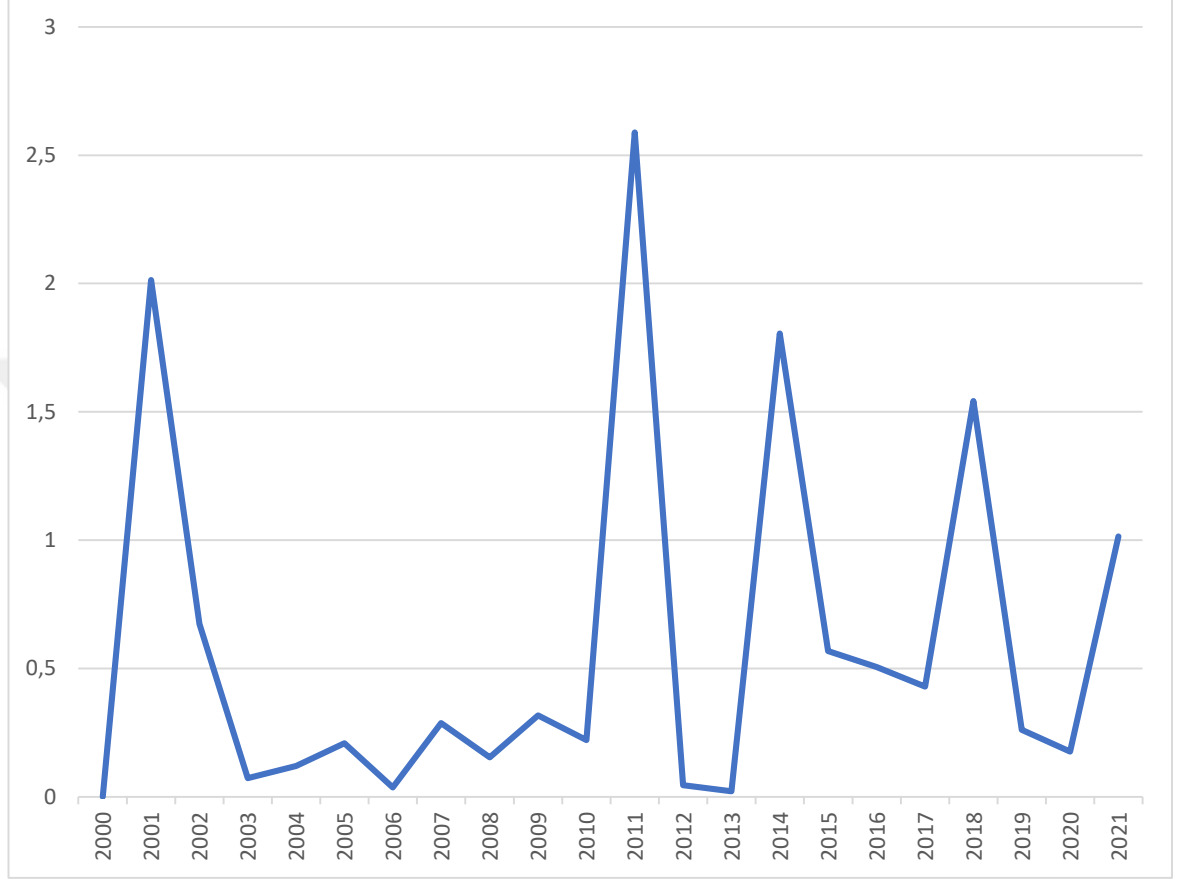
Tüm bunlarla birlikte halka açık şirketlerin düzenli kâr payı dağıtımını tasarrufları teşvik edecektir. Şöyle ki; şirketlerin düzenli kâr payı dağıtımını küçük yatırımcıyı motive eder. Yatırımlarından tatmin edici getiriye sağlayan küçük yatırımcı daha çok tasarruf yapmak isteyecektir. Tasarruf yapma eğilimindeki artış hisse senedi talebini ve fiyatını artıracak; bu da hisse senedi yatırımlarının getirisini yükseltecektir. Diğer yandan yapılan tasarruflar tahvil talebi ve fiyatını da artıracak; faizler düşecektir. Bu durumda şirketlerin finansman erişimi kolaylaşacaktır. Dolayısıyla halka açık şirketlerin düzenli kâr payı dağıtımını söz konusu ekonomide tasarruf ve yatırım eğilimini artıracak; ekonominin küresel rekabet gücü üstünlüğünü yükseltecektir.

2.2.2. Halka Arz ve Kâr Payı Dağıtımının Azalması İlişkisi

Şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarını belirleyen en önemli unsurlardan biri de halka açık olup olmadıklarıdır. Literatürde yapılan çalışmalar halka arz olmuş şirketler ve halka arz olmamış şirketler arasında karşılaştırma yaparak kâr payı dağıtımının halka açıklıkla ilişkisini tespit etmeye çalışmıştır. Bu çalışmalardan bir kısmında halka açıklık ile kâr payı dağıtımı arasında ters yönlü ilişki tespit edilmiştir. Ancak kâr payı dağıtımı ile halka arzın ilişkisiz ya da doğrusal ilişkiye sahip olduğunu savunan çalışmalar da bulunmaktadır. Bu çalışma literatürde halka arz ile kâr payı dağıtımı arasındaki ters yönlü ilişkinin varlığına işaret eden yaklaşımları savunmaktadır. Çalışma kapsamında yapılan ekonometrik analiz bu durumun varlığına işaret etmektedir. Literatürden farklı olarak yapılan ekonometrik analizde şirketler halka arz edilmiş ya da halka arz edilmemiş şeklinde kukla değişkenlerle hesaplanmamış bunun yerine doğrudan şirketlerin halka açıklık oranları kullanılmıştır.

Halka arzın kâr payı dağıtımını olumsuz yönde etkilemesinin ana nedeni şirket yöneticileri ve şirket yönetiminde söz gücü yüksek olan büyük ortakların elde edilen net kârı kâr payı olarak dağıtarak küçük ortaklarla bölüşmek istememesidir. Net kârın şirket içinde kalması ve şirkete kaynak yaratarak şirket varlıklarını artırması büyük ortağın ve şirket yöneticilerinin refahını artıracaktır. Şirketin varlıkları artması sonucu şirketin hisse değeri yükselecek olsa da küçük yatırımcı bu değer artışından oransal olarak daha az refah sağlayacaktır. Küçük yatırımcı için net kârın kâr payı olarak dağıtımını çok daha tatmin edicidir.

Şekil 8: 5'inci Grup Şirketlerin Kâr Payı Dağıtım Oranları ile 1'inci Grup Şirketlerin Kâr Payı Dağıtım Oranlarının Karşılaştırması



Kaynak: KAP'ta yayınlanan şirket finansal raporları ve yazarın hesabı

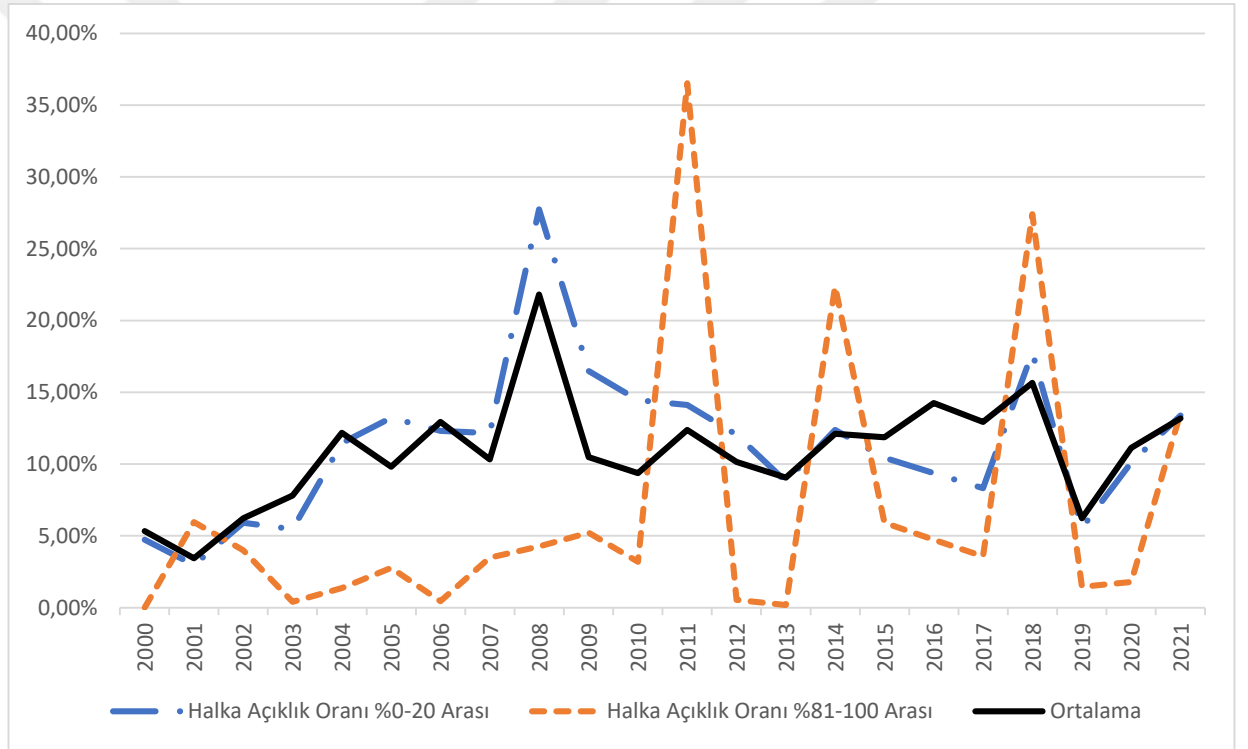
Şekil 8'de gösterilen seri aşağıda verilen Denklem 2 kullanılarak oluşturulmuştur. Kâr payı dağıtım oranı ise şirketlerin dağıttığı kâr paylarının piyasa değerine oranlanması ile bulunmuştur.

$$\frac{5'inci\ Grup\ Şirketlerin\ Kâr\ Payı\ Dağıtım\ Oranı}{1'inci\ Grup\ Şirketlerin\ Kâr\ Payı\ Dağıtım\ Oranı} \quad (2)$$

Denklem 2'de ifade edilen 1'inci grup şirketler halka açıklık oranı %20'den küçük olan şirketlerdir. 5'inci grup şirketler ise halka açıklık oranları %81 ve üzeri olan şirketleri ifade etmektedir. Bu bağlamda halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerin kâr payı dağıtımındaki artış bu oranı yükseltecektir. Ancak tersi durumda

oran düşecektir. Oranın 1'e eşit olması halka açıklık oranı %20 ve altı olan şirketlerin kâr payı dağıtım ile halka açıklık oranları %81 ve üzeri olan şirketlerin kâr payı dağıtımlarının eşit olduğu anlamına gelmektedir. Oranın 1'den düşük olması halka açıklık oranı %20 ve altı olan şirketlerin kâr payı dağıtımlarının daha fazla olduğunu göstermektedir. Bu bilgiler ışığında Şekil 9 incelendiğinde 2001, 2011, 2014, 2018 ve 2021 gibi istisnai yıllar dışında 22 yıllık dönem boyunca halka açıklık oranları düşük olan şirketlerin daha yüksek kâr payı dağıtım oranlarına sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Şekil 9: Halka Açıklıklarına Göre 1'inci ve 5'inci Grup Şirketlerin Kâr Payı Dağıtım Oranları (% Piyasa Değeri)



Kaynak: KAP'ta yayınlanan şirket finansal raporları ve yazarın hesabı

2.2.3. Dağıtılmayan Kâr Payları

Şirketlerin kâr payı olarak dağıtmadığı net kârları şirket öz kaynaklarına eklenmekte ve şirketin yatırım ve diğer faaliyetlerine fon sağlamaktadır. Böylece dağıtılmayan kâr şirketin değerinde olumlu yönde bir etki yaratır. Dolayısıyla şirket ortakları ve yatırımcılar açısından dağıtılmayan net kârların olumlu etkisi neredeyse

daha eşit paylaşılmış olacaktır. Diğer yandan ortaklar arası çıkar çatışması ve önceki bölümlerde sayılan diğer gerekçeler nedeniyle muhasebe hileleri ve vergi suçları kullanılarak şirket net kârı olması gerektiğinden düşük gösterilebilir. Böylesi bir durumda şirket ortaklarının, şirket faaliyetleri sonucu kazanılan kârdan eşit şekilde faydalanacağını söylemek olanaksızdır.

Bu başlık altında dağıtılmayan kâr payı olarak değerlendirilen kâr, şirketin gerçek faaliyetleri sonucu elde etmesi gereken kârı ifade etmektedir. Çalışmanın dayanak hipotezinde olduğu gibi halka açıklık oranlarındaki artış, şirketin yönetimini elinde bulunduran büyük hisse sahibi ile küçük yatırımcılar arasındaki çıkar çatışmalarını artıracaktır. Bu nedenle şirketin yönetiminde söz gücü bulunan büyük hisse sahibi ya da büyük ortak, şirketin elde ettiği kârı örtülü gelir transferiyle kendi refahı için kullanabilecektir. Bu durum ayrı bir başlık altında ele alınmıştır.

2.2.3.1. Sermaye Birikimi

Şirketlerin dağıtılmayan net kârları şirket faaliyet ve yatırımları için öz kaynaklara aktarılacaktır. Böylesi bir durum şirket değerini artırırken, yatırımlara ve üretime olumlu etkide bulunacak ve makroiktisadi anlamda ulusal tasarrufları ve yatırımları artıracaktır. Öte yandan net kârın kâr payı olarak dağıtılması durumunda bölüşülen gelirin tasarruf ve yatırımlara dönüşme oranı azalacak; dağıtılan kâr payı daha ziyade tüketime yönelecek ve gelire dayalı marjinal ithalat eğilimi kadar ithalatı artıracaktır. Bu bağlamda şirketlerin net kârlarını dağıtılmaması ve öz kaynaklara dönüştürmesi bir ülke ekonomisinin ulusal kazanımları için olumlu bir etki yaratmaktadır. Ancak diğer bölümlerde değinildiği üzere şirket net kârı özellikle ortaklar arasındaki çıkar çatışmaları nedeniyle muhasebesel anlamda olduğundan düşük düzeylerde tutulabilmektedir.

Küçük ortak oranının yüksek olması durumunda dağıtılan kâr payının belli oranı küçük ortaklara gidecektir. Bu durum şirket yönetimini elinde bulunduran büyük ortak için kayıp olarak anlaşılabilmektedir. Şirketin büyük oranda hissesini bulunduran ortak, kâr payını dağıtmayarak şirket öz kaynaklarını artırmayı böylece

şirket değerini yükseltmeyi seçecektir. Böylece çoğunluk hisselerini elinde bulunduran ortak aritmetik olarak daha yüksek kazanç sağlayacaktır.

