Eurasian Academy of Sciences Social Science Journal (International Refereed & Indexed)
Eurasian Academy of Sciences Social Sciences Journal
2020 Volume: 29 S: 60- 79
Published Online March 2020 (http://socialsciences.eurasianacademy.org)
http://doi.org/10.17740/eas.soc.2020.V29-05

THE EFFECT OF DIVIDEND DISTRIBUTION POLICIES ON FINANCIAL PERFORMANCE: AN APPLICATION ON BIST DIVIDEND 25 INDEX

Enes Malik ÜNAL* Hicabi ERSOY**

*Yüksek Lisans Öğrencisi, İstanbul Ticaret Üniversitesi, Finans Enstitüsü, enesmalikunal@gmail.com
** Dr. Öğretim Üyesi, İstanbul Ticaret Üniversitesi, Bankacılık ve Finans Bölümü, hersoy@ticaret.edu.tr

Received Date:22.02.2020, Revised Date:15.03.2020, Accepted Date:27.03.2020

Copyright © 2020 Enes Malik ÜNAL, Hicabi ERSOY. This is an open access article distributed under the Eurasian Academy of Sciences License, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

ABSTRACT

The decision of the companies to distribute profit to their partners during the year, how much of them will be distributed and how much will be kept within the company, and the method of distribution is defined as dividend distribution policies. The strategies that companies follow while determining their dividend distribution policies have an impact on the company's performance. The aim of this study is to analyze the effect of dividend distribution policies of 25 companies within the scope of BIST Dividend 25 Index on financial performance. The implementation period is based on the 10 years between 2009-2018. In the study, panel regression analysis method was implemented. Equity profitability and asset profitability variables were used to analyze the financial performance of companies. As the dividend distribution policies of companies, whether the dividends are distributed or not and the dividend payout ratio variables are used. Since it is thought to have an impact on financial performance, the total assets and leverage ratio of the companies are also included in the model of the study. As a result of the applied panel regression analysis; it has been determined that dividend payout ratio and equity profitability and asset profitability are singnificant and positively related, leverage ratio and equity profitability and asset profitability are singnificant and negatively related, firm size and equity profitability and asset profitability are significant and positively related, and that there is a positive and enhancing effect on the equity profitability and asset profitability of dividend distribution.

Keywords: Dividend Distribution Policy, Financial Performance, Dividend Payout Ratio, BIST Dividend 25 Index, Dividend Payment, Panel Regression
JEL Classification: G10, G11, G35

TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARININ FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİ: BİST TEMETTÜ 25 ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

ÖZET

Şirketlerin yıl içerisinde elde ettikleri karın ortaklarına dağıtılması kararı, dağıtılacak ise ne kadarının dağıtılıp ne kadarının şirketin bünyesinde tutulacağı ve dağıtımın hangi yöntemle yapılacağı temettü dağıtım politikaları olarak tanımlanmaktadır. Şirketlerin temettü dağıtım politikalarını belirlerken izlediği stratejiler, şirketin performansı üzerinde etkili olmaktadır. Bu çalışmanın amacı BIST Temettü 25 Endeksi kapsamında yer alan 25 şirketin temettü dağıtım politikalarının finansal performansa etkisinin incelenmesidir. Uygulama dönemi 2009-2018 yılları arasındaki 10 yılı baz almaktadır. Çalışmada panel regresyon analizi yöntemi uygulanmıştır. Şirketlerin finansal performansının analizi için özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı değişkenleri kullanılmıştır. Şirketlerin temettü dağıtım politikaları olarak, temettü

dağıtıp dağıtmadığı ve temettü dağıtım oranı değişkenleri kullanılmıştır. Finansal performansa etkisinin olabileceği düşünüldüğünden çalışmanın modeline şirketlerin toplam varlıkları ve kaldıraç oranı da dahil edilmiştir. Uygulanan panel regresyon analizi çalışması sonucunda; temettü dağıtım oranı ile özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı pozitif yönde anlamlı ilişkili, kaldıraç oranı ile özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı negatif yönde anlamlı ilişkili, firma büyüklüğü ile özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı pozitif yönde anlamlı ilişkili, temettü dağıtımının ise özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı üzerinde olumlu ve arttırıcı bir etkisi olduğu belirlenmiştir.
Anahtar Kelimeler: Temettü Dağıtım Politikası, Finansal Performans, Temettü Dağıtım Oranı, BİST Temettü 25 Endeksi, Kar Payı Ödemesi, Panel Regresyon
JEL Sınıflandırması: G10, G11, G35

1- GİRİŞ

Şirketler dönemsel faaliyetlerinin sonucu olarak finansal tablolarını yayınlamaktadır. Finansal tablolar, şirketin ilgili dönem içerisindeki faaliyetleri hakkında gösterge niteliğindedir. Açıklanan tablolar şirketlerin finansal performansları hakkında hissedarlarına ve yatırımcılarına bilgi vermektedir. Şirketlerin kuruluş amaçları faaliyetleri sonucunda kar elde etmektir. Finansal tabloda hissedarların en çok dikkat ettiği bilanço kalemi kar olmaktadır. Finansal tablolar, gösterge olarak kar ile birlikte karlılık oranları hakkında da bilgilendirme sunmaktadır. Tablodaki finansal sonuçlar firmaların temettü dağıtım oranı ve politikalarını belirlemeleri açısından önemlidir.

Şirketin faaliyetleri sonucu ortaya çıkan ve finansal tabloda açıklanan karın; dağıtılıp dağıtılmayacağı, temettü dağıtım oranı ve kar payı ödeme şeklinin nasıl olacağı şirketin vermesi gereken önemli bir karardır. Bu kararlar temettü dağıtım politikaları olarak adlandırılmaktadır. Şirketlerin temettü dağıtım kararı sonucunda, eldeki karın ne kadarının hissedarlara dağıtılacağı, ne kadarının yatırım için kullanmak üzere oto finansman olarak şirketin bünyesinde kalacağı belirlenir. Şirketlerin temettü dağıtım politikalarını belirlerken hedeflerinden birisi de şirket değerini en yüksek seviyeye ulaştırmaktır.

Temettü dağıtım politikalarıyla ilgili literatür taraması yapıldığında fikir ayrılıklarının olduğuna rastlanmıştır. Temettü dağıtım politikaları konusu itibariyle güncelliğini ve önemini korumaktadır. Temettü dağıtım politikaları araştırmacılar tarafından farklı yönleri ve yöntemleriyle araştırılmaya devam edilen bir konudur. Literatür taraması yapıldığında temettü dağıtım politikalarıyla şirket performansı ile ilgili genel olarak iki farklı ana çalışma olduğuna rastlanmıştır. Birincisi şirketlerin temettü politikasının firma değeri üzerine etkisi, diğeri ise şirketlerin temettü dağıtım politikasının finansal performansa etkisidir. Çalışmalar neticesinde iki farklı görüş etrafında toplanıldığı görülmektedir. Birinci görüş şirketlerin kar payı politikasının şirketin performansı üzerinde etkili olduğu, diğer görüş ise şirketlerin kar payı politikasının şirketin performansı üzerinde etkili olmadığı görüşüdür.

Bu çalışmanın amacı BIST Temettü 25 Endeksinde bulunan şirketlerin 2009-2018 döneminde temettü dağıtım politikalarının finansal performansına etkisinin incelenmesidir. Çalışmada panel regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Modelde şirketlerin temettü dağıtıp dağıtmadığı ve temettü dağıtım oranı değişken olarak kullanılmıştır. Şirketlerin finansal performansının ölçülmesi için aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı kullanılmıştır. Şirketlerin finansal performansına etkisinin olabileceğinden modele kaldıraç oranı ve toplam varlıklar da eklenmiştir.

2- TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKASI TÜRLERİ

Kar dağıtım politikası, geçmiş yıl karı ve dönem net karının, ne kadarının ortaklarla paylaşılacağı ve ne kadarının işletmenin bünyesinde kalacağını belirler. Kar dağıtım politikası, işletmenin kararından ve gerekli onayın alınmasından sonra bir plan

doğrultusunda yapılır. Kar dağıtım politikası içerisinde iki tane amaç önem taşımaktadır. İşletme sahiplerinin getirilerinin onları memnun etmesi ve işletme için gerekli oto finansmanı sağlamak.

Kar payı ödemesi istikrarlı olan şirketlerde, belirsizlikten kaynaklı doğabilecek riskler azalacaktır. Bu durumdaki şirketlerin risk düzeyi düşeceği için pay senetlerinin değerini de olumlu etkileyecektir (Sayılgan, 2006: 349).

