T.C.

HARRAN ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANA BİLİM DALI

(DOKTORA TEZİ)

FİRMALARDA NAKİT KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARINI ETKİLEYEN MİKRO VE MAKRO FAKTÖRLER: BİST İMALAT SANAYİ FİRMALARI ÜZERİNE PANEL VERİ UYGULAMASI

Metin SEYHAN

ŞANLIURFA - 2023

T.C.

HARRAN ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANA BİLİM DALI

(DOKTORA TEZİ)

FİRMALARDA NAKİT KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARINI ETKİLEYEN MİKRO VE MAKRO FAKTÖRLER: BİST İMALAT SANAYİ FİRMALARI ÜZERİNE PANEL VERİ UYGULAMASI

Metin SEYHAN

Danışman

Prof. Dr. Ramazan AKBULUT

ŞANLIURFA - 2023

T.C.
HARRAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
DOKTORA TEZ ONAY SAYFASI

Prof. Dr. Ramazan AKBULUT danışmanlığında, Metin SEYHAN'ın hazırladığı '**Firmalarda Nakit Kâr Payı Dağıtım Politikalarını Etkileyen Mikro ve Makro Faktörler: Bist İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Panel Veri Uygulaması'** konulu bu çalışma 17/07/2023 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından Harran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı'nda DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

□ Oybirliğiyle / □ Oyçokluğu ile

		İmza
Danışman	: Prof. Dr. Ramazan AKBULUT	……..
Üye	: Prof. Dr. Mahmut Nedim BAYUK	……..
Üye	: Doç. Dr. Zerife YILDIRIM	……..
Üye	: Doç.Dr. Emre Esat TOPALOĞLU	……..
Üye	: Doç. Dr. Erkan ALSU	……..

Bu tezin İşletme Anabilim Dalında yapıldığını ve enstitümüz kurallarına göre düzenlendiğini onaylıyorum.

(Prof. Dr. Şevket ÖKTEN)
Enstitü Müdürü

Bu çalışma: ……. Tarafından Desteklenmiştir.
Proje No : ……

Not: Bu tezde kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı 5846 sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunundaki hükümlere tabidir.

ÖĞRENCİNİN	
Öğrenci No	195274102
Adı / Soyadı	Metin SEYHAN
Anabilim Dalı/Programı	İşletme Anabilim Dalı/ Doktora
Tez Konusu	Firmalarda Nakit Kâr Payı Dağıtım Politikalarını Etkileyen Mikro ve Makro Faktörler: BİST İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Panel Veri Uygulaması

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Yukarıda başlığı belirtilen Doktora Tezi çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 144 sayfalık kısmına ilişkin, 27/07/2023 tarihinde şahsım/ danışmanım tarafından **Turnitin** adlı intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, benzerlik oranı % 20'dir. Ayrıca Doktora Tezi çalışması hiçbir blok kopyalama içermemektedir.

Uygulanan filtrelemeler:

1- Kabul/Onay ve Bildirim sayfaları hariç,
2- Kaynakça hariç
3- Alıntılar hariç/dâhil
4- 5 kelimeden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

Yükseköğretim Kurulu Bilimsel Araştırma ve Yayın Etiği Yönergesi, Harran Üniversitesi Bilimsel Araştırma ve Yayın Etiği Yönergesini ve Harran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü tez çalışması Orijinallik Raporu alınması ve kullanılması Uygulama Esasları'nı inceledim ve bu Uygulama Esasları'nda belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim. Etik ihlal tespiti halinde, Enstitü yönetim kurulunca, diplomamın iptal edilmesini kabul ediyorum.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

27/07/2023
Metin SEYHAN

Yukarıda yer alan raporun ve beyanın doğruluğunu onaylarım. 17/07/2023

Prof. Dr. Ramazan AKBULUT

ÖZET

FİRMALARDA NAKİT KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARINI ETKİLEYEN MİKRO VE MAKRO FAKTÖRLER: BİST İMALAT SANAYİ FİRMALARI ÜZERİNE PANEL VERİ UYGULAMASI

SEYHAN, Metin

Doktora Tezi

İşletme Anabilim Dalı

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Ramazan AKBULUT

Temmuz, 2023, 168 sayfa

Kâr payı, ortakların firmaya yapmış oldukları yatırıma karşılık dönem sonlarında net kârdan ödenen artık değer olarak ifade edilebilir. Kâr dağıtım politikası ise firmaların elde ettiği net kârın dağıtılmamış kârlar, paydaşlar ve yedek akçeler arasındaki dağılımını belirleyen politikadır. Temettü politikalarını etkileyen birden çok faktör vardır. Firmalar kâr payı dağıtım politikalarını oluştururken bu değişkenlerin birçoğunu göz önünde bulundurmalıdır. Kâr payı dağıtım kararlarını etkileyen faktörler, mikro ve makro değişkenler olarak ikiye ayrılır. Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul (BİST) İmalat Sanayi Endeksine kayıtlı imalat firmalarının nakit kâr payı dağıtım politikalarına etki eden faktörleri ve bu faktörlerin etki yönünü tespit etmektir. Literatürün incelemesi sonucunda elde edilen bulgular ışığında firmaların nakit kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen mikro ve makro faktörler doğrultusunda kurgulanan modeller ve bu modeller kapsamında oluşturulan hipotezler panel veri analizi ile test edilmiştir. Araştırmada, nakit temettü ile mikro ve makro faktörler arasındaki ilişkiler 2010-2020 dönemi içinde imalat sanayi sektörü baz alınarak incelenmiştir. Veri setinde yer alan firmaların, 2008 küresel ekonomik krizin etkilerinden arınmış olabileceği düşünüldüğünden dolayı çalışmaya konu olan dönemin başlangıç yılı 2010 olarak tercih edilmiştir. Araştırmanın temel kısıtlarından biri firmaların belirlenen dönemde istikrarlı olarak kâr payı dağıtmış olmasıdır. Veri setinde yer alan firmalar, BİST Sanayi Endeksinde payları devamlı olarak işlem gören ve verilerine tam olarak ulaşılabilen firmalardan oluşmaktadır. Veriler, panel veri analizi ile test edilmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkeni net nakit kâr payı dağıtım tutarıdır. Mikro modelin bağımsız değişkenleri aktif kârlılık oranı, hisse başına kâr, Tobin Q oranı, piyasa değeri/defter değeri, büyüklük, likidite oranı, cari oran, finansal kaldıraç, yabancı kaynak vade yapısı, uzun vadeli finansal kaldıraç, kısa vadeli finansal kaldıraç, beta, halka açıklık oranı, firmanın faiz oranı, varlık yapısı, vergi

kalkanı, finansal başarısızlık oranı, sahiplik yoğunlaşması, net satışlar, vergi ve nakit dönüşüm süresidir. Makro modelin bağımsız değişkenleri ise ekonomik büyüme, enflasyon oranı, faiz oranı, döviz kuru ve Türkiye'nin kredi temerrüt risk primidir. Elde edilen bulgular firmaların nakit kâr payı politikalarının aktif kârlılık oranı, cari oran, firmanın faiz oranı, Tobin Q oranı ve yabancı kaynak vade yapısı değişkenlerinden etkilendiğini göstermektedir. Makro faktörlerden de ekonomik büyüme, enflasyon oranı, faiz oranı, döviz kuru ve Türkiye'nin kredi temerrüt risk priminin nakit kâr payı dağıtım politikalarını etkilediği tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Nakit Kâr Payı Politikası, BİST Sanayi Endeksi, Panel Veri.

ABSTRACT

MICRO AND MACRO FACTORS AFFECTING CASH DIVIDEND DISTRIBUTION POLICIES IN COMPANIES: PANEL DATA APPLICATION ON BIST MANUFACTURING INDUSTRY COMPANIES

SEYHAN, Metin

PhD Dissertation

Department of Business Administration

Advisor: Prof. Dr. Ramazan AKBULUT

July, 2023, 168 page

A dividend is a value that is paid to the shareholders at the end of the period in return for their investment in the company. The dividend policy is the policy that determines the distribution of the net profit earned by the companies in retained earnings, shareholders, and reserve capital. There are many factors that affect dividend policies. Companies should take into account many of these variables when forming their dividend policies. Factors that affect dividend distribution decisions are divided into micro and macro variables. This study aims to identify the factors that affect the cash dividend distribution policies of the manufacturing companies listed on the Exchange Istanbul (BIST) Manufacturing Industry Index and the direction of these factors. In light of the findings obtained from the literature review, the models and hypotheses developed within the scope of micro and macro factors that affect the cash dividend distribution policies of the companies were tested with panel data analysis. In the study, the relationships between cash dividends and micro and macro factors were examined in the manufacturing industry sector over the period 2010-2020. The starting year of the period under study was chosen as 2010, as it is thought that the companies in the data set may have been cleansed of the effects of the 2008 global economic crisis. One of the basic limitations of the research is that the companies have consistently distributed dividends during the specified period. The companies in the data set consist of companies whose shares are continuously traded on the BIST Industrial Index and whose data are fully accessible. The data were tested with panel data analysis. The dependent variable of the study is the amount of net cash dividend distribution. The independent variables of the micro model are return on assets,

earnings per share, Tobin Q Ratio, market value/book value, size, liquidity ratio, current ratio, financial leverage, foreign source maturity structure, long-term financial leverage, short-term financial leverage, beta, public float ratio, company's interest rate, asset structure, tax shield, financial failure rate, ownership concentration, net sales, tax and cash conversion period. The independent variables of the macro model are economic growth, inflation rate, interest rate, exchange rate, and Turkey's credit default swap premium (CDS). The findings show that the cash dividend policies of the companies are affected by the variables of return on assets, current ratio, company's interest rate, Tobin Q Ratio, and foreign source maturity structure. Furthermore, it has been determined that macroeconomic factors such as economic growth, inflation rate, interest rate, exchange rate, and Turkey's credit default swap premium (CDS) affect cash dividend distribution policies.

Keywords: Cash Dividend Policy, BIST Industry Index, Panel Data.

FİRMALARDA NAKİT KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARINI ETKİLEYEN MİKRO VE MAKRO FAKTÖRLER: BİST İMALAT SANAYİ FİRMALARI ÜZERİNE PANEL VERİ UYGULAMASI

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI II

ORİJİNALLİK RAPORU VE BEYAN FORMU III

ÖZET IV

ABSTRACT VI

İÇİNDEKİLER VIII

KISALTMALAR XIII

TABLOLAR LİSTESİ XIV

GİRİŞ 1

BİRİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL VE TEORİK AÇIDAN KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI

1.1. KÂR KAVRAMI 4

1.2. KÂR PAYI KAVRAMI 5

1.3. YASAL MEVZUAT AÇISINDAN KÂR PAYI 6

1.4. KÂR PAYI DAĞITIM KAVRAMI 8

1.5. KÂR PAYLARININ FİRMALAR İÇİN ÖNEMİ 9

1.6. KÂR DAĞITIM POLİTİKASI 9

1.7. KÂR PAYI POLİTİKASI VE FİRMA DEĞERİNİN TEORİK ARKA PLANI 10

1.7.1. Modigliani- Miller Kâr Payı İlgisizliği Teorisi 11

1.7.2. Eldeki Kuş Teorisi 15

1.7.3. Vergi Etkisi Teorisi 16

1.7.4. Vekalet Teorisi 17

1.7.5. Asimetrik Bilgi Teorisi 19

1.7.6. Finansal Hiyerarşi Teorisi 20

1.7.7. Müşteri Etkisi 20

1.7.8. Artık Değer Teorisi 21

1.7.9. Yaşam Döngüsü Teorisi 22
1.7.10. Walter Teorisi 22
1.8. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI TÜRLERİ 23
1.8.1. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtılması 24
1.8.2. Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtılması 24
1.8.3. Sabit Miktara İlave Sabit Oranlı Kâr Payı Dağıtımı 25
1.8.4. Artıklar Oranında Kâr Payı Dağıtımı 25
1.8.5. Kâr Payı Avansı Ödemeleri 25
1.9. KÂR PAYI ÖDEME ŞEKİLLERİ 26
1.9.1. Nakit Cinsinden Kâr Payı Dağıtımı 26
1.9.2. Pay Senedi Cinsinden Kâr Payı Dağıtımı 27
1.9.3. Pay Senedi Geri Alım Yoluyla Kâr Payı Dağıtımı 27
1.9.4. İntifa Senedi Cinsinden Kâr Payı Dağıtımı 28
1.9.5. Pay Senetlerinin Bölünmesi 28
1.9.6. Pay Senetlerinin Birleştirilmesi 29
1.9.7. Firma Varlıklarını Kâr Payı Olarak Dağıtma 29
1.9.8. Diğer Kâr Payı Ödeme Şekilleri 29

İKİNCİ BÖLÜM

KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE LİTERATÜR TARAMASI

2.1. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER **30**
2.1.1. Mikro Faktörler 30
2.1.1.1. Kârlılık 30
2.1.1.2. Likidite 31
2.1.1.3. Faaliyet Riski 32
2.1.1.4. Kârların İstikrarlı Olması 32
2.1.1.5. Borç Seviyesi ve Finansal Kaldıraç 33
2.1.1.6. Yasal Düzenlemeler 33
2.1.1.7. Vergi Düzenlemeleri 34

2.1.1.8. Büyüklük 34
2.1.1.9. Yatırım Fırsatları 35
2.1.1.10. Ortaklık Yapısı ve Halka Açıklık 35
2.1.1.11. Yöneticiler 36
2.1.1.12. Borç Verenler ve Kredi Kurumlarının Tutumları 37
2.1.1.13. Yatırımların Getiri Oranı 37
2.1.1.14. Sermaye Piyasalarının Gelişmişlik Düzeyi 38
2.1.1.15. Sektördeki Rekabet 38
2.1.1.16. Gelecekle İlgili Belirsizlikler 38
2.1.1.17. Denetim 39
2.1.2. Makro Faktörler 39
2.1.2.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) 39
2.1.2.2. Enflasyon Oranı 40
2.1.2.3. Faiz Oranı 40
2.1.2.4. Döviz Kuru 40
2.1.2.5. Türkiye'nin Kredi Temerrüt Risk Primi (CDS) 41
2.2. LİTERATÜR TARAMASI 41
2.2.1. Türkiye'de Yapılan Araştırmalar 41
2.2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Yapılan Araştırmalar 57
2.2.3. Gelişmiş Ülkelerde Yapılan Araştırmalar 69

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİRMALARDA NAKİT KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARINI ETKİLEYEN MİKRO VE MAKRO FAKTÖRLER: BİST İMALAT SANAYİ FİRMALARI ÜZERİNE PANEL VERİ UYGULAMASI

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖZGÜN DEĞERİ 82
3.2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE VERİ SETİ 82
3.3. ARAŞTIRMANIN KISITLARI 84
3.4. ARAŞTIRMADA KULLANILAN BAĞIMLI VE BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER 84
3.5. ARAŞTIRMADA İZLENEN YÖNTEM 86
3.6. PANEL VERİ ANALİZİ 86

3.6.1. Havuzlanmış Model 89
3.6.2. Sabit Etkiler Modeli 90
3.6.3. Rassal Etkiler Modeli 91
3.7. PANEL VERİ ANALİZİNDE VARSAYIMLAR 92
3.8. ARAŞTIRMA KAPSAMINDA TAHMİN EDİLEN MODELLER VE TEST EDİLEN HİPOTEZLER 92
3.8.1. Modeller 92
3.8.2. Test Edilen Hipotezler 94
3.9. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ 95
3.10. ARAŞTIRMA BULGULARI 95
3.11. ÇOKLU DOĞRUSAL BAĞLANTININ TEST EDİLMESİ 100
3.12. İÇSELLİK 105
3.13. YATAY KESİT BAĞIMLILIĞI 107
3.13.1. Birinci Nesil Birim Kök Testleri 108
3.13.1.1. Birinci Grup Panel Birim Kök Testleri 108
3.13.1.1.1. Levin, Lin ve Chu Panel Birim Kök Testi 108
3.13.1.1.2. Harris ve Tzavalis Panel Birim Kök Testi 108
3.13.1.1.3. Breitung Panel Birim Kök Testi 109
3.13.1.1.4. Hadri Panel Birim Kök Testi 109
3.13.1.2. İkinci Grup Panel Birim Kök Testleri 110
3.13.1.2.1. Im, Peseran Shin Panel Birim Kök Testi 110
3.13.1.2.2. Fisher Panel Birim Kök Testleri (Fisher ADF ve Fisher Philips ve Perron) 110
3.13.2. İkinci Nesil Birim Kök Testleri 111
3.13.2.1. Bai ve Ng Panel Birim Kök Testi 111
3.13.2.2. Pesaran Panel Birim Kök Testi 111
3.13.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları 111
3.14. HOMOJENLİK/ HETEROJENLİK TEST SONUÇLARI 114
3.15. DURAĞANLIK 117
3.16. MODEL TAHMİN SONUÇLARI 122

3.17. ÇİFT YÖNLÜ SABİT ETKİLER MODELİ İÇİN DEĞİŞEN VARYANS VE OTOKORELASYON TEST SONUÇLARI 125

3.18. PANEL VERİ ANALİZ SONUÇLARI VE BULGULARIN YORUMLANMASI 127

3.18.1. Mikro Model Tahmin Sonuçları 127

SONUÇ 139

KAYNAKÇA 144

KISALTMALAR

GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
KRX	Korea Exchange (Güney Kore Borsası)
IDX	Indonesian Stock Exchange (Endonezya Menkul Kıymetler Borsası)
FİNNET	Financial Information News Network
NSE	National Stock Exchange (Hindistan Ulusal Menkul Kıymetler Borsası)
KSE	Karachi Stock Exchange (Karaçi Borsası)
KPAT	Kâr Payı Tebliği
MM	Merton Miller ve Franco Modigliani
SPK	Sermaye Piyasası Kanunu
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
CDS	Türkiye'nin Kredi Temerrüt Risk Primi
TTK	Türk Ticaret Kanunu
VUK	Vergi Usul Kanunu

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1: Çalışmaya Dahil Edilen İmalat Firmaları 83

Tablo 2: Hipotezlerin Test Edilmesinde Kullanılan Değişkenler ve Hesaplama Yöntemleri 85

Tablo 3: Test Edilen Hipotezler 94

Tablo 4: Mikro Tanımlayıcı İstatistikler 97

Tablo 5: Makro Tanımlayıcı İstatistikler 97

Tablo 6: Mikro Faktörlerin Spearman Korelasyon Analiz Sonuçları 102

Tablo 7: Makro Faktörlerin Spearman Korelasyon Analiz Sonuçları 103

Tablo 8: Mikro Faktörlerin Varyans Ayrıştırma Faktör (VIF) Değerleri 104

Tablo 9: Makro Faktörlerin Varyans Ayrıştırma Faktör (VIF) Değerleri 104

Tablo 10: Mikro Faktörlere İlişkin İçsellik Testi Sonuçları 106

Tablo 11: Makro Faktörlere İlişkin İçsellik Testi Sonuçları 107

Tablo 12: Mikro ve Makro Faktörlere Ait Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları 113

Tablo 13: Mikro ve Makro Faktörlere İlişkin Homojenite Testi Sonuçları 116

Tablo 14: PANIC Birim Kök Testi Sonuçları 119

Tablo 15: IPS Panel Birim Kök Testi Sonuçları 121

Tablo 16: LLC Panel Birim Kök Test Sonuçları 122

Tablo 17: Model Belirleme Testi Sonuçları 124

Tablo 18: Mikro ve Makro Model Değişen Varyans ve Oto Korelesyon Testi Sonuçları 127

Tablo 19: Mikro Model İlişkin Panel Veri Analizi Sonuçları 128

Tablo 20: Makro Modele İlişkin Tahmin Sonuçları 133

Tablo 21: Mikro Faktörler Sonuç Tablosu 137

Tablo 22: Makro Faktörler Sonuç Tablosu 137

Tablo 23: Hipotez Sonuçları 138

GİRİŞ

Türkiye'nin iktisadi olarak gelişmesinde itici güç olan firmalar, gelişimlerini destekleyecek birçok stratejik amaç belirlemektedir. Firmaların özellikle sürdürülebilir büyüme, yüksek kârlılık ve piyasa değerini maksimize etmek gibi amaçları ön plandadır. Bu amaçların yerine getirilmesi için firmalar finansman, yatırım ve kâr payı dağıtım kararları alırlar. Yapılan birçok çalışma sayesinde firmalarda finansman ve yatırım kararlarında fikir birliğine varılmasına rağmen temettü dağıtım kararlarında hâlâ uzlaşma sağlanamamıştır. Kâr payı dağıtımı tüm firmalarda kurumsal finansman süreçlerinin 'birincil bulmacası' olarak görülmektedir. Kârın hissedarlara dağıtılıp dağıtılmayacağı, dağıtılacak ise bunun ne kadarının dağıtılacağı ve dağıtılacak kârın hangi yöntemle dağıtılacağı bu bulmacanın özünü oluşturmaktadır.

Kâr payı, ortakların firmaya yapmış oldukları yatırıma karşılık dönem sonlarında net kârdan ödenen artık değer olarak ifade edilebilir. Kâr dağıtım politikası ise firmaların elde ettiği net kârın dağıtılmamış kârlar, paydaşlar ve yedek akçeler arasındaki dağılımını belirleyen politikadır. Pay senedi fiyatlarını maksimize eden, ekonomik büyümeyi ve ortakların servetini artıran kâr payı politikası firmalar için ideal olanıdır.

Firmalar kâr payı dağıtımını birden çok şekilde yapabilir. Nakit kâr payı dağıtımı, pay senedi cinsinden kâr payı dağıtımı, pay senedi geri alım yoluyla kâr payı dağıtımı ve intifa senedi cinsinden kâr payı dağıtım yöntemi bu yollardan bazılarıdır.

Merton Miller ve Franco Modigliani (MM) 1961 yılında yazdıkları 'Kâr Payı Politikası, Büyüme ve Pay Senetlerinin Değerlenmesi' adlı makalede pay senedi değerinin, firmanın temettü ödeme politikasını etkilemediğini savunmuştur. Bu Modigliani ve Miller'ın İlintisizlik Teorisi'nin temelini oluşturur. MM'e göre firma değeri, varlıkların kazanma gücü ya da yatırım politikası tarafından belirlenir. Myron Gordon ve John Lintner Eldeki Kuş Teorisi'nde ise bu görüşe katılmamaktadır. Gordon ve Millere göre kâr payı dağıtım politikası firmanın değerini etkilemektedir. Kâr payı dağıtımı sermaye kazancına göre daha az risk taşıdığından yatırımcılar kâr payı almayı tercih edeceklerdir. Vergi Etkisi Teorisi firmanın temettü ödemesi sermaye kazancına göre daha çok vergilendirildiğinden bu durum hem firma için hem

de ortaklar için dezavantajlıdır. Firmanın ödediği vergi, likiditesi ve firma değeri azalmaktadır.

Temettü politikalarını etkileyen birden çok faktör vardır. Firmalar kâr payı dağıtım politikalarını oluştururken bu değişkenlerin birçoğunu göz önünde bulundurmalıdır. Bu faktörler gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklı olabildiği gibi firmadan firmaya da değişebilmektedir. Ayrıca, firmalar için bu değişkenler zaman içinde de farklılık gösterebilir. Kâr payı dağıtım kararlarını etkileyen faktörler, mikro ve makro değişkenler olarak ikiye ayrılır. Kârlılık, finansal kaldıraç, yasalar, sahiplik yapısı, halka açıklık oranı, vergi gibi faktörler mikro değişkenlerdir. Ekonomik büyüme, faiz oranı ve döviz kuru gibi değişkenler ise makro faktörlerdir.

Bu çalışmada, Türkiye'de imalat sanayi sektöründe yer alan öncü firmalar seçilerek, bu firmaların nakit kâr payı dağıtım tutarına hangi değişkenlerin etki ettiği araştırılmıştır. Bu amaçla Borsa İstanbula kayıtlı firmalarının nakit kâr payı dağıtım tutarına etki eden değişkenler literatür taraması sonucu belirlenerek panel veri analizi ile test edilmiştir.

Çalışmanın veri seti, payları Borsa İstanbula kote olmuş, 2010-2020 yılları arasında BİST SINAİ Endeksinde düzenli yer alan, istikrarlı bir şekilde kâr payı dağıtan, kamu hizmeti ve mali sektörde yer almayan 20 imalat sanayi firmasından oluşmaktadır. Firmaların 2008 yılındaki küresel ekonomik krizin olumsuz etkilerinden yeterince uzaklaştığı varsayımından hareketle 2010 yılı başlangıç yılı olarak seçilmiştir. Firmaların net nakit temettü politikalarını oluşturan mikro faktörlere ilişkin veriler, Borsa İstanbul, Kamuyu Aydınlatma Platformu ve Financial Information News Network (FİNNET) Analiz Expert veri tabanından elde edilmiştir. Makroekonomik faktörlere ilişkin verilere ise Dünya Bankası, Merkez Bankası ve TUİK internet sitelerinden elde edilmiştir. Bu veriler yardımı ile oluşturulan panel veri setine ilişkin istatistiki modelin test edilmesinde Eviews ve Gauss paket programları kullanılmıştır.

Çalışma kapsamında mikro ve makro faktörler için ayrı modeller oluşturulmuştur. Çalışmanın tek bağımlı değişkeni nakit temettü tutarıdır. Mikro modelin bağımsız değişkenleri aktif kârlılık oranı, hisse başına kâr, Tobin Q Oranı, piyasa değeri/defter değeri, cari oran, finansal kaldıraç, yabancı kaynak vade yapısı, uzun vadeli finansal kaldıraç, kısa vadeli finansal kaldıraç, beta, halka açıklık oranı, firmanın faiz oranı, varlık yapısı, vergi kalkanı, finansal başarısızlık oranı, sahiplik

yoğunlaşması, net satışlar ve nakit dönüşüm süresidir. Makro modelin bağımsız değişkenleri ise ekonomik büyüme, enflasyon oranı, faiz oranı, döviz kuru ve Türkiye'nin kredi temerrüt risk primi (CDS)'dir.

Bu çalışma toplamda üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde kâr ve kâr payı ve kâr payı dağıtım kavramı, kâr payı politikasının firmalar için önemi, kâr payı teorileri, kâr payı ödeme şekilleri açıklanmıştır. Daha sonra nakit temettü tutarına etki eden mikro ve makro faktörler üzerinde durulmuştur.