Diğer bir nedense, şirketin çoğunluk hisselerini elinde bulunduran ortağın şirkete karşı aidiyet duygusu daha yüksek olacaktır. Bu nedenle büyük ortakların şirket hisselerini görece çok daha uzun vadede elinde bulundurması beklenmektedir. Böylece şirketin öz kaynak oranının ve yatırımlarını artırması büyük hisse sahibi için daha avantajlı olacaktır. Dolayısıyla kâr payı dağıtımının alternatif kaybı, büyük ortak için daha çok olacaktır.

Yönetim gücünü elinde tutan büyük ortak kâr payı dağıtımına daha az istekli olacaktır. Yönetimdeki kontrol gücü dolayısıyla şirketin varlıklarındaki artış büyük ortağın refahını daha çok artırabilir. Diğer bir deyişle büyük ortak, şirketin öz kaynaklarındaki artış sayesinde şirketin artan varlıklarından daha çok yararlanabilecektir. Bu nedenle büyük ortak, kâr payı dağıtımı konusunda, küçük ortaklara görece daha az isteklidir. Dolayısıyla şirketlerin halka açılma oranları arttıkça kâr payı dağıtımının azalması beklenen bir sonuçtur. Nitekim bu çalışma kapsamında kurulan ve tahmin edilen ekonometrik model bu durumun varlığını kanıtlamaktadır.

2.2.3.2. Örtülü Gelir Aktarımının Artması

Halka açıklık oranıyla birlikte kâr payı dağıtımının azalması ortaklar için önemli bir gelir kaybına neden olacaktır. Bu durumun doğal bir sonucu olarak ortakların kişisel refahı azalacaktır. Ancak refah kaybı yaşayan ortaklar kâr payına alternatif yöntemlerle kişisel refahlarını korumak isteyecektir. Bu amaç doğrultusunda ortaklar şirket net kârını kişisel gelirlerine aktaracak ya da kişisel tüketimlerini dağıtılmayan şirket net kârını şirketin kurumsal kişiliği üzerinden kullanarak gerçekleştirecektir. Şirket kârını yasal olmayan yollar ile kişisel refahını artırmak için şirket yönetiminin manipüle edilmesi elzemdir. Böylesi bir manipülasyonu yönetimde söz gücü bulunan büyük ortak durumundaki hisse sahipleri yapabilir.

Şirketin elde ettiği net kârın kâr payı olarak dağıtılması durumunda şirket büyük ortağı, şirketin yönetiminde kontrol ve karar gücü bulunmayan küçük ortakla şirket kazancını paylaşmak durumunda kalacaktır. Oysa örtülü gelir aktarımı yöntemleri ile şirket büyük ortağı, şirket kazancı ile kişisel refahını daha çok artırabilir. Bu nedenle şirketin halka arzı sonucu, şirketlerdeki örtülü gelir aktarımı eğilimi artacaktır. Bu bağlamda mali denetim otoritelerinin halka arzı gerçekleşmiş şirketlere yönelik örtülü gelir aktarımlarını daha detaylı incelemesi önerilmektedir. Bu tür şirketlerde sağlanan kârın, transfer fiyatlandırması yöntemleri ile gider gösterilerek başka şirketlere aktarılması ya da şirket yöneticilerinin kişisel harcamalarını şirketin kurumsal kişiliği üzerinden gerçekleştirmesi mümkündür.

Daha önceki bölümlerde açıklandığı üzere örtülü gelir aktarımı genellikle devleti önemli düzeyde gelir kaybına uğratmaktadır. Ancak bazı durumlarda devleti gelir kaybına uğratmasa dahi ortaklar arasında eşit olmayan bir bölüşüme neden olur. Bu durumda küçük yatırımcılar hisse senedi ve diğer kâr payı ödemesine dayanan yatırım araçlarını kullanmaktan kaçınacak ve tasarruf alışkanlıklarını azaltacaktır. Tasarruf ve yatırımdan genel olarak kaçınan küçük yatırımcı ayrıca mevcut yatırımlarını yerli yatırım araçlarından döviz dayalı yabancı yatırım araçlarına yönlendirebilecektir. Dolayısıyla halka açık şirketlerin küçük yatırımcı aleyhine gerçekleştireceği finansal işlemler uzun vadede makroiktisadi olumsuzlukları doğuracaktır. Bu çalışma kapsamında örtülü gelir aktarımı ile mücadele edilmesi ve halka açık şirketlerde bu tür işlemlerin gerçekleştirilmesini önleyecek iç ve dış denetim mekanizmaları kurulması önerilmektedir.

2.3.Halka Arzın Olumlu Makroiktisadi Sonuçları

Şirketlerin halka arz edilerek fon sağlaması şirketler için olumlu sonuçlar doğururken, makroiktisadi anlamda ülke ekonomileri için de olumlu etkiler yaratmaktadır. Önceki başlıklarda açıklandığı üzere halka arzın şirketler için avantajı borç yükü oluşturmaksızın şirket kaynaklarını artırmasıdır. Makroiktisadi açıdan ise hem halka arzlar sonucu finansal araç çeşitliliğinin artması hem de sermaye sahipliğinin tabana yayılması en önemli olumlu sonuçlar arasındadır.

Finansal araç çeşitliliğinin artması küçük yatırımcı olarak tasarruflarını değerlendiren bireyler için cezbedici bir unsurdur. Yatırımların getirisi çeşitli finansal araçlarla arttığında bireyler daha çok tasarruf yapma eğilimine girecektir. Mülkiyetin tabana yayılması ise gelir dağılımını düzelterek bir unsur olup toplum içindeki çıkar çatışmalarını minimize edecektir. Gelir dağılımındaki iyileşme ise sosyal barışın güçlendirilmesini sağlayacaktır. Bu etkiler ayrı başlıklar altında ele alınmıştır.

2.3.1. Ulusal Tasarruf Birikiminin Artması

Halka arz daha önceki bölümlerde açıklanan iki yol sayesinde ulusal tasarruf oranlarını artırır. Bunlardan ilki halka arzla birlikte şirketlerin dağıtılabılır net kârını kâr payı olarak dağıtma eğilimini azaltması ve dağıtılabılır net şirket kârını şirketin öz kaynaklarına aktarmasıdır. Diğeri ise tasarruf araçlarında çeşitliliği artırarak ve tasarrufların getirisini yükselterek tasarruf eğilimini artırmasıdır. Şirketlerin kâr payı dağıtım davranışlarının halka arz ile azalması durumu daha önceki bölümlerde açıklandığı için bu başlık altında halka arzın özellikle küçük yatırımcı özelinde bireylerin tasarruf eğiliminde ne biçimde bir değişikliğe neden olacağı ele alınmıştır.

Vergiler düşüldükten sonra ortaya çıkan bireyin harcanabilir kişisel geliri tüketim ve tasarruf bileşenlerinden oluşmaktadır. Tüketim ve tasarruf birleşimlerini belirleyen unsur bireylerin kişisel gelirlerinin ne kadarının tüketime aktarılacağını ifade eden marjinal tüketim eğilimi ve ne kadarının tasarruflara aktarılacağını gösteren marjinal tasarruf eğilimidir. Bu iki katsayının toplamı 1'e eşit olup aralarında ters yönlü ilişki bulunmaktadır. Bireylerin marjinal tasarruf eğilimi ulusal tasarrufların

belirleyicisidir. Bu bağlamda ulusal tasarruf birikimindeki artışın açıklanması için bireylerin tasarruf eğilimini etkileyen unsurlar incelenmelidir.

Bireylerin, diğer bir deyişle hanehalkının tasarruf eğilimi çocuk sayısından eğitim ve gelir düzeyine kadar pek çok sosyolojik, kültürel, siyasal ve tabii ki ekonomik koşulların bileşenleri ile açıklanabilmektedir (Cronqvist vd. 2015). Öyle ki sürekli gelir hipotezi ve ömür boyu gelir hipotezi gibi gelir teorilerinde kişinin yaşam beklentisi dahi tasarruf oranlarının belirleyicisi olarak ele alınmıştır (Temel Nalın, 2013). Bu belirleyici unsurlar arasında tasarruf ve yatırım araçlarının çeşitliliği ve getirisi de elbette marjinal tasarruf eğiliminin en temel belirleyicileri arasındadır.

Halka arzlar, yatırım yapılabilecek finansal araç çeşitliliğini artırırken arz yasası gereği yatırım araçlarının fiyatlarını da azaltacaktır. Yatırım araçlarının getirisi sabit kabul edildiğinde, halka arzlarla birlikte yatırım araçlarının fiyatlarındaki düşüş yatırımların getirisini artıracaktır. Yatırımların getirisinde yaşanan bu artış ise tasarrufları teşvik edecektir.

Halka arzların bir diğer önemli yararı ise ulusal para türünden finansal yatırım araçlarını artırmasıdır. Bu yolla bireylerin dolarizasyon eğilimi azaltılmış olacaktır. Nitekim dolarizasyonun nedenleri incelendiğinde yabancı parayı cezbedecek gelişmelerin dolarizasyonu artırdığı, tersi gelişmelerin ise bu eğilimi azalttığı anlaşılmaktadır (Özkul, 2021; Özer, 2022). Bilindiği üzere dolarizasyon ulusal paraya güvenin yitirildiği durumlarda ortaya çıkan ulusal paranın değersizleşmesine ve fonksiyonlarını yitirmesine neden olan bir durumdur. Dolarizasyon eğiliminin neden olduğu önemli makroiktisadi sorunlar aşağıdaki gibidir.

1) Döviz kurları artma eğilimi gösterir. Dolarizasyon durumunda yerli para dış ticaret dengesinden bağımsız olarak değer kaybeder.

2) Enflasyon yükselir. Döviz kurlarındaki artış hem maliyet enflasyonu yaratır hem nihai olarak satılan ithal malların fiyatını artırır hem de yerli malları yabancı mallara karşı ucuzlatacağı için oluşabilecek dış talep baskısı nedeniyle enflasyona neden olur.

3) İhraç malı ucuzlar bu nedenle ihracat gelirleri azalabilir. İhraç mallarında talebin fiyat esnekliğinin düşük olması, kurdaki artış nedeniyle

ucuzlayan ihrac mallarının yurtdışı talebini yeteri kadar artırmayacaktır. Bu durumda fiyat etkisi nedeniyle düşen hâsıla, miktar etkisi ile artan satış düzeyi tarafından karşılanamayabilir. Sonuç olarak dış ticaret bu durumdan olumsuz yönde etkilenir.

4) Kredi kullanımı artar ve kredi hacminde önemli genişleme görülür. Ekonomideki dolarizasyon eğilimi sonucu döviz getirisinin artması bireyleri ulusal para ile borçlanarak döviz alımı yapmaya itecektir. Bu durum hem döviz kurlarında yukarı doğru baskı yaratacak hem de ekonomideki borç yükünü artırdığı için kırılganlığı artıracaktır.

5) İhracat ürünleri ve üretim yapısı katma değeri düşük mal ve hizmetlere yönelir. Paranın değer kaybetmesi sonucu ucuzlayan emek, sermaye yerine ikame edilir. Sermaye yoğun üretim yapısının engellenmesi ise uzun dönemde katma değeri yüksek mal ve hizmet üretilmesinin önüne geçecek bir gelişmedir.

Sonuç olarak hisse senedi ihracı ile yatırım yapılabilecek menkul değer çeşitliliğinin artması bireyleri ulusal para ile işlem yapılan borsalara yönlendirecektir. Bu durumda ulusal para talebi artacak, döviz talebi ise azalacaktır. Bireyler tasarruf saklama aracı olarak döviz kullanımını azaltacak; döviz talebi ithalat ve ihracat kalemleri tarafından belirlenecektir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde görülen önemli bir makroiktisadi sorun olan dolarizasyon sorunu böylece aşılmış olacaktır. Dolayısıyla tüm bu gelişmeler yoluyla halka arzın artması ulusal tasarruf birikimini artıracaktır.

2.3.2. Mülkiyetin Tabana Yayılması ve Gelir Dağılımının Eşitlenmesi

Bilindiği üzere hisse senetleri şirket sermayesi üzerinde sahiplik hakkı tanıyan bir menkul değerdir. Küçük yatırımcıların yaptığı alımlarla sermayenin tabana yayılması, şirket varlık ve faaliyetlerinden elde edilen kârın daha geniş toplum kitleleriyle bölüşümüne önayak olacaktır. Bu durumda emek arzcısı konumundaki bireyler sermaye sahibi ve girişimci olarak şirketlerin kârlarından da pay sahibi olacak ve gelir sağlayabilecektir. Sermaye verimliliğinin artması sonucu doğal bir gelişme

olarak fonksiyonel gelir dağılımında eşitsizlik görülecektir. Bu durumda fonksiyonel gelir dağılımı bozulurken bireylerin fonksiyonel gelir dağılımından aldıkları gelirin çeşitlendirilmiş olması sayesinde bireylerarası gelir dağılımı bu gelir eşitsizliğinden fazlasıyla etkilenmeyecektir. Diğer bir deyişle bireyin ücret geliri düşerken, tasarrufları sonucu yaptığı hisse senedi yatırımlarından elde ettiği kâr payı dağıtımı kişinin toplam gelirindeki düşüşte paraşüt etkisi yapacaktır.

Mülkiyetin tabana yayılması sermayeden sağlanan kazancın toplumda daha geniş bir kitle tarafından bölüşülmesine önayak olacaktır. Böylece gelir ve servet dağılımında ortaya çıkan bozukluklar giderilirken uzun dönemde iyileşmeler de gözlemlenecektir.

2.3.3. Sosyal Barışın Sağlanması

Toplumu oluşturan bireyler arasındaki çatışmalar ülke refahını doğrudan etkileyen bir unsurdur. Ülke toplumu içindeki çatışma başta sosyal yaşamı, ekonomiyi, politikayı ve diğer beşeri tüm unsurları doğrudan ya da dolaylı biçimde etkiler. Sosyal barışın sağlanması ve korunması aşamasında ülke toplumunu oluşturan yurttaşlar arası gelir ve servet dağılımı ve fırsat eşitliği en önemli unsurlar arasındadır. İktisadi iş bölümüne göre yapılan sınıfsal ayrımların esnekleşmesi ve sınıflar arası geçiş olanağının yüksek olması bireylerarası bütünleşmeyi ve toplumsal barışı güçlendirecektir.

İktisadi iş bölümüne göre genel anlamda yapılan emek arzıcısı ve sermayedar ayrımı, borsaların güçlenmesi ve sermayenin emek arzıcıları tarafından satın alınabilirliğinin artması ile daha bütünleşik hale gelecektir. Emek arzıcılarının küçük yatırımcı olarak hisse sahipliğindeki payını artırması; doğal olarak sermaye ve emek arasındaki çatışmaları gidermesi beklenen bir gelişmedir. Bu durumda emek arzıcısının tek geliri ücret olmayacak; hisse sahipliği nedeniyle toplam geliri arasında sermaye getirisi olacaktır. Böylece örneğin ücretlerdeki keskin bir düşüş, toplam gelirini çeşitlendirmiş bireyin gelirinin aynı keskinlikte düşmesini engelleyecektir.