Temettü dağıtım oranı, işletmenin yatırım için kullanacağı oto finansman ve hissedarların yatırımlarından elde etmek istediği verime göre değişiklik gösterir. Net karın hangi oranda hissedarlara dağıtılacağı işletme yönetiminin teklif etmesi ve ortakların vermesi gereken önemli bir karardır. Çünkü bu kararın, işletmenin büyüme hızında, işletmenin değerinde ve yatırımcıların yatırım kararında etkisi fazladır.

2.1. Sabit Oranlı Temettü Dağıtım Politikası

Sabit oranda kar payı dağıtımı, firmanın dönem içerisinde elde ettiği karın belli bir oranını ortaklarına kar payı olarak ödemesidir. Firmanın izlediği bu dağıtım politikasında, firmanın ortaklara dağıttığı temettü her yıl kara göre farklılık göstereceğinden, ortaklara bazı dağıtım döneminde az, bazı dağıtım döneminde fazla kar payı ödemesi yapılacaktır (Türko,2002: 528). Belirlenen oranlar şirketten şirkete değişkenlik göstermektedir. Şirketler belirleyecekleri oranı genel kurulda veya ana sözleşmede belirleyebilirler.

Şirketlerin bu kar payı dağıtım politikasıyla alakalı en büyük risk, şirketin yıl içerisinde elde ettiği kar düşer yada hiç kar elde edemez ise kar payı dağıtımı azalır veya hiç yapılamaz. Bu hem şirket için hem hissedarlar için risk teşkil eder. Bunun sonucu olarak şirketin piyasa değerinin düşeceği beklenir. Hissedarların elde edeceği kar payı tutarı şirketin elde edeceği karın değişimine bağlıdır. Önceki yıla daha çok kar elde ettiyse daha çok kar payı alacaklar, önceki yıla karı azaldıysa daha az kar payı alacaklar. Bu politika şirketin alacağı kararlarda esnek olmasını ve efektif karar almasını engelleyen bir politikadır. Eğer şirketin elde ettiği karın tamamını oto finansman kullanarak yatırım yapma isteği varsa yapamayacaktır. İhtiyacı olan yatırım için gerek finansmanı oto finansman yerine dış finansmanla tamamlaması gerekmektedir. Dış finansman sağlamak oto finansmana göre hem maliyetli hem de zordur. Her yıl şirketin karının değişmesiyle dağıtacağı kar payının miktarı da değişeceğinden sabit oranlı temettü dağıtım politikasına uygun hareket eden şirketlerin kar payı dağıtım politikalarının istikrarsız kar payı dağıttığını görülmektedir. İstikrarsız kar payı dağıtımını yatırımcıları uzaklaştırabilir.

2.2. Sabit Miktarda Temettü Dağıtım Politikası

Sabit miktarda kar payı dağıtım politikası, temettünün her yıl aynı miktarda dağıtılmasını hedefleyen bir politikadır. Şirketin karı değişse de dağıtılan temettü sabit olmaktadır. Şirketin önceki döneme göre az veya çok kar etmesi dağıtılacak tutarı etkilememektedir (Bolak, 1998: 258).

İstikrarlı getiri elde etmek isteyen hissedarlar bu kar payı dağıtım politikasını izleyen şirketleri tercih ederler. Çünkü şirketin karı bir önceki döneme göre azalsa bile hissedarın getirisi sabit kalacaktır. Şirkete yatırım yapmak isteyenler bu politika sonucu kendilerine gelecek olan kar payını sabit getiri sunan bir yatırım olarak göreceklerdir. Bu durum ise şirketlerin değerini olumlu etkiler. Bu politikayı izleyen şirketlerin riski hissedarlar açısından düşüktür. Risk ve belirsizliğin az olması yatırımcıların iştahını kabartır. Her yıl şirketin karı değişse de hissedara gelecek kar payı sabit miktarda olacağı için aslında yatırımcı bu parayı risksiz getiri olarak görebilir. Risksiz getiri isteği kurumsal ve büyük yatırımcıların da ilgisini çeker. Eğer şirket yıl içerisinde net kar elde edemezse veya dağıtacağı kar payı tutarından daha az net kar elde ederse yatırımcılarına

temettü dağıtamayacaktır veya sabit miktarda temettü dağıtım politikasından vazgeçecektir. Bu durumda, şirket sabit miktarda temettü dağıtım politikasından vazgeçmemek için önceki yıl karlarından temettü dağıtmayı da tercih edebilir.

2.3. Her Yıl Artan Temettü Dağıtım Politikası

Şirketler temettü dağıtımı politikalarını belirlerken amaçlarından birisi hissedarların getiri maksimizasyonunu sağlamak. Bu yüzden firmalar yıllık temettüyü arttır en kötü ihtimalle azaltma ilkesini uygulamaya çalışırlar. Bu uygulamanın sürdürülebilir olması için şirketin elde ettiği karını arttırıyor olması veya temettü dağıtım oranını arttırıyor olması gerekiyor. (Weston ve Brigham, 1993:679).

Yatırımcıların, her yıl artan temettü dağıtım politikası izleyen işletmelere yatırım yapma iştahı yüksektir. Bu durum işletmenin değerinin artmasını da sağlar. Bu politikayı izleyen şirketlerin büyük ihtimalle net karı da yükseleceği için işletmenin değerinin artmasını da desteklemiş olur. Yatırımcılar için de çok memnun olacakları bir politika türüdür. Yatırımcı her yıl getirisinin artacağını bilerek yatırım yapmaktadır. Bu da işletmelerin belirsizlik döneminde risklere karşı gelebilme katsayısını arttırmaktadır.

2.4. İstikrarlı Temettü Dağıtım Politikası

İstikrarlı kar payı ödemesi, temettülerin belli bir düzeyde olması veya belli bir yükseliş düzeyinde gerçekleşmesidir. İstikrarlı temettü dağıtım politikası, temettü yatırımcıların ilgisini çeken bir durumdur. Yatırımcılar çoğunlukla istikrarlı kar payı dağıtan pay senetlerini tercih ederler. Yatırımcılar gözünde istikrarlı temettü dağıtım politikası izleyen şirketlerin dalgalanma dönemlerinde risk katsayısı düşüktür. Şirket eğer kar payı dağıtımını çok hızlı bir şekilde arttırıyorsa ilerde kar elde etmesi azalırsa veya yüksek finansmana ihtiyaç duyduğunda sıkıntı yaşaması muhtemeldir. Şirketler bu istikrarı sağlarken dengeleri gözeterek ve kademeli arttırarak hareket etmelilerdir. Kar artışını sağlamadan yüksek bir kar payı dağıtımına gitmek şirketin finansallarını sıkıntıya düşürecektir.

Yatırımcılar şirkete yatırdıkları paralarını istikrarlı alıp ona göre yaşantılarını belirleyecekleri için istikrarsız temettü dağıtımı yapan şirketleri tercih etmezler. Bu şirketlerin riski yüksektir (Akgüç, 1998: 790). Tercih edilip edilmelerine göre de pay senetlerinin değeri değişkenlik gösterir. İstikrarlı dağıtım politikası izleyen firmaların piyasa değeri istikrarsız dağıtan firmalara göre daha yüksektir. İstikrarlı kar payı dağıtım politikası izleyen şirketler kurumsal yatırımcıların ilgisini çeker ve bu politikayı izleyen şirketlere yatırımlarını arttırabilirler. Şirketin dağıtacağı kar payı miktarının yatırımcılar tarafından bilinmesi şirketin pay senetlerini pozitif etkileyecektir. Çünkü bu politikayı izleyen şirketlere talep artacaktır. Bu durum yatırımcılara şirketin güvenilir olduğu düşüncesini arttıracaktır.

2.5. Artık Temettü Dağıtım Politikası

Artık kar payı dağıtım politikası; şirketin elde ettiği karı, daha karlı bir yatırım fırsatı için oto finansman ihtiyacı yoksa hissedarlarına kar payı olarak dağıtmasıdır (Kaba, 2009: 33). Elde edilen kar, gerekli oto finansmandan fazla olması durumunda oto finansman kadarı ayrılıp geri kalan kar temettü olarak dağıtılır. Eğer elde edilen karın tamamının oto finansman için kullanılması gerekirse yatırımcılara temettü dağıtımı yapılmayacaktır.

Ortaklara temettü dağıtılmayacağı kararı yatırımcılar açısından olumsuz görülebilir. Şirketin elde ettiği kara göre ve şirketin ihtiyacı olan oto finansman tutarına göre yatırımcılara gelen temettü miktarı da yıllara göre değişim gösterecektir. Bu yüzden yatırımcıya gelecek kar payındaki bu değişimler pay senedi fiyatlarını da etkileyecektir. Kar paylarındaki bu değişimler beklentilere ilişkin bir risk doğuracaktır. Bu temettü

dağıtım politikasını uygulayan firmalar, yatırımcılar tarafından çok fazla tercih edilmemektedir. Değişimden etkilenmeyecek yatırımcılar için tercih edilebilmektedir.