İkinci bölümde, firmaların nakit temettü tutarını etkileyen faktörlerin ve hipotezlerin belirlenmesi için literatürde yer alan bilimsel çalışmalar incelenmiştir. Bu çalışmalar Türkiye'de, gelişmekte olan ülkelerde ve gelişmiş ülkelerde yapılan çalışmalar olarak kategorilenmiş ve ayrı başlıklar altında incelenmiştir.

Üçüncü bölümde, araştırmanın amacı ve özgün değeri, araştırmanın kapsamı ve veri seti, araştırmanın kısıtları, araştırmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler, araştırmada izlenen metodoloji, panel veri analizi hakkında bilgi, araştırma yöntemi, araştırma kapsamında kurulan modeller ve test edilen hipotezler açıklanmıştır. Daha sonra oluşturulan modeller test edilerek sonuçları yorumlanmıştır.

Sonuç bölümünde ise uygulama sonuçları özetlenerek genel bir değerlendirme yapılmıştır.

Çalışmanın özgün değeri; nakit kâr payı dağıtım tutarına odaklanılması, kâr payı dağıtım politikasını etkileyen toplam 27 adet mikro ve makro faktörün birlikte ele alınması, bu faktörlerin iki farklı modelde incelenmesi, uzun vadeli finansal kaldıraç, kısa vadeli finansal kaldıraç, firmanın faiz oranı, finansal başarısızlık oranı ve Türkiye'nin kredi temerrüt risk primi (CDS) değişkenlerinin literatürde ulaşılan çalışmalarda kullanılmamış olmasıdır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL VE TEORİK AÇIDAN KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI

1.1. KÂR KAVRAMI

Kâr, ticari veya ekonomik faaliyetlerin bir parçası olarak sık kullanılan bir kavramdır. Kâr kavramı farklı şekillerde açıklanabilmektedir. Bu kapsamda kâr, faaliyet dönemindeki mal ve hizmet satış hasılatından, mal ve hizmetlerin elde edilme maliyetlerinin çıkarılması ile bulunur (Karyağdı, 2014, s. 6). Bununla birlikte, gelir ve maliyet kavramlarının farklı türlerinin bulunmasından dolayı çeşitli kâr hesaplamaları yapılmaktadır. Bunlar; faaliyet kârı, brüt kâr, olağan kâr, olağandışı kâr ve net kârdır (Warner, 2014, s. 52-53; Akgüç, 2014, s. 165).

Faaliyet kârı, satışların maliyetine dahil edilemeyen giderlerin brüt kârdan çıkarılması ile elde edilir. Faaliyet kârında, kısa süreli atıl fonların faiz oranı gelirleri ile kur farklarına ait kazançlar yer almaz (Warner, 2014, s. 53; Kılıç, 2012, s. 39).

Brüt kâr, satışların maliyetinin, satış hasılatından çıkarılması ile bulunur (Warner, 2014, s. 52).

Olağan kâr, olağandışı faaliyetler haricinde bulunan kârı temsil eder. Bu çerçevede, ilk olarak faaliyet kârı ile diğer faaliyetlerden olağan gelir ve kârlar toplanmakta, bulunan tutar ile diğer faaliyetlerden olağan gider ve zararlar ve finansman giderleri toplamının farkı alınmaktadır (Akgüç, 2014, s.165)

Olağandışı kâr, işletmelerin her zaman gerçekleşmeyen işlemleri veya faaliyetleri ile oluşmaktadır (Akgüç, 2014, s.165).

Net kâr, dönem faaliyetlerinin net yansıması olup, gelir tablosu kalemlerinin sonuncusunu temsil eder. Net kâr üç açıdan hassas bir göstergedir. İlk olarak, firma hissedarlarının alması beklenen kârın belirlenmesinde kullanılmaktadır. İkinci olarak, halka açık firmalarda pay senedi sahiplerinin kâr paylarının tespit edilmesinde kullanılmaktadır. Üçüncü olarak bilançoda bulunan özsermayenin oto finansman ile ne ölçüde güçlendirilebileceğinin anlaşılmasına yardımcı olmaktadır (Warner, 2014, s. 53; Kılıç, 2012, s. 41).

Yasal mevzuatta kâr, mali kâr ve ticari kâr şeklinde sınıflandırılır. Ticari kâr, Türk Ticaret Kanunu (TTK) hükümleri kapsamında belirlenmektedir. Ticari kâr, gelir tablosundaki dönem kârını temsil eder. Mali kâr, Vergi Usul Kanunu (VUK) hükümleri kapsamında vergi matrahının ortaya çıkarılmasına yardımcı olur (Canözü, 2015, s. 56-58).

Menkul kıymetler piyasası çerçevesinde de realize kâr ve potansiyel kâr kavramları varıdır. Realize kâr, nakit olarak elde bulundurulan kârdır. Potansiyel kâr ise nakit olarak elde bulundurulmayan kâr olarak tanımlanır (Sancak, 2011, s. 2010).

İktisat biliminde kâr, muhasebe kârı ve ekonomik kâr olarak ikiye ayrılır. Muhasebe kârı için işçilik, faiz oranı, hasılat, hammadde ve amortisman giderlerinin nakit akımları kullanılmaktadır. Ekonomik kârda ise fırsat maliyetleri ön plandadır (Pindyck ve Rubinfeld, 2009, s. 294).

1.2. KÂR PAYI KAVRAMI

Kâr payı, pay sahipliği ile ilgili bir kavram olarak ortaya çıkmaktadır. Bu kapsamda, kâr payı kısaca, 'Pay senedi sahiplerinin işletmeye koymuş oldukları sermaye karşılığında aldıkları getiri' olarak tanımlanabilir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2014, s. 93). Diğer bir tanıma göre, 'Ortakların firmaya yapmış oldukları yatırıma karşılık dönem sonlarında net kârdan ödenen artık değer…' olarak ifade edilebilir (Okka, 2009, s. 531).

Kâr payı; anonim şirkete konulan sermaye payı için dönem sonu dağıtılabilir net dönem kârından veya serbest yedek akçelerden ayrılan ve her ortağa nakden ödenecek paradır (Karayalçın, 1988, s. 127).

Kâr payı, dağıtılmasına genel kurul tarafından karar verilen kârın, pay sahiplerine şirket tarafından ödenmesi gerekli ve tutarı belli edilmiş kısmıdır (Birsel, 1973, s. 36).

Kâr Payı Tebliği (KPAT) m.3/I-f'de 'Net dönem kârı veya kâr dağıtımına konu edilebilecek kaynaklar üzerinden ortaklara ve kâra katılan diğer kimselere genel kurulca dağıtılmasına karar verilen tutar' olarak tanımlanmaktadır.

Kâr payları yılda bir veya iki kez pay sahiplerine dağıtılabilir. Bu kapsamda, yıl içi ve/veya ara dönem olmak üzere iki seçenek söz konusudur. Ödenene kadar,

şirketler açısından kâr payları bilançoda borç kalemlerinin bir parçasıdır. Bunun için de, kâr paylarının ilan koşulu şart olup, kâr paylarının ilanı ile ilgili sorumluluk yönetim kuruluna aittir (Mc Laney ve Atrill, 2014, s. 140). Ana sözleşme hükümleri çerçevesinde kâr payı dağıtım mecburiyeti varsa, dönem kârı tutarı göz önünde bulundurularak karşılık hesaplanır. Daha sonra, bu karşılık kısa vadeli borçlara aktarılır. Tekdüzen hesap planında, kâr payları 'Ortaklara Borçlar Hesabında' yer almaktadır (Akgüç, 2013, s. 218).

Kâr paylarının bir diğer özelliği de mali tablolarla ilgili olmasıdır. Bu kapsamda, kâr payları gider olarak kabul edilmemektedir. Bu nedenle kâr paylarının gelir tablosunun bir parçası olmadığı vurgulanmaktadır (Kramer ve Johnson, 2009, s. 152) Kâr payları içinde gerekli bir diğer tablo kâr dağıtım tablosudur. Kâr dağıtım tablosu, dönem kârının dağıtılması ile ilgili bilgiler vermektedir (Toroslu ve Durmuş, 2015, s. 463).

Literatürde, kâr payı ile eş anlamlı olarak kullanılan kavramlardan biri de temettüdür. Temettünün sözlükteki karşılığı kazanç şeklinde belirtilmiştir. Kâr payı veya temettünün dağıtım şekli incelendiğinde, bir payın yazılı değerinin belirli bir yüzdesi veya bir paraya ait belirlenmiş bir tutar şeklinde iki seçenek mevcuttur (Kumkale, 2014, s. 463).

1.3. YASAL MEVZUAT AÇISINDAN KÂR PAYI

Kâr payları ile ilgili yasal düzenlemeler Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) ve Türk Ticaret Kanunu'nda (TTK) yer almaktadır.

Temettülerin ödenmesinde, uygulamada, Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) ile Vergi Usul Kanunu (VUK) kapsamında hazırlanan mali tabloların bulunması karışıklık oluşturmaktadır. Çünkü muhasebe kayıtları VUK'a göre yapılırken, raporlama ise Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartlarına göre yapılmaktadır. Bu karışıklığa rağmen TTK bir yasal düzenlemeye gitmemektedir. Buna karşılık SPK'de farklı biri durum vardır. Bu kapsamda halka açık anonim firmalar için temettü ödenmesinde net dağıtılabilir kârın dikkate alınabileceği görülmektedir. Bu kalemin VUK'a uygun kayıtlardan temin edilmiş olması gerekir (Altaş, 2015, s. 237-28).

Halka kapalı olan firmalarda kâr payı ödeme zorunluluğu yoktur. Halka açık firmalarda ise temettü ödenmesi genellikle yapılmaktadır. Kâr payı dağıtımında SPK'nin 19 ile 20. Maddelerinde Kâr Payı Tebliğ II-19.1'de temettü ödeme ilkeleri yer almaktadır (Akgüç, 2013, s. 337; Sermaye Piyasası Kurulu).

Temettü ödenmesi, net kâr sağlama şartına bağlıdır. Net kârın varlığı yıllık bilançodan öğrenilir. TTK'de temettü ödemelerinin şartı olarak kanunlara ve esas sözleşmeye göre tutulan zorunlu olan ve isteğe bağlı olan yedek akçelerdir. Ayrıca firmanın genel kurulları da temettü ödenmesinde etkilidir. Genel kurul kararı ile firma temettü ödemeyeceğini ve kârı yedek akçeler için kullanacağının kararını alabilir (Akgüç, 2013, s. 336-337).

Halka açık ortaklıklara eşdeğer ortaklıkların temettü ödenmesi politikalarının oluşturulma hakkı da SPK'ye aittir. SPK'nin 19. maddesinde kâr dağıtımını üç aşamalı olarak belirlemiştir. Birinci aşamada firma bünyesinde kanunen zorunlu olarak tutulan yedek akçelerden meydana gelmektedir. İkinci aşamada, ana sözleşme sınırları içinde dağıtılan ortakların birinci kâr payı yer almaktadır. Üçüncü aşamayı ise dağıtılan fonlar oluşturmaktadır (Karyağdı, 2014, s. 165).

Temettü ödenmesindeki başlıca ilkelere bakıldığında yedek akçeler ön plandadır. TTK'ye göre zorunlu olan yedek akçeler ile ana sözleşme ve temettü ödeme politikasında ortaklar için düşünülen temettü ayrılmadıkça; ertesi yıla kâr aktarılmasına ve başka yedek akçe ayrılmasına karar verilemez (Bıyık, 2015, 1).

İmtiyazlı paylar dışında temettü ödenmesinde dolaşımdaki paylar da aynı oranda hakka sahiptir. Firma, üçüncü kişilere da temettü ödenmesini ana sözleşme hükümleri arasına koyabilir. Ayrıca kâr payı ödemede taksitlendirme de yapılabilir. Ancak bunu için genel kurul kararının olması gerekir. Firma, kâr payı dağıtımı hakkında yeni kararlar aldığında bunu kamuya açıklaması gerekir (Karyağdı, 2014, s. 165).

1.4. KÂR PAYI DAĞITIM KAVRAMI

Firmalar mali yıl sonunda faaliyetleri sonucu dönem kârı veya zararı elde ederler. Zarar eden firmalar için kâr dağıtımı söz konusu değildir. Ancak kâr eden firmalar için kâr dağıtımı yapılacak mı veya yapılmayacak mı, yapılacaksa hangi yöntemlerle yapılacağı gibi zorlu bir finansal sürecin içine girmektedir.

Firmaların dönem kârı olarak elde ettikleri kârın tamamını veya bir bölümünü pay sahiplerine dağıtmalarına kâr dağıtımı denilmektedir (Demir, 2001, s. 56). Pay sahipleri kâr dağıtımı ile birlikte kâr payı elde etmektedirler. Kâr payı, hisse sahiplerine dağıtılmasına karar verilen ve bu kişilerin her birine kârdan düşen paydır (Hışıl, 1996, s. 133; Özdemir, 1997, s. 417). Kâr payı dağıtımı daha önceki dönemlerde dağıtılmayarak firma bünyesinde tutulan kârlardan ve/veya sağlanan kazançlardan dağıtılabilmektedir.

Kâr dağıtımı pay sahiplerine hisseleri oranında bedelsiz pay senedi verilmesi veya nakit kâr payı şeklinde gerçekleştirilebilmektedir. Bazı firmalar dağıtılabilir kârın tamamını firma bünyesinde tutma eğilimindeyken bazı firmalar ise dağıtılabilir kârın tamamını dağıtma eğilimindedirler. Kâr dağıtımının yatırımcılar ve pay sahipleri açısından firmaya yatırım yapma kararlarını etkileyen faktörlerden biri olması ve firma açısından bir otofinansman konusu olmasından dolayı kâr dağıtımı firmaların geleceği açısından önemlidir.

Firmaların nakit kâr dağıtımı yapması ile birlikte pay sahipleri şirkete yatırım yapma amaçlarından biri olan kâr payı getirisi elde etme amacına ulaşmaktadırlar. Yatırımlarını nakit kâr payı elde etme güdüsü ile gerçekleştiren yatırımcılar için bedelsiz hisse şeklinde dağıtılması veya kâr payı dağıtılmaması bir risktir. Diğer yandan bazı pay sahipleri ise yatırımlarının değerini artırarak daha büyük tutarda yatırımlara ulaşmayı istediğinden dolayı bedelsiz hisse dağıtımının olmasını isterler. Ayrıca kâr dağıtımı firmanın geleceği açısından da önem taşımaktadır. Firmanın kuruluşundaki sermayenin güçlendirilmesi büyük oranda dönem kârından ayrılan payla gerçekleştirilmektedir (Saban ve Köse, 2002, s. 1). Bundan dolayı kâr dağıtım kararları firmaların finansman politikalarının önemli bir parçasıdır.

1.5. KÂR PAYLARININ FİRMALAR İÇİN ÖNEMİ

Temettü ödemelerinin önemini belirleyen birçok faktör vardır. Ancak bunların içinde en önemlisi pay sahipleridir. Bundan dolayı pay sahiplerinin gelecekteki beklentilerinin karşılanması gerekir. Ayrıca temettü ödeme politikasının da istikrarlı olması çok önemli bir faktördür. Eğer temettü ödeme politikası istikrarlı olmazsa, pay senedi fiyatları bu durumdan olumsuz etkilenebilir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2014, s. 294).

Kâr payları, finansman ve yatırım kararlarını etkilemektedir. Firma yeni kaynak elde etmekte sıkıntılar yaşıyorsa temettü ödenmesi yatırımları olumsuz etkiler. Bundan dolayı büyüme amaçları ile temettüler arasında kısa vadede uyumsuzluklar olduğu görülmektedir. Firmanın yeni kaynaklara kolaylıkla ulaşabilmesi daha fazla temettü ödeme yapmasına imkân verir. Bundan dolayı fon kaynakları içinde dağıtılmayan kârlar bir seçenek olarak değerlendirilmektedir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2014, s. 295).

Temettülerin önceki senelere göre artış eğiliminde olması ileri yıllarda temettü ödemelerini olumlu etkileyebilir. Ancak tersi durumda, temettü ödemelerinin önceki senelere göre azalması nakit akışları bakımından olumsuz bir gelişmedir.

Temettüler, ortaklar için getiri ifade etmesine rağmen vergi ve fon kullanımı açısından olumsuzluklara yol açtığından bu durum finans biliminde sorgulanmış ve kâr payı bilmecesi olarak bilinen kavram doğmuştur (Madura, 2010, s. 273). Bundan dolayı kâr payı bulmacası ile ilgili teorilerin açıklanacaktır.

1.6. KÂR DAĞITIM POLİTİKASI

Kâr payı dağıtım politikası, firmaların elde ettiği net kârın dağıtılmamış kârlar, paydaşlar ve yedek akçeler arasındaki dağılımını belirleyen politikadır. Kâr dağıtım politikası, elde edilen net kârın ne kadarının firmada tutulacağı ve ne kadarının da dağıtılacağı konusundaki kararların bütünüdür. Firmalar bu politikaya göre kâr dağıtım karar ve uygulamalarını şekillendirmektedir. Kâr dağıtım politikası firmanın pay senetlerinin borsada alınıp satılmasını ve yeni hissedarların firmaya katılmasını önemli ölçüde etkilemektedir. Ayrıca firmanın nakit akımını ve yatırımcıların davranışlarını belirlemesi, firmaların finansman programını etkilemesi ve

borç/özsermaye oranını yükseltmesinden dolayı önem taşımakta ve firmaların ileriye yönelik stratejilerinin belirlenmesinde önemli rol üstlenmektedir (Bölük, 2015, s. 74).

Firmalar vizyon, misyon ve hedefleri doğrultusunda kâr payı dağıtım politikası belirlemektedir. Firmaların kârın tamamını firmada bırakmaları durumunda firma değerinin düşmesi, yatırımların özkaynak ile finanse edilememesi, pay senetlerinin değerinin düşmesi, yatırımcı talebinde azalma ve kredi kullanılması ile faiz oranı yüküne maruz kalınması gibi risklere maruz kalabilir.

Firma yönetimi kârı sabit bir oranda/tutarda dağıtabileceği gibi istikrarlı bir şekilde artırabilir. Ancak kâr payı oranı/tutarı artırıldığında firmanın çok dikkatli olması gerekir. Çünkü hissedarlar, firmanın bundan sonraki dağıtımlarda bu asgari oran/tutarda kâr payı dağıtacağı yönünde beklentiye girmektedirler.

Şirketin ihtiyaçları, yatırımcılar, hissedarlar, işçiler, tedarikçiler ve devlet gibi faktörler kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir. Paydaşların farklı beklenti ve ihtiyaçları olduğundan dolayı firma kâr payı dağıtım politikası oluştururken bunları dengeli bir şekilde dikkate alması gerekir.

1.7. KÂR PAYI POLİTİKASI VE FİRMA DEĞERİNİN TEORİK ARKA PLANI

Firmaların piyasa değeri, finansman, yatırım ve kâr dağıtım kararları arasında ilişki vardır. Ancak, pay senedi değeri ile kâr dağıtım politikası ilişkisinin kapsamı ve içeriği ile ilgili kesin bir durum da yoktur (Ertaş ve Karaca, 2010, s. 60).

Kâr payı teorileri hissedarların refahı kapsamında üç gruptan oluşmaktadır. İlk grup geleneksel yaklaşım olarak adlandırılır. Bu yaklaşımda, bugünkü kâr paylarının elde edilmesi doğrudur ve kâr payı politikası buna göre oluşturulmalıdır. Buna göre kâr payları en yüksek düzeyde olmalı ve bu durum pay senetlerine duyulan ilgiyi artırır. Bununla birlikte pay senedi fiyatları ile hissedar refahı bakımından en uygun yaklaşımdır. İkinci grup ise modern yaklaşım olarak nitelendirilir. Bu yaklaşımda piyasaların etkinliği ön plandadır. Ayrıca hissedarların refahı kapsamında kâr paylarının önemi yoktur. Dolayısıyla, kâr payı politikalarının nasıl oluştuğu da önemli değildir (Atrill, 2014, s. 402; Mc Laney ve Atrill, 2014, s. 589). Üçüncü grup ise kâr payı politikasında vergi oranlarını dikkate alır (Ertaş ve Karaca, 2010, s. 60).

1.7.1. Modigliani- Miller Kâr Payı İlgisizliği Teorisi

Franco Modigliani ve Merton Miller tarafından 1961 yılında ortaya konulan teorik yaklaşımın temel varsayımları aşağıdaki gibidir:

i. Tam rekabet piyasası koşulları geçerlidir,
ii. İşlem maliyetleri ve alım satım komisyonları yoktur,
iii. Yatırımcı rasyoneldir
iv. Sermaye maliyeti üzerinde temettü politikasının önemi yoktur,
v. Vergi yoktur,
vi. Her risk kategorisine giren firmaların iş riski aynıdır,
vii. Yatırımcılar ve yöneticiler tüm bilgilere sahiptir, bilgi konusunda birinin diğerinden farkı yoktur ve herkes masrafsızca ve kolaylıkla bilgilere ulaşabilir,
viii. Temettü politikası ile yatırım politikası arasında ilişki yoktur ve bu ikisi birbirinden bağımsızdırlar.

Yukarıda sayılan varsayımlardan hareketle MM'in kâr payı ilgisizliği teorisinde; kâr payı dağıtım politikasının firma değerini etkilemediği ifade edilmektedir. Eğer firma değerini artırmak istiyorsa temettü politikasından ziyade aşağıdaki faktörlere dikkat etmesi gerekir (Aksoy, 2017, s. 214).:

i. Firmanın risk sınıfı
ii. Firmanın gelecekte getiri elde etme gücü,
iii. Firmanın yatırım politikasıdır.

Teoriyi ortaya atanlar görüşünü ispat etmek için aşağıdaki formülden yararlanmaktadır:

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

P_0: Pay senedinin piyasa fiyatı

D_1: Gelecek dönem için beklenen kâr payı

P_1: Piyasa değeri

k_e: Öz sermaye maliyeti (hissedarların beklediği getiri oranı)

Firmanın sermaye yapısının tamamen öz sermayeden oluştuğu kabul edilirse, n adet pay senedi bulunan firmanın değeri şu şekilde hesaplanabilir;

$$nP_0 = n.\frac{D_1 + P_1}{1 + k_e} = \frac{nD_1 + nP_1}{1 + k_e}$$

Firmanın t_1 döneminde *m* adet yeni pay senedi çıkarttığı ve bunları P_1 fiyatıyla sattığı kabul edilirse, yeni oluşan kaynağın tutarı ($m.P_1$) olacaktır.

Bu değeri, önce eşitliğin sağ tarafından çıkartıp sonra eklediğimizde ($+m.P_1 - m.P_1$) ve k_e ile bugüne indirgediğimizde, eşitliğin değeri değişmeyecektir.

$$nP_0 = \frac{nD_1 + nP_1 + m.P_1 - m.P_1}{1 + k_e} = \frac{nD_1 + (n + m)\,P_1 - m.P_1}{1 + k_e}$$

Firma hiç borç kullanmadığı için, t_1'de firmanın kullanımları ve kaynakları şu şekilde olacaktır.

X: t_1'de net kâr

I: t_1'deki toplam yeni yatırımlar olmak üzere, firmanın kaynak ve kullanımları şu şekilde gösterilir;

$$m.P_1 + X = I + n.D_1$$

Kaynaklar = Kullanımlar

$$m.P_1 + X = I + n.D_1$$

$m.P_1 = I + n.D_1 - X$ bu değer yukarıdaki eşitlikte $m.P_1$ yerine yazıldığında ;

$$nP_0 = \frac{nD_1 + (n + m)\,P_1 - (I + nD_1 - X)}{1 + k_e}$$

$$nP_0 = \frac{(n + m)\,P_1 - I + X)}{1 + k_e}$$

Formülden de anlaşılacağı üzere (nP_0) eşitliği kâr payı (D_1) verisini içermeden yazılmıştır. Bu eşitlik Modigliani ve Miller'ın firma değerinin bir sonraki dönemde ödeyeceği kâr payından etkilenmeyeceği görüşlerini kanıtlamaktadır.

Kâr payı ilgisizliği teorisinde, pay senedi yatırımlarının karşılığı, sermaye kazancı veya kâr payıdır. Ortaklar her iki gelire de aynı mesafededir. Bundan dolayı pay senetlerine olan talebi belirleyen faktörler arasında kâr payı yoktur. Kâr payları nedeniyle pay senedi fiyatlarının artması, gelecekteki gelirlerin artmasına bağlıdır (Akgüç, 2010, s. 781).

Bu teoride, kâr payı politikası, finansman stratejisinin bir parçasıdır. İlk olarak, büyüme için gerekli olan kaynakları kazanmak için yeni pay senetlerinin satılması gerekir. Bu durum kâr payları dağıtıldıktan sonra gerçekleşmektedir. İkinci olarak, kârlar yatırımların gerektirdiği kaynak ihtiyacına yönelik bir araçtır. Bu durum, pay senedi satışının bulunmadığını ve kâr paylarının çok tercih edilmediğini göstermektedir (Okka, 2009, s. 545).

Kâr Payı İlgisizliği Teorisi'nin destekçileri, işlem ve vergi maliyetinin olmadığı varsayımıyla kâr payı politikasının önemli olmadığını kâr payı dağıtım kararlarının pay senedi fiyatlarını etkilemediğini ortaya koymaya çalışmışlardır. Ancak, finansal araştırmacılar bu teoriye katılmayarak teorinin varsayımlarının gerçek dünyada olmadığını iddia etmişlerdir. Bu teoriye katılmayanlar kâr payının önemini kanıtlamak için rakip teoriler ve hipotezler geliştirmişlerdir. Bu eleştiriler şu şekildedir (Bhat, 2008, s. 547; Chandra, 2011, s. 529-532; Alzomaia ve Al- Khadhiri, 2013, s182; Sharma, 2016, s. 312-315):

1. İşlem maliyeti: Teori, iç finansman ile dış finansmanın birbirine eş değer olduğunu yani işlem maliyeti olmadığını varsayar. Ancak gerçek dünyada işlem maliyetleri vardır. Yeni pay senedi satışlarından elde edilen net gelir, pay senetlerinin değerini düşüreceğinden, pay senedi satışıyla elde edilen dış finansman, birikmiş kârlar yoluyla kazanılan iç finansmandan daha pahalıdır.
2. Vergi etkisi: Teori, verginin olmadığını varsaymaktadır. Bu durumda vergi açısından kâr payı geliri elde etmek ile sermaye kazancı elde etmek arasında fark yoktur. Ancak bu gerçeklikten uzak bir varsayımdır. Örneğin kâr payı geliri vergilendirilir ve sermaye kazancı geliri vergilendirilmezse, hissedarlar sermaye kazancını tercih ederler. Tersi durumda ise hissedarlar kâr payı gelirini tercih edecektirler.
3. Bilgi içeriği: Bu teoriye göre, kâr payı firmanın kârlılığını gösterebilir, ancak, kendi başına hisselerin piyasa değerini belirleyemez. Ancak bu görüş gerçeklikten uzaktır. Belirsizliğin hâkim olduğu dünyada, yönetimin geleceğe ilişkin değerlendirmesiyle oluşturulan kâr payı değerlemesi, firmanın beklentileri ve kârlılığı ile ilgili bilgileri hissedarlara iletirler. Yatırımcılar tarafından algılanan belirsizlik kâr payları ile azaltılır. Kâr payı politikası, pay

senetlerinin piyasa fiyatını değiştirir. Böylece, kâr payı getirisi yüksek olan firmaların pay senetleri piyasada yüksek fiyattan işlem görür.