2.3.4. Kurumsallaşmanın Artması

Şirketin halka arz olmasının şirketler özelinde bir diğer yararı ise şirketlerin kurumsallaşmasına önayak olmasıdır. Halka arz olmuş ya da halka arz olmuş sayılan şirketler SPKn'ye tabii olduğu için bir dizi sorumluluk almakta ve çeşitli denetimlerden geçmektedir. Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ kapsamında borsa şirketlerinin uygulaması gereken kurumsal yönetim ilkeleri belirlenmiş ve açıklanmıştır. SPKn'ye dayanılarak hazırlanan bu tebliğe göre şirketlere bir dizi sorumluluklar yüklenmiştir.

Kurumsallaşma sürecini şirket ya da şirket ortakları için yalnızca bir yükümlülük olarak görmek doğru değildir. Nitekim şirketlerin halka arz olma gerekçelerinden biri de kurumsallaşmanın artmasıdır. Şirket için pek çok avantajı olan kurumsallaşma, özellikle dış paydaşlar nezdinde şirket değerini ve güvenilirliğini artıracaktır. Öyle ki günümüz rekabet şartlarında piyasada kalıcı olmak isteyen şirketler için kurumsallaşma bir koşul haline gelmiştir (Doğan, 1998: 144).

2.3.5. Ölçek Ekonomilerinin ve Verimliliğin Artması

Bir şirketin halka arzındaki ana neden yatırımlarını ve faaliyetlerini fonlamaktır. Yatırımları için sermaye erişimi kolaylaşan şirket faaliyet alanını genişletebilecek güce erişecektir. Bu durumda üretim düzeyini artıran şirketler pozitif ölçek ekonomilerinin sağladığı verimlilik artışlarından yararlanabilecektir. Pozitif ölçek ekonomileri üretim miktarı arttıkça birim başına düşen maliyetlerin azaldığı üretim yapısını belirtmektedir. Böylesi bir üstünlükten yararlanmak için şirketin önemli düzeyde kaynak gereksinimi doğmaktadır. Bu gereksinimi en maliyetsiz karşılayacak yöntemlerden biri şirketlerin paylarını halka arz etmesidir.

Pozitif ölçek ekonomileri şirketlere önemli bir rekabet üstünlüğü sağlar. Bu üstünlük yoluyla şirket maliyetlerini düşürürken piyasa payını da artıracaktır. Elbette şirketler özelinde artan üstünlükler kuşkusuz ülkelerin rekabet gücüne de yansımaktır. Bu bağlamda ölçek ekonomileri yoluyla ülkelerin rekabet güçlerini artırmaları beklenmektedir. Halka arz ve pozitif ölçek ekonomileri arasındaki ilişki

nedeniyle halka arzın da ülkelerin rekabet gücünü artıracığını ifade etmek yerinde olacaktır.

Pozitif ölçek ekonomilerinin tersi olarak literatürde yer bulan negatif ölçek ekonomileri ise üretim ölçeği arttıkça birim başına düşen maliyetlerin arttığı durumu ifade etmektedir. Bu bağlamda ölçek ekonomilerinin sağladığı üstünlükten yararlanabilmek için halka arz olan şirketlerin pozitif ölçek ekonomilerinin geçerli olduğu sektörlerde bulunması elzemdir. Negatif ölçek ekonomilerinin ya da ölçeğe göre sabit getirinin geçerli olduğu durumlarda ise halka arz sonucu yatırımlardaki ve üretim ölçeğindeki artışın maliyetler üzerinde olumlu etkisi olmayacaktır. Bu nedenle ölçek ekonomilerine dayalı kazanımların gerçekleşmesi için halka arz olan şirketlerin faaliyet alanlarının incelenmesi gerekir. Sermaye piyasalarını kontrol eden otoriteler pozitif ölçek ekonomilerinin geçerli olduğu şirketlerin halka arzlarını teşvik etmesi bu tür kazanımları artıracaktır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

EKONOMETRİK ANALİZ

Bu bölümde çalışmanın hipotezleri ekonometrik modelleme ve analizlerle kanıtlanmak istenmiştir. Analiz şirketler üzerinde yapılmıştır ve bu tür mikroiktisadi verilerin kısıtlı olması nedeniyle veri setindeki hem zaman hem birim boyutunu kullanmaya imkan veren panel veri analizi tercih edilmiştir. Bu bağlamda ekonometrik modelin ve yöntemin belirlenmesi aşamasında panel veri ekonometrisi alanında Türkçe literatüre yön veren Yerdelen Tatoğlu (2016, 2020b, 2020a) çalışmalarından yararlanılmıştır. Modellerin tahmini ve tahmin edilen modellerin geçerliliği için gerekli bütün hesaplar Stata 17 paket programında yapılmıştır. Bu bölümde veri setinin seçimi, değişkenlerin tanımı, yöntem ve model ve tahmin çıktılarına alt başlıklarda yer verilmiştir.

3.1. Veri ve Değişkenler

Ekonometrik analizlerde kullanılan verilerin işlenmemiş halleri şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) web sayfasında yayınlanan finansal ve faaliyet raporlarından alınmıştır. Kurulan modellemelerin tahmini aşamasında kullanılan verilerin önemli bir kısmı oranlanmış ve mevsimsel etkilerden arındırılmıştır. Mevsimsel etkilerden arındırma işlemi başlık 3.2.2.'de açıklanmıştır. Değişkenlerin bilgileri ve oranlanma işlemleri Tablo 23'te verilmiştir.

Tablo 23: Değişkenlerin Detaylı Tanımları

Değişken	Açılımı	Birim	Tanım
KPV	Kâr Payı Verimi (Temettü Verimi)	Oran	Kâr payı ödemesinin şirketin piyasa değerine bölünmesi ile bulunmuştur. Literatürde temettü verimi olarak da adlandırılır.

HAO	Halka Açıklık Oranı	Oran	Ortaklık yapısında borsada işlem gören halka açık payların oranıdır.
HAO ₁	HAO'ya Göre Birinci Grup Şirketler	Kukla Değişken	HAO'su %20 altı olan şirketlerin 1 değerini aldığı, diğer şirketlerin 0 değerini aldığı kukla değişkendir.
HAO ₂	HAO'ya Göre İkinci Grup Şirketler	Kukla Değişken	HAO'su %20-40 arası olan şirketlerin 1 değerini aldığı, diğer şirketlerin 0 değerini aldığı kukla değişkendir.
HAO ₃	HAO'ya Göre Üçüncü Grup Şirketler	Kukla Değişken	HAO'su %40-60 arası olan şirketlerin 1 değerini aldığı, diğer şirketlerin 0 değerini aldığı kukla değişkendir.
HAO ₄	HAO'ya Göre Dördüncü Grup Şirketler	Kukla Değişken	HAO'su %60-80 arası olan şirketlerin 1 değerini aldığı, diğer şirketlerin 0 değerini aldığı kukla değişkendir.
HAO ₅	HAO'ya Göre Beşinci Grup Şirketler	Kukla Değişken	HAO'su %80 ve üzeri olan şirketlerin 1 değerini aldığı, diğer şirketlerin 0 değerini aldığı kukla değişkendir.
ARGE	Araştırma Geliştirme Giderlerinin Toplam Giderler İçindeki Payı	Oran	Araştırma geliştirme giderlerinin toplam giderlere bölünerek bulunmasıyla elde edilen orandır.
GYG	Genel Yönetim Giderlerinin Toplam Giderler İçindeki Payı	Oran	Genel yönetim giderlerinin toplam giderlere bölünerek bulunmasıyla elde edilen orandır.

PZG	Pazarlama Giderlerinin Toplam Giderler İçindeki Payı	Oran	Pazarlama giderlerinin toplam giderlere bölünerek bulunmasıyla elde edilen orandır.
EFDG	Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirlerin Toplam Giderlere Oranı	Oran	Esas faaliyetlerden diğer gelirlerin toplam giderlere oranıdır.
ÖKO	Öz Kaynak Oranı	Oran	Öz kaynakların toplam kaynaklara oranıdır.
KVYKO	Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklara Oranı	Oran	Kısa vadeli yabancı kaynakların uzun vadeli yabancı kaynaklara oranıdır.

Kaynak: KAP ve yazarın hesaplamaları

3.1.1. Kâr Payı Verimi (Temettü Verimi)

Çalışmanın her iki hipotezinde de kâr payı dağıtım davranışlarının analizi esas alınmıştır. Bundan dolayı kurulan her iki modelin bağımlı değişkeni dağıtımdır. Kâr payı dağıtımını temsilen kâr payı verimi, literatürdeki adıyla temettü verimi değişkeni kullanılmıştır. İşletmenin kâr etmesi durumu; gelirlerinin, giderlerinden yüksek olması durumudur. Bununla birlikte kâr eden her işletmenin kâr payı dağıttığı söylenemez. Yönetim kurulu kararlarıyla dağıtılan kâr payları (diğer adıyla temettüler), daha önceki bölümlerde açıklandığı üzere işletmenin gelirlerinin yüksekliğine bağlı değildirler. Kâr payı yıllık bilançoya göre belirlenen net kâr üzerinden ya da bunun için ayrılmış yedek akçelerden dağıtılabılır ve bu kâr payı dağıtım kararını ilgili yönetim kurulu verir. Dolayısıyla kâr payı dağıtım aşaması genel anlamda şirket kararları ile şekillenmektedir. Şirket kararları ise pek çok parametreden etkilenebilmektedir. Bu nedenle dolaylı olarak birçok unsurdan etkilenebilen kâr payı dağıtımları benzer sektör ve üretim yapısına sahip şirketlerde dahi farklılaşabilmektedir.

Şirketlerin durumlarına dair önemli bir gösterge olan kâr payı verimi, diğer adıyla temettü veriminin formülü Denklem 3'deki gibidir.

$$\frac{\text{Kâr Payı}}{\text{Verimi}} = \frac{\text{Cari Dönem Temettü Ödemesi}}{\text{Cari Dönem Piyasa Değeri}} \quad (3)$$

Denklem 3'de formülü gösterilen kâr payı verimi değerini hesaplarken alınacak dönem önem arz etmektedir. Geleneksel hesaplama şeklinde dönem bir mali yıl olarak kabul edilmektedir. Bu durumda piyasa değeri de ilgili yıl için sabit kabul edildiği takdirde bir yıl boyunca şirketin temettü verimi değişmeyecektir. Oysa iki değişken de mali yıl boyunca farklılık göstermektedir. Temettü verimini bir yıl boyunca eşit kabul eden istatistiki hesaplamalar ayrıca şirketin piyasa değerinin bir yıl boyunca sabit kaldığı varsayımını yapmış olacaktır ki bu varsayım sağlıklı değildir. Diğer yandan kâr payı, dağıtıldığı dönemde şirket pay sahiplerine hak olarak yansımaktadır. Dolayısıyla yıl içinde şirket payları değişebileceği gibi kâr payının hisse sahiplerine dağıtıldığı dönemler de farklı frekanslarda olabilir. Tahmin edilecek model sahiplik yapısı ve kâr payı dağıtımı arasında ilişki aradığı için değişkenlerin düşük frekansa sahip olması modelin güvenilirliğini artıracak bir unsurdur. Bu nedenle, çalışma kapsamında şirketlerin çeyreklik dönemlerde dağıttığı temettüler ile ilgili dönemlerin sonundaki cari fiyatları kullanılarak Denklem 3 hesaplanmış ve modellerin tahmininde kullanılmıştır.

Özellikle Türkçe literatür incelendiğinde temettü verimi ya da kâr payı dağıtımına yönelik yapılan çalışmalarda doğrudan doğruya temettü dağıtımı değil, temettü dağıtan şirketler için kukla değişkenler kullanılarak analiz edilmiştir. Diğer temettü değişkenini ele alan ekonometrik modellerden farklı olarak bu tezde hem temettü verimi doğrudan net değeri ile kullanılmış hem de çeyrek frekanslı temettü verimi ile model tahmin edilmiştir.

3.1.2. Halka Açıklık Oranı

Halka açık işletme ya da halka açık ortaklık tanımı 6362 yasa numaralı 30 Aralık 2012 günü ve 28513 sayılı Resmî Gazetede yayınlanan Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında tanımlanmıştır. Buna göre payları halka arz edilmiş olan ya da

halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar, halka açık ortaklık olarak kabul edilir. Ayrıca adı geçen yasanın 16. Maddesinde halka açık ortaklık sayılan işletmelerin tanımı ve özelliklerine ayrıntılı olarak yer verilmiştir. Bir işletmenin halka açılması, her türlü sermaye piyasası aracını satın alınması için borsalar veya örgütlenmiş diğer piyasalar aracılığıyla halka çağrıda bulunmasıdır. Halka açık sayılan şirketler ise şirket paylarına bakılmaksızın belirlenen ortak sayısının azami sınırın üzerine çıkması gibi durumlarda geçerli olmaktadır (6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 2012).

Çalışma kapsamında sıkça kullanılan halka açıklık oranı (HAO), halka sunulmuş hisse senetlerinin nominal değerleri toplamının tüm hisselerin toplam nominal değerine oranıdır. Bu oran Denklem 4 ile elde edilmiştir.

$$\text{Halka Açıklık Oranı} = \frac{\text{Halka Arz Olmuş Hisse Adedi}}{\text{Toplam Hisse Senedi Adedi}} \quad (4)$$

3.1.3. Gider Hesapları

Şirket geliri farklı bir şirket ya da gerçek kişiye aktarılıyorsa, ilgili örtülü gelir aktarımı işlemi gider hesaplarında muhasebeleştirilmelidir. Bu tezin hipotezi uyarınca HAO'daki artış neticesinde dağıtılmayan kâr payları çeşitli gider kalemleri ile transfer edilecektir. Dolayısıyla kâr payı dağıtımı ve gider hesapları arasında ilişki kurulduğu takdirde örtülü gelir aktarımının hangi gider hesapları ile yapılmış olabileceği önsel olarak söylenebilir. Bu bağlamda en sık kullanılan ve manipülasyona açık olan 3 gider hesabına tahmin edilen modelde yer verilmiştir. Bu gider hesapları:

- a) Genel Yönetim Giderleri (GYG)
- b) Pazarlama Giderleri
- c) Araştırma Geliştirme (Ar-Ge) Giderleridir.