Bu politika türü, şirketin büyümesi ve daha fazla kar edebilme potansiyeli açısından önem arz etmektedir. Firmaların gelişme ve büyüme istekleri için en ideal temettü dağıtım politikalarından birisidir. Çünkü bu politikada öncelik şirketin çıkarları ve gereksinimleridir. Şirket büyümek için yaptığı yatırımları dış borçlanma olarak değil de oto finansman olarak sağlayarak diğer şirketlere göre avantaj sağlayabilir.

2.6. Uzlaşmaya Dayanan Temettü Dağıtım Politikası

Uzlaşmaya dayanan kar payı dağıtım politikasında şirketler çoğunluk sabit ve düşük miktarda kar payı dağıtırlar. Bununla birlikte şirketlerin yıllık performanslarına göre de sabit miktarda dağıtılan kar payının üstüne bir de fazladan kar payı dağıtırlar. Bu değişim şirketin kar performansına göre değişim gösterir. Yani şirketin karı önceki yıla göre arttıysa sabit tutarın yanında dağıttığı ilave kar payı artacaktır. Tersi durumda ise ekstra dağıtılan kar payı azalacaktır.

Hissedarların eline geçecek kar payı şirketin başarı durumuyla yakından ilişkilidir. Şirketin ilave dağıtımı dışında sabit dağıttığı kar payı olması hissedarların isteklerini tatmin eder. Bu politikayı izleyen şirketler yatırımcılar tarafında ilgi çekmektedir. Kar performansı artma ihtimali olan şirketlere yatırım yapma ve yüksek kar payı getirisi elde etme isteği yatırımcıların iştahını kabartır. Uzlaşmaya dayanan kar payı dağıtım politikasında şirketler esnek kararlar alırlar.

2.7. Optimal Temettü Dağıtım Politikası

Optimal kar payı dağıtım politikasında şirketlerin birinci önceliği pay senetlerinin şirket değerinin maksimizasyonudur. Şirket elde ettiği karı, sonraki dönem ne kadarının yatırım için oto finansman sağlanması gerektiğini kararlaştırır. Önceliği yatırım için gerekli finansmanı kendi içinden oluşturmak ve maksimum büyüme sağlamaktır. Optimal kar payı dağıtım politikasını izleyen şirketler büyüme gerçekleştirmek için gerekli olan karı ayırır geri kalanı hissedarlarına dağıtır. Önceliği yüksek kar payı dağıtmak olmayan asıl amacı büyümek olan optimal kar payı dağıtım politikasını izleyen şirketleri temettü getirisi elde etmek isteyen yatırımcılar tercih etmez. Optimal kar payı dağıtım politikasını politikayı izleyen şirketlerin yatırımcı profili daha çok yatırımının artmasını yani büyümesini isteyen yatırımcılardır.

Optimal kar payı dağıtım politikasını daha çok yatırım yapma imkanı ve düşüncesi olan şirketler kullanırlar. Optimal kar payı dağıtım politikası izleyen şirketlerin piyasa değeri yüksek temettü ödeme politikası izleyen şirketlere göre daha hızlı artar. Şirketlerin bu politikada temettü dağıtım oranı belirlemeleri zor bir durumdur. Şirketin gelecek planı yaparken ne kadar oto finansmana ihtiyacı olduğunu iyi hesaplayıp ona göre kar payı dağıtım oranını belirlemesi gerekmektedir. Bu oranı isabetli belirlemek önemli ve profesyonellik isteyen bir karardır. Şirket bu kararı verirken gerekli tetkikleri yapması gerekir. Şirket optimal kar payı politikasını uygulayarak aslında esnek karar vermenin avantajıyla büyümek için yatırım fırsatlarını daha iyi değerlendirecektir.

2.8. Sabit Miktarlı Kar Payı ve Ek Kar Payı

Sabit miktarlı kar payı ve ek kar payı politikasında şirket belli bir sabit tutar belirlemekte ve duruma göre sabit tutarın üstüne ek yaparak kar payı dağıtımı yapmaktadır. Sabit miktarda olması ortakların kesin elde edeceği tutar olduğu için yatırımcıların ilgisini çekecektir. Eğer şirketin performansı yüksek ise fazla; performansı düşük ise az ek kar payı dağıtabilecektir. Bu politika şirketin yıllık performansında hissedarlarında etkilenmesi açısından en etkin kullanılabilecek olan politikalardan birisidir. Bu etkinlik yatırımcılar için cazip bir imkan sunar ve yatırımcıların ilgisini

çeker. Kar payı dağıtımında esnekliğin olmasın şirketler açısından önemlidir. (Arslanboğa,1990: 37)

Ek kar payı uygulaması şirketlere bu esnekliği sağlamaktadır. Sabit miktarda kar payı olduğundan dolayı kar payı belli bir tutarın altına düşmeyecektir. Ek kar payı değişebileceği için kar payı yıllara göre inişli çıkışlı değişkenlikler gösterecektir.

3- LİTERATÜR TARAMASI

Temettü politikalarıyla ilgili literatür taraması yapıldığında farklı fikirlerin fazlaca olduğuna rastlanmıştır. Literatür çalışmasında, temettü politikalarıyla alakalı yıllardır süre gelen fikir ayrılıklarının günümüzde dahi devam ettiği gözlemlenmiştir. Temettü politikaları konusu itibariyle güncelliğini ve önemini korumaktadır. Bundan sebeple üzerinde çalışılmaya devam edilen bir konudur. Temettü politikaları şirketler için önemli bir karar olmasından dolayı araştırmacılar tarafından konusu itibariyle de güncelliğini korumaya devam edecektir. Temettü politikaları konusu geniş bir perspektifte araştırılmaya açık bir konu olduğundan dolayı üzerinde çalışmaların fazla olduğu gözlemlenmiştir.

Literatür taraması yapıldığında temettü politikalarıyla şirket performansı ile ilgili genel olarak iki farklı ana çalışma olduğuna rastlanmıştır. Birincisi şirketlerin temettü politikasının firma değeri üzerine etkisi, ikincisi ise şirketlerin temettü politikasının finansal performansa etkisidir. Çalışmalar neticesinde iki farklı görüş etrafında toplanıldığı görülmektedir. Birinci görüş şirketlerin kar payı politikasının şirketin performansı üzerinde etkili olduğu, ikinci görüş ise şirketlerin kar payı politikasının şirketin performansı üzerinde etkili olmadığı görüşüdür.

Temettü politikalarıyla ilgili yabancı ve yerli kaynakların çalışmaları literatür taramasıyla incelenmiştir.

Kırbaş (2018) çalışmasında BIST'te işlem gören firmaların kar payı duyurularının pay senedi getirilerine olan etkileri incelenmiştir. Çalışma sonucunda nakit kar payı dağıtım kararının temettü verimi ile anormal getiriler arasında anlamlı ve pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Sakarya, Çalış ve Kayacan (2018) çalışmalarında BIST Çimento Sektöründe faaliyet gösteren firmaların dağıtacağı temettülere ilişkin duyuruların, getiri üzerinde nasıl bir etki yaratacağını incelenmiştir. Çalışma sonucunda kar payı ödeme duyurularının şirketin pay senedi fiyatlarını etkilediği tespit edilmiştir.

Günalp, Kadıoğlu ve Kılıç (2010) çalışmalarında IMKB'de işlem gören şirketlerin nakit kar payı bilgisinin pay senedi getirisi üzerinde önemli etkisi incelenmiştir. Çalışma sonucunda nakit kar payı duyurusu sonrasında hisse başına nakit kar payı oranı ile kümülatif normalüstü getiri arasında istatistiksel olarak anlamlı negatif ilişki tespit edilmiştir.

Korkmaz ve Karaca (2013) çalışmalarında IMKB 30 endeksinde bulunan şirketlerin performansı etkileyecek verileri incelenmiştir. Çalışma sonucunda hisse getiri oranını, piyasa değeri artışı ve hisse başına kar arttırırken, aktif karlılığı ise etkilemediği gözlenmiştir.

Kaplanoğlu (2005) çalışmasında IMKB'de işlem gören şirketlerin kar payı dağıtım politikaları ve ödeme türü değişiminin yıllar itibariyle şirketler tarafından nasıl yönlendirildiği incelenmiştir. Çalışma sonucunda temettü politikalarını; genel ekonomik belirsizlik, vergi, yasal düzenlemelerin etkilediği sonucuna varmıştır.

Yıldız, Gökbulut ve Korkmaz (2014) çalışmalarında BIST'te işlem gören sanayi firmaların; karlılık, büyüme fırsatları ve firma büyüklüğü gibi değişkenlerin nakit kar payı ödeme dağıtım kararları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışma sonucunda şirketlerin

nakit kar payı ödeme politikaları üzerinde; vergi, karlılık, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü değişkenlerinin etkili olduğu gözlemlenmiş.