4. Belirsizlik: Teori, kâr payı politikası hariç tüm yönleriyle özdeş olan iki firmanın farklı olmadığını varsayar. Yatırımcılar kâr payı getirisi veya sermaye kazancı elde edebilirler. Kâr payı getirisi yakın gelecek sermaye kazancı ise uzak gelecek getirisidir. Teoriye göre yatırımcılar bu ikisi arasında kayıtsızdır. Ancak uzak gelecekteki getiri için belirsizlikler daha fazladır. Bu belirsizlik durumunda yatırımcının birinci önceliği kâr payı getirisidir. Uzaktaki sermaye kazancı kesin değildir ve yatırımcının riskini artırır.
5. Daha düşük fiyatlarda yeni pay senedi satışı: Teori, kâr payı politikasını değiştirmek için firmanın yeni pay senetlerini mevcut piyasa fiyatından satabileceğini varsayar. Bu varsayım da gerçek hayatta geçerli değildir. Çünkü kâr payı dağıtıldıktan sonra ödenen tutarın yerine konulabilmesi için daha fazla pay senedinin piyasa fiyatının altında yeni yatırımcılara satılması gerekir. Bundan dolayı firmanın maliyetlerini düşürmek için kâr payı ödemesinden ziyade mevcut kârları içeride bırakması gerekir.
6. Çeşitlilik: Firma kazancını dağıtmayıp içeride tutarsa yatırımcılar kâr payı ödemesi yapan firmaya daha yüksek bir değer verir.
7. Rasyolandırma ve uygunsuz yatırımlar: Teori, firmaların yatırım politikalarının finansal olmadığını ve firmaların kâr oranının sermaye maliyetine denk olduğu seviyede yatırım yaptığını varsaymaktadır. Ancak gerçek dünyada firmaların yatırım politikaları kâr payı politikaları ile ilgilidir. Firmalar yerel fonları kolay bulabilirse daha az kârlı projelere yatırım yapabilir. Böyle bir durumda firma kâr payı dağıtarak serbest nakit akışının hissedarlara dağıtılmasına bağlı olarak yöneticilerin daha az kârlı yatırım yapmasının önüne geçer.
8. Kurumsal kısıtlamalar: Kurumsal yatırımcılar, yasaların uygun gördüğü sadece kâr payı ödeyen firmalara yatırım yapmaları gerekir. Bu durumda firmalar kârları koruyacak şekilde kâr payı politikalarını belirleyerek kurumsal yatırımcıların ilgisini çekmeye çalışır.

1.7.2. Eldeki Kuş Teorisi

John Lintner ve Myron Gordon tarafından ortaya konulan bu teori, kâr payı ve piyasa değeri ilişkisi bakımından geleneksel yaklaşımı temsil etmektedir ve temettü politikasıyla firma değeri arasında ilişki olduğunu iddia etmektedir. Teorinin varsayımları aşağıdaki gibidir:

i. Tamamen özkaynak kullanılmakta ve borç kullanılmamaktadır,

ii. Sermaye maliyeti ve getiri oranı sabittir,

iii. Firmanın ömrü sınırsız süreli olarak kabul edilmektedir,

iv. Kâr payı ödemesinde meydana gelen artışlar özkaynak maliyetini dolayısıyla ağırlıklı ortalama kaynak maliyetini düşürmekte ve firma değerini yükseltmektedir,

v. Kâr payı ödemesinde meydana gelen azalışlar özkaynak maliyetini dolayısıyla ağırlıklı ortalama kaynak maliyetini yükseltmekte ve firma değerini düşürmektedir.

Bu teoriye göre eldeki kuş dağıtılan kârları, daldaki kuş ise sermaye kazancını temsil etmektedir. Yatırımcılar eldeki kuşu daha az riskli gördükleri için kâr payı dağıtımını tercih etmektedirler. Kârın dağıtılmayıp firmada bırakılmasıyla sermaye kazancı riske girdiğinden öz kaynak maliyetinin risk primi artmakta, ağırlıklı ortalama kaynak maliyetinin risk primi artmakta ve bundan dolayı firma değeri düşmektedir. Gordon modeldeki varsayımların ispatı için aşağıdaki formülü kullanmıştır:

$$P = \frac{Dağıtılabilir\ Kâr \times (1 - Dağıtılmayan\ Kârlar\ Oranı)}{ke - g}$$

$$P = \frac{Dağıtılan\ Kârlar}{ke - g}$$

P=Pay Senedinin Değeri

ke=Öz Kaynak Maliyeti

g=Temettülerdeki Sabit Büyüme Oranı

Temettü getirisi azaldıkça hissedarların beklediği getiri k_e artmaktadır. Kârların daha fazla içeride bırakılması k_e'yi dolayısıyla ortalama sermaye maliyetini de artırmakta ve firmanın değerinin azalmasına sebep olmaktadır.

Bu yaklaşımda optimal kâr dağıtım politikası, ortakların yatırımlarından bekledikleri kârlılık oranı ile firmanın yeni yatırımlarının kârlılığı arasındaki ilişki ile belirlenir. Büyüyen firmalarda, genellikle firmanın yeni yatırımlarının kârlılık oranı ortakların yatırımlarından bekledikleri kârlılık oranından daha büyük olduğundan bu tür firmalarda pay senedi sahipleri kârın daha büyük bir kısmının içeride bırakılmasını isteyebilir. Çünkü beklentilere göre piyasada daha kârlı yatırım yoktur. Diğer bir deyişle, pay senedinin değeri ve firmanın öz sermayesi kâr dağıtımından etkilenir. Yatırım kârlılığı olamayan ve gerileyen firmalarda genellikle firmanın yeni yatırımlarının kârlılık oranı ortakların yatırımlarından bekledikleri kârlılık oranından daha düşük olduğundan ortaklar için kârın firmada bırakılması, kâr payı olarak dağıtılmasına göre daha risklidir. Ortaklar kâr ödeme oranı az olan firmaların pay senetlerini yüksek iskonto oranıyla, kâr ödeme oranı fazla olan firmaların pay senetlerini düşük iskonto oranıyla değerlendirir. Gordon ve Lintner'e göre piyasadaki belirsizlikler ve diğer etkenler pay senedi fiyatlarını dalgalandırır ve bu da pay senedi satışından kazanılacak sermaye kazancını riskli hale getirir. Böyle bir durumda yatırımcının riskini azaltmak için kâr payı dağıtmak gerekir (Yıldız, 2014, s. 28).

1.7.3. Vergi Etkisi Teorisi

Ülkeler makro politikalarına göre kâr payı dağıtımı ile sermaye kazançlarını farklı oranlarda vergilendirmektedirler. Eğer bir ülke, firmaları kâr payı dağıtımına özendirmek istiyorsa sermaye kazancının vergilendirmesini yüksek tutar. Tersi durumda sermaye kazancı özendirilmek isteniyorsa bu sefer de kâr payı dağıtımına uygulanan vergi oranı yükseltilerek firmaları kâr payı dağıtmamaya yönlendirebilir. Robert Linzenberk ve Krisha Ramoswamy tarafından geliştirilen vergi etkisi teorisine göre kâr payı dağıtımı ile sermaye kazancına uygulanan farklı vergi oranları firma değerini etkilemektedir. Bu teoriye göre sermaye kazancı vergi oranı düşük ise düşük kâr payı dağıtımı veya sermaye kazancı vergi oranı fazla ise fazla kâr payı dağıtımının pay senedi değerini ve firma değerini yükselteceğini söyler. Bu durumda ortakların kazanabilecekleri net nakit akışları artacağından ortakların getiri oranı da artacak ve buna bağlı olarak hissedar değeri de artacaktır (Aksoy, 2017, s. 229).

Vergi etkisi teorisine göre kâr payından alınan vergiler sermaye kazancı üzerinden alınan vergilere göre daha yüksektir. Çünkü sermaye kazançları üzerinden alınan vergiler sermaye kazancı nakde dönüştüğü dönemde; kâr payı üzerinden alınan gelir ise vergilerinin kâr payı elde edildiği dönemde tahsil edilmektedir. Başka bir deyişle, yatırımcı pay senetlerini elde tuttuğu sürece sermaye kazancı oluşmaz ve bu kazanç üzerinden vergi tahsil edilmez. Sermaye kazancı, kâr payı kazancına göre daha avantajlı olduğundan yatırımcılar düşük kâr payı politikası uygulayan firmalara yönelmektedir. Bundan dolayı düşük kâr payı ödeme politikası özsermayenin maliyetini düşürdüğünden pay senetleri fiyatlarının değeri de yükselmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2016, s. 304).

Modigliani-Miller (MM) teorisine göre rasyonel davranışlar, mükemmel piyasalar ve belirli koşullarda kâr payı politikaları yatırımcıların servetlerini ve firma değerini etkilememektedir. Piyasalar mükemmel olduğundan MM'e göre vergi boyutu göz ardı edilmektedir. Buna bağlı olarak da sermaye kazançları ile kâr payı kazançları arasında vergi uygulamaları bakımından farklılık yoktur. Ancak gerçek piyasa koşullarında bu pek de gerçekçi bir durum değildir (Yıldız, 2014, s. 102).

1.7.4. Vekalet Teorisi

Kâr paylarının varlığından dolayı, yatırımlara ayrılan fonların yetersiz kalmasının, yeni pay senedi ihracını gerektirdiği belirtilmektedir. Bunun nedenleri, temettüden vergi kesilmesi ve ihraç giderlerinin yüksekliğidir. Buna rağmen kâr payının tercih edilmesi vekalet teorisiyle açıklanmaktadır. Kâr payı dağıtımı yöneticilerin keyfi uygulamalarına sınırlama getirdiğinden ve hisselerin değerini yükseltebileceğinden negatif net bugünkü değerli yatırım projelerinin seçilmesine göre daha avantajlıdır. Ayrıca yönetim kararları uygun bulunmazsa pay senetlerine talep düşmektedir. Bu sayede ortakların yatırımları korunabilmektedir. Vekalet teorisine göre, firma dışı kaynaklar sağlanacaksa aracı kurumlar, kredi derecelendirme kurumları, yatırım bankaları ve hissedarlar gibi kurum ve kişilere danışılması zorunludur (Koç, 2016, s. 18).

Yüksek oranda kâr payı dağıtıldığında, yöneticiler piyasalara olumsuz sinyaller göndermemek ve bu oranın altına düşmek için sürekli olarak firmanın faaliyetlerini yükseltmeleri gerekecektir. Bu amaçla yöneticiler daima net bugünkü değeri pozitif

olan proje arayışında olacaklar. Ayrıca yüksek oranda kâr payı dağıtımı firmanın likiditesini düşüreceğinden yöneticilerin kontrolündeki fonlar azalacaktır. Bu şekilde yöneticilerin kendi çıkarlarını ön plana çıkarmaları engellenmiş olunur. Diğer şartlar sabit varsayıldığında bu durum firma değerini pozitif etkiler. Bu teoriye göre yöneticiler ile ortakların/sahiplerin beklentileri farklı olması temettü tercihini geçerli kılmaktadır.

Hissedarların ve firmaya borç verenlerin kâr payı dağıtımına bakışları farklıdır ve çıkarları aynı değildir. Çünkü hissedarlar için temettü bir güvence kaynağıyken firmaya borç verenler için bu olumsuz bir durumdur. Bundan dolayı firmanın bu iki gruba uygun kâr payı dağıtım politikası belirlemelidir. Bu sayede, öz sermaye ve borç ile ilgili toplam vekalet maliyetleri olumlu etkilenir (Shao, Kwok ve Gueadhami, 2013, s.44).

Sermaye içinde borç varsa yatırımcılar ve hissedarlar için riskli ancak getiri potansiyeli yüksek projelere yatırım yapılması ve bu projelerden başarısız olunması durumunda bu başarısızlık borç verenlerle birlikte paylaşılmaktadır. Ancak tersi durumda bu projelerde başarılı olunur ve refah artışı olduğunda bu durum borç verenlerle paylaşılmamaktadır. Ayrıca firmanın iflas ile karşılaşması durumunda yatırımcı ve hissedarların iflas öncesinde elde ettikleri kâr payı getirilerini borç verenlerle paylaşmazlar. Bu tür durumlardan dolayı kâr payı dağıtımı borç verenlerin menfaatine değildir. Bundan dolayı borç verenler kendilerini güvence altına almak için firmanın kâr payı dağıtım politikalarına bazı sınırlamalar getirirler (Yıldız, 2014, s. 37-38).

Bu teoriye göre firma, firma içi ve firma dışındaki kişi ve gruplarla iyi ilişkiler geliştirerek kâr payı ile vekalet maliyetlerini düşürebilir. Bunun temelinde, temettü dağıtımı sonucu oluşan finansman açığının giderilmesinde, sermaye piyasası mevzuatına bağlılık vardır.

1.7.5. Asimetrik Bilgi Teorisi

Asimetrik bilgi kavramı, belirli bir bilginin, firmayla ilgili tüm kişi ve kurumlara aynı anda ulaşmamasıdır. Bu teoriye göre kâr payları, özel bilgi üretmede yöntem ve araç olarak kullanılabilir. Bu teori sinyal etkisi teorisi olarak da bilinir.

Modigliani- Miller teorisinde her ne kadar kâr payı dağıtımının firma değeri üzerinde etkisi olmadığını söylense de firma yöneticilerinin cari dönemdeki temettü politikalarını oluştururken firmanın gelecekle ilgili nakit akışları ve kârlılığa ilişkin beklentileri üzerinde sahip oldukları içsel bilgileri kullandıkları ve kâr payının bilgi içeriği olduğunu kabul etmektedirler (Akyol, 2007, s.77).

Bu teorinin temelinde kâr payı dağıtımındaki değişikliklerin firmaların gelecekteki kazançları hakkında yatırımcılar ve piyasalar için bilgi içerdiği vardır. Yöneticiler, kâr payı dağıtımı hakkında aldığı kararla yatırımcılara firmanın gelecekteki nakit akımları ve kârlılığı hakkında bilgi aktarmaktadır. Bunun sonucunda da firma değeri gelen bilgiden etkilenmektedir.

Temettü yoluyla sermaye piyasalarına bilgi aktaran yöneticiler, öncelikle firmanın gelecek hakkındaki beklentilerini çok iyi bir şekilde analiz etmeli ve elde ettiği bu bilgileri paylaşırken firma hakkında oluşabilecek yanlış algılamaları bertaraf edebilmek için açık ve anlaşılır olmaya dikkat etmelidir. Yöneticilerin, firma hakkında gelecekte kazanç ve büyüme fırsatları hakkında olumsuz tahminleri varsa kâr payı artışına giderek piyasalara yanlış bilgi aktarmamalıdır. Çünkü yatırımcılar kâr payı artışlarına ilişkin duyurulara olumlu bakarken, azalışlara ilişkin duyurulara ise olumsuz bakmaktadır. Bunun nedeni firma dışındaki yatırımcıların, yöneticilerin kâr payı duyurularının arkasında firmanın beklentileri ve performansı hakkında daha fazla bilgiye sahip oldukları yatmaktadır. Bundan dolayı yöneticiler, kâr payı azaltma duyurularından olabildiğince kaçınmalıdır (Yıldız, 2014, s. 33).

Asimetrik bilgi teorisine göre, temettü kullanılarak, vekalet maliyetleri ve asimetrik bilgi azaltılabilir. Çünkü ortakların ve yöneticilerin çıkar çatışması asimetrik bilgiden kaynaklanmaktadır. Bu kapsamda, temettü dağıtımının yoğun olduğu durumda, yeni yatırımların finansmanının sermaye piyasasından sağlanması bir göstergedir. Bu durumda, pay senedi ihraç fiyatı kullanılarak firmaya dönük bilgiler ile beklentiler öğrenilebilir. Yatırımların finansmanında firma içi kaynakların

kullanımı durumunda, piyasanın firma hakkındaki değerlendirmesinin söz konusu olmayacağı vurgulanmaktadır. Piyasa değerlendirmesine yönelik bilgi eksikliğinden dolayı asimetrik bilgi meydana gelir.

1.7.6. Finansal Hiyerarşi Teorisi

Finansal hiyerarşi teorisine göre, asimetrik bilgiden dolayı finansman maliyetleri olumsuz etkilenmektedir. Bu teoriye göre temel fon kaynakları iç kaynaklar, borçlanma ve yeni pay senedi şeklinde sıralanmalıdır. Kaynaklar bu sıralamaya göre kullanılmalıdır.

Finansal hiyerarşi teorisinin temelleri şu şekildedir:

i. Firmalar fon temininde öncelikle iç finansmanı tercih ederler,
ii. Firmalar, temettülerde ani değişimleri önlemeye çalışırlarken, temettü ödeme oranlarını yatırım fırsatlarına uyarlamaktadırlar,
iii. Eğer firmanın dış finansmana ihtiyacı varsa önce borçlanmalı, son çare olarak pay senedi çıkarmalıdır.

Firmaların finansal hiyerarşiyi takip etmeleri sayesinde yatırımcıların borç ihracını kötü bir haber olarak görmeleri daha düşük bir ihtimaldir. Ayrıca bu teori en kârlı firmaların neden daha az borç kullandıklarına açıklık getirmektedir. Bunun nedeni bu tür firmaların hedef borç-öz kaynak oranları düşük olduğu için değil dış borçlanmaya ihtiyaç duymamalarıdır. Daha az kârlı firmalar sermaye yatırımı programı için yeterli iç fonları olmadığından borç ihraç ederler (Brealey, Myers ve Marcus, 2007).

1.7.7. Müşteri Etkisi

Müşteri etkisi teorisine göre, bazı yatırımcılar kârın firmada bırakılmasını isterken bazı yatırımcılar da kâr payı kazançlarını tercih etmektedir. Bundan dolayı firmalar kâr payı dağıtım politikalarını belirlerken yatırımcıların bu tür beklentilerini göz ününde bulundurmaları gerekmektedir. Kâr payı geliri ile sermaye kazancı geliri farklı vergilendirildiği için yatırımcılar arasında bu tür farklılıklar olmaktadır. Sermaye kazancının vergi avantajından faydalanmak isteyen yatırımcılar, firmaların nakit olarak temettü dağıtmasından ziyade kârın firmada kalmasını tercih ederler. Bu durumda firma nakit kâr payı dağıtacağını açıklarsa bu yatırımcı gelecekte daha fazla vergi ödememek için hisselerini satma yoluna gidebilir (Yıldız, 2014, s. 30-31).

Bu teoriye göre, firmanın temettü politikasını uzun süre değiştirmemesi gerekir. Mükemmel piyasalar olmadığından firmalar temettü politikalarını sık sık değiştirirse yatırımcılar bu durumdan rahatsız olur ve firma değiştirebilir. Firmaların sahip olduğu müşteri profilleri, temettü politikasını değiştirmenin önündeki büyük engellerden biridir.

Bu teoriye göre üç yatırımcı tipi vardır. Bunlar:

a) Sermaye kazancını tercih edenler,
b) Yüksek oranda temettü ödemesini tercih edenler,
c) Sermaye kazancı ile kâr payı ödemesi arasında kayıtsız kalanlar.

Sermaye kazancını tercih edenler, kârı içeride tutup kârını yeni yatırımlarda kullanan firmaları seçerler. Yüksek oranda temettü ödemesini tercih edenler, temettü dağıtım oranı yüksek olan firmaları tercih ederler. Sermaye kazancı ile kâr payı ödemesi arasında kayıtsız kalan yatırımcılar ise iki tür firmanın da pay senetlerini talep ederler. Firmanın bu müşteri grubuna sahip olması durumunda, pay senedi değerinin, kâr payı politikasınca belirlenmesi söz konusu değildir. Eğer firma nakit temettü politikasında önemli değişikliklere giderse, bu durum müşteriyi firmadan uzaklaştırabilir ve yeni sahipler ortaya çıkar (Okka, 2009, s. 551).

Genç yatırımcılar temettü geliri elde etmekten ziyade daha çok sermaye kazancı ile portföyünü oluşturmak isteyebilir. Bazı orta yaşın üstündekiler riskten kaçınmak için kâr payı almayı tercih edebilir. Bu yatırımcıların arzusu firmanın daha fazla temettü ödemesidir. Firmalar yatırımcılarının bu tür beklentilerini göz önünde bulundurarak temettü politikası belirlemesi gerekir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2014, s. 445-446).

1.7.8. Artık Değer Teorisi

Artık değer teorisine göre, yatırım fırsatlarının olmaması veya bulunmaması durumunda kâr payı ödemesi ortaya çıkar. Diğer bir ifade ile kâr paylarının dağıtılabilmesi firmanın öz sermayesine bağlıdır.

Bu teoriye göre, firmanın iflas riski ve firma içinde biriken fonların kontrol edilmesinde firma yönetimi etkili olduğundan dolayı öncelikli olarak kâr payının dağıtılması yapılmamaktadır. Yöneticilerin yaptığı yatırımların net bugünkü değerinin negatif olması durumunda firma bu durumdan olumsuz etkilenir. Ayrıca firma

yöneticilerinin özel harcamaları da vardır. Bu teoride temettülerin dağıtılması olumlu etki sağlar. Kâr payları dağıtılarak vekalet maliyetleri düşürülebilir (Günalp, Kadıoğlu ve Kılıç, 2010, s. 53)

Artık değer teorisinde, hissedarların temettü alabilmesi için, yatırım projeleri için gerekli olan kaynaklar kullanıldıktan sonra kalan fazla fonlara ihtiyaç vardır. Dağıtılacak temettü tutarı faaliyetlerden elde edilen kâr ile firmanın yatırım bütçesinden etkilenmektedir. Yatırım fırsatları yokken temettü oranları yüksek; yatırım fırsatları varken temettü oranları düşük olmalıdır.

Bu teoride kâr payı politikası ön planda değildir ve temettülerin pay senedinin üzerinde bir etkisi yoktur. Bu durumda, teoriye göre firmanın temettü dağıtma politikası ile hissedarların temettü dağıtımına yönelik beklentileri örtüşürse en uygun temettü politikası belirlenebilir (Okka, 2009, s. 549).

1.7.9. Yaşam Döngüsü Teorisi

Yaşam döngüsü teorisine göre, firmanın yaşam döngüsü ile temettü politikaları birbiri ile ilişkilidir. Firmanın yaşam döngüsü aşamasına göre kâr payı politikası belirlemesi gerekir. Yeni kurulan veya büyüme aşamasında olan firmaların yatırımlar için gerekli kaynakların sağlanmasında kârları içeride tutup dağıtmaması gerekir. Kâr paylarının dağıtılabilmesi kârların yüksek olması, büyüme imkanlarının kısıtlı olması ve büyük firma olması gerekmektedir (Coulton ve Ruddock, 2011, s. 381).

Yaşam döngüsündeki büyüme aşamasının serbest nakit akımları üzerinde etkisi vardır. Büyüme döneminde yatırımlar fazla olmasına rağmen kâr payları ve nakit akımları azdır. Ancak olgunlaşma döneminde yatırımlar genel olarak azalmasına rağmen kâr paylarında ve nakit akımlarında artış vardır (Ben-Nasr, 2015, s. 669).

1.7.10. Walter Teorisi

James E. Walter tarafından geliştirilmiş bir modeldir. Bu model temettüler ile pay senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi açıklar. Bu teoriye göre pay senedi fiyatını, kâr payları ve öz sermaye sahiplerinin beklediği getiri oranı ile firma içinde tutulan kârdan kazanılan getiri oranı arasındaki ilişki belirler. Bu teoriye göre firma içinde tutulan kârların getiri oranı, hissedarların beklediği getiri oranından daha fazla ise, kârların firmada tutulması hissedarlar için daha avantajlı bir durumdur. Bu durumda kâr payı

düşük olsa bile pay senedinin değeri artar. Ayrıca hissedarlar kârların daha fazla firmada tutulmasını isteyeceklerdir. Tersi durumda ise pay senedinin piyasa değeri düşer. Hissedarlar, kârların daha fazla dağıtılmasını talep ederler. Çünkü aldıkları temettüleri başka yatırımlarda, firmanın yatırımlarından daha yüksek oranda getiri elde ederler (Canbaş ve Vural, 2020, s. 327).

$$P = \frac{D + \frac{k_1}{k_e}(E - D)}{k_e}$$

k_1: Yatırımların Getiri Oranı

P: Pay Senedinin Piyasa Fiyatı

D: Hisse Başına Kâr

E: Hisse Başına Gelir (kazanç)

k_e: Öz Sermaye Maliyeti (Piyasa Kapitalizasyon Oranı)

Optimum kâr payı ödeme oranı, D değeri değiştirilerek belirlenir.

Bu teori, büyüyen firmaların daha az temettü dağıtmalarına rağmen pay senedi fiyatlarının neden düşmediğine ve bunun aksine neden yükseldiğine açıklama getirmektedir. Ayrıca bunun yanında yüksek temettü dağıtan ama düşük alıkonulan kârlılığı olan bazı firmaların pay senedi fiyatlarının neden yüksek olduğuna da açıklama getirmektedir.

Walter formülü teorisine göre, yalnızca yatırımların kârlılığı ile optimum kâr payı dağıtımı oluşturulabilir. Firma, kârlı yatırım fırsatlarının olduğu ortamda temettü dağıtmamalıdır. Çünkü yatırımların finansmanı için firmanın bu kârlara ihtiyacı vardır. Eğer firma için kazançlı yatırım fırsatı yoksa kazancın tamamını temettü olarak dağıtmalıdır. Çünkü firmanın bu fonlara ihtiyacı yoktur (Van Horne, 1980, s. 425).