Diğer gider hesapları da modele dâhil edilmek istense de anlamlı sonuçlara ulaşılmamıştır. Ancak kullanılan bu üç gider hesabının toplam giderler içindeki payı arttıkça kâr payı dağıtımının azaldığı tespit edilmiştir. Gider hesaplarına ilişkin seriler Denklem 5'teki formül kullanılarak hesaplanmıştır.

$$\frac{\text{Gider Kalemi Oranı}}{\text{Oranı}} = \frac{\text{İlgili Gider Hesabı}}{\text{Toplam Giderler}} \quad (5)$$

Modelde yer alan üç gider türü ÖGA işlemlerinin yapılması en olası muhasebe hesaplarıdır. Söz gelimi GYG şirket yöneticileri ve büyük ortakların refahlarını artırmak için yaptıkları harcamalara işaret edebilecek en önemli hesaptır. Pazarlama giderleri alış-veriş işlemlerinde transfer fiyatlandırması aracılığıyla yapılan ÖGA'lara işaret edecektir. Şirketlerin bilgiye yaptıkları yatırımları ifade eden Ar-Ge harcamaları (İncekara vd., 2014: 3) ise yapısı gereği fiyatlandırması zor olması nedeniyle transfer fiyatlandırması yönteminin kullanıldığı önemli muhasebe kalemlerindendir. Daha önceki bölümlerde emsal fiyat uygulamasının güçsüz kaldığı noktaların özellikle sanat eserleri, patent ve çeşitli hakların alım satımının konu olduğu işlemler oldukları belirtilmiştir. Bu bağlamda emsal fiyat uygulamasının yetersiz kaldığı Ar-Ge harcamaları da transfer fiyatlandırması işlemleri için kullanışlı bir muhasebe hesabı olarak ortaya çıkmaktadır.

3.1.4. Kontrol Değişkeni ve Kaynak Yapısı

Modelin ve modelde kullanılan değişkenlere ait katsayıların geçerliliğini gözlemlemek amacıyla modele kontrol değişkeni eklenmiştir. Gelir hesabı olan ve toplam giderlere oranlanan bu kontrol değişkeni beklendiği gibi kâr payı dağıtımını olumlu etkilemektedir. Kontrol değişkeni Denklem 6'da gösterildiği gibi hesaplanmıştır.

$$EFDG = \frac{\text{Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler}}{\text{Toplam Giderler}} \quad (6)$$

Gelir hesabının toplam giderler içindeki payı arttıkça kâr payı dağıtımının artması beklenir. Bununla birlikte diğer gelirler hesabı beklenti ve planlama dışı olması nedeniyle kâr payına daha anlamlı pozitif etkisi olan bir hesap olma özelliğini taşıdığı varsayılmaktadır. Bu nedenle kontrol değişkeni olarak esas faaliyetlerden diğer gelirler hesabı seçilmiştir.

Kontrol değişkeni olarak seçilen esas faaliyetlerden diğer gelirler (EFDG) dışında modelde kaynak yapısını temsil eden değişkenlere de yer verilmiştir. Bu şekilde kâr payı dağıtımının önemli belirleyicilerinden olan kaynak yapısı ile halka açıklık düzeyi eş anlı olarak incelenme fırsatı bulacaktır. Kaynak yapısını belirlemek üzere öz kaynak oranı (ÖKO) ve kısa vadeli yabancı kaynak oranı (KVYKO) değişkenleri hesaplanmış ve oluşturulmuştur. Hesap aşamasında Denklem 7’de ve Denklem 8’deki formüller kullanılmıştır.

$$\text{ÖKO} = \frac{\text{Toplam Öz Kaynaklar}}{\text{Toplam Kaynaklar}} \quad (7)$$

$$\text{KVYKO} = \frac{\text{Toplam Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar}} \quad (8)$$

3.2.Yöntem ve Model

Ekonometrik analizlerde yöntem seçimini etkileyen en önemli unsurlardan ikisi sınanmak istenen hipotez ya da hipotezler ve verilerin yapısıdır. Türkiye ekonomisi ve Türk şirketlerinin yapısı gereği düzenli ve uzun dönem şirket verilerine ulaşmak zor olduğundan şirket verileri kullanılarak yapılan çalışmalar genel itibariyle panel verileri içermektedir. Yatay kesit ve zaman serilerinin bileşiminden oluşan panel veriler hem zaman boyutu hem de birim boyutunu içermektedir. Böylece toplam gözlem sayısı (n) zaman ya da dönem (t) ve birim (i) değerlerinin çarpımı kadar olmaktadır. Dolayısıyla panel veriler yatay kesit ve zaman serilerine göre daha geniş bir gözlem sayısına ulaşmayı olanaklı kılar. Şirket verilerinin kıt yapısı nedeniyle panel veri yönteminin analiz aşamasında kullanımı daha güvenilir istatistiki sonuçlara ulaşılmasını sağlayacaktır. Ayrıca gözlem sayısının yüksek olması, anlamlı istatistiki değerlerle birlikte kurulan modelin temsil ettiği ana kütleye daha yakın örneklem grubunun ele alınmasına olanak sunacaktır. Panel veri seti ile tahmin edilecek iki değişkenli bir model örneği Denklem 9’de verilmiştir.

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \mu_i + \varphi_t + \epsilon_{it} \quad (9)$$

Denklem 9’da i birimleri, t dönemleri göstermektedir. Modelde yer alan ϵ_{it} kalıntıları, μ_i birim etkileri, φ_t ise zaman etkileri temsil etmektedir. Birim etkiler veri setinde yer alan her birimin karakteristik özellikleri ile ilgili bilgilerini içermektedir ve her birim için farklı değer almaktadır. Zaman etkileri ifade eden φ_t ise her zaman için dönemin koşulları nedeniyle ortaya çıkan özel durumlara ilişkin bilgileri içermektedir. Bu nedenle zaman etkiler, mevsimsel etkilerin ya da yapısal kırılmanın bir türü olarak kabul edilebilir. Birim ve zaman etkilerin modelde görmezden gelinmesi tahmin edilen modelin hatalı sonuçlar vermesine neden olacaktır. Birim ve zaman etkileri içeren model Denklem 10’daki gibidir.

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it} X_{it} + \epsilon_{it} \quad (10)$$

Denklem 10’da görüldüğü gibi birim etkilerin görmezden gelindiği durumda sabit katsayı ve açıklayıcı değişkeninin katsayısı her birim (i) ve her zaman (t) için

sabit değerler vermektedir. Dolayısıyla birim ve zaman etkilerin ortadan kaldırılmaması katsayıların sapmalı tahmin edilmesine neden olmaktadır.

Birimler ve dönemlerden oluşan panel veriler birim (i), dönem(t) uzunluklarına ve gözlem sayılarına (n) göre farklılaşmaktadır. Birim, dönem ve gözlem sayısına göre etkin olan test ve panel veri yöntemleri de değişmektedir. Ferda Yerdelen Tatoğlu'nun (2017) altını çizdiği üzere yapılan ilk panel veri analizlerinde veri setlerindeki birim boyutu dönem boyutundan daha çoktur ve dönem boyutu kısa kalmaktadır. Ancak zamanın ilerlemesi ile dönem boyutunun genişlemesi ve literatürde dönem boyutunu önemseyen yöntemlerin artması panel zaman serilerini gündeme getirmiştir. Genel kanı dönem boyutu 30 ve üzeri olan panel veri setlerinde panel zaman serisi analizlerinin uygulanabileceği şeklindedir. Bununla birlikte panel zaman serisinde birim ve zaman boyutundan hangisinin baskın olduğuna göre testlerin ve tahminlerin geçerliliği değişmektedir.

Panel veri olarak kabul edilen veri setleri ile tahmin edilen modeller zaman serileri ve yatay kesit serilerine ait birtakım sorunları aynı anda içermektedir (Greene, 2003: 283-360). Panel veri modellerinin tahminlerindeki varsayımlar ve bu varsayımların sınanmasında kullanılan testler ve bu testlerin sonuçları ilgili başlıklar altında verilmiştir.

3.2.1. Modelleme

Tahmin edilecek modelin kurulma aşaması ekonometrik analizin en önemli ayağını teşkil etmektedir. Modellemenin hipotezi doğru biçimde sınaması gerekmektedir. Bu bağlamda tezin hipotezini sınamak amacıyla tahmin edilmek istenen modeller aşığıdaki gibi sıralanmıştır.

$$KPV_{it} = \beta_0 + \beta_1 HAO_{1it} + \beta_2 HAO_{2it} + \beta_3 HAO_{3it} + \beta_4 HAO_{4it} + \mu_i + \lambda_t + v_{it} \quad (11)$$

$$KPV_{it} = \beta_1 KPV_{i(t-1)} + \beta_2 HAO_{it} + \beta_3 ARGE_{it} + \beta_4 GYG_{it} + \beta_5 PZG_{it} + \beta_6 EFDG_{it} + \beta_7 ÖKO_{it} + \beta_8 KVKO_{it} + \mu_i + \lambda_t + \mu_{it} \quad (12)$$

Denklemlerde yer alan v_{it} ifadesi hata terimini gösterirken, μ_i ifadesi olması durumunda birim etkileri ve λ_t ise olması durumunda zaman etkileri temsil etmektedir. Denklem 11’de yer alan HAO_1 değeri halka açıklık oranı %0 üzeri ile %20 ve altı arasında olan şirketler için oluşturulmuş kukla değişkendir ve halka açıklık oranı bu aralıkta olan şirketler için 1, diğer şirketler için 0 değerini almaktadır. Aynı şekilde HAO_2 halka açıklık oranı %20 üzeri ile 40 ve altı arası olan şirketleri, HAO_3 ise %40 üzeri ile %60 ve altı olan şirketleri ve son olarak HAO_4 ise %60 üzeri ile %80 ve altı olan şirketleri temsil eden kukla değişkenlerdir. Halka açıklık oranları %80 üzeri ve %100 ve altı arasında olan şirketler ise temel kategori olarak alınmış ve sabit parametre olan β_0 tarafından temsil edilmektedir. Bu modelde yapılacak yorum sabit değerler üzerinden yapılacak olup, kurulan model eğitim üzerinden karşılaştırma yapılmasına izin vermemektedir.

Denklem 12’de ise açıklanan değişkenin bir dönem gecikmeli hali dâhil olmak üzere sekiz açıklayıcı değişken kullanılmıştır. Kâr payı dağıtımının gecikmeli değeri şirketlerin düzenli kâr payı dağıtım durumlarına işaret edilmesine olanak sağlayacaktır. Ayrıca şirketler yıl içinde dağıtacakları kâr payını genellikle çeyreklik dönemlere paylaşmaktadır. Kâr payı değişkeninin gecikmeli değerinin modele dâhil edilmesindeki en önemli husus ise bir önceki dönem kâr payı dağıtan şirketin kâr payı dağıtımında bir değişiklik olup olmadığının analizidir. Açıklayıcı değişkenler arasında yer alan HAO değişkeni çalışmanın ana hipotezi olan halka açıklık oranının kâr payı dağıtımını nasıl etkilediğinin tespiti için kullanılmaktadır. Gider türleri ile kâr payı dağıtım arasındaki ilişkiyi açıklamak amacıyla modele eklenen ARGE, GYG ve PZG değişkenleri ise bu gider kalemlerinin toplam giderler içindeki payında yaşanan artış ya da azalışların kâr payı dağıtımını nasıl etkilediğini göstermektedir. Bu gider kalemlerinin toplam giderler içindeki payı arttıkça kâr payı dağıtımını azaltıyorsa; dağıtılmayan potansiyel kâr payının gider kalemleri üzerinde kullanıldığı çıkarımı yapılabilir. Elbette potansiyel kâr payının neden bu muhasebe kalemlerinde

giderleştirildiğine dair kesin bir yorum yapmak olanaksızdır. Ancak kâr payı dağıtımını azaltan bu muhasebe kalemlerinin diğerlerine göre örtülü gelir aktarımı amacıyla kullanılması daha olasıdır. Gider kalemlerinin yanında modele toplam giderlere oranlanmış bir gelir kalemi olan EFDG değişkeni de eklenmiştir. Önceki bölümde yer alan Denklem 6 aracılığı ile elde edilen bu değişken esas faaliyetlerden diğer gelirler hesabının toplam maliyetlere oranıdır. Diğer gelirler hesabının seçilme nedeni diğer gelirlerin kâr payı dağıtımına pozitif yönlü etkisinin daha kesin olabileceği kanaatidir. Kontrol değişkeni olarak eklenen EFDG değişkeninin pozitif yönlü olması beklenmektedir. Son olarak modelde kaynak yapısını temsilen ÖKO ve KVKYO değişkenleri eklenmiştir. Bu değişkenlerden ÖKO öz kaynak oranı ile kâr payı arasındaki ilişkiyi gösterirken, kısa vadeli yabancı kaynakların uzun vadeli yabancı kaynaklara oranını temsil eden KVKYO değişkeni borçlanma davranışına göre şirketlerin kâr payı dağıtım eğilimini gösterecektir. Kullanılan yöntem gereği model sabit katsayı olmadan tahmin edilmiştir.

3.2.2. Mevsimsel Etkilerden Arındırma İşlemi

Mevsimsel etkiler bir yıldan küçük frekansa sahip serilerde görülmektedir. Dönemsel koşullar dolayısıyla serilerde yaşanan değişimleri ifade etmektedir. Diğer bir deyişle serideki değişimin bir yıldan kısa frekansa sahip dönemlerce açıklandığı kısım mevsimsel etkileri ifade etmektedir. Kurulan modelin ölçülmek istenilen durumu sağlıklı bir biçimde yansıtması için bir yıldan küçük frekansa sahip tüm serilerin mevsimsel etkilerden arındırılması gerekmektedir (Kazan ve Altan, 2002: 1-2).

Panel veri analizinde mevsimsel etkiler ayrıca modelde zaman etkilerin görülmesine de neden olmaktadır. Bu durumda panel verilerde görülmesi olağan olan birim etkilerin yanında zaman etkilerinin de ortaya çıkması modelin tahminini zorlaştırmaktadır. Çift yönlü etki durumunda tahmin yöntemlerinin kısıtlı olması model için daha etkin olacak yöntemin seçimini zorlaştırmaktadır. Ayrıca tahmin edilen modelin katsayıları ve test sonuçlarında da zaman etkiler nedeniyle sorunlar ortaya çıkabilecektir. Bu nedenle zaman etkileri ya da çift yönlü etkilerin görüldüğü

panel veri analizlerinde serilerin mevsimsel etkilerden arındırılıp arındırılmadığı sorgulanmalıdır. Mevsimsel etkilerden arındırılan seriler ile zaman etkileri tekrar sınanmalıdır.