İleri (2016) çalışmasında BIST Otomotiv Sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin temettü dağıtım politikasının firma değerini etkileyip etkilemediği incelenmiştir. Çalışma sonucunda nakit temettü dağıtımının bazı firmaların değerini olumlu yönde etkileyip firma değeri artırırken, bazı firmaların değerini azalttığı tespit edilmiştir.

Pekkaya (2006) çalışmasında BIST 30 endeksindeki şirketlerin temettü miktarının firma değerini ne ölçüde etkilediği incelenmiştir. Çalışma sonucunda temettü dağıtım miktarı ile şirket değeri arasında netlik olmadığı tespit edilmiştir.

Arslan (2018) çalışmasında BIST 100 endeksindeki şirketlerin kar payı dağıtma kararları ile firma değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma sonucunda şirketlerin kar payı ödemesini kararı sonucunda, ilgili şirketlerin pay senetleri fiyatlarının pozitif yönlü anormal getiri sağlamadıkları tespit edilmiştir.

Zeren (2017) çalışmasında BIST Temettü 25 Endeksindeki şirketlerin temettü dağıtım politikalarının firma değeri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışma sonucunda temettü dağıtımı ve firma değeri arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Kadıoğlu ve Öcal (2016) çalışmalarında kar payı değişimleri ve gelecek dönemde elde edilecek kar arasındaki ilişki incelenmiştir. BIST'te bulunan 123 firmanın 2004-2014 yılları arasındaki dönem incelenmiştir. Çalışma sonuçlarına göre ilgili dönemde gerçekleşen kar payı değişimlerinin gelecek dönem karları hakkında anlamlı bir bilgi taşımadığı tespit edilmiştir.

Aygören, Çakır ve Uyar (2013) çalışmalarında BIST'te bulunan şirketlerin 1986-2010 yılları arasındaki dönemde yaşanmış ekonomik krizlerin kar payı dağıtım politikası üzerine olan etkisi araştırılmıştır. Çalışma sonucunda krizlerin kar payı ödemesiyle ilişkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Ouma ve Murekefu (2012) çalışmalarında şirketlerin kar payı dağıtım politikası ve vergi sonrası net kar tutarları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonuçlarına göre kar payı dağıtım oranı ile vergi sonrası net kar arasında anlamlı ve pozitif ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Amidu (2007) çalışmasında 1997-2004 yılları arasında şirketlerin kar payı dağıtım politikaları ve karlılık göstergeleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma sonucunda kar payı dağıtım oranlarının firmanın karlılığı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu sonucuna olduğunu aynı zamanda kar payı dağıtım oranının şirket performansı etkileyen önemli bir durum olduğunu tespit etmiştir.

Uwuigbe, Jafaru, ve Ajayi (2012) çalışmalarında şirketlerin 2006-2010 yılları arasında kar payı dağıtım oranı ve finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonuçlarına göre kar payı dağıtım oranları ve finansal performans arasında anlamlı ve pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Pettit (1972) çalışmasında şirketlerin kar payı dağıtımları ile pay senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda kar payı dağıtımlarında oluşan yüksek artışın pay senetleri üzerinde pozitif yönde etkilendiğini yani pay senetlerinin fiyatlarının kar payı ödemelerinin artışıyla arttığını tespit etmiştir. Aksi durumdaysa pay senetlerinin fiyatının düştüğünü gözlemlemiştir.

Watts (1973) çalışmasında 310 şirketin kar payı değişimleri ile sonraki dönem finansal performansıyla arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda 310 şirketin sadece 10 tanesinde anlamlı ve pozitif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Zhou ve Ruland (2006) çalışmalarında kar payı dağıtım ve şirketlerin sonraki dönemdeki büyüme performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda fazla kar payı ödemesi yapan şirketlerin sonraki dönemlerde kuvvetli büyüdüğünü tespit etmiştir.

Nissim ve Ziv (2001) çalışmalarında 1963-1998 yıllarındaki kar payı politikası değişiklikleri ile sonraki dönemdeki karlılık arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda kar payı artışlarının şirketlerin sonraki dönemdeki karlılığını yükselttiğini ve tersi durumda ise karlılığını düşürdüğünü tespit etmiştir.

Black ve Scholes (1974) çalışmalarında şirketlerin kar payı getirisi ile pay senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda kar payı getirisi ile pay senedi fiyatı arasında anlamlı bir etkinin olmadığını tespit etmiştir.

Miller ve Modigliani (1961) çalışmalarında kar payı dağıtma ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda ideal durumdaki bir ekonomik ortamda kar dağıtımının şirket değerini etkilemediğini tespit etmiştir. Bu ikilinin ortaya attığı teoride, şirketin finansman kararının temettü dağıtım politikasıyla bağımsız olduğunun görüşündelerdir. İkilinin diğer bir görüşü ise nakit dağıtılan temettünün yatırımcıları tarafından eğer o paraya ihtiyacı yoksa o şirketin pay senedi alabileceği görüşüdür. Gordon (1962) çalışmasında pay senedi sahiplerinin sermaye kazancı yerine temettüyü almak isteyecekleri görüşünü ortaya atmıştır. Bu görüş eldeki kuş teorisi olarak adlandırılmaktadır. Sermaye kazancını daldaki kuşa, temettüyü ise eldeki kuşa benzetmiştir. Bu benzetme sonunda eldeki bir tane kuşun iki kuştan daha iyi olduğunu belirmiştir. Yaklaşıma göre pay senedi sahipleri sermaye kazancını temettüye göre riskli bulmaktadır. Bu yüzden temettü dağıtan firmalar onlara yatırım yapacak kişiler tarafından daha cazip gelmektedir. Litzenberger ve Ramaswamy (1979) çalışmalarında 1936-1977 arası yıllarda New York borsasındaki firmalar üzerine çalışmıştır. Yazarların görüşüne göre hissedar temettüden alınan verginin fazla olmasından dolayı karın firmada kalması ve bunu pay senedinin kazancı olarak almak isterler. Bu ikili ortaya koydukları vergi tercihi teorisinde kar payı dağıtım politikasının pay senedi fiyatlarını etkilediğini savunmuştur. Üç önemli ana görüş olarak Miller ve Modigliani (1961) teorilerinde şirketlerin kar payı dağıtım politikalarının şirket değerini etkilemediğini savunmaktadır., Gordon (1962) eldeki kuş teorisinde şirketlerin kar payı dağıtımını arttırmaları gerektiğini savunur. Litzenberger ve Ramaswamy (1979) vergi tercihi teorisinde kar payı ödemelerini azaltmalarının firmanın piyasa değerini yükselteceğini savunur. Bu üç farklı ana görüşünde doğruluklarında kesinleşen bir sonuca ulaşılamamıştır.

Allen ve Rachim (1996) çalışmalarında Avustralya borsasındaki 173 şirketin 1972-1985 arası yıllarda temettü dağıtım politikası ve pay senedi fiyat hareketliliği arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda temettü verimliliği ve pay senetlerinin fiyat hareketliliği arasında anlamlı ilişki tespit edilmemiştir.

Kutukız (1997) çalışmasında IMKB'de bulunan 30 şirketin 1991-1996 arası yıllarda temettü dağıtımı ve verimi ile pay senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda pay senedi değerini, temettü dağıtım oranının etkilediğini tespit etmiştir.

Kaba (2009) çalışmasında IMKB'de bulunan 222 şirketin 2000-2007 arası yıllarda temettü dağıtım oranı ile şirketlerin pay senedi getirisi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda şirketlerin pay senetleri getirisi ile temettü dağıtım oranı arasında pozitif ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Barak ve Demireli (2006) çalışmalarında BIST'te bulunan 80 şirketin 1992-2004 arası yıllarda temettü dağıtım kararı ile pay senedi performans arasındaki ilişkiyi

incelemiştir. Çalışma sonucunda şirketlerin pay senedi performansı ile temettü dağıtım kararı arasında pozitif ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Yılmaz ve Selçuk (2010) çalışmalarında BIST'te bulunan 46 firmanın 2005-2008 arası yıllarda nakit kar payı politikasının değişiminin nasıl sonuçlar doğurduğunu incelemiştir. Çalışma sonucunda nakit kar payı ödemesinin yükselmesinin şirketin piyasa değerini pozitif etkilediğini, tersi durumda ise negatif etkilediğini tespit etmiştir.

Karaca (2007) çalışmalarında IMKB-100'de işlem gören firmaların 2000-2005 arası yıllarda temettü dağıtım şekilleri ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda nakit kar payı ödeme duyurularının firma değerini pozitif etkilediğini tespit etmiştir.