1.8. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI TÜRLERİ

Firmaların elde ettiği kârlar, maliyetlerin yükselmesi veya düşmesi, satışların artması veya azalması, olağanüstü durumların ortaya çıkması gibi durumlardan dolayı hiçbir zaman sabit bir oranda veya aynı düzeyde kazanılamaz. Buna karşılık firmalar, yatırımcıların beklentilerine karşılık verilmesi, istikrarlı ve güven verici bir kurum imajı verilmesi amacıyla kâr dağıtım politikalarında çeşitli dağıtım yöntemlerini

kullanabilirler. Bu yöntemler sayesinde firmanın piyasa değeri artabileceği gibi sabit bir düzeyde kalabilir. Firmalar tarafından temettü dağıtım politikaları oluşturulurken gelecekteki büyüme oranı ile bugün ödenecek kâr payı arasında bir denge sağlanarak firmanın pay senetlerinin değerinin artırılması amaç edinilmelidir.

1.8.1. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtılması

Sabit miktarda kâr payı dağıtım politikası, firmanın faaliyetlerinden kazandığı kâr değişse bile her yıl sabit miktarda temettü dağıtılması kuralına dayanır. Bu şekilde yatırımcılar hem her yıl temettüden ne kadar pay alacağını bilecek hem de gelecek belirsizliklerden kurtulacak. Bu politika türünü daha çok riski sevmeyen ve sabit gelir elde etmek isteyen yatırımcılar tercih eder. Ancak bu durumun birkaç dezavantajı vardır. Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde temettüler reel anlamda azalmakta veya kârın yüksek olduğu yıllarda verilmesi gerekenden daha az temettü dağıtıldığı kanısı piyasada yayılabilmektedir. Ayrıca pay senetleri, sabit getirili yatırım araçlarına dönüşmektedir.

Sabit miktarda kâr payı dağıtımı, pay senetlerinin piyasa değerini ya dar bir fiyat aralığında ya da sabit bir düzeyde kalmasına neden olmaktadır. Bu durum sermaye kazancı bekleyen yatırımcılar için cazip değildir. Firma zarar ettiği ya da düşük kâr el ettiği dönemlerde zor durumda kalmaktadır. Bundan dolayı enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde bu politika terk edilmiş, yerine sabit büyüme oranı politikası tercih edilmiştir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2014, s. 447).

1.8.2. Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtılması

Sabit oranda kâr payı dağıtım politikası, firmaların dağıtılabilir kâr rakamındaki artış ve azalışları dikkate almadan her yıl dağıtılabilir kâr rakamı üzerinden sabit oranda kâr payı dağıtma kuralına dayanmaktadır. Bu politika ortakların gelecekte elde edecekleri kâr payı kazançlarına ilişkin belirsizlikleri kısmen dağıtmaktadır. Ortaklar, dağıtılabilir kârın yüzde kaçının temettü olarak dağıtılacağını bilmesine rağmen bu oranın ne kadarlık miktara denk geleceğini bilemez (Aksoy, 2017, s. 229).

Kârları düzenli artan firmalar için bu uygulamanın bir sakıncası yoktur. Ayrıca ortağa yüzde olarak kâr payı konusunda garantide vermektedir. Ancak kârları aşırı şekilde dalgalı ve istikrarsız olan firmalar için riskli bir politikadır. Riski sevmeyen

yatırımcılar bu şekilde temettü politikası uygulayan firmaların pay senetlerinden kaçınırlar ve bu durum firmanın pay senetlerinin değerinin düşmesine yol açabilir.

1.8.3. Sabit Miktara İlave Sabit Oranlı Kâr Payı Dağıtımı

Bu politikada, sabit miktarda kâr payı dağıtılması politikasının yanına sabit oranda kâr payı dağıtılmasını eklemektedir. Bu sayede birinci yöntemin sabit olma ikinci yöntemin de çok fazla dalgalı olma özelliği kısmen azaltılmış oluyor. Ayrıca yatırımcı hem asgari alacağı kâr payı tutarını hem de ilave kârdan alabileceği kâr payı oranını bilmektedir. Bu politika diğer ilk iki politikaya göre daha ılımlıdır. Bu politika daha çok ABD ve Batı Avrupa'da uygulanmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2016, s. 293).

1.8.4. Artıklar Oranında Kâr Payı Dağıtımı

Bu teoriye göre, firmanın faaliyetlerinden elde edilen kârlar yapılacak yatırımlara aktarıldıktan sonra geri kalan tutarın kâr payı olarak dağıtılmasını öngörmektedir. Bu politika, firmanın borçlanma politikası, yatırım politikası ve sermaye yapısı ile ilişkilidir. Her yıl dağıtılacak temettülerin değişmesinden dolayı bu politika yatırımcılar için risklidir. Temettünün dağıtılmadığı durumlarda, bu kârların yeniden yatırıma ne şekilde dönüştürüleceği kısmı buradaki en önemli konudur. Yatırım kârlılığı az olan ile büyüyen firmalarda durum farklıdır. Hissedarların bekledikleri kârlılık oranı, yatırımdan beklenen kârlılık oranından düşük ise firmanın piyasa değeri artar. Ancak tersi durumda, pay senedi sahiplerinin bekledikleri kârlılık oranı, kârların dağıtılmayıp yeni yatırımlara aktarılması sonucunda yatırımlardan bekledikleri kârlılık oranından fazla ise firmanın piyasa değerini olumsuz etkiler (Canbaş ve Vural, 2020, s. 337).

1.8.5. Kâr Payı Avansı Ödemeleri

Kâr payı avansı politikası uygulayan firmalarda hesap dönemi bittikten sonra veya bitmeden genel kurul tarafından temettü dağıtım kararı alınmadan, ileride her paya karşılık düşecek kâr payına mahsuben avans ödemesi yapılır. Bu politika daha çok yurtdışındaki firmalar tarafından tercih edilmektedir. Sermaye piyasası mevzuatına göre, firmalar 3,6 ve 9 aylık dönemler itibarıyla hazırladıkları ara mali tablolardaki kârları üzerinden nakit kâr payı avansı dağıtabilirler (Aydın, Başar ve Coşkun, 2014, s. 448).

Kâr avansı dağıtmak isteyen firmaların genel kurul kararı ve esas sözleşmelerinde hükmün yer alması kaydıyla ilgili yılla sınırlı olmak üzere yönetim kuruluna yetki vermeleri gerekir. Genel kurul toplantısında, cari dönemde zarar edilmişse veya yeterli kâr oluşmamışsa bir önceki yılın bilançosunda bulunan olağanüstü yedek akçelerden mahsup edileceği kararının da alınması gerekir. Yönetim kurulu genel kurulu kâr payı ödeme konusunda yetkilendirmişse cari dönemde her 3 aylık dönemi izleyen 6 hafta içerisinde kâr payı avansının dağıtılıp dağıtılmayacağının kararını vermesi gerekir. Dağıtılacak kâr payı avansının TTK'nın ve SPK'nın temettü dağıtılmasına ilişkin hükümlerine uygun olmak zorunda (Aydın, Başar ve Coşkun, 2014, s. 448).

1.9. KÂR PAYI ÖDEME ŞEKİLLERİ

1.9.1. Nakit Cinsinden Kâr Payı Dağıtımı

Firmalar tarafından, temettü ödenmesinde en sık kullanılan yöntem nakit kâr payı dağıtımıdır. Bu yöntem nakit çıkışı gerektirdiğinden firmanın likiditesinin buna uygun olması gerekmektedir.

Nakit kâr payları aşağıdaki şekillerde dağıtılabilir:

a) Özel kâr payları,
b) Düzenli nakit kâr payları,
c) Tasfiyede kâr payları.
d) Ekstra nakit kâr payları.

Nakit kâr payı ödemesinde likidite dışında firmanın yaşı ve sağlanan kâr da önemli faktörlerdir. Yaşı genç olan firmaların çok fazla nakit ihtiyacı vardır. Bu durumda temettü dağıtılmasında sıkıntı yaşanabilir. Bunun nedenleri borçlanmadaki güçlükler ve yeni yatırımlardır (Ertaş ve Karaca, 2010, s. 63). Halka açık firmalar üç ayda bir, 6 ayda bir veya yılda bir kez kâr payı ödeyebilirler.

Ödenecek nakit kâr payı toplamı şu formülle gösterilmektedir:

$$\text{Toplam nakit kâr payı} = \text{Pay başına nakit kâr payı} \times \text{pay senedi sayısı}$$

Nakit kâr payı ödemesinin aşamaları şu şekildedir (Koç, 2016, s. 7):

1. Pay başına düşen kâr payı tutarının ilan edilmesi,
2. Pay sahiplerinin başvurusu,

3. Nakit kâr paylarının dağıtılması.

1.9.2. Pay Senedi Cinsinden Kâr Payı Dağıtımı

Bu yönteme göre, temettünün dağıtılmasında nakit yerine pay senetleri tercih edilmektedir. Bu yöntemin nakit kâr payı ödemesinden farkı kâr paylarının yüzde olarak verilmesidir. Bu çerçevede, kâr payı yüzdesi ile pay senedi yardımıyla, kâr paylarının pay senedi cinsinden değerine ulaşılabilecektir. Kâr paylarının pay senedi cinsinden değerine şu formülle ulaşılır:

$$\text{Pay senedi cinsinden kâr payı} = \text{pay senedi sayısı} \times \text{kâr payı yüzdesi}$$

Pay senedi cinsinden kâr payı dağıtımı yönteminde yüksek değerli pay senedi fiyatları olumlu etkilendiğinden ve nakit kullanımı gerekmediğinden tercih edilmektedir (Türko, 2002, s. 532).

Bu yöntem pay senedi fiyatını suni olarak sabit tutmak için kullanılmaktadır. Pay senedi cinsinden kâr payı dağıtımı açıklandıktan sonra genellikle firmanın pay senetlerinde kısa süreli bir artış olmakta, bu durum yatırımcılar tarafından yüksek getiri sinyali olarak algılanmakta, kısa bir süre sonra firmanın hissedarların beklentileri doğrultusunda yüksek kâr payları açıklamasıyla da fiyatlar düşüp normal düzeye gelmektedir.

Bu yöntemin dezavantajı, hisse başına geliri ve pay senetlerinin fiyatını düşürmesidir. Pay başına gelir, pay senedi sayısının artmasıyla azalsa bile, ortakların elinde daha fazla pay senedi bulunacağından ortakların geliri azalmaz. Firma bu şekilde kârları içeride tutarak verimli yatırımlarda kullandığında gelecek yıllarda dağıtabileceği temettü oranlarını artırarak uzun vadede yatırımcılarına daha fazla kazançlar sunabilir (Canbaş ve Vural, 2020, s. 338).

Bu yöntem, vergi yönünden özendirici önlemlerin alındığı ve sermaye piyasasının çok gelişmiş olduğu ülkelerde kullanılır.

1.9.3. Pay Senedi Geri Alım Yoluyla Kâr Payı Dağıtımı

Bu yöntem, firmalar için kârlı yatırım fırsatlarının olmaması ve aşırı nakit fazlası olduğu durumlarda kullanılır. Firmalar pay senetlerini geri satın alarak dolaşımdaki pay senedi sayısını azaltıp firmanın net kârını değiştirmemesi şartıyla pay

başına net kârını artırmaktadır. Pay başına gelirin artmasıyla pay senetlerinin piyasa fiyatı artmaktadır. Bu sayede ortaklar sermaye kazancı elde etmektedirler.

Firmaların kendi pay senetlerini geri almalarının iki avantajı vardır. Bunlardan birincisi, yatırımcılar tarafından pay senetlerinin satılması sonucunda sermaye kazancı elde edilir. Sermaye kazancının kâr payı kazancından daha düşük vergilendirilmesi durumunda yatırımcılar vergi avantajı el etmektedir. İkinci avantajı ise firmaların kendi pay senetlerini geri alma talebi ile yatırımcılara gitmeleri durumunda, yatırımcıların ellerindeki pay senetlerini satarak gelirini hemen elde edebilecekleri gibi pay senetlerini satmayıp ellerinde daha uzun süre tutarak fiyat artışından yararlanmayı da tercih edebilir (Karyağdı, 2014, s. 58-59).

Pay senedinin geri alımı için iki farklı yöntem vardır. Yöntemin birincisinde temettü verilmesi için yeterli nakdin bulunması gerekmektedir. Bu kapsamda bu nakit pay senedi geri alımı için kullanılır. İkici yöntemde ise sermaye yapısını özsermaye aleyhine değiştirmek için yabancı kaynak yardımıyla pay senedinin geri alınması söz konusu olmaktadır (Türko, 2002, s. 535).

Türkiye'de Borsa İstanbulda işlem gören halka açık anonim firmalar kendi pay senetlerini geri satın alarak dolaylı olarak kâr payı dağıtabilirler.

1.9.4. İntifa Senedi Cinsinden Kâr Payı Dağıtımı

İntifa senetleri, anonim firmalar tarafından nakit karşılığı satılmak üzere, ortaklık haklarına sahip olmaksızın tasfiye bakiyesinden yararlanma, kârdan pay alma ve yeni pay alma gibi faydaları olan menkul kıymetlerdir. Bazı firmalar ortaklarına temettü olarak intifa senetleri dağıtmaktadır. Ancak bu şekilde temettü ödemesine çok sık rastlanılmaz (Ceylan ve Korkmaz, 2016, s. 296).

1.9.5. Pay Senetlerinin Bölünmesi

Bu yöntem ile firma hem mevcut pay senetlerini daha düşük değerde birçok senede bölerek, sermayeyi değiştirmeden pay senedi sayısını artırmakta hem de nakit ödemesi yerine pay senetlerini vererek nakdi firmada tutmaktadır. Firmanın amacı, pay senetlerinin pazar değerini yükseltecek ortam oluşturmak ve pay senetlerine olacak yatırımcı talebini artırmaktır. Bu politika, firmanın kârlılığının yüksek olduğu büyüme döneminde uygulanır. Ayrıca bu dönemde yatırımcının firmanın geleceği

konusunda pozitif algısı vardır. TTK, firmanın esas sermayesi değiştirmemesi ve sözleşmeyi değiştirmek kaydıyla pay senetlerinin bölünmesine izin vermiştir.

1.9.6. Pay Senetlerinin Birleştirilmesi

Pay birleştirilmesi, firmanın sermayesini temsil eden pay sayısının azaltılmasıdır. Firmanın, pay sahibinin elindeki payları belirli bir oranda geri alarak pay senetlerini birleştirip piyasadaki pay senedini sayısını azaltılmaktadır. Pay sahiplerinin firmada sahip olduğu yatırımın oransal payı korunmaktadır. Pay birleştirilmesi genelde firmaların yatırımcıların ilgisini çekmek için kullandığı bir uygulamadır. Pay birleştirilmesi duyurulduktan sonra firmanın getirilerinde kayıplar olmaktadır. Yapılan bir başka çalışmada ise payların birleştirilmesi ile firmanın likiditesinde iyileşme ve artma meydana geldiği belirtilmektedir. Birleştirilme sonrasında payın oynaklığı ve riskliliğinde azalma olduğu görülmüştür. Ayrıca pay performansın da iyileştiği ifade edilmiştir. Eğer firmanın amacı yatırımcıların firmaya olan ilgisini çekmek ise bu durum her zaman olumlu sonuçlanmayabilir (Michayluk, 2009, s. 335-338).

1.9.7. Firma Varlıklarını Kâr Payı Olarak Dağıtma

Firma varlıklarını dağıtma, firma aktifinde yer alan nakit dışı nitelikteki sabit kıymet iştirak paylarının ortaklara dağıtılmasını ifade etmektedir. Dağıtılacak bu varlıklar, hem bölünebilir olmalı hem de bölünen her parça ekonomik olarak eşdeğer olmalıdır. Firmalar çoğunlukla iştiraklerinde yer alan pay senetlerini kâr payı olarak dağıtmaktadırlar. Payları alan bu ortaklar elindeki senetleri borsada satarak nakit elde etmektedirler (Berk-DeMarzo, 2015, 615-616).

1.9.8. Diğer Kâr Payı Ödeme Şekilleri

Bazı durumlarda firmalar, ortakların genel kurullarda onayladıkları ölçüde ve yasaların izniyle yukardaki kâr payı ödeme yöntemleri dışında başka yolları kullanabilirler. Örneğin, firma kâr payı ödemek zorunda olduğu ancak nakde de ihtiyacı olduğu dönemde kâr payı olarak tahvil verebilir. Bu tarihten itibaren ortak firmanın alacaklısı durumuna düşer. Bu yöntem küçük ortaklı firmalarda daha iyi işler. SPK'dan izin almakta zorlanan ve nakit ihtiyacı olan küçük bir firma ortaklarına kâr payı olarak makbuz senedi vererek onları kâr payı karşılığında alacaklı hale getirebilir.

İKİNCİ BÖLÜM

KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE LİTERATÜR TARAMASI

Firmaları ve firma yöneticilerini kâr payı dağıtımında birçok faktör etkilemektedir. Bu faktörler, firmanın özelliklerine, firmanın beklentilerine, yatırımcılarla ilişkilerine ve ülkedeki yasal düzenlemelere göre farklılık göstermektedir. Firma gelecekteki finansman ve yatırım politikası çerçevesinde kâr payı dağıtım politikasını kısa, orta ve uzun vadeli olarak belirler. Kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörler mikro ve makro faktörler olarak ayrı ayrı incelenecektir (Topaloğlu ve Korkmaz, 2015).

2.1. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

2.1.1. Mikro Faktörler

Kâr payı dağıtım tutarını etkileyen birçok faktör vardır. Bu faktörler firmadan firmaya değişkenlik gösterebilir. Bu faktörler şunlardır:

2.1.1.1. Kârlılık

Kârlılık, firmanın kâr üretme yeteneği ya da performansının ölçüsüdür. Firmanın kârlılığı temettü dağıtımında önemli bir faktördür. Firmanın kârları arttığı sürece yöneticiler bu kârları ortaklara dağıtma eğilimindedir (Özdemir, 1997, s. 420). Fama ve French'e göre temettü dağıtan firmaların kârlılığı temettü dağıtmayanlara göre daha yüksektir. Kârlılık ile temettü arasındaki ilişki sinyal verme teorisi ile desteklenir. Yöneticiler yüksek oranda temettü dağıtmayı sürdürerek firmanın performansı hakkında yatırımcılara bilgi aktarırlar.

Myers ve Majluf'a göre kârlılığı yüksek olmayan firmalar özsermaye ve borç maliyetlerini gözeterek temettü ödeme eğiliminde olmazlar (Al- Najar ve Hussainey, 2009, s. 8). Nakit yönünden zayıf olan bu firmalar risklerini azaltmak ve nakit pozisyonlarını güçlendirmek isterler. Yüksek kârlılığa sahip firmalarda ise yatırımlarını finansmanda daha maliyetli olan pay senedi ihracı ve borç seçeneklerini kullanmayacaklardır. Bu sayede kazandıkları kârları hem yüksek tutarda temettü ödemede hem de yatırımlarını fonlamada kullanırlar (Fama ve French, 2001, s. 12). Ayrıca pay senetlerini geri alarak pay senetlerinin fiyatlarını artırırlar. Bazı firmalar

yüksek tutarda kâr payı ödeyerek kendilerini başka bir firma tarafından ele geçirilmesine veya satın alınmasına karşı korurlar. Bu sayede hem ortaklar aldıkları kâr payından memnun kalır hem de firmanın pay senetlerini satmak istemezler (Okka, 2009, s. 616).

2.1.1.2. Likidite

Firmalar için likiditenin iki farklı anlamı vardır. Buna göre (Aksoy ve Yalçıner, 2013, s. 76-77):

a) Varlıkların Nakde Dönüşme Derecesi Anlamında Likidite: Varlıklar anlamında likidite, varlıkların nakde dönüşmesinde geçen süre ya da nakde dönüşme derecesidir. Varlık kısa sürede nakde dönüşürse likit varlık, uzun sürede nakde dönüşürse az likit veya likit olmayan varlık olarak adlandırılır. Bilançonun aktifinden yukarı doğru çıktıkça likidite gücü artar. Likit varlıkların nakde dönüşme süreleri yanında faaliyetlerde aksatma olmamaları ve değerlerinden bir şey kaybetmemeleri gerekmektedir.

b) Borç Ödeme Gücü Anlamında Likidite: Bu kavram ikiye ayrılmaktadır:

i. Teknik likidite: Dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynakları ödeme gücünü gösterir. Cari rasyo olarak da bilinir. Ayrıca cari oran firmalarda finansal riskin göstergesi olarak da kullanılır. Formülü aşağıdaki gibidir:

$$Teknik\ Likidite\ (Cari\ Oran) = Dönen\ Varlıklar/Kısa\ Vadeli\ Borçlar$$

ii. Gerçek Likidite: Toplam varlıkların toplam borçları ödeme gücüdür. Ayrıca firmalarda iflas riskinin göstergesi olarak da kullanılır. Formülü aşağıdaki gibidir:

$$Gerçek\ Likidite = Toplam\ Varlıklar/Toplam\ Borçlar$$

Firmaların nakde dönüşme derecesi anlamında likit varlıkları fazla ise özellikle nakit varlıkları çok fazla ise nakit kâr payı dağıtabilir. Bilançoda dağıtılmamış kârlar, yedek akçeler ve dönem kârı olduğu halde, firmaların nakit durumu temettü ödemeye elverişli olmayabilir. Bu yüzden kârlı firma her zaman likiditesi yüksek firma anlamına gelmemelidir.

Firmalar gelecekteki belirsizliklerin yoğun olduğu ve büyümek için sürekli fona ihtiyaç duydukları dönemlerde çok fazla kâr payı dağıtmak istemezler.

Yüksek kâr oranıyla çalışan ve likiditesi güçlü olan firmalar yüksek temettü ödeyebileceği gibi pay senetlerini geri alma yoluyla pay senetlerinin fiyatlarını yükseltebilir. Likidite gücü zayıf olan firmalar ise nakit pozisyonlarını güçlendirir, nakit kâr payı dağıtımından kaçınır ve risklerini azaltmaya çalışırlar (Canbaş ve Vural, 2020, s. 332).

Enflasyon oranı sorunu fiktif kârları artırarak artan vergilerle bir finansman sorunu oluşturmakta ve bu durum firmanın sermayesini olumsuz etkilemektedir. Bundan dolayı firmalar temettü ödemeyi orantılı olarak azaltırlar. Bu tür durumlarda firmalar genellikle bedelli ve/veya bedelsiz pay senedi vererek fon girişi yapmaktadırlar (Karyağdı, 2014, s. 54).

2.1.1.3. Faaliyet Riski

Faaliyet riski, olağandışı koşullardan dolayı yatırımların getirisindeki azalma olasılığıdır. Diğer bir ifadeyle firmanın faaliyetleri ile ilgili kaybın veya kötü bir haberin olma olasılığıdır. Böyle bir durumda firmanın kârlılığı zayıflar (Al- Najar ve Hussainey, 2009, s. 10).

Firmanın faaliyet riski, firmaya özgü faktörlerden oluşabileceği gibi olumsuz ekonomik koşullar veya sektördeki yoğun rekabet koşulları gibi dışsal faktörlerden de oluşabilir. Bundan dolayı, firmaların esas faaliyetleri sonucunda kazandıkları gelirlerin istikrarlı olması firmanın nakit akışlarının seviyesini ve kârlılığını etkilemektedir (Yıldız vd., 2014, s. 88).

Firmalar temettü ödemelerinde istememelerine rağmen beklenmeyen faaliyet riski ile karşılaşırsa temettü ödeme oranını düşük belirlemek zorunda kalır. Bunun yanında faaliyet riski yüksek firmaların iflas etme olasılığı daha yüksek olduğu için daha az temettü öderler. Bu sayede firmalar firma dışı finansman maliyetlerini azaltırlar (Al- Najar ve Hussainey, 2009, s. 10).

2.1.1.4. Kârların İstikrarlı Olması

Geçmiş dönemlerde kârları istikrarlı olan firmalar, gelecek dönemlerde kazanacağı kârı daha sağlıklı bir şekilde tahmin edeceğinden daha fazla kâr payı dağıtabilir. İstikrarlı temettü ödenmesi müşteriler nezdinde güven vermek için önemlidir. Firmalar bu istikrarı sağlamak için yüksek kâr elde ettiği dönemlerde daha

çok yedek akçe ayırmalı. Firma düşük kâr elde ettiği dönemlerde ise önceki yıllarda ayırdığı yedek akçeleri kullanarak kararlı düzeye dönebilir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2014, s. 440). Firmalar bu şekilde yatırımcıların firma hakkında olumsuz fikirlere sahip olmasının önüne geçip düzenli kâr payı ödeyerek firmanın mevcut piyasa değerinin düşmesini engelleyebilir veya artırabilir.

2.1.1.5. Borç Seviyesi ve Finansal Kaldıraç

Firma vadesi gelen borçlarını ya faaliyetleri sonucu elde ettiği fonlarla ya da yeni borç alarak ödeyebilir. Borç seviyesi yüksek olan firmalar kâr payı dağıtmak yerine faaliyetleri sonucu kazandıkları gelir ile borç yüklerini hafifletme yoluna gidebilirler. Küçük firmalar, borçlanma maliyetlerinin yüksek olması ve borçlanma olanaklarının sınırlı olmasından dolayı kârlarının firmada tutulmasını tercih ederler. Kârın firmada tutulmasının bir diğer nedeni de dış finansman durumunda karşılaşılacak ihraç giderlerinin yüksek olmasıdır (Canbaş ve Vural, 2020, s. 330). Firma, borçlanma imkânı varsa temettü ödenmesinde esnekliğe sahip olur.

Borç oranı yüksek olan firmaların finansal kaldıraçları da yüksek olur. Bu tür firmalar gelecekte daha fazla risk almamak ya da sıkıntılı durumlarla karşılaşmamak için kazandıkları gelirleri firma içinde tutarlar. Bu sayede aldıkları borcun taksitlerini ödeyerek yeni borca ihtiyaç duymayacaklarından sermaye yapılarını güçlendirmiş olurlar (Özdemir, 1997, s. 420).