Bir yıldan küçük frekansa sahip panel verilerde mevsimsel etkiler birim boyutunda incelenmekte ve arındırılmaktadır. Genel olarak literatürde kullanılan yöntem de mevsimsel etkilerin birim boyutunda incelenmesidir. Ancak yapılan panel veri analizinde birim boyutunun çok fazla olması mevsimsel etkilerin bu şekilde tespitini zorlaştırmaktadır. Bu nedenle modelde kullanılan çeyrek frekanslı serilerde mevsimsel etkiler şirket boyutunda değil, seri özelinde tespit edilmiş ve arındırılmıştır. Çeyrek frekansa sahip her seri için kurulan örnek model Denklem 11’teki gibidir.

$$Y_1 = \beta_0 + \beta_1 C_{1t} + \beta_2 C_{2t} + \beta_3 C_{3t} + \ddot{u}_{it} \quad (11)$$

Modelde bulunan “ C_{1t} ” ifadesi 1’inci çeyrek için “1” ve diğer dönemler için “0” verilerek oluşturulmuştur. Benzer olarak “ C_{2t} ” ve “ C_{3t} ” sırasıyla 2’inci çeyrek için 1 diğerleri için sıfır ve 3’üncü çeyrek için 1 diğerleri için sıfır değeri verilerek oluşturulmuştur. Sabit katsayıyı ifade eden “ β_0 ” ise 4’üncü çeyreğin Y_1 serisindeki etkilerini göstermektedir. Kukla değişkenlerle oluşturulan bu model ile modeldeki açıklayıcı değişkenlerin tümü mevsimsel etkileri göstermektedir. Bu durumda kalıntıları ve veri setinde bulunması durumunda birim ve/veya zaman etkileri içeren “ $\ddot{u}_{it}$ ”, Y_1 serisindeki mevsim etkileri dışında yaşanan hareketleri vermektedir. Dolayısıyla “ $\ddot{u}_{it}$ ” serisi “ Y_1 ” serisinin mevsimsel etkilerden arındırılmış halidir. Tahmin edilen modelde kullanılan değişkenlerde bu yöntemle göre arındırma işlemi yapılmıştır. Örnek modelde anlamsız çıkan dönemler modelden düşülerek kalıntıların sağlıklı tespiti sağlanmıştır.

3.2.3. Dönem Seçimi

Zaman boyutunu içeren ekonometrik analizlerde seçilen dönem tahmin edilen modeli doğrudan etkilemektedir. Teorik olarak beklenen sonuçlar ilgili dönemdeki faktörler nedeniyle tahmin edilen modele yansımayaabilir. Bu nedenle teorinin

geçerliliğini tespit aşamasında dönem seçimi önem arz etmektedir. Değişkenler arasındaki ilişkinin ilgili dönem nedeniyle ortaya çıkan etkilerden arındırılması teorinin zamandan bağımsız olarak genel bir aralığı temsil ettiğini kanıtlar nitelikte olacaktır.

Çalışma kapsamında tahmin edilen iki model için iki farklı zaman aralığı seçilmiştir. Denklem 11’de gösterilen birinci modelde zaman aralığı 2007’nin 1’inci çeyreği ile 2021’in 3’üncü çeyreğini kapsamaktadır. Denklem 12’deki ikinci modelde ise dönem aralığı 2015’nin 1’inci çeyreği ile 2021’in 3’üncü çeyreğini kapsamaktadır. Bu durumun nedeni modellerin içerdiği değişkenler ve modellerin hipotezleri nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Denklem 12’nin çok değişkenli ve karmaşık yapısı nedeniyle içerdiği değişkenlere ait sağlıklı verilere ulaşmak önemli bir sorundur. Bununla birlikte çeşitli yıllarda devlet tarafından yapılan teşvik, destek ve yürütülen diğer uygulamalar ilgili veriler üzerinde yapısal kırılmaya neden olabilmektedir. Bu nedenle Denklem 12’de verilen modelin tahmini için zaman aralığı kısa tutulmak istenmiştir.

Dönem seçimleri nedeniyle Denklem 11 ve Denklem 12 farklı varsayım ve kurallara tabiidir. Dönem boyutu 56 olan Denklem 11 statik panel veri analizi yapılırken, dönem boyutu 27 olan Denklem 12 dinamik panel veri analizi kategorisinde ele alınmaktadır. Bu nedenle tahmin edilen modellerin geçerliliği için yapılacak testler bir takım farklılıklar göstermektedir.

3.2.4. Panel Verilerle Tahmin Edilen Modellerde Varsayımdan Sapmalar

Panel veriler ile tahmin edilen ve anlamlı sonuçlar veren modele ilişkin sonuçların güvenilir olabilmesi için yöntemin içerdiği varsayımları sağlaması gerekmektedir. Hem panel veri hem de zaman serisi özelliklerini taşımaktadır. Zaman boyutu uzun olduğu için durağanlık analizi de yapılmaktadır. Ancak her dönem için birim boyutu olması nedeniyle, zaman serilerinde kullanılan klasik durağanlık testleri panel veriler için uygun değildir. Zaman serilerindeki testler birim sayısının bir olduğu durumlar için kurgulanmıştır. Bu nedenle panel zaman serilerine yönelik geliştirilen

birim kök testleri uygulanmalıdır. Ancak uygulanacak birim kök testinin seçimi aşamasında serilerde birimler arası korelasyon olup olmadığı test edilmelidir. Panel veri serisinde birimler arası korelasyon yoksa birinci kuşak birim kök testleri yapılabilir. Ancak birimler arası korelasyon olması durumunda, birimler arası korelasyonu dikkate alan ikinci kuşak panel birim kök testleri kullanılmalıdır (Yerdelen Tatoğlu, 2017: 67).

Tahmin edilecek panel zaman serisi modeli olan Denklem 11’de kukla değişkenler dışında yalnızca kâr payı dağıtımını temsil eden KPV değişkeni yer almaktadır. Bu bağlamda birimler arası korelasyon ve durağanlık testlerinin yalnızca KPV değişkenine uygulanması yeterli olacaktır. Tablo 24’te KPV değişkeni için yapılan Pesaran (2004) CD birimler arası korelasyon testi ve birim sayısı dönem sayısı yüksek olan veri setleri için daha anlamlı sonuçlar veren Pesaran (2015) testlerine ilişkin sonuçlar yer almaktadır.

Tablo 24: Kâr Payı Verimi (KPV) Değişkeni İçin Birimler Arası Korelasyon Testi

Test	CD-testi	Olabilirlik Değeri	Korelasyon Katsayısı
Pesaran (2004)	82.14	0.000	0.150
Pesaran (2015)	84.78	0.000	--

Pesaran CD testinde boş hipotez birimler arası korelasyonunun olmadığı şeklinde kurulmaktadır. Tablo 24’teki test sonuçlarına göre boş hipotez %5 hata payı ile reddedilmiştir. KPV değişkeninde birimler arası korelasyon vardır. Daha önce değinildiği üzere yatay kesit bağımlılığı olan yani birimler arası korelasyonun geçerli olduğu serilerde yalnızca ikinci nesil panel birim kök testleri etkin ve geçerlidir. Ancak birimler arası korelasyonun olmadığı durumda birinci ve ikinci kuşak testler durağanlığı sınamak için kullanılabilir. Bu durumda Tablo 24’teki birimler arası korelasyon testi sonuçlarına göre ikinci kuşak panel birim kök testleri durağanlığı sınarken kullanılmalıdır.

Literatürde ikinci kuşak birim kök testleri üç gruba ayrılmaktadır. İkinci kuşak birinci grup panel birimkök testlerinden Levin-Lin-Chu panel birim kök testi, Harris-

Tzavalis panel birim kök testi, Breitung panel birim kök testi Hadri panel birim kök testi, IM, Pesaran ve Shin (IPS) panel birim kök testi, Fisher Phillips ve Perron (Fisher PP) panel birim kök testi, Fisher Genişletilmiş Dickey Fuller (Fisher ADF) panel birim kök testi gibi serilerin zaman ortalamalarından fark alma yoluyla geliştirilen testler ve üçüncü grup panel birim kök testlerinden yatay kesit genişletilmiş Im, Pesaran ve Shin (CIPS) testi sonuçları Tablo 25’te verilmiştir. Veri setinde birim boyutu zaman boyutundan daha yüksek olduğu için ikinci kuşak ikinci grup panel birim kök testlerinden çok değişkenli genişletilmiş Dickey Fuller (MADF) panel birim kök testi uygulanamamıştır.

Tablo 25: İkinci Kuşak Panel Birim Kök Testi Sonuçları (KPV Değişkeni)

Birinci Grup Panel Birim Kök Testleri		
Test Adı	P Değeri	Sonuç
Levin-Lin-Chu Panel Birim Kök Testi*	0.0000	%5 hata payı ile boş hipotez reddedilmiştir. Seri durağandır.
Harris-Tzavalis Panel Birim Kök Testi*	0.0000	
Breitung Panel Birim Kök Testi*	0.0000	
Hadri Panel Birim Kök Testi*	0.0000	
IM, Pesaran ve Shin (IPS) Panel Birim Kök Testi*	0.0000	
Fisher Phillips ve Perron (Fisher PP) Panel Birim Kök Testi*	0.0000	
Fisher Genişletilmiş Dickey Fuller (Fisher ADF) Panel Birim Kök Testi*	0.0000	
Üçüncü Grup Panel Birim Kök Testleri		
Test Adı	P Değeri	Sonuç
Yatay Kesit Genişletilmiş Im, Pesaran ve Shin (CIPS) Testi	0.0000	%5 hata payı ile boş hipotez reddedilmiştir. Seri durağandır.

*Zaman ortalamalardan fark alınarak durağanlık testi yapılmıştır.

Tablo 25’te verilen birim kök testi sonuçlarına göre kâr payı dağıtımını temsil eden KPV değişkeni birim kök içermemektedir. Dolayısıyla seri durağandır.

Ek olarak, ekonometrik analizlerde normal dağılım varsayımı temel varsayımlar arasındadır. Ancak panel verilerin yüksek sayıda gözlem değeri içermesi

nedeniyle panel verilerde normal dağılımın yakalanması oldukça güçtür. Bu nedenle panel veri analizleri için normal dağılım vazgeçilmez bir kriter değildir. Nitekim literatürde Chen vd. (2010) tarafından geliştirilen U-istatistik testi gibi panel veri analizleri için normal dağılıma varsayımını yok sayan testler geliştirilmiştir (Battese & Coelli, 1995; Levin vd., 2002; Baltagi vd., 2015).

Panel veri modelinde birimler arası korelasyon, otokorelasyon ve heterokedasite sorunlarına ulaşılmıştır. Bu amaçla yapılan testler ve sonuçları heterokedasite için Tablo 26’da, birimler arası korelasyon için Tablo 27’de ve otokorelasyon sorunu için Tablo 28’de verilmiştir.

Tablo 26: Birinci Model İçin Heterokedasite Testi Sonuçları

Test Adı	Hesaplanan Değer	P Değeri	Sonuç
Levene	23.216	0.000	Heterokedasite sorunu vardır.
Brown	13.299	0.000	
Forsythe	15.670	0.000	

H₀: Tüm birimlerin varyansları eşittir. Heterokedasite yoktur.

H₁: Birimlerin varyansları birbirinden farklıdır. Heterokedasite vardır.

Tablo 27: Birinci Model İçin Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları

Test Adı	Hesaplanan Değer	P Değeri	Sonuç
Pesaran	79.156	0.000	Birimler arası korelasyon vardır.
Friedman	1367.457	0.000	
Frees	21.501	0.000	

H₀: Birimler arasında korelasyon yoktur.

H₁: Birimler arası korelasyon vardır

Tablo 28: Birinci Model İçin Otokorelasyon Testi Sonuçları

Test Adı	Hesaplanan Değer	Sonuç
Durbin–Watson	1.1521627	Otokorelasyon vardır.
Baltagi–Wu LBI	1.2871944	

H₀: Otokorelasyon yoktur.

H₁: Otokorelasyon vardır.

3.2.5. Dinamik Panel Veri Modellerinde Yöntem Seçimi ve Varsayımdan Sapmalar

Klasik modellere göre dinamik panel veri modelleri oldukça farklı yapıdadır. Değişkenlerin gecikmeli değerlerinin açıklayıcı değişken olarak modele eklenmesi, bir takım varsayımların sağlanması koşulu ile istatistiki olarak anlamlı olabilmektedir. Veri setlerinin ve tahmin edilecek modelin özelliklerine göre literatürde çeşitli tahmin yöntemleri mevcuttur (Yerdelen Tatoğlu 2020b: 149-153). Başlık 3.2.1.’de verilen Denklem 12’nin tahmin yöntemi olarak Arellano ve Bond genelleştirilmiş momentler tahmincisi seçilmiştir. Modelde değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının görülmesi Arellano ve Bond genelleştirilmiş momentler yönteminin seçilme gerekçesidir. Bu yöntem değişen varyans ve otokorelasyon sorunları görülen modeller için daha uygundur. Yöntem aynı zamanda “iki aşamalı araç değişkenler tahmincisi” olarak da bilinmektedir.

Arellano ve Bond genelleştirilmiş momentler tahmincisinin geçerliliği birinci farklarda otokorelasyon durumuna ve aşırı tanımlama kısıtlamalarının testine diğer bir deyişle araç değişkenlerin geçerliliğine bağlıdır. Otokorelasyon testi için Arellano ve Bond (1991) tarafından önerilen otokorelasyon testi yapılmıştır. Genelleştirilmiş momentler tahmincisi yöntemi ile tahmin edilen modelin geçerliliği için modelin ikinci mertebeden otokorelasyonunun olmaması gerekir. Araç değişkenlerin geçerliliği için ise Sargan testi kullanılmıştır.

Dinamik panel veri modeli olan ve Arellano ve Bond genelleştirilmiş momentler tahmincisi ile tahmin edilen Denklem 12 için yapılan Arellano ve Bond otokorelasyon testi ile Sargan araç değişkenlerin geçerliliği testi sonuçları Tablo 29 ve Tablo 30’da verilmiştir.

Tablo 29: Arellano ve Bond Otokorelasyon Testi

Gecikme Mertebesi	z Değeri	Olabilirlik Değeri
1	-2.8854	0.0039
2	-1.3243	0.1854

Arellano ve Bond otokorelasyon testinde boş hipotez otokorelasyon olmadığı şeklinde kurulmuştur. Tablo 29’da yer alan test sonuçlarına göre 1’inci mertebeden %5 hata payı ile boş hipotez reddedilmiştir. Dolayısıyla 1’inci mertebeden otokorelasyon vardır. Ancak Arellona ve Bond genelleştirilmiş momentler tahmincisinde önemli olan ikinci mertebeden otokorelasyon olmamasıdır (Yerdelen Tatoğlu 2020b: 151). Tablo 29’da yer alan sonuçlara göre %5 hata payı ile 2’inci mertebeden otokorelasyon olmadığı anlaşılmaktadır. Bu nedenle Arellando ve Bond genelleştirilmiş momentler tahmincisinin varsayımının sağlandığı anlaşılmaktadır.