Batchelor ve Orakçıoğlu (2003) çalışmalarında IMKB'de işlem gören 20 firmanın 1990-1994 arası yıllarda pay senedi fiyatı ile nakit kar payı dağıtımı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda nakit kar payı ödemelerinin şirketin kar payı ödeme günü yakınında yüksek fiyat artışına sebep olduğunu tespit etmiştir.

Litzenberger ve Ramaswamy (1982) çalışmalarında Capm modelini kullanarak kar payı ile pay senedi getirisi arasındaki ilişkiyi gözlemlemiştir. Çalışma sonuncunda kar payı verimi ile pay senedi arasında pozitif ilişki olduğunu tespit etmiştir.

John ve Williams (1985), Miller ve Rock (1985) ve Bhattacharya (1979) tarafından öne sürülen teoriye göre kar payındaki değişimlerin şirketin sonraki dönemlerdeki karlarıyla alakalı bilgi verdiği düşüncesidir. Sinyalleme ve bilgi içeriği olarak bilinen teoriye göre kar payı değişimleri şirketin sonraki dönemlerle alakalı bilgi içerdiğinden bu durum pay senedinin fiyatını etkilemeyecektir.

4- EKONOMETRİK UYGULAMA

4.1. Veri ve Yöntem

Bu çalışma, şirketlerin kar payı dağıtım politikası ve finansal performansının ilişkisinin değerlendirilmesi amacıyla yapılmıştır. Şirketin finansal performansı olarak özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak temettü dağıtım oranı kullanılmıştır. Şirketlerin yıl içerisinde temettü dağıtıp dağıtmaması ise gölge değişken olarak modelde yerini almıştır. Bunlarla birlikte şirketlerin toplam varlıkları yani aktifleriyle birlikte kaldıraç oranı da modelde kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Bu çalışmada BIST Temettü 25 Endeksinde bulunan şirketlerin, 2009-2018 dönemi yıllık verileri kullanılmıştır. Veri seti Finnet2000 veri tabanından alınmıştır.

Panel veri analizi kapsamında oluşturulan ampirik modelin tahmininde R yazılımı ve Eviews 10.0 paket programlarından yararlanılmıştır. İlk aşamada yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik sınamaları yapılmış, birinci nesil birim kök testlerinden Im vd. (2003), Maddala ve Wu (1999) ve Choi (2001) testleri, ikinci nesil birim kök testlerinden CIPS testi ile durağanlık test edilmiş, daha sonra ilişkilerin belirlenmesine yönelik Panel Regresyon Analizi uygulanmıştır. Panel regresyonun türünün seçiminde, Chow testi, Breush-Pagan Test ve Hausman Testi kullanılmıştır.

4.2. Araştırmanın Hipotezleri

Bu çalışmanın ana hipotezi, temettü dağıtım oranının özsermaye karlılığını ve aktif karlılığını olumlu yönde etkilediği biçimindedir. Alt hipotez olarak ise, kaldıraç oranı ve şirket büyüklüğünün özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı üzerinde istatistik anlamlı ilişkili olduğu belirlenmiştir.

Tablo 1. Araştırmanın Hipotezleri

	Hipotezler
H1 (ana hipotez)	Temettü dağıtım oranı (TDO) özsermaye karlılığı (OZSR_KAR) ile pozitif yönde anlamlı ilişkilidir.
H2 (ana hipotez)	Temettü dağıtım oranı (TDO) aktif karlılığı (AKT_KAR) ile pozitif yönde anlamlı ilişkilidir.
H3 (alt hipotez)	Kaldıraç Oranı (KO) özsermaye karlılığı (OZSR_KAR) ve aktif karlılığı (AKT_KAR) ile negatif yönde anlamlı ilişkilidir.
H4 (alt hipotez)	Firma büyüklüğü (BYKL) özsermaye karlılığı (OZSR_KAR) ve aktif karlılığı (AKT_KAR) ile pozitif yönde anlamlı ilişkilidir.

4.3. Örneklem Seçimi Ve Verilerin Tanıtımı

Çalışmada örneklem olarak; Borsa İstanbul (BİST)'da işlem gören Temettü 25 Endeksinde bulunan ve verisine ulaşılabilen 25 şirket ele alınmıştır. Kullanılan veri seti Finnet2000 veri tabanından [2009-2018] dönemi yıllık veriler kullanılarak oluşturulmuştur. Ele alınan şirketlerin listesi, 2019 tarihinde Temettü 25 endeksi kapsamında olan şirketler olup Tablo 2'de sunulmuştur.

Tablo 2. Örneklemi Oluşturan Şirketler

AKBNK	İSCTR
AKCNS	İSDMR
AKSA	İSGYO
AKSGY	PETKM
ANHYT	SAHOL
ARCLK	SARKY
AYGAZ	TAVHL
CİMSA	TOASO
ECİLC	TSKB
EGEEN	TTRAK
EREGL	TUPRS
FROTO	YGGYO
GARAN	

Çalışma iki aşamada gerçekleştirilecektir. İlk aşamada, bağımlı değişken özsermaye karlılığı ele alınırken, ikinci aşamada aktif karlılığı ele alınarak iki model analiz edilecektir. Analiz için ele alınan bağımlı ve bağımsız değişkenler Tablo 3' de verilmiştir.

Tablo 3. Analizde Kullanılan Değişkenlerin Tanıtımı

Değişken	**Gösterimi**	**Tanımı**
Özsermaye karlılığı (%)	OZSR_KAR	Bağımlı değişken
Aktif karlılığı (%)	AKT_KAR	Bağımlı değişken
Temettü dağıtım oranı (%)	TDO	Bağımsız değişken

Gölge değişken (temettü ödendi=1, temettü ödenmedi=0	D1	Gölge(kukla) değişken
Şirket büyüklüğü (toplam varlıklar) (TL)	BYKL	Kontrol değişkeni
Kaldıraç oranı (%)	KO	Kontrol değişkeni

Tablo 4. Değişkenlere Yönelik Tanımsal İstatistik Bilgiler

İstatistikler	OZSR_KAR	AKT_KAR	TDO	BYKL	KO
Ortalama	17.11268	7.137840	50.75200	44.729.656.532	55.94524
Medyan	14.76500	5.800000	48.50000	52.973.981.445	59.42500
Maksimum	57.40000	40.60000	324.0000	499.907.357.000	95.35000
Minimum	-2.930000	-1.510000	0.000000	64.987.138	0.620000
St.sapma	10.39567	6.385196	40.24287	9.507.488.447	26.32686

Gözlem süresi 2009-2018 dönemi olan 25 şirketin istatistiki bilgileri Tablo 4'te verilmiştir. 10 yıllık dönem içerisindeki 25 şirketin özsermaye karlılığı (net kar/özsermaye) ortalaması %17.11 iken aktif karlılığı (net kar/aktif) ortalamasının %7.13 olduğu görülmektedir. Şirketlerin, özsermaye karlılığının aktif karlılığa göre daha yüksek olduğu görülmektedir.

Şirketlerin temettü dağıtım oranlarının ortalamalarının %50.75 olduğu gözlemlenmiştir. Şirketlerin elde edilen karın %50.75 oranına karşılık gelen nakdi dağıttığını; geri kalan %49.25 oranına karşılık gelen nakdi şirketin bünyesinde tuttuğu sonucuna varılabilir. Şirketlerin temettü dağıtım oranının neredeyse yarı yarıya olduğu söylenebilir.

Modelde kontrol değişkeni olan şirketin aktifini gösteren toplam varlıkların; ortalamasının 44.729.656.532 TL, maksimum değerinin 499.907.357.000 TL, minimum değerinin 64.987.138 TL olduğu tespit edilmiştir. Modelde bir diğer kontrol değişkeni olan şirketin yükümlülüklerinin varlıklara oranını gösteren kaldıraç oranının; ortalamasının %55.94, maksimum değerinin %95.35, minimum değerinin ise %0,62 olduğu tespit edilmiştir.

4.4. Panel Veri Homojenlik Testi

Tablo 5. Pesaran ve Yamagata (2008) Homojenlik Testi Sonuçları

	Test istatistiği	Olasılık (p)
$\tilde{\Delta}$	8.476	0.000*
$\tilde{\Delta}_{adj}$	9.832	0.001*

* işareti değişkenin 0.05 anlamlılık düzeyinde anlamlılığını göstermektedir.

Tablo 5'te hesaplanan testlerin olasılık değerleri 0.05'ten küçük olduğu için H_0 reddedilmiştir. Eğim katsayılarının homojen olmadığına, heterojen olduğuna karar verilmiştir.