2.1.1.6. Yasal Düzenlemeler

Bir ülkedeki yasal düzenlemeler firmaların temettülerini nasıl ve ne ölçüde dağıtacağını belirler. Yasalar firmadan alacaklı olanların haklarını ve ortakların kâr payı alma hakkını korur. Bundan dolayı firmaların temettü ödemesini minimum düzeyde nasıl yapacaklarını yasalar belirler. Türkiye'de TTK ve SPK anonim firmalarla ilgili yasaları düzenlemektedir. Firma yöneticileri de yasaların koyduğu bu şartlara uymak zorundadır. Firmalar, yasal düzenlemelerden dolayı optimal temettü ödeme politikasını yapamayabilir (Canbaş ve Vural, 2020, s. 330).

TTK'nın temettü ödemesi konusunda üç temel ilkesi vardır. Bunlar (Akgüç, 2010, s. 783).

i. Net kâr ilkesi: Firmalar kâr elde etmedikçe veya geçmiş yıllardan devreden kârları olmadıkça temettü ödeyemezler.

ii. Esas sermayenin korunması ilkesi: Esas sermayenin temettü ödenmesinden olumsuz etkilenmemesi için sermayenin temettü olarak ödenmesinin önlenerek firma ortaklarını ve firmadan alacaklı olanları korur.

iii. Temettü ödeyecek firmanın borçlarını ödeme gücüne sahip olması ilkesi: Bu ilke ile firmanın borç ödeme kapasitesi olmadığı halde temettü ödemesinin engellenmesi amaçlanmaktadır. Çünkü firma borçları varken temettü öderse varlıklarını tehlikeye atacak yasal yaptırımlarla karşılaşabilir.

SPK'nın 6362 sayılı 'Kâr Payı Tebliği'ne göre halka açık firmalar, kârlarını genel kurul tarafından belirlenen temettü ödeme politikaları çerçevesinde ve ilgili mevzuata göre yapmak zorundadırlar.

2.1.1.7. Vergi Düzenlemeleri

Firmaların alıkoydukları kârlar ile dağıttıkları kârların aynı oranlarda vergilendirilmemesi, ortakların gelir vergisi açısından bulundukları gelir dilimlerinin tabi olduğu vergi oranları, sermaye kazançlarının vergilendirilip vergilendirilmediği, vergilendiriliyorsa vergi oranları gibi faktörler temettü ödeme politikaları üzerinde etkilidir. Dağıtılmamış kârlar daha düşük oranda vergilendiriliyorsa, sermaye kazançları vergiye tabi tutulmuyor veya gelir vergisine göre daha az vergilendiriliyorsa, ortakların gelirleri marjinal vergi oranları yüksek gelir dilimine giriyorsa ortaklar kârın dağıtılmasındansa firmada bırakılmasını tercih ederler (Canbaş ve Vural, 2020, s. 332).

Amerika'da bireysel yatırımcılar temettü kazançlarında sermaye kazançlarına göre daha fazla vergi ödemektedirler. Türkiye'de de temettü ödemesi yapılırken, gelir vergisi kaynakta kesilmektedir. Ancak kârın özkaynaklara eklenerek bedelsiz pay senedi dağıtılması durumunda yatırımcılardan gelir vergisi kesintisi yapılmaz (Koç, 2016, s. 49).

2.1.1.8. Büyüklük

Firmaların büyüklüğünün temettü ödenmesi üzerinde önemli bir etkisi vardır. Büyük firmaların gelirleri düzenli olduğu için daha istikrarlı bir şekilde temettü ödeme politikası izlerler. Küçük firmaların gelir seviyesinde meydana gelen azalmaların temettü ödeme politikalarına yansımaları olmaktadır. Küçük firmaların, yatırımlar için dışardan fon bulmaları daha maliyetli ve daha zordur. Bundan dolayı küçük firmalar

büyük firmalara göre daha az temettü öderler (Yıldız vd., 2014, s. 189). Büyük firmalar daha iyi şartlarda borçlandığından, dış finansmana daha kolay ulaşabildiğinden, nakit akımları daha düzenli ve daha az oynak olduğundan daha fazla kâr payı ödeyebilmektedirler.

2.1.1.9. Yatırım Fırsatları

Büyüme evresinde yer alan firmalar, yatırım fırsatlarını değerlendirmek ve yatırım projelerine destek vermek için nakitlerinin büyük bir kısmını bu yatırımlara ayıracağından daha az kâr payı dağıtmaktadırlar. Ayrıca bu durum firmaların temettü ödeme istikrarını da olumsuz etkilemektedir. Ancak olgunluk dönemindeki firmalar küçük firmalara göre daha fazla kâr payı dağıtmaktadırlar (Okka, 2009, s. 542).

Finansal hiyerarşi teorisine göre firmalar yatırımlarının finansmanında dış kaynaklardan önce dağıtılmamış kârları kullanırlar. Böylece büyük yatırım fırsatlarına sahip firmaların daha fazla fon gereksinimi olduğundan temettü ödemelerini düşürerek yabancı fonlara olan bağımlılıklarını azaltırlar (Myers, 1984, s.576).

2.1.1.10. Ortaklık Yapısı ve Halka Açıklık

Pay sahiplerinin ortaklıkta sahip olduğu pay oranlarının niteliği temettü ödeme politikasının belirlenmesinde önemli bir faktördür. Halka açık firmalarda temettü ödeme oranları daha yüksektir. Halka açık firmalarda ortaklar kazandıkları temettü gelirlerini tüketimde kullandığından firmaların yüksek tutarda temettü ödemesini arzu ederler. Ayrıca yasalar da halka açık firmaların minimum düzeyde temettü ödemesini zorunlu tutarlar. Anonim ve limited firma şeklinde örgütlenmiş kapalı aile firmaları, firma üzerindeki kontrollerini kaybetmemek, dış finansman ile riske girmemek ve sermayenin güçlendirilmesi amacıyla temettü ödememektedirler (Karyağdı, 2014, s. 57).

Bu alanda yapılan çalışmalarda, ortaklık yapısı yaygın dağılım gösteren pay sahiplerinin bulunduğu firmaların daha fazla temettü dağıttıkları belirlenmiştir. Büyük pay sahibi olan ortakların olduğu firmalarda ise temettü ödeme oranı daha düşüktür (Pekkaya, 2006, s. 185). Küçük tasarruf sahiplerinin sermaye kazancı yerine kâr payı geliri tercih etmesinin nedeni kâr payı kazancını geçim kaynağı gördükleri içindir. Firmanın ortakları arasında özel emeklilik ve sosyal güvenlik kurumları gibi kurumsal yatırımcılar da bulunmaktadır. Özel emeklilik ve sosyal güvenlik kurumları sahip

oldukları müşteri profilinden dolayı ortağı olduğu firmanın yüksek oranda temettü ödemesini isterler (Akgüç, 2010, s. 766).

Firmanın bir holdinge bağlı olup olmaması da temettü ödemesinde etkilidir. Kârların holdingde toplanmasının sağlanması ve vergi avantajları nedeniyle holdingler, kontrolleri altındaki bağlı kuruluşları yüksek tutarda temettü ödemesine zorlamaktadır (Canbaş ve Vural, 2020, s. 332).

Halka açıklık oranı yüksek olan firmaların istikrarlı bir şekilde temettü ödemesi yapması ve temettü ödeme oranında istikrarlı olması gerekir. Bu kurumsal yönetimin bir gereği olarak ortaklara karşı sorumluluğun göstergesidir.

2.1.1.11. Yöneticiler

Yöneticilerin firmadaki görevi, kendilerine verilen görevleri yerine getirerek faaliyetlerin etkinliğini artırmaktır. Yöneticiler kendilerini bu şekilde başarılı göstererek ödüllendirilmeyi istemektedirler. Bu amacı gerçekleştirmek için yöneticilerin iki farklı yaklaşımı vardır. Bunlar (Aksoy, 2017, s. 208).

i. Firmayı geçici görüp kısa vadeye odaklanan yöneticiler: Bu tür yöneticiler firmanın geleceğiyle ilgilenmezler ve günü kurtaracak faaliyetlerle kârlı görünmeye çalışırlar. Bu yöneticiler, firmayı iyi göstermek için yüksek oranda temettü dağıtırlar. Pay senetleri borsaya kote olan firmaların yöneticileri bu sayede yüksek temettü ödeyen firma imajı vererek pay senetlerinin değerini artırmak isterler. Bu şekilde davranarak hem kendilerini ortaklara karşı başarılı göstermek hem de bu durumdan ödül ya da kazanç elde etmeyi amaçlamaktadırlar.
ii. Firmayı sahiplenip uzun vadeye odaklanan yöneticiler: Firmanın uzun vadeli performansı ile ilgilenen bu yöneticiler, optimal sermaye yapısını oluşturmaya, yüksek getirili yatırımları seçmeye, firmanın pazar payını ve rekabet gücünü artırmaya, en uygun kâr payı politikasını belirlemeye ve kaynak maliyetini düşürmeye çalışmaktadırlar. Bu şekilde firmanın değerini en üst düzeye çıkarma amacına hizmet etmektedirler. Bu yöneticiler gelecekte daha fazla temettü ödemek için kısa vadede pay senedinin değerinin azalacağını bilseler de düşük temettü ödeme politikasını seçerler.

2.1.1.12. Borç Verenler ve Kredi Kurumlarının Tutumları

Firmalarda temel borçlar; bono-çek-poliçe gibi ticari belgelere dayalı krediler, finansman bonoları, tahviller, açık hesap şeklindeki krediler ve banka kredileridir. Firmalar bu tür borçları kredi kurumlarından ve bunların dışındaki diğer kişilerden alabilir. Kredi kurumu dışındaki diğer kişilere borçlanmalar daha esnek olup tarafların ihtiyaçlarına uygun ve gecikmelerde daha yapıcıdırlar. Bundan dolayı borç ödemenin baskısı daha az olduğundan nakit kâr payı dağıtımı firmalar için çok ciddi sıkıntılar oluşturmamaktadır. Kredi kurumları borç verirken kredi sözleşmesi ile anapara ve faiz oranı ödemelerini garanti altına almak için çeşitli kısıtlamalara gitmektedirler. Bu kısıtlamalardan biri de kâr payı dağıtımı olabilir. Kredi kurumlarının kâr payı politikası üzerindeki sınırlamaları aşağıdaki gibidir (Aksoy, 2017, s. 209).

i. Kredi Talebi Aşaması: Sermaye yapısı güçlü olan firmalar kredi kurumlarına başvurduklarında kredi talebinin onaylanması kolaylaşır ve daha düşük maliyetle kredi bulabilirler. Bundan dolayı daha düşük maliyetle fon kullanmak isteyen firmalar kârı içeride tutarak oto finansman olarak kullanmaları ya da sermayeye ekleyerek bedelsiz pay senedi şeklinde kâr payı dağıtım politikasını tercih etmesi daha mantıklıdır.
ii. Kredi Geri Ödemesi Aşaması: Kredi kurumlarından borçlanıldığında kredi sözleşmelerine getirilen sınırlamalar firmanın temettü ödeme politikalarını etkilemektedir. Bu sınırlamalardaki amaç kredi anapara-faiz oranı geri ödemeleri bitinceye kadar alacaklarını garanti altına almak olup nakit kâr payı dağıtımlarına sınırlamalar getirilebilir. Böyle bir durumda firmalar bedelsiz pay senedi şeklinde temettü ödemek zorunda kalabilir.

2.1.1.13. Yatırımların Getiri Oranı

Firmalarda amaç firma değerini ve ortakların kârını maksimuma çıkarmaktır. Firma yaptığı yatırımların ya da yapmayı düşündüğü yatırımlardan beklediği getiri oranlarının piyasadan elde edilecek getiri oranlarından daha düşük olması durumunda firma ortaklara nakit kâr payı dağıtmalıdır. Tersi durumda, firmanın yaptığı yatırımların ya da yapmayı düşündüğü yatırımlardan beklediği getiri oranlarının piyasadan elde edilecek getiri oranlarından daha yüksek olması durumunda ise ortaklara nakit temettü ödemek yerine bedelsiz pay senedi verilmeli ve fonlar bu

yatırımların finansmanında kullanılmalıdır. Bu şekilde ortakların getiri oranları artırılarak hissedar değeri maksimum yapılmaktadır (Aksoy, 2017, s. 211).

2.1.1.14. Sermaye Piyasalarının Gelişmişlik Düzeyi

Sermaye piyasalarının kurumları, araçları ve kuralları bakımından gelişmiş piyasalarda faaliyet gösteren firmalar kâr paylarını daha kolay nakit dağıtabilirler. Gelişmiş piyasalarda ihtiyaç anında ihtiyaç duydukları nitelikte ve tutarda fon bulabileceklerini bilen firmalarda kârlar alıkonulmaktansa ortaklara nakit olarak kolaylıkla verebilirler. Çünkü fon temin etme konusunda çok fazla esneklik vardır. Ancak büyük firmalar sermaye piyasalarından daha kolay yararlanabilmektedir. Sermaye piyasaları gelişmiş piyasalarda büyük firmalar küçük firmalara göre kâr payı dağıtımında daha esnektirler. Sermaye piyasalarının gelişmediği piyasalarda faaliyet gösteren firmaların ihtiyacı olan fonları temin etmeleri daha zordur. Bundan dolayı oto finansman yöntemi daha fazla tercih edilir. Bu durumda nakit temettü ödemek zor olduğundan firmalar bedelsiz olarak pay senedi dağıtmaktadırlar (Aksoy, 2017, s. 212).

2.1.1.15. Sektördeki Rekabet

Halka açık firmalar sürekli analistlerin, denetim otoritelerinin ve diğer firmaların gözetimi altındadır. Bundan dolayı bu tür firmalar kârları ile ilgili bir karar almadan önce diğer firmaları da dikkate almalıdırlar. Bu sayede kendini içinde bulunduğu sektörden soyutlamamış olur. Aksi takdirde sektörde belirlenmiş kuralların dışına çıktığında diğer firmalar tarafından eleştirilir. Eğer firma temettü ödemesi konusunda sektörün davranış kalıplarının dışına çıkarsa bunun nedenini ortaklarına, piyasaya ve finansal analistlere izah etmelidir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2009, s. 332).

2.1.1.16. Gelecekle İlgili Belirsizlikler

Pay sahiplerinin firmanın finansal sağlamlığı ve geleceği ile ilgili belirsizlik taşıması halinde yöneticiler, bu görüşü ortadan kaldırmak ve firmanın performansının iyi olduğunu göstermek için temettü ödemektedirler (Berk, 2007, s. 339). Bu davranış daha önce anlatıldığı gibi sinyal verme teorisi ile açıklanabilir. Firmanın yöneticileri ve pay sahipleri arasında asimetrik bilgi olduğundan dolayı pay sahiplerine istikrarlı bir şekilde temettü ödenerek firmanın finansal yapısının güçlü olduğu gösterilir.

2.1.1.17. Denetim

Firma her dönem yüksek oranda temettü ödüyorsa ileride yatırım fırsatlarını kaçırmamak adına pay senedi ihraç etmek zorunda kalabilir. Yeni pay senedi ihracı, firma yönetim ve denetiminin dağılmasına yol açar. Yönetim ve denetimi ellerinden kaçırmamak için hissedarlar temettü ödeme oranının az olmasını isterler. Kapalı aile firmaları denetimi elden kaçırmamak için otofinansman ile büyürler. Firmanın borç alma kapasitesi denetim faktörünün sınırını belirler. Borçlanma kapasitesi yüksek olan firmalarda denetimin elden kaçmayacağından temettü politikasında bir esneklik olacaktır. Firmanın denetimini ele geçirmek isteyen kişiler, temettü ödeme oranı düşüklüğünü firmanın kârlılığıyla ilişkilendirirler. Bu şekilde pay senetlerini ucuza almaktadırlar. (Ceylan ve Korkmaz, 2016, s. 291).

2.1.2. Makro Faktörler

Makro faktörler, iskonto oranları ve beklenen kâr payları üzerinde etkili olduğundan sistematik olarak pay senedi getirilerini de etkilemektedir. Bundan dolayı temettü ödemeleri ile fiyat seviyeleri ve reel ekonomik aktivite arasında uzun vadeli ve istikrarlı bir ilişki vardır. Eğer ampirik testlerin temettü tanımı teorilerinde makro ekonomik faktörler suistimal edilirse sonuçlar başarısız olacaktır (Mundatti, 2013, s. 5-6). Kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörlerden aktif kârlılık oranı, hisse başına kâr, Tobin Q Oranı, piyasa değeri/defter değeri, cari oran, finansal kaldıraç, yabancı kaynak vade yapısı, beta, halka açıklık oranı, varlık yapısı, vergi kalkanı, sahiplik yoğunlaşması, net satışlar ve nakit dönüşüm süresi literatür taraması sonucunda elde edilirken uzun vadeli finansal kaldıraç, kısa vadeli finansal kaldıraç, firmanın faiz oranı, finansal başarısızlık oranı ve Türkiye'nin kredi temerrüt risk primi (CDS) değişkenleri ilk defa bir arada bir analizde kullanılacaktır.

2.1.2.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)

GSYİH, bir ülkede belirli bir dönem içerisinde üretilen bütün nihai malların, piyasa değerindeki ekonomik ölçüsüdür. Reel gelirleri artan bireyler ihtiyaçlarını karşılamak için daha fazla hizmet ve mal talebinde bulunurlar. Firmalar bu talepleri karşılamak için daha fazla üretim yaparlar. Bu durum firmaların satışlarını ve kârlarını artırır. Gayri safi yurtiçi hasılanın yüksek olduğu bir ülkede ekonomik ortam yatırım

yapmak için elverişlidir. Bundan dolayı firmalar nakit temettü ödemek yerine daha fazla yatırım yapmak için kârı içeride tutarlar (Sayılgan ve Süslü, 2011, s. 78).

2.1.2.2. Enflasyon Oranı

Enflasyon oranı, temettü dağıtım politikasını etkileyen önemli bir faktördür. Çünkü fiyat artışları, firmaların çalışma sermayesine olan ihtiyacını artırır. Ayrıca maliyet bedeli ile bilançoda gösterilen sabit varlıklar için amortisman olarak ayrılan fonlar, sabit varlıkların yenilenmesi için yeterli değildir. Bundan dolayı firmaların kazanç gücünü devam ettirebilmek için, fon gereksinimlerini bir kaynaktan karşılaması gerekir. Sonuç olarak firmaların kazanç gücünü ve sermaye yapısını güçlendirmek için dağıtılmayan kârlarla fon ihtiyacını karşılaması gerekir. Birçok firma dönem sonu kârından, ileride ihtiyaç duyacağı fonları çıkararak, dağıtacağı kâr tutarını tespit eder (Ceylan ve Korkmaz, 2016, s. 291). Temettü ödeme oranı, kârlı yatırım olanaklarının az olduğu ve ekonominin durgun olduğu dönemlerde yüksektir. Ancak yatırım talebinin yüksek olduğu dönemlerde ise bu oran düşüktür (Pekkaya, 2006, s. 188).

2.1.2.3. Faiz Oranı

Faiz oranı bir gider türü olduğu için faiz oranları arttıkça firmanın kârı düşer. Faiz oranları ayrıca ekonomik faaliyet düzeyini etkilemek suretiyle de firmanın kârı üzerinde etkili olabilir ve bu yolla firmanın pay senetlerini de etkileyebilir. Faiz oranları artarsa yatırımcılar tahvillerden daha çok getiri kazanacakları için yatırım yaptıkları pay senetlerini ellerinden çıkarırlar. Çünkü pay senedi yatırımcısının en önemli motivasyonu pay senedinden beklediği getirinin faiz oranından daha fazla olmasıdır. Böyle bir durumda firmanın pay senetlerinin fiyatı da düşer (Ceylan ve Korkmaz, 2016, s. 291). Faiz oranları arttıkça, yatırımcının kâr payı ya da sermaye kazancı olarak ileride kazanacağı nakit akışlarının bugünkü değeri düşer.

2.1.2.4. Döviz Kuru

Döviz kurunun, mal ve hizmetlerin değeri, nakit akışları ve satışlar üzerinde etkisi vardır. Ayrıca endüstrilerin performansı ve firmaların rekabet gücü de döviz kurundan etkilenir. Bunların yanında döviz kuru üretim maliyetlerini, satış fiyatlarını ve kârlılığı da etkiler. Döviz kurları yüksek olduğunda firmanın kârlılığı azalacağından

düşük oranda temettü ödemek zorunda kalabilirler (Kuwornu ve Owusu-Nantwi, 2011, s. 55).

2.1.2.5. Türkiye'nin Kredi Temerrüt Risk Primi (CDS)

Credit Default Swap (CDS), alınan bir kredinin geri ödenmeme riskini belirlemek ve bu riske karşı kredinin sigortalanması için kullanılan bir değerdir. Faiz doğası itibarıyla alacaklının geri ödememe riskini barındıran bir risk primidir. Alacaklı kredinin ödenmeme riskine karşı alacağını sigortalatır. Sigortalama işlemi ve sigorta için belirlenen bedel kredi risk primine denk gelir. Bir ülkenin kredi temerrüt risk primi ne kadar yüksek ise borçlanma maliyeti de o derece fazladır. Çünkü kredi temerrüt risk primi artığında faiz oranları da o derece yükselir. CDS primi piyasada arz ve talebe göre anlık olarak belirlendiğinden objektiftir. CDS primi 300'ün üstünde olan ekonomiler riskli olarak kabul edilir. Riskli ekonomilerde firmaların gelecek hakkında belirsizlikleri artar. Dış yatırımcıların ülkeye yatırımı azalır, içerideki yatırımcı daha güvenli ülkelere yatırım yapar. Bu durumda firmaların kârlılığı azalır ve daha az oranda temettü ödeyebilirler (Eğilmez, 2016, s.2).

2.2. LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölümde, firmaların kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen değişkenlerin tespit edilmesine yönelik yapılmış olan araştırmalar incelenecektir. Bu araştırmalar sonucunda elde edilen bulgular, analizde yapılacak modellerde kullanılacaktır. Firmaların temettü politikalarını etkileyen faktörlere yönelik ilk çalışmayı Lintner (1956) yapmıştır. Literatürde yer alan çalışmalar; Türkiye'de, gelişmekte olan ülkelerde ve gelişmiş ülkelerde yapılan araştırmalar başlıkları altında incelenmiştir.

2.2.1. Türkiye'de Yapılan Araştırmalar

Uludağ ve Kurt (2010), 1991 ile 2006 yılları arasında Borsa İstanbulda işlem gören, kamu ve mali sektörde yer almayan, halka açık firmaların verileri ile temettü ödeme kararlarını etkileyen değişkenlerin neler olduğu araştırmanın konusunu oluşturmaktadır. Temettü ödeme oranı analizin bağımlı değişkenidir. Geçmiş yıl kazancı, aktif büyüme oranı, cari yıl kazancı ve finansal kaldıraç oranı faktörleri analizin bağımsız değişkenleridir. Veriler logit regresyon yöntemi ile test edilmiştir. Analiz sonucunda firmaların temettü dağıtım politikalarını belirleyen en önemli değişkenin cari kazançlar olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca 1991 ile 2006 yılları

arasında incelenen firmaların ödenen temettü tutarında azalış olduğu ve temettü ödeyen firmaların sayısında da bir düşüş olduğu gözlemlenmiştir. Firmaların temettü dağıtım kararına 2001 yılında meydana gelen ekonomik kriz negatif yönde etkilerken aktif kârlılık oranı, 1997 yılında meydana gelen Asya Krizi ve cari kazancın pozitif yönde etkilediği ortaya çıkarılmıştır. Çalışmada geçmiş yıl kazançları, 1998 yılında yaşanan Rusya Krizi ve finansal kaldıraç oranı ile temettü dağıtım politikaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç elde edilememiştir. Ayrıca analiz sonucunda temettü azaltma kararını, aktif büyüme oranı ve cari kazanç değişkenleri negatif yönde etkilerken 1998 Rusya Krizi, finansal kaldıraç oranı ve geçmiş yıl kazançları değişkenlerinin pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Aygören vd. (2013), 1986-2010 yıllarında Borsa İstanbulda işlem gören firmaların kâr payı dağıtım kararlarının ekonomik krizlerden nasıl etkilendiğini tespit etmeye çalışmışlardır. Analiz iki aşamalı olarak yapılmıştır. Birinci adımda Linter modeli ele alınarak nakit temettü dağıtan firmaların hedeflenen kâr payı ödeme oranları değişimi ile temettü düzeltme hızları incelenmiştir. İkinci adımda ise Chow Testi ile ekonomik krizlerin kâr payı dağıtım kararları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre kriz etkileri ile yapısal kırılmalara uğrayan bir kâr payı ödeme sisteminin varlığı ile sabit bir kâr payı ödeme oranının olmadığı ortaya çıkmıştır. Ayrıca çalışmada Kurumlar Vergisi Kanunu ile Gelir Vergisi Kanunu'nda yapılan yasal düzenlemelerin nakit temettü kararlarını ciddi şekilde etkilediği de tespit edilmiştir. Chow testi sonucunda ise analize konu olan yıllarda piyasada 1998-2001 yıllarının ayırdığı iki temel kâr payı dağıtım politikasının varlığı tespit edilmiştir.

Yıldız vd. (2014) çalışmalarında, 2003-2010 yılları arasında Borsa İstanbulda işlem gören 118 sanayi firmasının verileri ile nakit kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri araştırmışlardır. Analizlerinde hem yatay kesit boyutunu hem de zaman boyutunu dikkate alan panel veri analizinin en küçük kareler yöntemini kullanmışlardır. Analizin bağımlı değişkeni nakit kâr payı dağıtım oranıdır. Analizin bağımsız değişkenleri ise likidite, kârlılık, finansal kaldıraç oranı, serbest nakit akışı, halka açıklık oranı, yatırım fırsatları, vergi yükümlülüğü, büyüme fırsatları, yönetim bağımsızlığı, şirket büyüklüğü ve faaliyet riskidir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre firmaların nakit kâr payı dağıtım politikaları üzerinde vergi, likidite, kârlılık, firma büyüklüğü ve büyüme fırsatlarının pozitif yönde etkili oldukları

görülürken finansal kaldıraç oranının ise negatif yönde etkili olduğu belirlenmiştir. Diğer değişkenlerden faaliyet riski, sahiplik yapısı, halka açıklık oranı, nakit akışlarının yükümlülükleri karşılama gücü ve yatırım fırsatlarının firmaların nakit temettü politikaları üzerinde etkili olmadıkları saptanmıştır.