Tablo 30: Sargan Araç Değişkenlerin Geçerliliği Testi

Ki-Kare değeri	100.4001
Olabilirlik Değeri	0.3591

Denklem 12’nin tahmininde kullanılan araç değişkenler Tablo 30’da yer alan Sargan testi sonuçlarına göre %5 hata payında geçerlidir. Sonuç olarak hem otokorelasyon, hem sargan testi sonuçlarına göre modelin Arellano ve Bond genelleştirilmiş momentler tahmincisi ile tahmin edilmesinin uygun olduğu anlaşılmıştır.

3.3.Tahmin Çıktıları ve Bulgular

Çalışmanın teorik hipotezini test etmek amacıyla başlık 3.2.1’de verilen Denklem 11 ve Denklem 12 tahmin edilerek sonuçları bu başlık altında verilmiştir. Bu bağlamda Denklem 11’in tahmin sonuçları Tablo 31’de ve Denklem 12’nin tahmin sonuçları ise Tablo 32’de yer almaktadır. Kurulan ve tahmin edilen bu modellerden biri panel zaman serisi özelliğine sahipken diğeri dinamik panel veri serisi özelliğine sahiptir. Bu nedenle modellerin geçerliliği için yapılan testler önceki bölümlerde açıklandığı üzere farklılık göstermiştir. Modellerin künyesi tabloların altında verilmiştir.

Başlık 3.2.4.’te sonuçları verildiği üzere birinci modelde yer alan KPV serisi birim kök içermemektedir. Model kukla değişkenlerle oluşturulduğu ve panel zaman serilerine özgü sorunları içermemektedir. Ancak başlık 3.2.4’te sonuçları paylaşıldığı üzere modelde birimler arası korelasyon, otokorelasyon ve heterokedasite sorunları vardır. Bu nedenle Driscoll-Kraay yöntemi seçilmiştir.

Tablo 31: Driscoll-Kraay Yöntemi İle Tahmin Sonuçları (Bağımlı Değişken KPV)

Değişken	Katsayı	D/K Standart Hatalar	t Değeri	P Değeri
HAO ₁	0.0401101	0.0051429	7.80	0.000
HAO ₂	0.0411484	0.0044047	9.34	0.000
HAO ₃	0.038624	0.0070257	5.50	0.000
HAO ₄	0.0259956	0.0127609	2.04	0.044
β_0^*	-0.0386116	0.002978	-12.97	0.000
Model Özellikleri				
Bağımlı Değişken	KPV		Frekans	Çeyrek
Başlangıç Dönemi	2007ç1		Bitiş Dönemi	2021ç3
Dönem Sayısı	59		Gözlem Sayısı	5959
R ²	0.003			
F Test İstatistiği	29.79		Olabilirlik	0.0000
Model Türü	Panel Regresyon			
Yöntem	Driscoll-Kraay (Havuzlanmış En Küçük Kareler)			

*HAO₅ grubunda yer alan halka açıklık oranları %80 üzeri olan şirket grubunun değerini temsil etmektedir.

Driscoll-Kraay yöntemini kullanan Tablo 31'deki tahmin sonuçları incelendiğinde F test istatistiği ve bu istatistiğe ilişkin olabilirlik değeri %5 hata payında tahmin edilen modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Ancak tahmin edilen modelde R²'nin yaklaşık %0.3 gibi oldukça düşük bir düzeyde çıktığı anlaşılmaktadır. Değişken katsayıları incelendiğinde değişkenlerin tümünün %5 hata payında anlamlı olduğu görülmektedir. Bu bağlamda R² sonucuna istinaden bağımlı değişkendeki değişimi oldukça düşük seviyede açıklıyor olsalar da bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde anlamlı etkiye sahip olduğu anlaşılmaktadır. Teorik hipotez uyarınca HAO₁'den HAO₅'e doğru katsayıların azalan eğilimde gitmesi gerekmektedir. Tahmin çıktılarına göre, diğer değişkenler sıfırken, HAO₁ grubunda yer alan yani halka açıklık oranları %0-20 arası olan halka açık şirketler için kâr payı verimliliği yaklaşık 0.040 puanken, HAO₂ grubunda bu değer 0.041, HAO₃ grubunda 0.039, HAO₄ grubunda 0.026 ve son olarak HAO₅ grubunda kâr payı verimi ya da diğer adıyla temettü verimini temsil eden β_0 değeri yaklaşık -0.039 puandır. Bu durumda yalnızca HAO₁'den HAO₂'ye geçişteki artış durumu teoriye uymamaktayken diğer değişkenlerin katsayıları teoriyi destekler niteliktedir. Tablo 31'de β_0 parametresinin negatif olma nedeninin istatistiksel bir hesaplama sürecinden kaynaklandığını belirtmek gerekir. Nitekim mevsimsel etkilerden arındırma işlemi yapılmamış KPV serisinin kullanıldığı modelde tüm değişkenlerin ve HAO₅ şirket grubunu temsil eden sabit parametrenin yönü pozitifdir, ancak model mevsimsel etkileri içerdiği için kullanılmamış ve çalışma içerisinde paylaşılmamıştır.

Özetle Tablo 31 göstermektedir ki 2007ç1-2021ç3 arası en az kâr payı dağıtım ortalaması yaklaşık -0.039 puan ile halka açıklık oranı en yüksek şirket grubuna aittir. Elbette kâr payı dağıtım ortalaması sıfırdan küçük olmaması beklenmektedir. Ancak serinin mevsimsel etkilerden arındırılması ya da istatistiki hesaplama yöntemleri nedeniyle eksili değer alındığı söylenebilir. En az kâr payı dağıtım ortalamasını 0.026 ile halka açıklık oranı en yüksek ikinci şirket grubu, ardından 0.039 ile halka açıklık oranı en yüksek üçüncü şirket grubu izlemektedir. Halka açıklık oranı en az olan iki şirket grubu olan HAO₁ ve HAO₂ ise beş grup arasında en yüksek kâr payı verimliliği

ortalamasına sahip iki şirket grubu olarak öne çıkmaktadır. Elde edilen sonuçlar tezin teorisini güçlü bir şekilde desteklemektedir.

Tablo 32: Arellano ve Bond Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi Sonuçları
(Bağımlı Değişken Logaritmik KPV)*

Değişken	Katsayı	z Değeri	P Değeri
LKPV _{t-1}	0.2205272	1495.35	0.000
HAO	-0.0003051	-152.60	0.000
ARGE	-0.2199644	-47.41	0.000
GYG	-0.0149892	-41.26	0.000
PZG	-0.0442824	-420.26	0.000
EFDG	0.0177359	774.69	0.000
ÖKO	0.0487542	566.43	0.000
KVYKO	0.0002002	96.46	0.000
Model Özellikleri			
Bağımlı Değişken	LKPV	Frekansı	Çeyrek
Başlangıç Dönemi	2015ç1	Bitiş Dönemi	2021ç3
Şirket Sayısı	101	Dönem Sayısı	27
Gözlem Sayısı	2727	Maksimum Gecikme	3
Wald Testi Olabilirlik Değeri	0.000		
Model Türü	Oto regresif Dinamik Panel Veri		
Yöntem	Arellano ve Bond Genelleştirilmiş Momentler		

*Oran olan değerler tahmin işleminde 100 ile çarpılmamıştır. Bu nedenle, yüzdelik olarak yorumu yapılacak değerlerin 100 ile çarpıldıktan sonra yorum yapılması gerekmektedir.

Denklem 12'nin tahmin çıktılarının verildiği Tablo 32'den de görüleceği üzere bağımlı değişken olan KPV'nin logaritması alınmıştır ve dolayısıyla model logaritmik doğrusal bir modeldir. Tahmin sonuçlarında ilk göze çarpan konulardan biri tahmin edilen katsayıların düşük değerlere sahip olmasıdır. Ancak önceki bölümlerde denklemleri verildiği üzere kullanılan serilerin tümü orandır ve bu oransal değerler 100 ile çarpılmadan kesirli düzeyleriyle modellemeye dâhil edilmiştir. Ek olarak

bağımlı değişkenin logaritmik olması da açıklayıcı değişkenlerin katsayılarını düşürmüştür.

Tablo 32’de verilen Wald testi sonucu P olabilirlik değeri %5 hata payında modelin bütünüyle anlamlı olduğunu göstermektedir. Modelde araç değişken kullanılmıştır ve daha önce verilen Sargan testi sonuçları bu araç değişkenlerin anlamlı olduğunu göstermiştir. Tüm değişkenlerin katsayılarının anlamlı olup olmadığı incelendiğinde ise hepsi için olabilirlik değeri %5’ten küçük tespit edilmiştir. Dolayısıyla %5 hata payı ile tüm katsayıların anlamlı olduğu ve yorumlanabileceği söylenebilir. İlk olarak kâr payı verimliliğini temsil eden serinin logaritmik dönüşümü olan LKPV değişkeninin bir önceki dönem değerindeki %1’lik artış, serinin cari dönemdeki değerini aynı yönde yaklaşık %0.22 artırmaktadır. Bu durum kâr payı dağıtan şirketlerin ortalama %0.22 düzeyinde bu işlemi düzenli yaptığına işaret etmektedir.

Önceki bölümlerde açıklandığı üzere düzenli kâr payı dağıtımı firmalardaki kurumsallaşmanın bir göstergesidir. Gecikmeli değer katsayısının anlamlı çıkması Borsa İstanbul şirketlerinde düzenli kâr payı dağıtıldığının varlığına işaret etmektedir ve bu katsayının yaklaşık %0.22 gibi bir düzeyde olduğu tespit edilmiştir. Halka açıklık oranını ifade eden HAO değişkeninin katsayısı beklendiği gibi negatif yönlü çıkmıştır. Ancak değişkenin katsayısı oldukça düşüktür. Buna göre halka açıklık oranındaki 1 puanlık artış kâr payı verimliliğini %0.03 azaltmaktadır. Elde edilen bu sonuç hipotezi desteklese de katsayının neden bu kadar düşük olduğu incelenmelidir. Tahmini olarak LKPV değişkeninin hisse senedi fiyatına bölünmesi ve ilk halka arz dışında hisse satışlarının genellikle hisse senedi fiyatlarını azaltması durumları katsayının düşük çıkmasına neden olmuş olabilir.

Örtülü gelir aktarımı işleminde kullanılması muhtemel üç muhasebe kalemine ait katsayılar incelendiğinde üçünün katsayısının da beklendiği üzere negatif çıktığı görülmüştür. Bu bağlamda bu gider kalemlerinin toplam giderler içindeki payı arttıkça kâr payı verimliliği azalmaktadır. Katsayıların diğer katsayılara göre yüksek olması dikkat çekicidir. Özellikle Ar-Ge giderlerinin kâr payı verimliliğine etkini gösteren katsayı oldukça yüksektir. Ar-Ge giderlerinin toplam giderler içindeki payında

yaşanan 1 birimlik artış kâr payı verimliliğini yaklaşık %22 azaltmaktadır. Ar-Ge giderlerini pazarlama giderleri takip etmektedir. Pazarlama giderlerinin toplam giderler içindeki payında yaşanan 1 birimlik artış, kâr payı verimliliğini yaklaşık %4.4 azaltmaktadır. Burada vurgulanmalıdır ki açıklayıcı değişkenlerin logaritmik dönüşümü yapılmamıştır. Örnek vermek gerekirse Ar-Ge harcamaları örneklemedeki şirketlerin ortalaması için yaklaşık %0.5 değerindedir. Bu değişkendeki bir puanlık artış kesirli ifade ile analize dâhil edilmiş değişken için şirket ortalamalarını %1.5'e çıkartmaktadır. Dolayısıyla Ar-Ge gibi, toplam giderler içindeki payı düşük bir harcama kaleminin böylesi büyük bir katsayı ile tahmin edilen modelde yer alması anlaşılır bir durumdur.

Son olarak genel yönetim giderlerinin toplam giderler içindeki payında yaşanan 1 birimlik artış kâr payı verimliliğini yaklaşık %1.5 azaltmaktadır. Bu gelir kalemlerinin kâr payı verimliliğine ters yönlü etkileri, olası örtülü gelir aktarımı faaliyetlerinin bu üç muhasebe kalemi üzerinden yapılabileceğini işaret etmektedir. Kontrol değişkeni olarak modele eklenen gelir kalemi ise beklendiği gibi kâr payı verimliliği ile doğrusal yönde hareket etmektedir. Buna göre diğer olağan gelirlerin maliyetlere oranı 1 birim arttığında kâr payı verimi yaklaşık %1.8 artmaktadır. Kaynak yapısının kâr payı dağıtımına etkisini gösteren değişkenlerin katsayılarının da pozitif yönlü olduğu anlaşılmaktadır. Buna göre öz kaynak oranındaki bir birimlik artış kâr payı verimliliğini yaklaşık %4.9 oranında artırmaktadır. Kısa vadeli yabancı kaynakların uzun vadeli yabancı kaynaklara oranındaki 1 puanlık artış ise kâr payı verimliliğini %0.02 artırmaktadır. Kısa vadeli yabancı kaynak oranı ile kâr payı dağıtımı arasında pozitif yönlü bir ilişki olması mali açıdan şüphe uyandırıcı bir unsurdur.

SONUÇ

Bu çalışma kapsamında halka açık şirketlerin kâr payı dağıtım kararları ve davranışları incelenmiştir. Literatürde kâr payı dağıtımını inceleyen araştırmalardan farklı olarak bu çalışma kâr payı dağıtımının makroiktisadi sonuçlarını da değerlendirmiştir. Bu çalışma halka açık şirketlerin daha az kâr payı dağıtacağını savunmaktadır. Bunun nedeni yönetimi elinde bulunduran ortakların, kâr payını küçük ortak konumundaki yatırımcılarla paylaşmak istememesi; bir diğer deyişle genellikle halka arz sonucu gelişen ortaklar arası çıkar çatışmasıdır. Yönetimi elinde bulunduran ortaklar ya da diğer çeşitli gruplar örtülü gelir aktarımı yöntemleri ile diğer ortakları baypas ederek şirket kazancını kendi servetlerine aktarabilmektedir. Bir vergi suçu olan örtülü gelir aktarımının tespiti oldukça güçtür. Ancak bu çalışmanın hipotezinden yola çıkılarak, çeşitli gider hesaplarının toplam giderler içindeki payının kâr payı dağıtımına ters yönlü etki edeceği çıkarımı yapılmıştır. Bunun nedeni ilgili gider hesaplarında örtülü gelir aktarımının kaydıleştirilmesidir. Bu bağlamda ekonometrik analiz aşamasında tahmin edilen modele örtülü gelir aktarımı yapılabileceği varsayılan üç gider kalemi eklenmiş ve sonuçlar istenilen yönde ve anlamlı çıkmıştır.