4.5. Birinci Nesil Durağanlık Testi

Tablo 6. Birinci Nesil Testler Durağanlık Sonuçları

Değişkenler	Maddala&Wu Test		Im, Pesaran & Shin Test		Choi Test	
	Düzey	1. mertebe fark	Düzey	1. mertebe fark	Düzey	1. mertebe fark
	Trend+sabit	Sabit	Trend+sabit	Sabit	Trend+sabit	Sabit
OZSR_KAR	-1.231(0.326)	-8.521(0.000)*	-1.142(0.251)	-8.993(0.000)*	-1.015(0.398)	-10.092(0.000)*
AKT_KAR	-0.956(0.228)	-7.453(0.005)*	-0.723(0.186)	-8.021(0.002)*	-1.049(0.281)	-9.463(0.000)*
TDO	-1.105(0.162)	-6.092(0.000)*	-1.029(0.289)	-7.654(0.000)*	-1.157(0.375)	-11.451(0.000)*
BYKL	-1.173(0.092)	-8.733(0.001)*	-1.205(0.362)	-9.033(0.000)*	-1.198(0.195)	-10.114(0.000)*
KO	-0.852(0.144)	-7.981(0.002)*	-1.459(0.195)	-8.765(0.000)*	-0.947(0.203)	-10.791(0.000)*

Not: Testlerin deterministik spesifikasyonu sabit ve trendi içermektedir. Olasılık değerleri parantez içerisinde gösterilmektedir. %5 düzeyinde anlamlılık için sınamalar yapılmıştır. Testlerin sıfır hipotezi birim kök vardır şeklindedir. Optimal gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriteri kullanılarak belirlenmiştir.

4.6. Panel Veri Yatay Kesit Bağımlılığının Testi

Tablo 7. Pesaran (2004) CD_{LM} test sonuçları

Değişkenler	Pesaran (2004) CD_{LM}
OZSR_KAR	8.345(0.013)*
AKT_KAR	9.721(0.000)*
TDO	9.062(0.000)*
BYKL	6.223(0.000)*
KO	8.561(0.004)*

*işareti değişkenin 0.05 anlamlılık düzeyinde anlamlılığını göstermektedir.

Tablo 7 sonuçlara göre; olasılık değerleri 0.05'ten küçük olduğu için, yatay kesit bağımlılığının olduğu görülmektedir. Bu durumda paneli oluşturan şirketler arasında, yatay kesit bağımlılığı vardır. Şirketlerden birine gelen şok, diğerlerini de etkilemektedir.

4.7. İkinci Nesil Birim Kök Testleri

Tablo 8. Birinci mertebe farklar için CIPS test sonuçları

Değişkenler	CIPS istatistiği
OZSR_KAR	9.667(0.002)*
AKT_KAR	7.409(0.000)*
TDO	8.112(0.000)*
BYKL	8.892(0.000)*
KO	9.453(0.005)*

Not: CIPS için Pesaran (2007) sf 281 Tablo IIc'de %5 anlamlılık düzeyindeki kritik değer = -2.899'dir. Gecikme sayısı, Schwarz Bilgi Kriterine göre belirlenmiştir. Trend+sabit modeli çalışılmıştır. Parantez içi değerler olasılık değerleridir.

Hesaplanan CIPS istatistiği, tablo kritik değerinden büyük olduğu için, H0 kabul edilmiş ve paneli oluşturan serilerde birinci mertebe fark alındığında birim kök olmadığına karar verilmiştir. Bu durumda, seriler düzey değerlerinde durağan değildir, birinci mertebe fark alındığında durağandır. Seriler düzey değerlerinde durağan olmadığı için regresyon analizi birinci mertebe farkları ile gerçekleştirilecektir.

4.8. Panel Regresyon Tahmin Sonuçları

Panel veri yöntemleri Baltagi (2005)'de belirtildiği gibi, havuzlanmış (pooled), sabit etki (SEM) ve tesadüfi etkilerle (TEM) gerçekleştirilmektedir. Çalışmada, iki olası tahmin modeli arasında seçim yapabilmesi için bazı istatistiksel testler gerçekleştirilmektedir. Modellerdeki tüm değişkenler şirketler ve zamanlar arasında değişebildiği için temel soru, verinin şirketler ve zamanlar arasında toplanıp toplanmayacağıdır. Şirket spesifik etkiler ile zaman spesifik etkilerin ortak anlamlılığının belirlenmesi için Chow testi kullanılmaktadır. Burada boş hipotez altında etkin tahmin edici "pool EKK" iken alternatif hipotez altında etkin tahminci ise "sabit etki" (fixed effect) modelidir. Bu çalışmada iki model tanımlanmıştır.

Model 1: Özsermaye Karlılığı=f (TDO, D1, BYKL, KO)
Model 2: Aktif Karlılığı= f (TDO, D1, BYKL, KO)

- Özsermaye Karlılığı = Net Kar / Özsermaye
- Aktif Karlılığı = Net Kar / Toplam Varlıklar
- TDO = Temettü Dağıtım Oranı = Pay Başına Temettü / Pay Başına Kar
- D1 = Şirketin kar payı dağıtıp dağıtmadığını gösteren gölge (kukla) değişken. Şirket kar payı dağıtmadıysa 0, dağıttıysa 1 değerini almıştır.
- BYKL = Toplam Varlıklar = Dönen Varlıklar + Duran Varlıklar
- KO = Kaldıraç Oranı = Toplam Yükümlülükler / Toplam Varlıklar

Her bir değişkenin birinci mertebe farkı alınarak model içinde analiz edilmiştir. Hangi panel regresyon modelin seçileceğinin belirlenmesi için uygulanan Chow Testi ve Breush-Pagan (BP) test sonuçları Tablo 9'da verilmiştir. Chow testi için H_0 hipotezi havuzlanmış regresyon H_1 hipotezi SEM model iken, BP testinde H_0 hipotezi havuzlanmış regresyon ve H_1 TEM model olarak ele alınır. Tablo 9 panel regresyon tahmin yöntemi seçim test sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 9. Panel Regresyon Tahmin Yöntemi Seçim Test Sonuçları

	Test	**Olasılık**	**Karar**
MODEL 1	Chow(F testi)	0.000	H_0 red
	BP(χ^2 testi)	0.001	H_0 red
	Test	**Olasılık**	**Karar**
MODEL 2	Chow(F testi)	0.002	H_0 red
	BP(χ2 testi)	0.014	H_0 red

Her iki model için test sonuçları, H_0 hipotezinin reddedilmesi TEM ve SEM modelleri arasında bir seçim yapma gerekliliğine işaret etmektedir. Diğer aşama Hausman testi yardımıyla TEM ve SEM modeller arasında karara dayanmaktadır. Bu testin hipotezleri;

H_0 : Tesadüfi etki var (TEM)

H_1 : Tesadüfi etki yok (SEM)

şeklinde oluşturulmuştur. Tablo 10 Hausman test sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 10. Hausman Testi Sonuçları

	Test Özeti	**Ki-Kare İstatistiği**	**sd**	**p(olasılık)**
MODEL 1	Cross-section random	562.095	2	0.000
	Period random	690.782	2	0.001
	Cross-section and period random	685.386	2	0.000
	Test Özeti	**Ki-Kare İstatistiği**	**sd**	**p(olasılık)**
MODEL 2	Cross-section random	562.095	2	0.000
	Period random	690.782	2	0.000
	Cross-section and period random	685.386	2	0.013

Test sonuçlarından görüleceği üzere H_0 hipotezi red edilerek SEM modele karar verilmiş H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Her iki model için çözümlemelerde, farklı algoritmalar denenmiş ve toplam hata karesi en küçük değeri veren "Cross section SUR algoritması" ile elde edilen model tahmin sonuçları Tablo 11'de verilmiştir. Tablo içinde "F" gösterimi birinci mertebe farkı belirtmektedir.