Arsoy ve Yıldız (2015) araştırmalarında, Borsa İstanbulda faaliyet gösteren, 2003-2012 yılları arasında endekse kote olmuş, ticaret, finans ve hizmet sektöründe yer almayan sadece sanayi sektöründe bulunan 168 firmanın temettü ödemesini tahmin etmek ve temettü politikası üzerinde etkileri olan faktörleri belirlemeyi amaçlamışlardır. Çalışmanın bağımlı değişkeni nakit ödenen bürüt temettü faktörüdür. Halka açıklık oranı, kaldıraç oranı, aktif kârlılık oranı, özsermaye kârlılığı, cari oran, piyasa değeri/defter değeri ve geçmiş dönem temettü bedeli brüt toplamı gibi firmaya özgü 43 değişken analizin bağımsız değişkenlerini oluşturmaktadır. Analiz verileri çoklu doğrusal regresyon yöntemi ile test edilmiştir. Yapılan testler sonucunda cari dönemde ödenen nakit brüt temettü oranını tahmin etmede özsermaye kârlılığı, pay senedi kapanış, toplam varlıklar, aktif kârlılık, pay başına kâr, toplam varlık özsermaye oranı, hazır değer oranı ve net satışlar gibi değişkenlerin etkili olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte test sonuçlarında yüksek likidite, istikrarlı büyüme, ölçek ekonomisi, sağlam bir nakit akışına sahip olma ve yüksek kârlılık seviyesini her dönem artırma özelliklerinin sanayi firmalarında nakit temettü ödemesini belirleyen temel değişkenler olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca bu çalışma Türkiye'deki firmaların bireysel olarak dağıtacağı kâr payı oranının hangi faktörlere bağlı olduğunu açıklayan ilk araştırmadır.

Aydin ve Cavdar (2015) çalışmalarında, BİST Kurumsal Yönetim Endeksine kote olmuş, 2007 ile 2014 yılları arasında faaliyette bulunan 19 firmanın kurumsal yönetim ile temettü politikası arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Temettü ödeme oranı çalışmanın bağımsız değişkenidir. Analizin bağımsız değişkenleri toplam yabancı mülkiyet, kurumsal yönetim, firma büyüklüğü, mülkiyet yoğunluğu, özkaynak oranı ve yönetimsel mülkiyet faktörlerinden meydana gelmektedir. Değişkenler arasındaki ilişki olağan en küçük kareler panel regresyon yöntemi ile test edilmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre yönetimsel mülkiyet, mülkiyet yoğunluğu ve özkaynak oranı ile bağımsız değişken arasında ters bir ilişki ortaya çıkarken firma büyüklüğü ile toplam yabancı mülkiyeti arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif

bir ilişki sağlanmıştır. Diğer taraftan temettü politikası ile kurumsal yönetim arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

Ersoy ve Çetenak (2015) çalışmalarında, 2004-2009 yıllarında Borsa İstanbulda faaliyette bulunan 116 sanayi firmasının sahiplik yoğunlaşmasının kâr payı dağıtım kararları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada iki farklı model kurulmuştur. Birinci modelde kâr payı verimi faktörü, çalışmanın bağımlı değişkenidir. Analizin bağımsız değişkeni ise sahiplik yoğunlaşmasıdır. Ayrıca kontrol değişkenler olarak analize kaldıraç oranı, yatırım harcamaları, aktif kârlılık ve PD/DD oranı eklenmiştir. İkinci modelde farklı olarak kukla değişkenlere sahiplik yoğunlaşması faktörüne kümeleme analizi yapılarak bulunan yüksek, orta ve düşük sahiplik yoğunlaşması eklenmiştir. Aynı şekilde firmaların aktif büyüme oranları da düşük hızda büyüyen ve yüksek hızda büyüyen şeklinde iki farklı gruptan oluşmaktadır. Analizde Rassal Etkili Tobit ve Sistem Genelleştirilmiş Momentler Metodu kullanılmıştır. Analiz sonucunda sahiplik yoğunlaşmasının kâr payı dağıtım verimini istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde etkilediği belirlenmiştir. Bunun yanında yatırım harcamaları, kârlılık, piyasa değeri ve borçlanma düzeyinin kâr payı dağıtım kararları üzerinde etkili olduğu bulunmuştur. Sadece temettü dağıtan firmalara bakıldığında sahiplik yoğunlaşması ile piyasa değeri, kârlılık, yatırım değişkenlerinin temettü dağıtım oranları üzerinde etkisi olduğu tespit edilmiştir. Yüksek düzeyde sahiplik yoğunlaşmasına sahip firmalar orta düzeyde sahiplik yoğunlaşmasına sahip firmalara göre daha az temettü dağıtmaktadırlar. Sahiplik yoğunlaşmasının düşük hızda büyüyen firmaların kâr payı dağıtım kararları üzerinde bir etkisine rastlanmamıştır. Hızlı büyüyen firmalarda ise kârlılık, sahiplik yoğunlaşması, yatırım harcamaları ve piyasa değerinin kâr payı dağıtım kararları üzerinde etkilidir. Ayrıca yüksek, düşük ve orta sahiplik yoğunlaşmasına sahip olan firmalarda da yüksek sahiplik yoğunlaşmasına sahip firmaların diğer firmalara göre daha az kâr payı dağıttığı görülmektedir.

Fettahoğlu (2015), çalışmada Borsa İstanbulda işlem gören, 2010-2013 yılları arasında faaliyette bulunan ve bu yıllar arasında kesintisiz bir şekilde temettü dağıtan 32 adet firmanın temettü dağıtım kararları üzerinde etkili olan değişkenleri ve temettü dağıtan firmaların özelliklerinin neler olduğunu amaçlamıştır. Çalışmanın bağımlı değişkeni temettü dağıtım oranıdır. Analizin mikro bağımlı değişkenleri net parasal

giriş, borçlanma derecesi, firma büyüklüğü, varlık büyümesi, pay başına kazanç, satışlardaki büyüme, brüt kâr marjı, pay başına kâr yedeği ve likiditeden meydana gelmektedir. Makro bağımsız değişken olarak sadece enflasyon oranı değişkeni incelenmiştir. Analizin ikinci basamağında firmalar temettü verimi ortalamanın altındakiler ve temettü verimi ortalamanın üstündekiler olarak ikiye ayrılarak firmaları birbirinden ayıran faktörlerin neler olduğunu tespit etmek amacıyla diskriminant analizi yapılmıştır. Çalışmanın veri seti regresyon analizi ile test edilmiştir. Yapılan analizde elde edilen sonuçlara göre pay başına kâr yedeği ile temettü dağıtım oranı arasında pozitif bir ilişki gözlemlenmiştir. Brüt kâr marjı ile temettü dağıtım oranı arasında ise negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Temettü verimi yüksek olan firmaların temettü verimi düşük olan firmalara göre net parasal girişleri daha fazladır. Firmaların borçlanma derecesi arttıkça finansal riski de buna paralel olarak artmaktadır. Temettü verimi yüksek olan firmaların yüksek borçlanma derecesinde oldukları tespit edilmiştir.

Kuzucu (2015) araştırmasında, 2006 ile 2013 yılları arasında Borsa İstanbula kote olmuş, finansal sektörde yer alamayan 142 firmanın temettü dağıtım kararlarını belirleyen firma düzeyindeki faktörlerin neler olduğunu tespit etmeye çalışmıştır. Çalışmanın bağımlı değişkeni temettü dağıtım oranından oluşmaktadır. Analizin bağımsız değişkenleri ise kârlılık, likidite, aile kontrolü, finansal kaldıraç oranı, yabancı mülkiyet, büyüme oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı, şirket yaşı, şirket büyüklüğü, fiyat/kazanç oranı ve endüstri faktörlerinden meydana gelmektedir. Analizde hem yatay kesit boyutunu hem de zaman boyutunu dikkate alan panel veri analizi yöntemi tercih edilmiştir. Çalışmanın sonunda temettü ödeme oranı ile finansal kaldıraç oranı, büyüme oranı, aile kontrolü ve kârlılık arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki bulunmaktadır. Fiyat/kazanç oranı, şirket büyüklüğü ve şirket yaşı ile temettü ödeme oranı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte piyasa değeri/defter değeri, likidite, yabancı mülkiyeti ve endüstri değişkenleri ile bağımlı değişken arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Abdioğlu (2016) araştırmasında, 2005 ile 2013 yılları arasında faaliyet gösteren ve BİST 100 Endeksine kote olmuş firmaların temettü dağıtım oranlarını belirleyen değişkenlerin neler olduğunu belirlemeye çalışmıştır. Bu amaçla çalışmada bağımlı değişken olarak kâr payı ödemlerinin toplam varlıklara oranı kullanılmıştır.

Analizin bağısız değişkenleri ise nakit akışı, piyasa değeri/defter değeri, firma büyüklüğü, öz sermaye getirisi, yönetici sahipliği ve finansal kaldıraçtır. Çalışmada veri seti olarak Rassal Etkiler Tobit Modeli kullanılmıştır. Analiz sonucuna göre büyük firmalar daha fazla kâr payı dağıtmaktadır. Yüksek büyüme fırsatına sahip firmalar daha çok kâr payı ödemektedir. Firmalar kâr payı ödemelerini artırarak pay sahiplerine payları hakkında sinyaller gönderirler. Nakit akışı ile kâr payı dağıtımı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişki tespit edilmiştir. Finansal kaldıraç ve şirket büyüklüğü ile temettü ödemeleri arasında negatif ilişki vardır. Yönetimsel mülkiyet ile temettü ödemleri arasında anlamlı bir ilişki ortaya konulamamıştır. Ancak temettü ödeyen firmalar dikkate alındığında yönetimsel mülkiyet faktörü ile temettü ödemeleri arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Daha sonrasında yönetimsel mülkiyet, finansal kaldıraç oranı ve temettü ödemesi arasında ikame olup olmadığı incelenmiş ancak anlamlı bir sonuç elde edilememiştir.

Al-Najjar ve Kilincarslan (2016) çalışmalarında, 2003-2012 yıllarında Borsa İstanbulda yer alan, kamu hizmeti ve finans sektörlerinde faaliyet göstermeyen 264 firmanın mülkiyet yapısının temettü dağıtım politikası üzerinde etkili olup olmadığının araştırmışlardır. Bu bağlamda analizin bağımlı değişkenleri temettü dağıtım oranı, temettü ödeme olasılığı ve temettü veriminden oluşmaktadır. Bağımsız değişkenler ise yurtiçi kurumsal mülkiyet, azınlık mülkiyeti, yabancı mülkiyet ve devlet mülkiyet faktörlerinden meydana gelmektedir. Analizin kontrol değişkenleri ise firma büyüklüğü, kârlılık, yatırım fırsatları, firma yaşı ve borç politikası değişkenleridir. Kukla değişkenler olarak endüstri ve yıl faktörleri analize eklenmiştir. Çalışmanın veri seti panel veri analizine ait olan tobit ve logit modelleri ile test edilmiştir. Analiz sonucunda ortaya çıkan sonuçlara göre, yurtiçi kurumsal mülkiyet, azınlık mülkiyeti ve aile mülkiyeti ile temettü dağıtım politikaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç elde edilememesine rağmen devlet ve yabancı mülkiyetleri ile temettü dağıtım politikaları arasında anlamlı ve negatif ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca kontrol değişkenlerden borç politikası ve yatırım fırsatları ile temettü dağıtım politikaları arasında negatif, firma yaşı, kârlılık ve firma büyüklüğünün bağımlı değişkenler üzerinde pozitif bir etkisi olduğu sonucuna varılmıştır.

Cengiz vd. (2016) araştırmalarında, 2011 ile 2014 yılları arasında BİST 100'de işlem gören 70 imalat sanayi firmasının temettü dağıtım politikasının kazanç yönetimi

uygulamalarının üzerindeki etkisini belirlemeye çalışmışlardır. Temettü dağıtım politikaları analizin bağımlı değişkenini, kazanç yönetim uygulamaları ise bağımsız değişkenlerdir. Kontrol değişken olarak firma büyüklüğü, aktif kârlılık oranı ve kaldıraç/borçlanma oranı analize dahil edilmiştir. Veri seti panel veri analizi ile test edilmiştir. Yapılan analiz sonucuna göre temettü dağıtım politikasının kazanç yönetimine ait uygulamalar üzerinde istatistiksel olarak anlamlı herhangi bir sonuca varılamamıştır. Ayrıca çalışmada aktif kârlılık oranı ve firma büyüklüğü ile temettü dağıtım politikası arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişki olduğu belirlenmiştir. Ancak finansal kaldıraç ile temettü dağıtım politikası arasında pozitif olmakla birlikte anlamsız sonuç ortaya çıkmaktadır.

Çelik vd. (2016) çalışmalarında, 2007-2011 yılları arasında Borsa İstanbulda işlem gören imalat firmalarının kâr payı dağıtım politikalarının belirleyicileri ile firma değeri arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada kavramsal model yardımı ile konuyu açıklayıp tahminleme yapılmasını amaç edinmişlerdir. Araştırma modeli kâr payı dağıtım politikalarının kurumsal yönetim ve risk değişkenleri tarafından etkilendiği şeklinde oluşturulmuştur. Analiz kapsamında üç hipotez grubu test edilmiştir. Birinci grup risk değişkeni ile kâr payı dağıtım politikaları, ikinci grup kurumsal yönetim ile kâr payı dağıtım politikaları ve üçüncü grup firma değeri ile kâr payı dağıtım politikaları şeklinde yapılmıştır. Araştırma kapsamında probit, logit, doğrusal regresyon ve t-test sonuçları değerlendirilmiştir. Araştırma bulguları sonucunda kurumsal yönetim ile kâr payı dağıtım politikaları arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif; risk ile bağımlı değişken arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca araştırmada firma değeri ile kâr payı dağıtım politikası arasında da pozitif ilişki olduğu belirlenmiştir.

Koç (2016) araştırmasında, 2009-2015 dönemlerinde BİST 50 Endeksinde yer alan, 14 istikrarlı ve 18 istikrarsız kâr payı dağıtan toplam 32 firmanın verileri ile yatırımcının firmanın nakit kâr payı dağıtım bilgisini bir işaret olarak kabul edip etmediğini panel veri regresyon yöntemi ile incelemiştir. Analizin bağımlı değişkeni pay başına temettüdür. Analizin bağımsız değişkenlerini ise büyüme fırsatları, halka açıklık oranı, analist sayısı ve nakit akışı oluşturmaktadır. Asimetrik bilginin analist sayısı ile temsil edildiği tek çalışadır. Yapılan analiz sonuçlarına göre nakit akımı ve yatırım fırsatlarının (pd/dd) pay başına temettü ile pozitif ve anlamlı, analist sayısı ve

şirket büyüklüğünün negatif ve anlamlı, halka açıklık oranının ise anlamsız olduğu belirlenmiştir.

Al- Najjar ve Kilincarslan (2017), çalışmalarında, 2003 ile 2012 yılları arasında Borsa İstanbula kote olmuş 264 firmanın farklı yasal ve kurumsal düzenlemelerin nakit temettü politikaları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışanın bağımlı değişkeni nakit temettü ödeme oranıdır. Analizde kullanılan bağımsız değişkenler ise mülkiyet dağılımı, yurtiçi kurumsal varlıklar, aile mülkiyeti, aile yöneticileri, devlet mülkiyeti, kurul büyüklüğü, yabancı mülkiyet ve diğer mülkiyet değişkenlerinden meydana gelmektedir. Diğer yandan analize kukla değişkenler olarak firma büyüklüğü, kârlılık, borç düzeyi, yatırım fırsatları ve firma yaşı faktörleri eklenmiştir. Çalışmanın veri seti logit regresyon ve en küçük kareler yöntemi ile test edilmiştir. Yapılan testler sonucunda firmaların hedef nakit temettü ödeme oranlarının var olduğu, geçmiş ve cari yıl kârlarının nakit temettü dağıtım oranını belirlemede etkili olduğu ve firmaların nakit temettü paylarını ayarladıkları belirlenmiştir. Bu sonuçlar firmaların istikrarlı nakit temettü dağıttıklarını ortaya koymaktadır. Ailelerin, firmaların mülkiyet yapısının kontrolünde yer almasına rağmen devlet gibi büyük pay sahipleri, yerli ve yabancı finansal yatırımcıların olduğu konsantre mülkiyet yapılarının olduğu tespit edilmiştir. Mülkiyet yapılarında ailelerin yoğun olduğu firmaların cari dönemde temettü ödemelerinde düzeltmeye gittikleri ve düzenli temettü politikasına sahip oldukları ortaya çıkmıştır. Yurtiçi kurumsal varlıklar, dağınık mülkiyet, yabancı mülkiyet ve devlet mülkiyetinin aile mülkiyetine göre daha fazla olduğu firmaların hedef temettü ödeme oranlarını düşürdükleri sonucuna varılmıştır. Bunun yanında borç düzeyi ve yatırım fırsatları nakit temettü dağıtım politikasını negatif etkilerken, firma yaşı, kârlılık ve firma büyüklüğünün bağımlı değişkeni pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Aydın (2017) araştırmasında, 2011 ile 2015 dönemleri arasında BİST Temettü Endeksine kayıtlı finans dışı olan ve istikrarlı kâr payı dağıtan 24 firmanın kâr payı dağıtım kararları üzerinde etkisi olan değişkenlerin hem zaman boyutunu hem de yatay kesit boyutunu dikkate alan panel regresyon modeli ile analiz etmiştir. Analizin bağımlı değişkenini nakit temettü dağıtım oranı oluştururken, bağımlı değişkenlerini öz sermaye kârlılık oranı, borç/öz kaynak oranı, cari oran, ve kısa vadeli borç/ toplam borç oranı oluşturmaktadır. Analizde öz sermaye kârlılık oranı, cari oran ve aktif

kârlılık oranının nakit temettü oranı üzerinde pozitif ve anlamlı bir etliye sahip olduğu belirlenmiştir. Çalışmada ayrıca kısa vadeli borç/toplam borç oranı ile borç/öz kaynak oranının nakit temettü politikaları üzerinde negatif ve anlamsız ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.

Erdaş (2017) çalışmasında, 2010-2015 yılları arasında BİST-30 Endeksine kayıtlı, düzenli temettü dağıtımı yapan ve 12 farklı sektörde faaliyet gösteren firmaların temettü dağıtım politikalarını belirleyen firmaya özgü faktörleri incelemiştir. Analizin bağımlı değişkeni kâr payı dağıtım oranı değişkenidir. Bağımsız değişkenler ise finansal kaldıraç oranı, aktif kârlılık oranı, halka açıklık oranı, büyüme fırsatı, firma yaşı ve karesi, pay senedi piyasa değeri, işetme büyüklüğü, hisse başına kazanç, pay senedi işlem hacmi ve nakit orandır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkisini görmek için analizde en küçük kareler ve panel veri yöntemi tercih edilmiştir. Çalışmanın sonucunda %1 anlamlılık düzeyinde bu firmalarda pay başına kazanç, nakit oran ve pay senedi piyasa değeri faktörlerinin temettü dağıtım faktörleri ile pozitif ilişkisi olduğu belirlenmiştir. Çalışmada temettü dağıtımının finansal kaldıraç oranı ile negatif ilişkili olduğu belirlenmiştir. %5 anlamlılık düzeyinde ise temettü dağıtım oranının firma yaşı karesi ile negatif; firma büyüklüğü ile pozitif ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada geri kalan diğer faktörlerden pay senedi işlem hacmi, aktif kârlılık oranı, halka açıklık oranı ve firma yaşının temettü dağıtım oranı üzerinde anlamlı bir ilişkisi ortaya konulamamıştır.

Karaçayır ve Bezgin (2017) araştırmalarında, 2012-2016 yılları arasında BİST Temettü Endeksinde yer alan firmaların nakit kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörleri analiz etmişlerdir. Analizde panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Analizde; nakit temettü dağıtım oranı bağımlı değişkenken, öz sermaye kârlılığı, aktif kârlılık, toplam borç oranı, piyasa değeri/defter değeri, finansal kaldıraç ve nakit oranı ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Yapılan analiz sonucuna göre nakit oranı ve aktif kârlılık, nakit kâr payı dağıtım oranını pozitif ve anlamlı; finansal kaldıraç derecesi ise nakit kâr payı dağıtım oranını negatif ve anlamı olarak etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Piyasa değeri/defter değeri, öz sermaye kârlılığı ve toplam borç oranı değişkenlerinin ise nakit temettü dağıtım oranı üzerinde etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Özvar ve Ersoy (2017) çalışmalarında, 2009-2014 yılları arasında Borsa İstanbula kote olmuş 142 imalat sanayi firmasının sahiplik yapısındaki farklılıkların temettü dağıtım kararları üzerinde etkisini Rassal Etkili Panel Tobit Yöntemi ile analiz etmişlerdir. Temettü verimi analizin bağısız değişkenini oluşturmaktadır. Çalışmanın sahiplik yapısını temsil eden bağımsız değişkenleri aile sahipliği, firma sermayesinde en büyük paya sahip üç ortağın toplam sermaye içindeki payı, yabancı sahiplik ve halka açıklık oranıdır. Aile sahipliği ile yabancı sahiplik analizde kukla değişken olarak kullanılmıştır. Ayrıca kontrol değişkeni olarak da kaldıraç oranı, aktif kârlılık ve aktif büyüme değişkenleri eklenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen tahmin sonuçlarına göre kâr payı verimi ile halka açıklık oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ancak negatif biri ilişki tespit edilmiştir. Yabancı sahipliği ve en büyük üç ortağın payı ile bağımlı değişken arasında anlamlı ve pozitif ilişki bulunmuştur. Aile sahipliği ile temettü verimi arasında anlamlı bir ilişki yoktur. Firmaların kaldıraç oranı temettü verimini negatif yönde etkilerken aktif kârlılık oranı temettü verimini pozitif yönde etkilemektedir.

Temiz ve Hacıhasanoğlu (2017) araştırmalarında, BİST İmalat Sektöründe 2005-2015 döneminde faaliyet gösteren 1350 firmanın kâr payı ödemleri ile finansal performansı arasındaki ilişkiyi ampirik olarak incelemişlerdir. Araştırmada en yüksek gözlem sayısına ulaşmak için havuzlanmış veri regresyon modeli kullanılmıştır. Analizin bağımlı değişkenleri öz sermayenin kârlılığı ve aktif kârlılık oranıdır. Modelin bağımsız değişkenleri kaldıraç, toplam varlıklar ve satışlarda meydana gelen değişimdir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre firmaların kâr payı dağıtım oranları, kâr payı dağıtım politikaları ve aktif kârlılık oranı ile öz sermaye kârlılığı arasında anlamlı ve pozitif yönde istatistikler ortaya çıkmıştır. Ayrıca kâr payı ödeme oranı ile aktif kârlılık oranı arasındaki ilişki, temettü ödeme oranı ile öz sermaye kârlılığı arasındaki ilişkiden daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Bunun yanında analizde satışlarda meydana gelen değişimler ve toplam varlıklar değişkenlerinin aktif kârlılık oranı ve öz sermaye kârlılığı arasında anlamlı ve pozitif ilişkiler saptanmıştır. Diğer taraftan kaldıraç faktörünün her iki modelde de öz sermaye kârlılığı ile aktif kârlılık oranı arasında anlamlı ve negatif istatistikler ortaya çıkmıştır.

Al-Najjar ve Kilincarslan (2018) araştırmalarında, 2003-2012 yılları arasında Borsa İstanbula kayıtlı, kamu hizmeti ve finans sektöründe faaliyette bulunmayan 264 firmanın temettü dağıtım politikalarına etki eden değişkenlerin neler olduğunu tespit etmeye çalışmışlardır. Temettü ödeme oranı, temettü ödemesi ve temettü verimi analizin bağımlı değişkenlerini oluşturmaktadır. Çalışmanın bağımsız faktörleri likidite, kârlılık, firma büyüklüğü, maddi duran varlıklar/toplam aktifler, büyüme, firma yaşı, borç politikası, faaliyet riski ve serbest nakit akışı değişkenlerinden meydana gelmektedir. Ayrıca kukla değişken olarak endüstri faktörü analize dahil edilmiştir. Çalışmanın veri seti tobit, logit ve en küçük kareler yöntemi ile test edilmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre, firma yaşı, kârlılık ve firma büyüklüğü ile temettü dağıtım politikası arasında pozitif bir ilişki ortaya çıkarılmıştır. Ancak borç politikası ve büyüme ile temettü dağıtım politikası arasında ters bir ilişki mevcuttur. Araştırmada ayrıca diğer faktörlerden serbest nakit akışı, maddi duran varlıklar/toplam aktifler, faaliyet riski ve likiditenin temettü dağıtım politikaları üzerinde bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Bostancı vd. (2018) araştırmalarında, 2009-2015 yılları arasında Borsa İstanbulda faaliyette bulunan, faktöring, leasing ve finans sektöründe yer almayan 106 firmanın temettü ödeme kararlarını belirleyen firmaya özgü değişkenlerini belirlemeye çalışmışlardır. Analizin bağımlı değişkeni nakit olarak ödenen temettü ile hisse olarak ödenen temettü değişkenidir. Çalışmanın bağımsız değişkenleri ise borç düzeyi, kârlılık, önceki dönem temettü ödemesi, firma yaşı, hissedarlık yapısı, firma büyüklüğü, piyasa değeri/defter değeri oranı ve likidite faktörlerinden meydana gelmektedir. Analiz verileri dinamik panel regresyon yöntemi ile test edilmiştir. Dinamik panel regresyon test sonucuna göre hissedarlık yapısı, firma yaşı ve borç düzeyi ile temettü ödemesi arasında anlamlı bir ilişki olmamasına rağmen piyasa değeri/defter değeri oranı, önceki dönem temettü ödemesi, firma büyüklüğü, kârlılık ve likidite ile bağımlı değişkenler (nakit ve hisse olarak ödenen temettü) arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişkinin varlığı ortaya çıkmıştır. Ayrıca test sonuçlarına bakıldığında bir önceki yılın temettü ödemelerinin nakit ve/veya pay senedi olarak ödenen temettüleri üzerinde etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Dinçergök ve Pirgalip (2018) araştırmalarında, 2005-2017 yılları arasında Borsa İstanbulda işlem gören ve imalat sektöründe faaliyet gösteren 165 firmanın nakit akışı belirsizlikleri karşısında nakit temettü dağıtım olasılığı ve tutarına karşın nasıl davrandığını tespit etmeye çalışmışlardır. Nakit temettü tutarı ve nakit temettü dağıtım olasılığı değişkenleri analizin bağımlı değişkenleridir. Toplam varlıklar, dağıtılmamış kârlar/toplam özsermaye, pay fiyatındaki oynaklık, piyasa değeri/defter değeri, serbest nakit akışları, aktif kârlılık oranı ve finansal kaldıraç oranı faktörleri ise analizin bağımsız değişkenlerini oluşturmaktadır. Analizde iki farklı metodoloji uygulanmıştır. Bunların ilkinde klasik panel veri regresyon analizi ile nakit temettü dağıtım tutarına; ikincisinde ise panel logit analizi ile nakit temettü olasılığına olan etki test edilmiştir. Yapılan panel logit ve klasik veri testleri sonucunda firmaların nakit akışı beklentilerine göre temettü dağıtım politikaları belirlenmektedir. Bundan dolayı firmalar nakit akışı belirsizlikleri ile karşılaştıklarında nakitlerini temettü şeklinde dağıtmak yerine onu bünyelerinde tutmak istemektedirler. Finansal kaldıraç ile temettü dağıtımı arasında ters bir ilişki vardır. Ancak aktif büyüklük, kârlılık, serbest nakit akışı, dağıtılmamış kârlar/toplam özsermaye ve piyasa değeri/defter değeri ile bağımlı değişken arasında pozitif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Bu çalışmadaki en önemli sonuç, firma yöneticilerinin piyasalardaki belirsizlik ortamlarında temettü dağıtma eğilimleri dengesinin bozulduğu gibi aynı şekilde yatırımcıların da yatırım kararlarını sorgulamaları olmuştur. Diğer önemli bir sonuç ise düzenleyici otoritelerin piyasadaki belirsizliğin giderilmesi için aldıkları önlemlerin firmalar ve yatırımcılar için son derece önemli olduğudur.