Çalışma mikroiktisadi değişkenleri incelese de bu mikroiktisadi değişkenlerin makroiktisadi etkileri üzerinde önemle durulmuştur. Halka açık şirketlerde görülen bu örtülü gelir aktarımı suçu özellikle ulusal tasarruf eğilimini olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Bunun nedeni ulusal tasarrufların birikimi aşamasında tasarruf araçlarının niteliği ve getirisi tasarruf sahiplerinin tasarruf yapma eğiliminde her zaman önemli bir kriter olmasıdır. Tasarruf araçlarının güvenilirliği ve getirisi arttıkça hane halkı ve diğer gelir sahipleri harcamalarını kısarak tasarruflara yönelmektedir. Bu bağlamda tasarruf sahipleri için en önemli tasarruf araçlarından biri olan hisse senetlerinin güvenilirliği ulusal tasarruf birikimini etkileyen önemli bir unsur olarak görülmelidir. Bunun yanı sıra şirketler için düşük maliyetli bir fon kaynağı olan hisse arzı ve hisse arzına olan talep de halka açık şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarından doğrudan doğruya etkilenebilmektedir. Hisse senedine olan talebin azalmasıyla fon bulma olanağı daralan şirketler yatırımlarını optimum düzeyde arttıramamakta ve bu durumun doğal bir sonucu olarak ilgili şirketler ölçek ekonomilerinden yararlanacak şekilde büyüme düzeyine ulaşamamaktadır. Bu nedenle, şirketin kâr payı dağıtım

kararı ve örtülü gelir aktarımı davranışı aslında önemli makroiktisadi sonuçlar doğuran bir unsur olarak görülmelidir. Çalışma kapsamında yapılan tespitlere istinaden geliştirilen öneriler tüm bu sorunlara çözüm niteliği taşımaktadır.

Şirketin ortak yapısı nedeniyle kendini gösteren ortaklar arası çıkar çatışması durumunda yönetimi elinde bulunduran ortak grubunun, şirket yönetiminde kontrol gücü olmayan grubun haklarını çeşitli yöntemlerle ele geçirmesine yol açacaktır. İki grup arasındaki çıkar çatışması sonucu yönetimde söz hakkı olan büyük yatırımcı ya da yatırımcı grubunun kendi ihtiyaçlarını fonlamak için şirket gelirini kişisel gelirine aktaracağı ve hatta bu grubun şirket varlıklarını kişisel refahı için kullanacağı ön görülmektedir.

Çalışmanın hipotezlerini kanıtlamak üzere iki ekonometrik model kurularak test edilmiştir. Analizde 2021 yılı 3'üncü çeyreğinde Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin verileri kullanılmıştır. Analizin kapsadığı dönem aralığında verisi olmayan şirketler veri setinden çıkarılmıştır. Analiz kısmında kullanmak amacıyla veri serileri oluşturmak için KAP'tan alınan şirket verileri çekilerek çalışma içinde belirtilen yöntemlerle işlenmiştir. Literatürde kâr payını ve halka açıklık oranını ekonometrik analizlerine dâhil eden çalışmalarda genellikle bu verilerin kukla değişkenlerle temsil edildiği görülmektedir. Bu çalışma kapsamında net sonuçlar elde edebilmek için ilgili verilerin düzey değerleri hesaplanmış ve modelin tahmini aşamasında kullanılmıştır.

Ekonometrik modellerden ilki panel zaman serisi özelliği taşımakta olup, kukla değişkenler aracılığıyla şirketlerde halka açıklık oranı arttıkça kâr payı dağıtımının azaldığını gösterecek şekilde kurgulanmıştır. Bu bağlamda halka açık şirketler halka açıklık oranlarına göre %20'lik dilimlere bölünerek 5 gruba ayrılmıştır. Halka açıklık oranı en düşük iki grup en yüksek kâr payı dağıtım verimi ortalamasına sahipken halka açıklık oranı en yüksek üç grup ise teoride kurgulandığı üzere hiyerarşik olarak sıralanmıştır. Diğer bir deyişle halka açıklık oranı en yüksek 3'üncü grup en az kâr payı dağıtan 3'üncü gruptur. Yine halka açıklık oranı en yüksek 4'üncü grup, en az kâr payı dağıtan 2'inci gruptur ve son olarak beş şirket grubu arasında halka açıklık oranı en yüksek olan grup en az kâr payı verimliliğine sahip gruptur.

İkinci ekonometrik modelde dinamik panel veri analizi yapılmıştır. Model 2015 yılı 1'inci çeyreği ile 2021 yılı 3'üncü çeyreğini kapsayan çeyrek dönem frekanslı yapıdadır. Elde edilen sonuçlara göre halka açıklık oranındaki bir birimlik artış kâr payı dağıtım verimliliğini yaklaşık %0.03 oranında düşürmektedir. Dağıtılmayan kâr payının çeşitli gider hesaplarıyla örtülü gelir aktarımına konu olabileceği önerisini test etmek için modele eklenen gider hesapları ise hipotezi destekleyici ve anlamlı sonuçlar vermiştir. Buna göre örtülü gelir aktarımının olduğu düşünülen üç gider hesabının toplam giderler içindeki payı arttıkça kâr payı dağıtımı oldukça keskin bir düşüş eğilimine girmektedir.

Bu çalışma kapsamında önemli bir vergi suçunun da incelemesi yapılmıştır. Halka açıklık oranlarındaki artışla şirketler özelinde bazen devleti de zarara uğratan finansal işlemler yapılabilmektedir. Yasal olmayan bu finansal işlemler küçük yatırımcıyı da zarara uğratan ve şirket faaliyetleri sonucu yaratılan refahın tüm ortaklara eşit biçimde dağılımını engellemektedir. Bu durumun önüne geçmek amacıyla özellikle halka açık ya da halka açık sayılan şirketlerde mali denetimler artırılmalıdır. Küçük yatırımcıyı zarara uğratacak ve devleti de vergi kaybına sokabilecek ÖGA işlemlerini azaltmak için küçük yatırımcının yönetimdeki temsil gücü artırılmalıdır. Bu amaç doğrultusunda bu şirketlerde bağımsız yönetim kurulu üyesi sayılarının artırılması ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin iç denetimlerde ve şirket faaliyetlerinde aktif rol alması ÖGA işlemlerini azaltacak önlemler arasında sayılabilir. Bununla birlikte belirli işçi sayısına ulaşmış şirketlerde işçi gruplarını temsilen yönetim kurulu üyelerinin atanması da şirket paydaşları arasındaki çıkar çatışmalarını azaltacaktır.

Çalışmanın elde ettiği bulgular ve bu bulgular ışında sunulan önerilerin uygulanması durumunda halka açık şirketlerin yatırım eğilimi artabilecek, hanehalkının tasarruf eğilimi artabilecek, hisse senetlerinin ve sermaye piyasasının küçük yatırımcı için cazip kılınması sayesinde küçük yatırımcı konumundaki hanehalkının tasarruf eğilimi artabilecektir. Bu önerilerin uygulanmasıyla küçük yatırımcıların tasarruflarının getirisi korunabilecektir. Böylece getirisi yüksek ve yerli paraya dayalı yatırım araçlarıyla tasarruflarını koruyabilecek olan hanehalkı tüketim yapmak yerine, tasarruflarını artırmayı seçebilecektir. Dolayısıyla bu önlemler

sayesinde küçük yatırımcıların tasarruf yapması daha iyi ödüllendirilebilecektir. Bununla birlikte yerli paraya dayalı yatırım araçlarının cazip kılınması sayesinde yurtiçi tasarruf sahiplerinde dolarizasyon eğilimi azalabilecektir. Tüm bu gelişmelerden dolayı döviz kurları düşebilecektir. Üstelik yurtiçi tasarruf eğiliminin artması ithalat eğilimini de azaltabileceğinden, düşen döviz kuru ülkenin dış ticaret dengesinde aşırı olumsuz bir baskı yaratmayabilecektir.



KAYNAKÇA

- Adam, P. J.: “What Is a Conflict of Interest?”, **Challenge**, 1963, 11(9), 11–14.
- Aggarwal, S.: “Private Company Restructuring: Conflicts of Interest Between Various Stakeholders”, **The Journal of Private Equity**, 2003, 6(2), 51–60.
- Arellano M. ve S. Bond: “Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations”, **The Review of Economic Studies**, 1991, 58(2), Pages 277–297.
- Argandoña, A.: “The Stakeholder Theory and the Common Good”, **Journal of Business Ethics**, 1998, 17(9), 1093–1102.
- Ayrıçay, Y., & Kalkan, G.: “Sahiplik Yapısı ve Temsilcilik Teorisi”, **Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2013, 3(2), 153–174.
- Azzone, G., Brophy, M., Noci, G., Welford, R., & Young, W.: “A Stakeholders’ View of Environmental Reporting”, **Long Range Planning**, 1997, 30(5), 699–709.
- Baltagi, B. H., & Wu, P. X.: “Unequally Spaced Panel Data Regressions with AR(1) Disturbances”, **Econometric Theory**, 1999, 15(6), 814–823.
- Baltagi, B. H., Kao, C., & Peng, B.: “On Testing for Sphericity with Non-normality in a Fixed Effects Panel Data Model”, **Statistics & Probability Letters**, 2015, 98, 123–130.

- Bathala, C. T., “Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Moon, K. P., & Institutional Holdings: An Agency Perspective”, Rao, R.: **Financial Management**, 1994, 23(3).
- Battese, G. E., & “A Model for Technical Inefficiency Effects in a Coelli, T. J.: Stochastic Frontier Production Function for Panel Data” **Empirical Economics**, 1995, 20(2), 325–332.
- Berle, A. A., & **The Modern Corporation and Private Property**, 1932, Means, G. C.: Macmillan: New York.
- Black, F.: “The Pricing of Commodity Contracts”, **Journal of Financial Economics**, 1976, 3(1–2), 167–179.
- Brown, M. B., & “Robust Tests for the Equality of Variances”, **Journal of Forsythe, A. B.: the American Statistical Association**, 1974, 69(346), 364–367.
- Cai, C. X., Hillier, “The Cost of Multiple Large Shareholders”, **Financial D., & Wang, J.: Management**, 2016, 45(2), 401–430.
- Caporale, G. M., “Stock Market Development And Economic Growth: Howells, P. G. A., The Causal Linkage”, **Journal of Economic & Soliman, A. M.: Development**, 2004, 29(1), 33–50.
- Carson, T. L.: “Conflicts of Interest”, **Journal of Business Ethics**, 1994, 13(5), 387–404.
- Chen, H. C., Chen, “Why Do Insiders Sell Shares Following IPO Lockups?”, S.-S., & Huang, C.- **Financial Management**, 2012, 41(4), 813–847.
W.:

- Chen, S. X., Zhang, L. & Zhong, P. S.: “Tests for High-Dimensional Covariance Matrices”, **Journal of the American Statistical Association**, 2010, 105(490), 810-819.
- Chu, Y.: “Evidence from Mergers between Lenders and Shareholders”, **The Review of Financial Studies**, 2018, 31(8), 3098–3121.
- Cooray, A.: “Do stock markets lead to economic growth?”, **Journal of Policy Modeling**, 2010, 32(4), 448–460.
- Cronqvist H., Siegel, S., & Yu, F.: “Value versus growth investing: Why do different investors have different styles?”, **Journal of Financial Economics**, 2015, 117(2).
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R.: “Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview”, **The World Bank Economic Review**, 1996, 10(2), 223–239.
- Demsetz, H., & Lehn, K.: “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, **Journal of Political Economy**, 1985, 93(6), 1155–1177.
- Demski, J. S.: “Corporate Conflicts of Interest”, **The Journal of Economic Perspectives**, 2003, 17(2), 51–72.
- Devereux, M. P., Griffith, R., Klemm, A., Thum, M., & Ottaviani, M.: “Corporate Income Tax Reforms and International Tax Competition”, **Economic Policy**, 2002, 17(35), 449–495.
- Dewenter, K.L. & Warther, V.A.: “Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend

- Policies of Japanese and U.S. Firms”, **The Journal of Finance**, 1998, 53(3), 879-904.
- Dhillon, A., & “Ownership Structure, Voting, and Risk”, **The Review of Financial Studies**, 2015, 28(2), 521–560.
- Rossetto, S.:
- Doğan, S.: “İşletmeleri Sürekliliğe Götüren Yol: Kurumsallaşma ve Önemi”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 1998, (13), 143-168.
- Donaldson, G.: **Managing Corporate Wealth: The Operation of a Comprehensive Financial Goals System**, 1984, Praeger: Lincolnshire.
- Driscoll, J. C., & “Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data”, **The Review of Economics and Statistics**, 1998, 80(4), 549–560.
- Kraay, A. C.:
- Durbin, J., & “Testing for Serial Correlation in Least Squares Regression III”, **Biometrika**, 1971, 58(1), 1–19.
- Watson, G. S.:
- Eesley, C., & “Firm Responses to Secondary Stakeholder Action”, **Strategic Management Journal**, 2006, 27(8), 765–781.
- Lenox, M. J.:
- Ege, İ., & Nur “Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, **Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2017, 5(2).
- Topaloğlu, T.:
- Eroğlu, O.: **Kurumlar Vergisinde Vergi Planlaması**, 2014, Ekin Yayınevi: İstanbul

- Ersoy, E. & Çetenak, E. H.: “Sahiplik Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, **Ege Academic Review**, 2015, 15(4), 509-522.
- Felo, A. J.: “Ethics Programs, Board Involvement, and Potential Conflicts of Interest in Corporate Governance”, **Journal of Business Ethics**, 2001, 32(3), 205–218.
- Frees, E. W.: **Longitudinal and Panel Data**, 2004, Cambridge University Press: Cambridge.
- French, J. L.: “Employee Perspectives on Stock Ownership: Financial Investment or Mechanism of Control?”, **The Academy of Management Review**, 1987, 12(3), 427–435.
- Friedman, M.: “The Use of Ranks to Avoid the Assumption of Normality Implicit in the Analysis of Variance”, **Journal of the American Statistical Association**, 1937, 32(200), 675–701.
- Greene, W. H. **Econometric Analysis**, 2003, Prentice Hall: New Jersey.
- Glazer, D., & Schram, R. B.: “Conflicts Between Shareholders of a Subchapter S Corporation”, **Law Notes for the General Practitioner**, 1975, 11(4), 101–104.
- Gordon, M. J.: “The Savings Investment and Valuation of a Corporation”, **The Review of Economics and Statistics**, 1962, 44(1), 37–51.
- Gotsias, A., & Tompkins, J. G.: “The Corporate Governance Game: The Case of the United States”, **Journal of Financial Education**, 2013, 39(3/4), 156–178.