Tablo 11. Panel Regresyon Tahmin Sonuçları

MODEL 1				
Bağımlı Değişken: FÖZSR_KAR				
	Katsayı	**Std. Hata**	**t-istatistiği**	**Olasılık**
FTDO	0.050663	0.014113	3.589913	0.0004*
D1	7.706677	1.624132	4.745106	0.0000*
FBYKL	0.078343	0.030748	2.547905	0.0124*
FKO	-0.113357	0.032836	-3.452180	0.0012*
Sabit	22.37144	3.776981	5.923100	0.0000*
R^2 = 0.757 F_{ist} = 15.09 F(p)= 0.000 DW=2.04 **Diagnostik testler:** Wooldridge Otokorelasyon (p)= 0.194, Greene Heteroskedasite Testi (p)= 0.164				
MODEL 2				
Bağımlı Değişken: FAKTF_KAR				
	Katsayı	**Std. Hata**	**t-istatistiği**	**Olasılık**
FTDO	0.073960	0.015097	4.899029	0.0000*
D1	3.957856	0.977724	4.048032	0.0001*

FBYKL	0.082212	0.020315	4.046874	0.0001*
FKO	-0.165350	0.029533	-5.598773	0.0000*
Sabit	20.89013	2.273734	9.187585	0.0000*

R^2 = 0.728 F_{ist} = 24.825 F(p)= 0.000 DW=1.99
Diagnostik testler: Wooldridge Otokorelasyon (p)= 0.173,
Greene Heteroskedasite Testi (p)= 0.125

*0.05 için istatistik anlamlı değişken

Regresyon çıktılarında model 1 için ele alınan bağımsız değişkenler OZSR_KAR değişkenini %75.7 açıklamaktadır. Etkileyici değişkenler, özsermaye karlılığı üzerinde istatistik anlamlı çıkmıştır (p<0.05). Katsayı büyüklük sırasına göre; KO değişkeni %1 arttıkça özsermaye karlılığı %11.3 azalmakta, şirket büyüklüğü %1 arttıkça özsermaye karlılığı %7.8 artmakta, TDO değişkeni %1 arttığında özsermaye karlılığı %5 artmaktadır. Ayrıca, gölge (kukla) değişken anlamlı ve pozitif yönlü ilişkili çıktığı için, temettü dağıtımının özsermaye karlılığı üzerinde olumlu ve arttırıcı bir etkisi olduğu belirlenmiştir.

Regresyon çıktılarında model 2 için ele alınan bağımsız değişkenler AKTF_KAR değişkenini %72.8 açıklamaktadır. Etkileyici değişkenler bu model de aktif karlılığı üzerinde istatistik anlamlı çıkmıştır (p<0.05). Katsayı büyüklük sırasına göre; KO değişkeni %1 arttıkça aktif karlılığı %16.5 azalmakta, şirket büyüklüğü %1 arttıkça aktif karlılığı %8.2 artmakta, TDO değişkeni %1 arttığında aktif karlılığı %7.3 artmaktadır. Bu model için, gölge (kukla) değişken anlamlı ve pozitif yönlü ilişkili çıktığından, temettü dağıtımının aktif karlılığı üzerinde olumlu ve arttırıcı bir etkisi olduğu belirlenmiştir.

Genel olarak bakıldığında, borçluluğu gösteren kaldıraç oranının, finansal performansı azaltıcı yönde etkileyen yüksek etkili değişken olduğu görülmektedir. İkinci sırada şirketlerin varlıkları yani büyüklükleri finansal performans üzerinde etkili çıkmıştır. Üçüncü sırada temettü dağıtım oranının etkili olduğu görülmektedir.

Her iki karlılığın ölçülmesinde bütün değişkenler anlamlı çıkmıştır. Şirketin finansal performansı üzerinde etkisini ölçmek için kullanılan temettü dağıtım oranı, toplam varlıklar ve kaldıraç oranı değişkenlerinin özsermaye karlılığını açıklama oranı aktif karlılığı açıklama oranından daha yüksektir. Temettü dağıtıp dağıtmadığını gösteren gölge (kukla) değişken, şirketlerin temettü dağıtmasının hem özsermaye karlılığı hem de aktif karlılığı üzerinde olumlu ve arttırıcı etkisi olduğunu göstermiştir.

Bağımsız değişken olarak modelde bulunan temettü dağıtım oranının artmasının her iki karlılıkta da arttırıcı yönde etkisi olduğu gözlemlenmiştir. Temettü dağıtım oranının artmasının; aktif karlılığı, özsermaye karlılığından daha fazla arttırdığı görülmektedir.

Kontrol değişkeni olarak modele konulan şirketlerin varlıklarının yani büyüklüklerinin artmasının her iki karlılıkta da arttırıcı yönde etkisi olduğu gözlemlenmiştir. Şirketlerin varlıklarının artmasının; aktif karlılığı, özsermaye karlılığından daha fazla arttırdığı görülmektedir.

Bir diğer kontrol değişkeni olarak modele konulan şirketlerin borçluluğunu gösteren kaldıraç oranının artmasının her iki karlılıkta da azaltıcı yönde etkisi olduğu

gözlemlenmiştir. Şirketlerin kaldıraç oranının artmasının; aktif karlılığı, özsermaye karlılığından daha fazla azalttığı görülmektedir.

Bağımsız değişken olan temettü dağıtım oranı ve kontrol değişkenleri olan büyüklük ve kaldıraç oranı; her iki karlılıkta da aynı yönde etkisini göstermiştir. Bu değişkenlerin aktif karlılığı etkileme oranı özsermaye karlılığı etkileme oranından daha yüksektir.

Bütün zaman serilerinde olduğu gibi panel veri analizlerinde de otokorelasyon önemli bir sorundur. Bilindiği üzere, regresyon analizlerinin temel varsayımlarından birisi farklı gözlemler için hata teriminin ardışık değerleri arasında ilişkinin (korelasyon) olmamasıdır. Eğer hata terimleri birbirleri ile ilişkili ise bu durum otokorelasyon ya da serisel korelasyon olarak adlandırılır. Veri setinde otokorelasyonun olup olmadığı Wooldridge (2002) otokorelasyon testi ile araştırılmıştır. Wooldridge (2002) tarafından önerilen otokorelasyon test istatistiği sonucuna göre, modelde "otokorelasyon yoktur" şeklinde kurulan sıfır hipotezi kabul edilmiştir ($p<0.05$). Diğer bir deyişle, denklemlerdeki hata terimleri arasında otokorelasyon problemi yoktur.

Modellerde değişen varyanslılık probleminin gözlenip gözlenmediği ise Greene (2003) tarafından geliştirilen heteroskedasite testi ile sınanmış ve yapılan analizlerde değişken varyansın olmadığını belirten H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Böylece yapılan analizler sonucunda tahmin edilen regresyon parametrelerinin istatistiksel olarak güvenilir olacağı belirlenmiş varsayımlar sağlanmıştır.

Çalışmada geliştirilen ana ve alt hipotezler H1, H2,H3 ve H4 kabul edilmiştir.

5- SONUÇ

Bu çalışmanın amacı şirketlerin temettü dağıtım politikalarının finansal performansa etkisinin incelenmesidir. Şirketlerin temettü dağıtım politikaları olarak, temettü dağıtıp dağıtmadığı ve temettü dağıtım oranı değişkenleri kullanılmıştır. Şirketlerin finansal performansının analizi için özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı değişkenleri kullanılmıştır. Finansal performansa etkisinin olabileceği düşünüldüğünden çalışmanın modeline şirketlerin toplam varlıkları ve kaldıraç oranı da dahil edilmiştir. Çalışma BIST Temettü 25 Endeksi kapsamında yer alan şirketlerin, 2009-2018 yılları arasındaki 10 yıla ait verileri kullanılarak panel regresyon analizi yöntemiyle yapılmıştır. Veri seti Finnet2000 veri tabanından alınmıştır. Panel veri analizi kapsamında oluşturulan ampirik modelin tahmininde R yazılımı ve Eviews 10.0 paket programlarından yararlanılmıştır.

Uygulanan panel regresyon analizi çalışması sonucunda; temettü dağıtım oranı ile özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı pozitif yönde anlamlı ilişkili, kaldıraç oranı ile özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı negatif yönde anlamlı ilişkili, firma büyüklüğü ile özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı pozitif yönde anlamlı ilişkili olduğu belirlenmiştir. Temettü dağıtıp dağıtmadığını gösteren gölge değişken ise temettünün dağıtılmasının hem özsermaye karlılığı hem de aktif karlılığı üzerinde olumlu ve arttırıcı etkisi olduğunu göstermiştir. Her iki karlılığın ölçülmesinde bütün değişkenler anlamlı çıkmıştır.

Genel olarak bakıldığında, borçluluğu gösteren kaldıraç oranının, finansal performansı azaltıcı yönde etkileyen yüksek etkili değişken olduğu görülmektedir. İkinci

sırada şirketlerin varlıkları yani büyüklükleri finansal performans üzerinde etkili çıkmıştır. Üçüncü sırada temettü dağıtım oranının etkili olduğu görülmektedir

Temettü dağıtım oranının artmasının; aktif karlılığı, özsermaye karlılığından daha fazla arttırdığı görülmektedir. Şirketlerin kaldıraç oranının artmasının; aktif karlılığı, özsermaye karlılığından daha fazla azalttığı görülmektedir. Şirketlerin varlıklarının artmasının; aktif karlılığı, özsermaye karlılığından daha fazla arttırdığı görülmektedir. Temettü dağıtım oranı, toplam varlıklar ve kaldıraç oranı değişkenlerinin aktif karlılığı etkileme oranı özsermaye karlılığı etkileme oranından daha yüksek olduğu bulgusuna varılmıştır.