Kılınçarslan (2018) çalışmasında, 2009-2016 yıllarında Borsa İstanbulda faaliyette bulunan ve finans sektöründe yer alan 80 firmanın temettü politikalarını belirlemek amacıyla yaptığı çalışmada çeşitli değişkenler kullanmıştır. Analizde panel veri analizi kullanılmıştır. Yapılan test sonucunda elde edilen bulgulara göre büyüme, maddi duran varlık oranı, kârlılık, likidite, firma büyüklüğü ve borç değişkenlerinin temettü kararları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Ayrıca bu çalışma yönetim kurulundaki aile üyelerinin, yönetim kurulu büyüklüğünün ve yabancı pay sahiplerinin ve bağımsız yöneticilerin firmaların kâr payı kararları üzerinde önemli etkilerini ortaya koymaktadır.

Taşçı ve Korkmaz (2018) çalışmalarında, BİST 100 Endeksinde faaliyet gösteren ancak holding ve mali sektörde yer almayan 43 firmanın kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörleri ve 2008 küresel ekonomik kriz temelinde krizlerin kâr payı dağıtım politikalarına etkilerini araştırmışlardır. Krizin etkisini görmek için analiz dönemini kriz öncesi olarak 2004-2016 yıları, kriz sonrası 2009-2016 yılları ve en sonunda da tüm dönem 2004-2016 yılları olarak üçe ayırmışlardır. Analizin bağımlı değişkeni kâr payı ödeme oranıdır. Bağımsız değişkenler ise piyasa değeri/defter değeri, firma büyüklüğü, nakit oran, aktif kârlılık, toplam öz kaynak/toplam aktif ve birikmiş kâr/toplam öz kaynaktır. Analizde panel veri analiz yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda kriz öncesi dönemde kâr payı dağıtım oranı ile bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Kriz sonrası dönemde kâr payı dağıtım oranı ile nakit oran ve piyasa değeri/defter değeri arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Tüm dönemlerde ise aktif kârlılık, birikmiş kâr/toplam öz kaynak oranı ve piyasa değeri/defter değeri ile kâr payı dağıtım oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca BİST 100 firmalarının kriz anlarında bile nakdi firma bünyesinde bulundurmak yerine kâr payı olarak dağıtması, sinyal teorisinin kriz anlarında da geçerliliğini koruduğunun bir göstergesi olarak değerlendirilebilmektedir.

Tekin ve Gör (2018), BİST 100 Endeksine kote olmuş, 2009-2016 yıllarında faaliyet gösteren, finans ve sportif sektörde yer almayan 74 firmada temettü dağıtımı ile muhasebedeki muhafazakarlık kavramı arasında bir ilişkinin olup olmadığını yaptıkları araştırmada incelemişlerdir. Çalışmada temettü dağıtım oranı ve muhafazakarlık bağımlı değişken olarak dikkate alınmıştır. Finansal kaldıraç oranı, halka açıklık yüzdesi, sektör, kurumsal yatırımcı oranı, firma tecrübesi, firma büyüklüğü ve özsermaye kârlılığı değişkenleri ise analizin bağımsız değişkenlerini oluşturmaktadır. Veri seti panel veri analizi ile test edilmiştir. Analiz sonucuna göre muhafazakâr muhasebe ile temettü dağıtımı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca kontrol değişken olan firma büyüklüğü ile temettü dağıtımı arasında pozitif, halka açıklık yüzdesi ile bağımlı değişken arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Bunun dışında kurumsal sahiplik düzeyi ile temettü dağıtımları arasında da pozitif bir ilişki ortaya çıkmıştır.

Korkmaz ve Topaloğlu (2019) araştırmalarında, 2010-2016 yılları arasında BİST 100 Endeksinde mali sektörde faaliyette bulunmayan ve payları sürekli olarak endekste işlem gören 33 firmanın nakit temettü politikalarına etki eden mikro ve makro faktörlerin neler olduğunu belirlemeye çalışmışlardır. Çalışmanın bağımlı değişkeni nakit temettü dağıtım oranıdır. Mikro bağımsız değişkenler ise büyüme fırsatı, likidite oranı, varlık yapısı, piyasa değeri, finansal kaldıraç, firma büyüklüğü ve aktif kârlılık oranıdır. Makro bağımsız değişkenler ise enflasyon oranı, altın ve faiz oranıdır. Veri seti panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre nakit kâr payı dağıtım oranı ile büyüme fırsatı, varlık yapısı ve firma büyüklüğü arasında anlamlı ve negatif ilişki tespit edilmiştir. Finansal kaldıraç, piyasa değeri ve aktif kârlılık oranı ile nakit temettü dağıtım oranı arasında anlamlı ve pozitif ilişki vardır. Çalışmada elde edilen sonuca göre makro değişkenlerden sadece enflasyon oranı ile nakit kâr payı dağıtım oranı arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Geri kalan mikro değişkenlerden likidite oranı ve makro değişkenlerden faiz oranı ile altın fiyatı arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki ortaya çıkmamıştır.

Dündar ve Uysal (2020), koronavirüs salgını döneminin temettü dağıtımı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırmada öncelikle sermaye şirketlerindeki temettü dağıtımı ve temettü hakkına ilişkin yasal mevzuat üzerinde durulmuştur. Daha sonra ise salgının sosyal hayat ve ekonomi üzerindeki etkilerini azaltmak için 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na eklenen ve geçici olarak çıkarılan 13. Madde ile net dönem kârının dağıtımının usul ve esaslarının değerlendirilmesi ve bunların uygulanması hakkında açıklamalarda bulunulmaktadır. Türk Ticaret Kanunu'na eklenen Geçici 13. Madde'nin gerekçesi 'Ekonomik faaliyetlerin azalması ve piyasalardaki belirsizlik ortamının toplum sağlığı ve ekonomi üzerindeki etkilerinin ölçülemediği bu nedenle de ihtiyatlılık politikası gereği olarak, şirket nakit kâr dağıtımı yapılması suretiyle azaltılmaması, şirketlerin mevcut özkaynak yapılarının korunması ve ilave finansman ihtiyacının doğmaması amacıyla Geçici 13. madde ile 30.09.2020 tarihine kadar yapılacak kâr dağıtımına ilişkin düzenleme getirmek' olarak açıklanmaktadır. Geçici olan bu 13. Madde ile şirket organlarının temettü dağıtması konusunun borçlular ve şirket menfaatleri aleyhine kullanılması engellenmek istenmiştir. Kanun koyucu hükümlere uygun hareket edilmemesi durumunda

firmaların karşılaşacağı yaptırımların hangi hususlarda olacağının tebliğ içerisinde yer vermemesi önemli bir eksikliktir.

Dozen ve Başkan (2020), BİST Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksine tabi 42 firma üzerinde yaptıkları çalışmada, temettü kararları üzerinde firma performansının etkili olup olmadığını incelemişlerdir. Bu araştırmada Basit Lojistik Regresyon Yöntemi kullanılmıştır. Analizin bağımlı değişkeni olarak kâr dağıtımı kullanılırken, öz sermaye kârlılık oranı ve aktif kârlılık oranı bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır. Bunun yanında modele kukla değişkenler olarak stok devir hızı, aktif devir hızı, kaldıraç oranı ve sermaye yapısı da eklenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgular değerlendirildiğinde stok devir hızı, öz kaynak oranı ve öz sermaye kârlılığı ile bağımlı değişken arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki ortaya çıkmıştır. Aktiflerin devir hızı ile aktif kârlılık değişkenlerinin bağımlı değişken üzerinde bir etkisi tespit edilememiştir.

Ergün (2020) araştırmasında, 2005-2017 yılları arasında Borsa İstanbulda işlem gören 168 imalat firmasının temettü dağıtım politikalarını belirleyen etkenlerin neler olduğunu belirlemeye çalışmıştır. Analizde iki farklı model kullanmışlardır. Temettü ödeme oranının bağımlı değişken olduğu birinci modelde bağımsız değişkenler firma büyüklüğü, kaldıraç, yatırım oranı, satışlardaki artış ve nakit akış oranıdır. Temettü ödeme oranının bağımlı değişken olduğu ikinci modelde birinci modele ek olarak enflasyon oranı ve ekonomik büyüme gibi makro değişkenler ilave edilmiştir. Analizde rassal etkili tobit model tercih edilmiştir. Birinci modelin çıktı sonuçları incelendiğinde yeni reel yatırımlar yaptıkça ve firmalar borçlandıkça firmaların daha az temettü dağıtımına gittikleri gözlemlenmiştir. Ayrıca daha fazla amortisman, net kâr toplamına sahip olan ve büyük firmaların kazandıkları kârın daha fazlasını dağıtmışlardır. Büyüme fırsatlarındaki artış ve satışlardaki artışın kâr payı dağıtımı üzerinde etkisi istatistiksel olarak anlamsız olmasına rağmen etkisi pozitiftir. Makro ekonomik faktörlerin dahil edildiği ikinci modelde ise enflasyon oranı temettü dağıtımı üzerindeki etkisi negatif olmasına rağmen ekonomik büyümenin etkisi pozitiftir.

Sevim ve Daşcı (2020) araştırmalarında, BİST 100 Endeksinde kayıtlı olan ve düzenli kâr payı dağıtan 32 imalat firmasının 2015-2017 yıllarındaki firmaların nakit temettü politikalarını belirleyen 7 faktörü korelasyon ve regresyon analizi ile incelemişlerdir. Analizi iki aşamalı olarak yapmışlardır. Birinci aşamasında üç yıllık kâr dağıtım politikası bildirileri incelenerek en çok tercih edilen beş politika belirlenmiştir. İkinci aşamasında ise bu politikalar üzerinde etkili olan 7 faktör belirlenmiştir. Çalışma sonucunda firmaların kârlılığına dayalı politikalar üzerinde hisse başına kazanç ve net satışların etkisinin pozitif olduğu, likiditeye dayalı politika üzerinde hisse başı kazanç ve net kâr marjının pozitif etkisi olduğu, büyüklüğe dayalı politika üzerinde kâr marjı, hisse başına kazanç ve net satışların negatif etkili olduğu ortaya çıkmıştır. Öz kaynak kârlılığı ve işletme büyüklüğü faktörlerinin negatif etkili olduğu, yeni yatırım planlarına dayalı politika üzerinde korelasyon analizi yapıldığında belirlenen faktörlerin pozitif etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Regresyon analizi yapıldığında ise faktörlerin kâr payı politikası üzerine etkili olmadığı, borç ödeme gücüne dayalı politikalarda ise öz kaynak kârlılığının pozitif, finansman oranının ise negatif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Erdaş ve Simoes (2020) çalışmalarında, 2002-2014 yıllarında Borsa İstanbula kayıtlı firmaların denetim komitesinin bağımsızlığı ekseninde kurumsal yönetim uygulamalarının nakit temettü dağıtım kararları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Nakit kâr payı dağıtım oranı araştırmanın bağımlı değişkenidir. Bağımsız değişkenler ise uzmanlık, denetim komitesinde icracı olmayan yönetim kurulu üye oranı, nakit kâr payı dağıtımı, en büyük ortağın payı, kârlılık, yatırım fırsatları, yönetim kurulu ölçeği, ikilik (yönetim kurulu başkanı ve CEO'nun aynı kişi olup olmadığı), denetim komitesinin bağımsızlığı, yaş, serbest nakit akışı, nakit akım marjı ve reel gayri safi yurtiçi hasıladır. Sistem Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) tahmin yöntemi kullanılarak regresyon analizleri yapılmıştır. Yapılan analiz sonucuna göre firmanın denetim komitesinin bağımsızlığı artığında nakit temettü dağıtım oranının da aynı paralellikte arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Bunun yanında nakit temettü dağıtım oranı düzeylerinin önceki dönemlerde gerçekleştirilen nakit temettü dağıtım oranı düzeyinden olumlu olarak etkilenmiştir. Diğer taraftan özel uzmanlığa sahip üye oranının artması, ikilik ve büyük ortağın sahiplik oranındaki yükselme nakit temettü oranını olumsuz anlamda etkilemiştir. Ancak firma yaşının artmasından, yönetim

kurulunda icracı görevi olmayan yönetim kurulu üye oranındaki artıştan ve ekonomik büyümeden nakit temettü dağıtım oranı pozitif yönde etkilenmiştir. Nakit temettü oranı ile nakit kâr marjı arasında ters ilişki tespit edilmiştir. Geri kalan diğer değişkenlerden yatırım fırsatları, satışların kârlılığı ve serbest nakit akım oranı arasında herhangi bir anlamlı istatistiki bulguya rastlanmamıştır.

2.2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Yapılan Araştırmalar

Amidu ve Abor (2006) araştırmalarında, 1998-2003 yılları arasında Gana Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 20 firmanın kâr payı politikasında belirleyici olan faktörlerin neler olduğunu panel veri analizi yöntemi ile tespit etmeye çalışmışlardır. Analizin bağımlı değişkeni temettü ödeme oranıdır. Çalışmanın bağımsız değişkenleri ise kurumlar vergisi, piyasa değeri/defter değeri oranı, kârlılık, satış büyümesi, nakit akışı, kurumsal mülkiyet ve risk faktörleridir. Analiz sonucunda nakit akışı, kârlılık ve kurumlar vergisi ile temettü ödeme oranı arasında pozitif yönde; kurumsal mülkiyet, piyasa değeri/defter değeri, risk ve satışlardaki büyüme değişkeni ile bağımlı değişken arasında negatif yönde bir ilişki olduğu belirlenmiştir.

Osman ve Mohammed (2010) araştırmalarında, 1989 ile 2004 yılları arasında Suudi Arabistan Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören, 37 finansal firmanın ve 105 finansal olmayan firmanın kâr payı politikalarını etkileyen faktörleri panel veri, probit ve tobit regresyon yöntemlerini kullanarak tespit etmeye çalışmışlardır. Kâr payı ödeme oranı analizin bağımlı değişkeni iken finansal kaldıraç oranı, kârlılık, büyüme fırsatları, devlet mülkiyeti, firma büyüklüğü, aktif varlıklar, büyüklük ve faaliyet riski çalışmanın bağımsız değişkenleridir. Yapılan testler sonucunda finansal olmayan firmaların temettü politikalarını firma büyüklüğü, firma yaşı, kârlılık ve devlet mülkiyeti değişleri pozitif yönde etkilerken, faaliyet riski ve finansal kaldıraç oranı değişkenleri bağımlı değişkeni negatif yönde etkilemektedir. Ancak aktif varlıklar, temsil maliyeti ve büyüme fırsatlarının temettü politikaları üzerinde istatistiksel olarak etkisi yoktur. Finansal firmalarda firma büyüklüğü temettü politikasını pozitif etkilemektedir. Ancak mülkiyet yapısı, finansal kaldıraç oranı, büyüme fırsatı, temsil maliyetleri, aktif varlıklar ve firma yaşı değişkenleri ile temettü politikaları arasında ters ilişki vardır. Bunun yanında finansal ve finansal olmayan firmaların temettü ödeme olasılığını etkileyen faktörler karşılaştırılmıştır. Bu karşılaştırılmanın neticesinde büyüklük, kârlılık ve faaliyet riski değişkenlerinin ortak

belirleyiciler olduğu ortaya konulmuştur. Devlet mülkiyeti, finansal kaldıraç oranı ve firma yaşı faktörlerinin finansal olmayan firmaların temettü ödeme politikaları üzerinde etkisi olmasına rağmen bu değişkenlerin finansal sektördeki firmaların temettü politikaları üzerinde bir etkisinin olmadığı belirlenmiştir. Aktif varlıkların, temsil maliyetlerinin ve büyüme fırsatlarının hem finansal hem finansal olmayan firmaların temettü politikaları üzerinde herhangi bir etkisi yoktur.

Patra vd (2012) çalışmalarında, 1993-2007 yılları arasında Atina Menkul Kıymetler Borsasında (ASE) işlem gören, finans sektöründe faaliyette bulunmayan 63 sanayi firmasının kurumsal temettü politikası belirleyicilerini araştırmışlardır. Çalışmanın bağımlı değişkeni temettü verimidir. Analizin bağımsız değişkenleri ise yatırım fırsatları, likidite, büyüklük, iş riski, kârlılık ve finansal kaldıraçtır. Analizde panel veri analizinin Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) kullanılmıştır. Yazarlar analiz sonucunda daha büyük, daha kârlı ve daha yüksek likit firmaların daha fazla temettü ödediklerini belirlemişlerdir. Bununla birlikte yazarlar çalışmada ancak daha riskli, yüksek yatırıma sahip ve finansal kaldıracı daha yüksek olan firmaların daha az kâr payı ödeme eğiliminde olduklarını tespit etmiştir.

Boţoc ve Pirtea (2014), 2003 ile 2011 yılları arasında Rusya, Çin, Türkiye ve Hindistan gibi gelişmekte olan ülkelerin borsalarında işlem gören 2.636 firmanın verilerini kullanarak üç hedefe ulaşmaya çalışmışlardır. Amaçları gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların temettü politikalarının gelişmiş ülkelerdeki firmalarla benzerlik gösterip göstermediğini, nakit yönetimi ve likidite değişkenlerinin temettü politikası üzerinde etkisi olup olmadığını ve birbirine bağlı bu çalışmanın desteğiyle, temettü ödemelerinin yeniden ortaya çıkması durumunda yeni dönem için geçerli olup olmadığını kontrol etmektir. Analiz verileri genelleştirilmiş momentler sistemi tekniğini kullanarak test edilmiştir. Test sonucunda nakit yönetimi ve likidite değişkenlerinin temettü ödemelerini etkilediği belirlenmiştir. Ülkelerde yatırımcı korunması düşük ise likiditenin önemi kâr payı ödemelerini açıklamada daha önemliyken ülkede yatırımcı koruması yüksek ise nakit gereksinimlerinin temettü ödemelerini açıklamada daha önemli olduğu görülmüştür. Zayıf yatırımcı koruması olan ülkelerde iyi bir nama sahip olmak için firmaların daha fazla temettü ödedikleri sonucuna varılmıştır. Kâr payı ödemesini Yaşam Döngüsü Teorisi'nin aksine Faaliyet Döngüsü 'nün açıklamada yetersiz kaldığı tespit edilmiştir. Önceki çalışmalar ile bu

analizin sonuçları karşılaştırıldığında sermaye yapısı ve önemsiz büyüme fırsatlarının ve finansal kaldıraç oranının pozitif etkisi, temel değişiklikler olarak ortaya konulmuştur. Genel olarak gelişmiş ülkelerdeki temettü politikası ile gelişmekte olan ülkelerin politikaları arasında benzerlikler vardır. Hassonn vd. (2016), 2008 ile 2012 yılları arasında Filistin Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 21 firmanın temettü politikasını etkileyen faktörleri hem firma bazında hem de firma yöneticileri bazında tespit etmeye çalışmışlardır. Temettü dağıtım oranı çalışmanın bağımlı değişkenini oluştururken varlık yapısı, firma büyüklüğü, kârlılık, mülkiyet yapısı, serbest nakit akışı, beta katsayısı, faaliyet riski, finansal kaldıraç oranı, likidite ve büyüme fırsatları değişkenleri de çalışmanın bağımsız değişkenleri olarak kullanılmışlardır. Analiz iki aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşamada veriler en küçük kareler tekniği ile test edilmiştir. İkinci basamakta ise anket yolu ile 11 finans yöneticisinin görüşleri toplanmış ve bu veriler regresyon analiz yöntemi ile test edilmiştir. Birinci adımda uygulanan test sonucunda kârlılık ve firma büyüklüğü temettü ödeme politikası üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip iken varlık yapısı, finansal kaldıraç oranı ve serbest nakit akışları değişkenleri bağımsız değişken üzerinde negatif bir etkiye sahiptir. İkinci aşamada yapılan anket sonucunda da firma yöneticileri temettü ödeme politikalarını belirlerken serbest nakit akışı ve kârlılık faktörlerini önemsemelerine rağmen geri kalan diğer faktörlerin etkilerini göz önüne almamaktadırlar. Ayrıca firma yöneticilerinin temettü politikalarının oluşturulmasında önemli bir etkisinin olduğu vurgulanmıştır. Temettü politikasının çoğunlukla yılda yıla gözden geçirildiği ve firmaların uzun ve açık vadeli bir hedef ödeme oranına sahip olduğu sonucuna varılmıştır.

Komrattanapanya ve Suntraruk (2014),2006-2010 yılları arasında Tayland Menkul Kıymetler Borsasında (SET) işlem gören 8 farklı sektörde faaliyet gösteren 435 firmanın temettü ödemesini belirleyen faktörleri araştırmışlardır. Çalışmanın bağımlı değişkeni temettü dağıtım oranıdır. Analizin bağımsız değişkenleri ise firma büyüklüğü, firma riski, satışların büyüklüğü, likidite oranı, finansal kaldıraç oranı ve kârlılıktır. Örneklem verileri en küçük kareler yöntemi ve panel analizi ile test edilmiştir. Analiz sonucunda firma büyüklüğü ile kâr payı dağıtım oranı arasında anlamlı ve pozitif, satışların büyüklüğü, yatırım fırsatları ve finansal kaldıraç oranı arasında ise anlamlı ve negatif bir ilişki ortaya çıkmıştır. Bunun yanında likidite oranı,

kârlılık ve firma riski değişkenlerinin bağımlı değişken üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı tespit edilmiştir.

Sanjari ve Zarei (2014) araştırmalarında, 2009-2013 yılları arasında Tahran Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 70 firmanın temettü politikasının belirleyicilerini korelasyon ve çoklu regresyon yöntemi ile tespit etmeye çalışmışlardır. Kâr payı dağıtım oranı çalışmanın bağımlı değişkenidir. Aktif kârlılık oranı, likidite oranı, finansal kaldıraç, büyüme fırsatı ve firma büyüklüğü analizin bağımlı değişkenleridir. Yapılan analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre firma büyüklüğü, finansal kaldıraç ve likidite ile bağımlı değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişki belirlenirken aktif kârlılık oranı ve büyüme ile temettü dağıtım oranı arasında anlamlı ancak negatif bir ilişki belirlenmiştir.

Hassonn vd. (2016), 2008 ile 2012 yılları arasında Filistin Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 21 firmanın temettü politikasını etkileyen faktörleri hem firma bazında hem de firma yöneticileri bazında tespit etmeye çalışmışlardır. Temettü dağıtım oranı çalışmanın bağımlı değişkenini oluştururken varlık yapısı, firma büyüklüğü, kârlılık, mülkiyet yapısı, serbest nakit akışı, beta katsayısı, faaliyet riski, finansal kaldıraç oranı, likidite ve büyüme fırsatları değişkenleri de çalışmanın bağımsız değişkenleri olarak kullanılmıştır. Analiz iki aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşamada veriler en küçük kareler tekniği ile test edilmiştir. İkinci basamakta ise anket yolu ile 11 finans yöneticisinin görüşleri toplanmış ve bu veriler regresyon analiz yöntemi ile test edilmiştir. Birinci adımda uygulanan test sonucunda kârlılık ve firma büyüklüğünün temettü ödeme politikası üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu belirlenirken varlık yapısı, finansal kaldıraç oranı ve serbest nakit akışları değişkenlerinin ise bağımsız değişken üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu ortaya konulmuştur. İkinci aşamada yapılan anket sonucunda da firma yöneticilerinin temettü ödeme politikalarını belirlerken serbest nakit akışı ve kârlılık faktörlerini önemsemelerine rağmen geri kalan diğer faktörlerin etkilerini göz önüne almadıkları tespit edilmiştir. Ayrıca firma yöneticilerinin temettü politikalarının oluşturulmasında önemli bir etkisinin olduğu, bu politikanın çoğunlukla yıldan yıla gözden geçirildiği ve firmaların uzun vadeli bir hedef ödeme oranına sahip olduğu sonucuna varılmıştır.

Cristea ve Cristea (2017) çalışmalarında, 2007-2016 yılları arasında Romanya Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören ve finansal olmayan 701 firmanın temettü politikasına etki eden faktörleri araştırmışlardır. Kâr payı dağıtım oranı bu analizin bağımlı değişkenidir. Finansal kaldıraç oranı, likidite, firma büyüklüğü, kârlılık, büyüme fırsatı ve ekonominin genel durumu çalışmanın bağımsız değişkenleridir. Veri setinin analizinde panel veri analizi kullanılmıştır. Araştırma sonucunda elde edilen bulgulara göre likidite ve kârlılık değişkenleri ile temettü dağıtım oranı arasında pozitif, finansal kaldıraç oranı, firma büyüklüğü ve ekonominin genel durumu ile bağımlı değişken arasında negatif bir ilişki vardır.