- Hausman, J. A.: “Specification Tests in Econometrics”, **Econometrica**, 1978, 46(6), 1251–1271.
- Hausman, J., & Taylor, W.: “Panel Data and Unobservable Individual Effects”, **Econometrica**, 1981, 49(6), 1377–1398.
- Hiemann, M., & Reichelstein, S.: **Transfer Pricing in Multinational Corporations: An Integrated Management- and Tax Perspective**, İçinde: Schön, W., Konrad, K. (ed.) *Fundamentals of International Transfer Pricing in Law and Economics*, 2012, MPI Studies in Tax Law and Public Finance, Berlin, Heidelberg.
- İncekara, A., Demez, S., & Akyol, M.: “Ar-Ge Harcamalarına Yapılan Teşviklerin Etkinliği: Türkiye BRICS Ülkeleri Karşılaştırmalı Analizi”, **Journal of Economic Policy Researches**, 2014, 1(2), 1-30.
- İncekara, A., Mutlugün, B., & Yılmaz, H. A.: “Borç Dolarizasyonunun Türk İmalat Sanayii Sektörü Büyümesi Üzerine Etkisi”, **Journal of Economic Policy Researches**, 2017, 4(1), 16–38.
- Jensen, M. C.: “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”. **The American Economic Review**, 1986, 76(2), 323–329.
- Joseph, A. V.: “Successful Examples of Corporate Social Responsibility”, **Indian Journal of Industrial Relations**, 2009, 44(3), 402–409.
- Karaca, S. S.: **Şirketlerin kâr dağıtım politikası ve kâr payı ödeme şekillerinin firma değerine etkisinin analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda bir inceleme**,

2007, Yayınlanmış Doktora Tezi, İnönü Üniversitesi,
Sosyal Bilimler Enstitüsü, Türkiye

Kazan, A. & Altan, Ş. “Zaman Serilerinde Mevsimsel Etkiler ve En Küçük Kareler Yönteminin Kullanımı”, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2002, 4(1), 1-10.

Kocaman, Ç. B.: **Finansal Piyasalar Kurumlar, Teknikler ve Araçlar**. 2004, Siyasal Kitabevi: Ankara.

Koç Aytekin, G.: “Türkiye’ de Sermaye Piyasaları ve Borsaların Gelişim Süreci”, **Uluslararası Beşeri Bilimler ve Eğitim Dergisi**, 4 (9), 2018, 150-176.

Latham, S., & Braun, M. R.: “To IPO or Not To IPO: Risks, Uncertainty and the Decision to Go Public”, **British Journal of Management**, 2010, 21(3), 666–683.

Levchenko V. & Ostapenko M.: “Information asymmetry on the market of non-banking financial services in Ukraine: causes, consequences, methods of control”, **Public and Municipal Finance**, 2016, 5(1), 29-37.

Levene, H.: **Robust Tests for Equality of Variances**, İçinde I. Olkin, G. S. Ghurye, W. Hoeffding, G. W. Madow, & B. H. Mann (Ed.), **Contributions to Probability and Statistics**, 1960, 278–292, Stanford University Press: California.

Levin, A., Lin, C.-F., & James Chu, C.-S.: “Unit root tests in panel data: asymptotic and finite sample properties”, **Journal of Econometrics**, 2002, 108(1), 1–24.

- Levine, R., & Zervos, S.: “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, **The American Economic Review**, 1998, 88(3), 537–558.
- Levine, R.: “Stock Markets, Growth, and Tax Policy”, **The Journal of Finance**, 1991, 46(4), 1445–1465.
- Li, K. & Zhao, X.: “Asymmetric Information and Dividend Policy”, **Financial Management**, 2008, 37(4), 673-694.
- Lintner, J.: “Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes”, **The American Economic Review**, 1956, 46(2), 97–113.
- Lintner, J.: “Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations”, **The Review of Economics and Statistics**, 1962, 44(3), 243–269.
- Magill, M., Quinzii, M., & Rochet, J.-C.: “A Theory of The Stakeholder Corporation”, **Econometrica**, 2015, 83(5), 1685–1725.
- Mancinelli, L., & Ozkan, A.: “Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms”, **The European Journal of Finance**, 2006, 12(3), 265–282.
- Marx K.: **Kapital, Ekonomi Politiğin Eleştirisi: Vol. I** (M. Selik & N. Satlıgan, Eds.; 2015th ed.). 1867, Yordam Kitap: İstanbul.
- Marx K.: **Kapital, Ekonomi Politiğin Eleştirisi: Vol. II** (F. Engels & M. Selik, Eds.; 2014th ed.). 1885, Yordam Kitap: İstanbul.

- Marx K.: **Kapital: Ekonomi Politğin Eleştirisi: Vol. III** (F. Engels, M. Selik, & E. Özalp, Eds.; 2015th ed.). 1894, Yordam Kitap: İstanbul.
- McGowan, C. B.: “A Longitudinal Study of The Relationship Between Stock Market Development and Economic Development”, **Southwestern Economic Proceedings**, 2009, 34, 35–46.
- Mehran, H. & “CEO Ownership, Leasing, and Debt Financing”, Taggart, R. A., & **Financial Management**, 1999, 28(2), 5–14.
- Yermack, D.:
- Mehran, H.: “Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure”, **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 1992, 27(4), 539–560.
- Michiels, A., “Dividends and Family Governance Practices in Private Voordeckers, W., Family Firms”, **Small Business Economics**, 2015, 44(2), Lybaert, N., & 299–314.
- Steijvers, T.:
- Miller, M., & “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”, Modigliani, F.: **the Journal of Business**, 1961, 34(4), 411-433.
- Mills, C. W.: “Language, Logic, and Culture”, **American Sociological Review**, 1939, 4(5), 670–680.
- Mills, C. W.: **The Sociological Imagination**. 1959, Oxford University Press: New York.
- Minier, J.: “Opening a Stock Exchange”. **Journal of Development Economics**, 2009, 90(1), 135–143.

- Morni, F., Iskandar, A. M., & Banchit, A.: “The Relevance of Bird-in-Hand Theory to Shariah-Inclined Investors: A Case Study of Malaysia”, **Journal of International Business, Economics and Entrepreneurship**, 2019, 4(2), 67–72.
- Müller, H. M., & Wärneryd, K.: “Inside versus Outside Ownership: A Political Theory of the Firm”, **The RAND Journal of Economics**, 2001, 32(3), 527–541.
- Nash, J. F.: “Non-Cooperative Games”, **Annals of Mathematics**, 1950, 54(2), 286–295.
- Openshaw, K., & Sorenson, R. E.: “The Family Council: A Model for Corporate Leisure Time Planning”, **Visions in Leisure and Business**, 1986, 5(3), 66–78.
- Öcal, H.: **Ortaklık Yapısı Ve Kar Dağıtım Politikası Bakımından Kurumsal Yönetim**, 2005, Yayınlanmış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Türkiye
- Özer, M. O.: “Türkiye’de Dolarizasyonun Belirleyicileri”, **Karadeniz Sosyal Bilimler Dergisi**, 2022, 14(26), 105-117.
- Özkul, G.: “Türkiye’de Finansal Dolarizasyonun Enflasyon ve İstihdam ile Olan Etkileşimi”, **İşletme Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi**, 2021, 4 (1) , 59-79.
- Özvar, K.: **Sahiplik Yapısının Kâr Dağıtım Politikası Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama**. 2015, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Nevşehir.

- Palazzo, G., & Rethel, L.: “Conflicts of Interest in Financial Intermediation”. **Journal of Business Ethics**, 2008, 81(1), 193–207.
- Pesaran, M. H.: **General diagnostic tests for cross section dependence in panels**. 2004, University of Cambridge, Faculty of Economics, Cambridge Working Papers in Economics No. 0435. Cent. Econ. Stud. Ifo Inst. Econ. Res. CESifo, 41.
- Pesaran, M. H.: “Testing Weak Cross-Sectional Dependence in Large Panels”. 2015, **Econometric Reviews**, 34(6-10), 1089-1117.
- Pushner, G. M.: “Equity Ownership Structure, Leverage, and Productivity: Empirical Evidence from Japan”, **Pacific-Basin Finance Journal**, 1995, 3(2–3), 241–255.
- Sandalcı, U.: “Vergi Denetiminde Aramalı İnceleme Usulüne İlişkin Vergi İhbar Etkisi”, **Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, (37), 2019, 301-317.
- Sayman, Y.: **Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama**. 2012, Yayınlanmış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W.: “Management entrenchment: The case of manager-specific investments”, **Journal of Financial Economics**, 1989, 25(1), 123–139.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W.: “A Survey of Corporate Governance”, **The Journal of Finance**, 1997, 52(2), 737–783.

- Smith, A.: **An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**, 1776, (R. H. Campbell, A. S. Skinner, & W. B. Todd, Eds.; 1976th ed.). Oxford University Press: New York.
- Spence, E.: **Conflicts of Interest in Auditing: Are They Conducive to Corruption?**, İçinde T. Campbell & K. Houghton (Ed.), *Ethics and Auditing*, 2005, 111–128, ANU Press: Canberra.
- Sundaramurthy, C., & Lyon, D. W.: “Shareholder Governance Proposals And Conflict Of Interests Between Inside And Outside Shareholders”, **Journal of Managerial Issues**, 1998, 10(1), 30–44.
- Swamy, P. A. V. B.: “Efficient Inference in a Random Coefficient Regression Model”, **Econometrica**, 1970, 38(2), 311–323.
- Taşbaş, H. & Belen, M.: “Şirketlerin Sahiplik Yapısı ile Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki: BIST İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama”, **Journal of Humanities and Tourism Research**, 2020, 10 (4) , 995-1009.
- Taşkın, F. D. & Coşkun, S.: “Ortaklık Yapılarının Finansman Kararları Üzerine Etkisi: BIST Enerji Firmaları İncelemesi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2015, 17 (1), 105-118.
- Taşkın, Y.: **Transfer Fiyatlandırmasında Emsallere Uygunluk İlkesi**. 2012, Türkmen Kitabevi: İstanbul
- Temel Nalın, H. “Determinants of household saving and portfolio choice behaviour in Turkey”. **Acta Oeconomica**, 2013, 63(3), 309-331.

- Toplu, N. , “Finansal Bilgi Manipölasyonu Ortaya Çıkarmaya Calayoğlu, İ. & Yönelik Bir Araştırma (Beneish Model)”, **Muhasebe ve Azaltun, M.:** **Finans İncelemeleri Dergisi**, 2021, 4(1), 16-25.
- Toraman, C., & “İşletmelerde Ortaklık Yapısında Yoğunlaşmanın Okuyan, H. A.: Kaynak Yapısı Üzerindeki Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 2009, 41, 72–81.
- Tunalı, H., & Onuk, “Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki P.: Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği”, **Journal of Economic Policy Researches**, 2017, 4(1), 1–15.
- Uyanık, N. K.: **Transfer Fiyatlandırma**, 2008, TESMER Yayınları: Ankara.
- Villalonga, B., “Governance of Family Firms”, **Annual Review of Amit, R., Trujillo, Financial Economics**, 2015, 7, 635–654.
- M.-A., & Guzmán, A.:
- Wanniski, J.: “Taxes, Revenues, and the Laffer Curve”, **The Public Interest**, 1978, (50), 3-16.
- Yerdelen Tatoğlu, **Panel Veri Ekonometrisi: Stata Uygulamalı**, 2016, F.: Beta Yayınevi: İstanbul.
- Yerdelen Tatoğlu, **Panel Zaman Serileri Analizi**, 2017, Beta Yayınevi: F.: İstanbul.
- Yerdelen Tatoğlu, **Ekonometri**, 2020a, Beta Yayınevi: İstanbul. F.:

Yerdelen Tatoğlu, **İleri Panel Veri Analizi**, 2020b, Beta Yayınevi:
F.: İstanbul.

Yılmaz, M. K. & “Türkiye’de Ticaret Borsalarının Gelişimi, Ekonomideki
Mirahmetoğlu, G.: Yeri ve Performansı Üzerine Analitik Bir
Değerlendirme”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**,
(33), 2007, 81-95.

Zahra, S. A.: “Environment, Corporate Entrepreneurship, and
Financial Performance: A Taxonomic Approach”,
Journal of Business Venturing, 1993, 8(4), 319–340.

İnternet Kaynakları:

193 Sayılı Gelir Vergisi Kanunu, Resmi Gazete (No. 10700), 1960,
(Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuatmetin/1.4.193.pdf>

213 Sayılı Vergi Usul Kanunu, Resmi Gazete (No. 10703, 10704, 10705),
1961, (Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuatmetin/1.4.213.pdf>

3065 Sayılı Katma Değer Vergisi Kanunu, Resmi Gazete (No. 18563), 1984,
(Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuatmetin/1.5.3065.pdf>

5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu, Resmi Gazete (No. 26205), 2006,
(Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuatmetin/1.5.5520.pdf>

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu, Resmi Gazete (No. 27846), 2011,
(Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuatmetin/1.5.6102.pdf>

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, Resmi Gazete (No. 28513), 2012,
(Çevrimiçi), <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6362.pdf>

Dünya Bankası Veri Tabanı, (Çevrimiçi), <https://data.worldbank.org>

Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD), **Addressing Base Erosion
and Profit Shifting**, (Çevrimiçi), <https://read.oecd.org/10.1787/9789264192744-en>

Organisation for Economic Co-operation and Development, Addressing base erosion and profit shifting, (2013), <http://www.oecd-ilibrary.org/>

Organisation for Economic Co-operation and Development, Tax Administration, (2017), https://doi.org/10.1787/tax_admin-2017-en

Sermaye Piyasası Kurulu, **Kâr Payı Dağıtım Rehberi**, 2022, (Çevrimiçi), <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/986>

Sermaye Piyasası Kurulu, **Kâr Payı Tebliği (II-19.1)**, 2014, (Çevrimiçi), <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140123-7.htm>

Sermaye Piyasası Kurulu, **Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ (Seri: IV, No: 56)**, (Çevrimiçi), <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2011/12/20111230-14.htm>

Türkiye Cumhuriyeti Hazine ve Maliye Bakanlığı, Muhasebat Genel Müdürlüğü, (Çevrimiçi), <https://muhasebat.hmb.gov.tr/merkezi-yonetim-butce-istatistikleri>

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), (Çevrimiçi), <https://www.tuik.gov.tr>

ÖZ GEÇMİŞ

Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi İktisat Bölümünden 2017 yılında mezun oldu. Aynı yıl Marmara Üniversitesi İktisat Anabilim Dalında yüksek lisans eğitimine başladı. Ders dönemini tamamladıktan sonra yedek subay olarak askerlik görevini yapmakta olduğu yıllar aynı zamanda “Asya Türk Cumhuriyetlerinin Ekonomik Bütünleşmesi” adlı yüksek lisans tezini tamamlayarak savundu ve yüksek lisans derecesiyle mezun oldu. 2019 yılında İstanbul Üniversitesi İktisat Anabilim Dalında doktora eğitimine başladı. Aynı yıl İstanbul Gelişim Üniversitesi Dış Ticaret Bölümünde öğretim görevlisi olarak akademik çalışma hayatına başladı. 2021 yılında İstanbul Gelişim Üniversitesi Meslek Yüksekokuluna müdür yardımcısı olarak atandı. Gelir dağılımı konusunda çalışmakta olup lisans öğrenciliğinden beri akademik yayın yapmaktadır.