Literatür taraması yapıldığında temettü politikalarıyla şirket performansı ile ilgili genel olarak iki farklı ana çalışma olduğuna rastlanmıştır. Birincisi şirketlerin temettü politikasının firma değeri üzerine etkisi, ikincisi ise şirketlerin temettü politikasının finansal performansa etkisidir. Temettü politikalarıyla ilgili yabancı ve yerli kaynakların çalışmaları literatür taramasında incelenmiştir.

Uygulamasını yapılan analiz çalışmasında şirketlerin temettü politikasının finansal performansa etkisi incelenmiştir. BIST Temettü 25 Endeksinin analiz edildiği bu çalışma farklı endekslerde uygulanarak sonuçların farklılık gösterip göstermediği analiz edilebilir. Ayrıca farklı ülkelerin endeksleri üzerinde çalışmalar yapılarak temettü politikalarının şirketin finansal performansına ve firma değerine etkisi olup olmadığı sorusuna cevap aranabilir.

REFERENCES

- Akgüç, Ö. (1998). ***Finansal Yönetim***. İstanbul: Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Yayınları.
- Allen, D. E. & Rachim, V. S. (1996). Dividend Policy and Stock Price Volatility: Australian Evidence. ***Applied Financial Economics***, 6(2), 175-188.
- Amidu, M. (2007). How Does Dividend Policy Affect Performance Of The Firm On Ghana Stock Exchange. ***Invesment Managent & Financial Innovations***, 4(2), 103-112.
- Arslan, M. (2018). Firmaların Temettü Ödeme İle Firma Değeri Arasındaki İlişki ve Bist 100'de Bir Uygulama. ***Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi***, 33, 169-180.
- Arslanboğa, S. (1990). ***Türkiye'de Kar Dağıtım Politikasının Şirket Değerine Etkisi ve İMKB'ye Kayıtlı Şirketlerde Bir Değerleme***. Yüksek Lisans Tezi. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.
- Aygören, H., Çakır, H. M. & Uyar, U. (2013). Ekonomik Krizlerin İmkb'de Temettü Politikaları Üzerine Etkisi. ***E-Journal Of New World Sciences Academy***, 8(1), 1-15.
- Baltagi, B. H. (2005). ***Econometric Analysis of Panel Data***. New York: John Wiley & Sons.
- Barak, O. & Demireli, E. (2006). IMKB'de Gözlenen Fiyat Anomalilerinin Davranışsal Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi. ***10. Ulusal Finans Sempozyumu***. İzmir: 1-4 Kasım.

- Batchelor, R. & Orakçıoğlu, İ. (2003). Event-related GARCH: The İmpact Of Stock Dividends İn Turkey. ***Applied Finance Economics***, 13(4), 295-307.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect İnformation, Dividend and The Bird İn The Hand Fallacy. ***The Bell Journal Of Economics***, 10(1), 259-270.
- Black, F. & Scholes, M. (1974). The Effects Of Dividend Wield and Dividend Policy On Common Stock Prices and Returns. ***Journal Of Financial Economics***, 1(1), 1-22.
- Bolak, M. (1998). ***İşletme Finansı***. İstanbul: Birsen Yayınevi.
- Choi, I. (2001). Unit Root Tests for Panel Data. ***Journal of International Money and Finance***, 20(1), 249-272.
- Gordon, M. J. (1962). The Saving, Investment and Valuation Of Corporation. ***The Review Of Economics and Statistics***, 44, 37-51.
- Greene, W. H. (2003). ***Econometric Analysis***. New Jersey: Prentice Hall.
- Günalp, B., Kadıoğlu, E. & Kılıç, S. (2010). Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisinin Olup Olmadığının İmkb'de Test Edilmesi. ***H.Ü İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi***, 28(2), 47-69.
- Im, K. S., Pesaran, M. H. & Shin, Y. (2003). Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels. ***Journal of Econometrics***, 115(1), 53-74.
- İleri, F. Ş. (2016). ***Nakit Kar Payı Ödemesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Türkiye'de Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama***. Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- John, K. & Williams, J. (1985). Dividens, Dilution and Taxes: A Signalling Equilibrium. ***Journal Of Finance***, 40(4), 1053-1070.
- Kaba, F. (2009). ***Kar Payı Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama***. Yüksek Lisans Tezi. Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.
- Kadıoğlu, E. & Öcal N. (2016). Testing Relationship Between Dividend Changes and Future Profitability. ***International Journal Of Economics and Finance***, 8(3), 196-205.
- Kaplanoğlu, E. (2005). ***Temettü Politikası Teorileri ve İmkb'de Ampirik Bir Çalışma***. Yüksek Lisans Tezi. Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli.
- Karaca, S. S. (2007). ***Şirketlerin Kar Dağıtım Politikası ve Kar Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir İnceleme***. Doktora Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya.
- Kırbaş, A. (2018). Temettü Duyurularının Hisse Senedi Getirilerine Olan Etkilerinin Analizi. ***Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi***, 3(2), 133-148.
- Korkmaz, Ö. & Karaca, S. S. (2013). Firma Performansını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Örneği. ***Ege Akademik Bakış Dergisi***, 13(2), 169-179.

- Kutukız, D. (1997). ***Finansal Açıdan Anonim Şirketlerde Kar Payı Dağıtım Politikası ve Türkiye Uygulaması***. Doktora Tezi. İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya.
- Litzenberger, R. & Ramaswamy, K. (1979). The Effect Of Personal Taxes and Dividends On Asset Prices: Theory and Empirical Evidence. ***Journal Of Finance Economics*** , 7, 163-195.
- Litzenberger, R. & Ramaswamy, K. (1982). The Effect Of Dividends On Common Stock Prices Tax Effects Or İnformation Effects?. ***Journal Of Finance Economics*** , 37(2), 429-443.
- Maddala, G. S. & Wu, S. (1999). A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and A New Simple Test. ***Oxford Bulletin of Economics and Statistics***, 61(1), 631-652.
- Miller, M. & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth and The Valuation Of Shares. ***The Journal Of Business***, 34, 411-433.
- Miller, M. H. & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. ***Journal of finance,*** 404(4), 1031-1051.
- Nissim, D. & Ziv, A. (2001). Dividend Changes and Futu Profitability. ***The Journal Of Finance***, 56(6), 2111-2133.
- Ouma, O. P. & Murekefu, T. M. (2012). The Relationship Between Dividend Payout and Firm Performance: A Study Of Listed Companies İn Kenya. ***European Scientific Journal***, 8(9), 199-215.
- Pekkaya, M. (2006). Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İmkb 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz. ***ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi***, 2(4), 183-209.
- Pesaran, M. H. (2004). *General Diagnostic Tests for Cross-Section Dependence in Panels*. ***Cambridge Working Papers in Economics***, 435, 45-67.
- Pesaran, M. H. (2007). A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-Section Dependence. ***Journal of Applied Econometrics***, 22(1), 265-312.
- Pesaran, M. H. & Yamagata, T. (2008). Testing slope homogeneity in large panels. ***Journal of Econometrics***, 142(1), 50-93.
- Pettit, R. R. (1972). Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency. ***The Journal Of Finance***, 27(5), 993-1007.
- Sakarya, Ş., Çalış N. & Kayacan, M. A. (2018). Temettü Ödeme Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. ***Sakarya İktisat Dergisi***, 7(2), 92-106.
- Sayılgan, G. (2006). ***İşletme Finansı***. Ankara: Türkmen Kitabevi.
- Türko, M. (2002). ***Finansal Yönetim***. İstanbul: Alfa Basım.
- Uwuigbe, U., Jafaru, L. & Ajayi, A. (2012). Dividend Policy and Firm Performance: Astudy Of Listed Firms İn Nigeria. ***Journal Of Accounting and Managent Information Systems***, 11(3), 442-454.
- Watts, R. (1973). The İnformation Content Of Dividens. ***The Journal Of Business***, 46(2), 191-211.

- Weston, F. J. & Brigham E. F. (1993). ***Essentials Of Managerial Finance***. Philadelphia: The Dryden Press.
- Wooldridge, J. M. (2002). ***Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data***. New York: The MIT Press.
- Yıldız, B., Gökbulut, R. İ. & Korkmaz, T. (2014). Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: Bist Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması. ***Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi***, 10(1), 185-206.
- Yılmaz, A. A. & Selçuk, E. (2010). Information Content Of Dividends: Evidence From Istanbul Stock Exchange. ***International Business Research***, 3(3), 126-132.
- Zeren, F. (2017). Kar Payı Bilmecesinin Araştırılması: Bist Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. ***Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi***, 6(5), 172-183.
- Zhou, P. & Ruland, W. (2006). Dividend Payout and Future Earnings Growth. ***Financial Analysts Journal***, 62(3), 58-69.