Mili vd. (2017), gelişmekte olan ülke piyasalarından finans sektöründe yer almayan 362 firmanın kriz dönemlerinde yönetim kurulu yönetiminin ve mülkiyet yapısının kâr payı dağıtım politikalarını değiştirip değiştirmediği incelemişlerdir. Kâr payı getirisi ve kâr payı kararı faktörleri analizin bağımlı değişkenlerini oluşturmaktadır. Çalışmanın bağımsız değişkenleri sahiplik yoğunluğu, yönetimsel mülkiyet, kurumsal sahiplik ve en büyük 5 hissedarın sahip olduğu hisse toplamıdır. Kurul değişkenleri yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulunun bağımsızlığı, yönetim kurulu toplantılarının sayısı ve CEO ikiliğidir (genel müdürün yönetim kurulu üyesi de olması). Analizin kontrol değişkenleri beta, özkaynak kârlılığı, toplam borç oranı, firma yaşı, vergi ve piyasa değeridir. Çalışmanın kukla değişkeni ise sektördür. Araştırma panel veri regresyon yöntemi ile yapılmıştır. Test sonucunda elde edilen bulgulara göre kâr payı dağıtım kararını yönetim kurulu etkinliği ve kurumsal sahipliği değişkenlerinin artırdığı bulunmuştur. CEO ikiliği olmayan ve CEO ikiliği olan firmaların kâr payı dağıtım kararlarının aynı faktör setine bağlı olmadığı ortaya çıkmıştır. CEO ikiliği olan firmalarda yönetim kurulu bağımsızlığının ve sahiplik yoğunluğunun kâr payı politikaları üzerinde son derece önemlidir. Ayrıca test sonuçlarında finansal kriz esnasında yönetim kurulu büyüklüğü, CEO ikiliği ve yönetim kurulu toplantılarının sıklığı ile kâr payı dağıtım kararları arasında negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Hung vd. (2018), 2006-2017 dönemlerinde Vietnam Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 1.453 adet firmanın nakit temettü politikasını etkileyen faktörleri tespit etmeye çalışmışlardır. Temettü dağıtım oranı analizin bağımlı değişkenidir. Örneklemin bağımsız değişkenleri ise finansal kaldıraç oranı, kârlılık,

büyüme fırsatları ve firma büyüklüğüdür. Veri seti en küçük kareler regresyon yöntemi ile sınanmıştır. Yapılan analiz sonucunda büyüme fırsatları ile kâr payı ödeme oranı arasında anlamlı ve negatif; kârlılık değişkeni ile bağımsız değişken arasında anlamlı ve pozitif ilişki olduğu belirlenmiştir. Ayrıca finansal kaldıraç oranı ile temettü ödeme oranı arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Firma büyüklüğü ile bağımlı değişken arasında pozitif bir ilişki bulunmasına rağmen bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Jabbouri ve Attar (2018), 2004-2015 yılları arasında Fas Kazablanka Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören ve finansal olmayan 64 firma üzerinde yaptıkları araştırmada temettü politikasının ana belirleyicilerini tespit etmeye ve firmaların temettü davranışlarını daha iyi açıklayan teorileri değerlendirmeye çalışmışlardır. Çalışmanın bağımlı değişkeni, kâr payı dağıtım oranıdır. Firma büyüklüğü, firma büyüme oranı, serbest nakit akışı, ekonomik konjonktür, kârlılık, likidite, kurumsal pay senedi, beklenen kazanç seviyesi, geçmiş dönem temettü ödeme örnekleri ve finansal kaldıraç oranı ise analizde bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Veri analiz tekniği olarak panel veri regresyon yöntemi kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda bulgular, firma büyüme oranı, finansal kaldıraç oranı ve ekonomik konjonktürün temettü politikası üzerinde negatif etkisi olduğunu göstermiştir. Serbest nakit akışları, firma büyüklüğü, kurumsal pay senedi ve likidite değişkenlerinin ise temettü politikasını belirlemede istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Ancak geçmiş dönem temettü ödeme örnekleri ve beklenen kazanç seviyesi değişkenlerinin bağımlı değişken üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı belirlenmiştir.

Baker vd. (2019) çalışmalarında, 2017 yılında Sri Lanka Borsasında finansal olmayan 190 firmanın temettü politikası belirleyicilerini ve neden temettü ödediklerini araştırmışlardır. Araştırmada anket, logit regresyon ve sabit etkiler regresyon modeli kullanılmıştır. Temettü verimi ve temettü ödeme eğilimi ikincil veri analizinde kullanılan bağımlı değişkenlerdir. Araştırmada kullanılan bağımsız değişkenler ise geçmiş temettüler, aktif kârlılık oranı, yatırım fırsatı, devlet mülkiyeti, net işletme sermayesi, firma büyüklüğü, temettü primi, firmanın gelecekte beklediği kazanç düzeyi, serbest nakit akışı, kurul bağımsızlığı, firmanın içinde bulunduğu sektör, piyasa değeri/defter değeri ve varlık büyümesidir. Çalışma sonucunda elde edilen

bulgulara göre yatırım fırsatı, piyasa değeri/defter değeri ve varlık büyümesi değişkenleri ile temettü politikası arasında ters bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Çalışmada, serbest nakit akışı ve temettü politikası arasında ise anlamlı ve negatif bir ilişki elde edilmiştir. Firma yaşı, temettü politikasını açıklamada yetersiz kalmaktadır. Yönetim kurulu bağımsızlığının ve temettü priminin firmaların temettü politikaları üzerinde olumlu bir etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Malik vd. (2019) araştırmalarında, 2007-2009 yılları arasında Pakistan'da Karaçi Menkul Kıymet Borsasında KSE 100 Endeksinde işlem gören, finansal ve finansal olmayan 16 farklı sektörde faaliyette bulunan 100 firmanın temettü politikasının belirleyicilerinin neler olduğunu tespit etmeye çalışmışlardır. Düzenli kâr payı ödemesi analizde bağımlı değişken olarak kabul edilmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkeni cari oran, likidite oranı, finansal kaldıraç, özsermaye kârlılığı, aktif kârlılık oranı, firma büyüklüğü, satışların büyüklüğü ve kâr getirisidir. Analiz iki farklı aşamada gerçekleştirilmiştir. Birinci aşamada verilerin analizinde en küçük kareler panel regresyon yöntemi kullanılmıştır. İkinci aşamada ise firmaları temettü ödeyen ve temettü ödemeyen firmalar şeklinde sınıflandırılmış ve tüm bağımsız değişkenlerin üç yıllık ortalamasının alındığı probit modeli uygulanmıştır. Yapılan analizler sonucunda elde edilen bulgulara göre cari oran, likidite oranı, aktif kârlılık oranı, özsermaye kârlılığı, firma büyüklüğü ve kâr getirisi değişkenleri ile düzenli temettü ödemesi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişki olduğu görülmüştür. Finansal kaldıraç ile satışların büyüklüğü arasında negatif ilişkinin varlığı ortaya çıkmıştır.

Nyere ve Wesson (2019) araştırmalarında, 1999-2014 yılları arasında Johannesburg Menkul Kıymetler Borsasına (JSE) kote olmuş sanayi firmalarının kâr payı ödeme kararlarını etkileyen faktörlerin neler olduğunu ve 2008 küresel ekonomik krizin firmaların temettü ödemelerini etkileyip etkilemediğini ortaya koymaya çalışmışlardır. Kâr payı dağıtım oranı analizin bağımlı değişkenidir. Çalışmanın bağımsız değişkenleri ise firma büyüklüğü, satışların büyüklüğü, sistematik risk, net aktif oranı, yatırım, kârlılık, serbest nakit akışı, cari oran ve borç-özkaynak oranıdır. Verilerin analizinde sabit etkiler panel regresyon yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda kâr payı ödemesi, firmanın büyüklüğü, cari oran ve kârlılık değişkenlerinden olumlu etkilenirken satışların büyüklüğü ve serbest nakit akış

değişkenlerinden olumsuz etkilendiği belirlenmiştir. Borç-özkaynak oranı ile temettü ödeme oranı arasında durgunluk öncesi dönemdeki önemsiz olmasına rağmen pozitif bir ilişki vardır. Ayrıca firma riski, yatırım fırsatları ve varlıkların likiditesi değişkenleri ile kâr payı ödeme politikası arasında anlamlı bir ilişki ortaya konulamamıştır.

Paramita (2020) araştırmasında, 2015-2018 döneminde tüketim malları endüstrisi sektöründe Endonezya Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 13 firmanın temettü politikasına etki eden faktörleri tespit etmeye çalışmıştır. Analizin bağımlı değişkeni temettü politikasıdır. Bu çalışmanın bağımsız değişkenleri ise serbest nakit akışı, kârlılık, likidite ve finansal kaldıraçtır. Veriler çoklu doğrusal regresyon yöntemiyle analiz edilmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre serbest nakit akışı, likidite ve finansal kaldıraç değişkenleri ile temettü politikası arasında anlamlı bir ilişki ortaya konulamamıştır. Kârlılık ile temettü politikası arasında ise istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu sonucu ortaya çıkmıştır.

Xu vd. (2021) çalışmalarında, 2018-2019 yılları arasında Çin'in Şangay Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören, sanayi sektöründe yer alıp finans sektöründe faaliyet göstermeyen 5.768 firmanın Covid-19'un sebep olduğu belirsizliğin nakit temettü politikası üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Nakit temettü ödemesi ve firmanın hisse başına yıllık nakit temettü ödemesi çalışmanın bağımlı değişkenleridir. Firma büyüklüğü, finansal kaldıraç, büyüme, SOE (firmanın devlete ait olup olmadığını gösteren değişken), nakit, sektör, yıl, SEO (firma açık pay senedi teklifini kullanarak sermaye artırımı) ve piyasa değeri/defter değeri değişkenleridir. Analizde panel regresyon analizi kullanılmıştır. COVID-19 krizi ile kurumsal nakit temettü ödemeleri arasında negatif bir ilişki olduğu kanıtlanmıştır. Ayrıca, büyük ölçekli firmalarda ve devlete ait firmalarda (KİT'ler) COVID-19 ile nakit temettü arasındaki negatif ilişki daha belirgindir. Firma büyüklüğü ile nakit temettü ödemesi arasındaki ilişki istatistiksel olarak anlamlı ve pozitiftir. Bu bulgular, küçük ölçekli ve KİT olmayan firmaların büyük ölçekli firmalar ve KİT'ler ile karşılaştırıldığında, rekabetçi konumunun daha kırılgan olduğu belirlenmiştir. Dolayısıyla küçük ölçekli ve KİT olmayan firmaların belirsizlikler ile başa çıkmak ve hissedarlara olumlu sinyaller vermek için daha fazla nakit temettü ödeyebilmektedirler.

Aigbovo ve Evbayiro-Osagie (2022) çalışmalarında, 2007-2017 yılları arasında Sahra Altı Afrika Borsasında (Üç sahra altı Afrika ülkesi Nijerya, Güney Afrika ve Kenya'dır) işlem gören mali ve hizmet sektöründe faaliyet göstermeyen, on farklı sektörde faaliyet gösteren 239 firmanın firma yaşam döngüsü aşamasının temettü ödemesi üzerinde etkisini araştırmışlardır. Kâr payı ödeme oranı çalışmanın bağımlı değişkenidir. Firma yaşı, kârlılık, firma büyüklüğü ve kazanılmış/katkıda bulunulmuş sermaye karışımı değişkenleri analizin bağımsız değişkenleridir. Veri seti, dinamik panel veri regresyon yöntemi ile test edilmiştir. Araştırma sonucunda elde edilen bulgulara göre kazanılmış/katkıda bulunulmuş sermaye karışımı değişkeninin holding firmaları dışındaki diğer sektörlerin çoğu için temettü ödemesi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif etkisi vardır. Firma yaşı ile kâr payı dağıtımı arasında negatif ilişki vardır. Firma büyüklüğü ile temettü ödemesi arasında pozitif ilişki vardır. Kârlılığın malzeme, endüstriyel ve tüketim sektöründeki firmaların kâr payı dağıtımı üzerinde anlamlı ve pozitif ilişkisi olduğu sonucuna varılmıştır.

Bhimavarapu vd. (2022) araştırmalarında, 2015 ve 2019 yılları arasında BSE-100 Endeksine (Bombay Menkul Kıymetler Borsasında faaliyet gösteren Hindistan'ın önde gelen firmaları) kote olmuş, finansal olmayan 78 firmanın kâr payı ödemlerini etkileyen faktörlerin neler olduğunu incelemişlerdir. Analizde temettü ödemesi, bağımlı değişken olarak ele alınmıştır. Bağımsız değişkenler ise faaliyet kâr marjı (OPM), faiz oranı karşılama oranı (ICR), kâr payı, ortaklar, piyasa değeri, satış ve OPM ile ICR'nin etkileşim süresidir. Veriler dinamik panel regresyon analizi ile test edilmiştir. Analiz sonucunda sadece temerrüt riski değişkeninin kâr payı dağıtımını olumsuz etkilediği belirlenmiştir. Şaşırtıcı şekilde kâr paylarının sahiplik yapısı, kârlılık ve kârlılığın temerrüt riskin faktörlerinden etkilenmediği tespit edilmiştir. Bu sonuç kâr payı politikalarının risk, kârlılık ve sahiplik yapısı değişkenlerinden bağımsız olarak belirlendiğini ortaya koymaktadır.

Cheruiyot vd. (2022), 2016 ve 2020 yılları arasında Nairobi Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören, imalat sektöründe faaliyet gösteren 64 firmanın tanımlanmış firma özelliklerinin temettü ödeme politikası üzerinde etkisini incelemişlerdir. Bu çalışmanın bağımlı değişkeni temettü politikasıdır. Firma büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı, firma büyümesi ve likidite bu çalışmanın bağımsız değişkenleri olarak yer almaktadır. Örneklem verileri korelasyon ve regresyon analizi ile sınanmıştır. Analiz

sonucunda elde edilen bulgulara göre firma büyüklüğü, firma büyümesi ve likidite değişkenlerinin temettü politikası üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Finansal kaldıraç oranı ile temettü politikası arasında anlamlı ancak negatif ilişki saptanmıştır. Bağımsız değişkenler içinde finansal kaldıraç oranı temettü politikasını en çok etkileyen faktör olarak öne çıkmıştır.

Chumari (2022) çalışmasında, 2008-2012 yılları arasında Hindistan Ulusal Borsası (NSE)'nda işlem gören, sigorta ve banka sektöründe faaliyet göstermeyen 30 firmanın nakit akışı ile kâr payı ödemesi arasındaki bir ilişki olup olmadığını araştırmıştır. Çalışmanın bağımlı değişkeni kâr payı dağıtım oranıdır. Nakit akışı faktörü ise çalışmanın tek bağımsız değişkenidir. Firmaların finansal tablolarından elde edilen veri seti doğrusal regresyon analizi ile test edilmiştir. Test sonucunda elde edilen bulgulara göre kâr payı ödemesi ile nakit akışı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Kluzek ve Schmidt-Jessa (2022), 2020 yılındaki araştırmalarında Varşova Menkul Kıymetler Borsasına kayıtlı olan, sigorta, finans sektöründe yer almayan ve negatif özkaynağa sahip olmayan ve Polonya'da faaliyet gösteren 457 firmanın koronavirüs pandemi döneminde ekonomik krizle mücadele kapsamında devlet desteği alan firmaların kâr payı ödemeye karar verip vermediğini araştırmışlardır. Ayrıca bu firmaların 2018-2021 yılları arasındaki mikro ekonomik verileri de araştırmaya dahil edilmiştir. Analizin bağımlı değişkeni kâr payı dağıtım oranıdır. Bağımsız değişkenler ise devlet desteği, nakit seviyesi, firma yaşı, kâr payı politikası, firma büyüklüğü, aktif kârlılık oranı, borç ve büyüme fırsatlarıdır. Analiz için logit modeli kullanılmıştır. Çalışma sonucunda devlet desteği değişkeni ve finansal kaldıraç ile kâr payı dağıtımı arasında negatif ilişki olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre pandemi döneminde devlet desteği alan firmaların daha az kâr payı dağıttığı ortaya çıkmıştır. Çalışmada ayrıca borç, aktif kârlılık oranı ve temettü politikası değişkenleri ile kâr payı dağıtımı arasında anlamlı ilişki olduğu sonucu tespit edilmiştir.

Mohyudin vd. (2022), 2012-2019 dönemlerinde Karaçi Borsasında (KSE) kayıtlı, mali sektör dışındaki diğer alanlarda faaliyet gösteren 77 firmanın yönetim kurulu çeşitliliğinin kâr payı politikaları üzerindeki etkisini ve yatırım verimliliğine

dahil olan firmaların etkileşimini araştırmışlardır. Kâr payı politikası analizin bağımsız değişkenini oluşturmaktadır. Çalışmanın bağımsız değişkenleri; cinsiyet çeşitliliği, etnik çeşitlilik ve eğitim çeşitliliği (Başkan ve CEO'nun ortalama eğitim düzeyi) faktörleridir. Kâr payı politikasının yönetim kurulu çeşitliliği üzerindeki etkisini incelemek için panel regresyon modeli kullanılmıştır. Ayrıca yatırım verimliliği etkileşim etkisi, hiyerarşik regresyon modeli ile analiz edilmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre yatırım verimliliği ışığında verimli yatırım gerçekleştiren firmaların paydaşlarının kâr paylarını artırmak istedikleri görülmüştür. Bu çalışmada, verimli yatırımın hem kâr payı politikası hem de yönetim kurulu çeşitliliği üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca yatırım verimliliğinin eğitimsel çeşitlilik üzerinde önemli bir etkisi olmasına rağmen cinsiyet çeşitliliği üzerindeki önemli bir etkisinin olmadığı belirlenmiştir. Kâr payı açısından farklı eğitimsel ve yatırım verimliliğine sahip firmaların, hissedarların servetini önemli ölçüde desteklediği sonucuna varılmıştır.

Lee vd. (2022) çalışmalarında, 2014 ve 2018 dönemleri arasında Vietnam'daki Ho Chi Minh Menkul Kıymetler Borsasına kote olmuş firmalardan elde edilen 756 gözlemle firmaların temettü politikasının belirleyicilerinin neler olduğunu tespit etmişlerdir. Kâr payı dağıtım oranı analizin bağımlı değişkenidir. Finansal kaldıraç oranı, serbest nakit akışı, firma büyüklüğü, içeriden sahiplik, likidite ve hisse başına kazan değişkenleri bu örneklem grubunun bağımsız değişkenlerini oluşturmaktadır. Analizde kullanılan veriler en küçük kareler, sabit etkiler regresyon modeli ile test edilmiştir. Araştırma bulgularından elde edilen teorik çıkarım, kârlık, likidite, serbest nakit akışı değişkenleri ile temettü ödeme oranı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişkinin varlığı olmuştur. Firma büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı, içeriden öğrenenlerin sahipliği ve hisse başına kazanç değişkenleri ile temettü ödeme oranı arasında da anlamlı ve negatif bir ilişki olduğu sonucu ortaya konulmuştur.

Razak vd (2022) araştırmalarında, 2015-2019 yıllarında Endonezya Menkul Kıymetler Borsasında (IDX) işlem gören 188 imalat firmasında firmaların iç faktörlerinin temettü politikası üzerindeki etkisini tahmin etmeye çalışmışlardır. Analizin bağımlı değişkeni kâr payı dağıtım oranıdır. Bu araştırmada test edilen temettü politikasını belirleyen bağımsız değişkenler ise cari oran, borç-özkaynak oranı, varlık büyümesi, teminatlandırılabilir varlıklar ve özkaynak getirisidir.

Kullanılan örnekleme tekniği, 24 şirket içeren amaçlı örneklem tekniğidir. Veri analizinde, ikili teste dayalı bir panel veri regresyon modeli kullanılmıştır. Bu çalışmanın sonuçları, cari oran, borç-özkaynak oranı ve büyüme değişkenleri kâr payı dağıtım oranını etkilemediğini ortaya koymuştur. Ayrıca, teminatlandırılabilir varlıklar ve özkaynak getirisi, temettü politikası üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir. Bu araştırmanın sonucu, Endonezya'daki imalat şirketlerinin, yüksek kârlılık ve büyük teminatlandırılabilir varlıklara sahip olduklarında hissedarlarına büyük temettü ödeme eğiliminde oldukları göstermiştir. Araştırma bulgularından elde edilen teorik çıkarım, yöneticilerin hissedarlara temettü ödemelerini serbestçe artırabileceğini söyleyen vekalet teorisini desteklemektedir. Araştırmanın hem teorik hem de ampirik olarak katkısı, yüksek kârlılığa ve büyük tutarlarda teminat altına alınabilecek varlıklara sahip olan Endonezya'daki imalat şirketlerinin, hissedarlara büyük temettü ödeme eğiliminde olduklarıdır.

Stereńczak ve Kubiak (2022) araştırmalarında, 2010 ve 2020 yılları arasında borsada işlem gören, Orta ve Doğu Avrupa'dan 14 ülkedeki 1.471 firmanın hisse senedi likiditesi ve temettü politikaları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Hisse senedi likiditesini temsilen nakit akışı, özsermaye kârlılığı, firma büyüklüğü, piyasa değeri/defter değeri, yatırım, finansal kaldıraç, yüzde kapanış farkı, Amihud'un likidite azlığı oranı (illiquidity ratio) değişkenleri kullanılmıştır. Temettü politikası ise temettü ödemesi ve temettü tutarı ile ilgili dört farklı değişken tarafından temsil edilmiştir. Bu değişkenler firmanın temettü ödeme eğilimi, temettü verimi, kâr payı dağıtım oranı ve temettü-nakit akışı oranıdır. Analizde çift fark yöntemi, panel analizi, tekrarlayan regresyonlar, kuantil regresyon ve denklem setinin eşzamanlı tahminleri yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda hem hisse senedi likiditesinin firmaların temettü politikasını etkilediği hem de temettü politikasının hisse senedi likiditesini etkilediği tespit edilmiştir. Bununla birlikte kâr payı politikasının hisse senedi likiditesi üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlı olmakla birlikte, ekonomik olarak ilgili değildir. Öte yandan hisse senedi likiditesi temettü politikası üzerinde hem ekonomik hem de istatistiksel olarak pozitif etkisinin olduğu gözlemlenmiştir. Likiditesi yüksek firmaların daha yüksek tutarda kâr payı ödemeye istekli olduğu ispatlanmıştır. Çalışmada, hissedar haklarının korunduğu ve güçlü kurumların olduğu ülkelerde ise pay senedi likiditesinin firmaların kâr payı politikasını olumsuz etkilediği

belirtilmiştir. Ancak kurumların zayıf olduğu, sermaye piyasalarının gelişmediği ve hissedar hakları korunmasının zayıf olduğu ülkelerde pay senedi likiditesinin bilgi asimetrisinin olumsuz etkilerini azaltarak firmaların temettü politikalarını olumlu etkilediği ortaya konulmuştur.

2.2.3. Gelişmiş Ülkelerde Yapılan Araştırmalar

Baker vd. (2001), 1999 yılında ABD'de Nasdaq'ta faaliyet gösteren finansal ve finansal olmayan firmaların kâr payı kararlarını etkileyen en önemli faktörleri belirlemeyi amaçlamışlardır. Bu amaçla 188 firma yöneticisi ile anket yolu ile görüşme yapılmıştır. Bu yöneticiler 22 farklı sektörde görev yapmaktadır. Bu çalışmanın üç ana amacı vardır. Birinci amacı Nasdaq Menkul Kıymet Borsasında faaliyet gösteren ABD firmalarının kâr payı politikalarını belirleyen en önemli faktörleri belirlemektir. İkinci amacı, temettü dağıtım politikalarının sektöre göre farklılıklar olup olmadığını belirlemektir. Üçüncü amacı ise yöneticilerin kâr payı politikasını nasıl yönettikleri hakkında bilgi toplamak ve raporlamaktır. Ayrıca çalışmada hem finans sektöründe yer alan hem de yer almayan yöneticiler arasındaki yanıtlar karşılaştırılmıştır. Bu araştırma Nasdaq firmalarına odaklanan ve finans sektöründeki firmaların kâr payı dağıtım politikalarını inceleyen ilk araştırmadır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre kâr payı politikalarının en önemli belirleyicilerinin; kazançların istikrarı, geçmiş dönemdeki temettü modeli ile mevcut ve gelecek dönemlerde beklenen getirilerin seviyesi olduğu belirlenmiştir. Ayrıca sonuçlar çoğu yöneticinin hala Lintner'in (1956) modeli ve anket sonuçlarıyla tutarlı olarak kâr payı ödeme kararı aldığını göstermektedir. Nerdeyse tüm katılımcılar yılda en az bir kez firmanın kâr payı politikalarını gözden geçirdiklerini bildirmektedir. Kâr payı dağıtım kararı firmanın değerini etkilediğinden yöneticilerin ciddi şekilde temettü politikası ile ilgilenmesi gerekmektedir.

Stacescu (2006), 2000-2003 yılları İsviçre'de kamu hizmeti ve mali sektörde yer almayan 175 firmadan kâr payı ödeyen firmaların temettü politikasının belirleyicilerinin neler olduğunu incelemiştir. İsviçre'de bulunan yabancı firmalarda örnekleme dahil edilmemiştir. Çalışmanın bağımlı değişkeni temettü ödemesidir. Çalışmanın bağımsız değişkenleri ise finansal kaldıraç oranı, sahiplik yapısı, büyüme fırsatı, kârlılık, risk ve firma büyüklüğüdür. Veriler kesitsel regresyon yöntemi

kullanılarak test edilmiştir. Bulgular daha düşük büyüme fırsatlarına, daha büyük ve daha az kaldıraca sahip firmaların daha fazla kâr payı dağıtma eğiliminde olduğunu göstermiştir. Fiyat oynaklığı temettü ödeme oranları üzerinde en güçlü etkiye sahip değişkendir. Bu da kazanç belirsizliği yüksek firmaların daha az temettü ödedikleri anlamına gelir. Kâr payı dağıtımını azaltan firmaların kazançları bir tutar azalmaktadır. Firmaların dağıttığı temettüleri arttığında ortalama kazançlarının geçmişe kıyasla gelecekte daha yüksek bir seviyede olacağını gösteren deliller var. Yöneticilerin zorunlu olmadıkça kâr payı dağıtımını kesmekten kaçındıkları ve sadece kazançları yeterli olduğunda temettü artırdıkları tespit edilmiştir.

Guo ve Ni (2008), 1980-2002 yılları arasında işlem gören, sanayi sektöründe faaliyet gösteren; ancak mali veya kamu hizmetinde bulunmayan ABD'deki firmaların temettü politikası ile kurumsal mülkiyetleri arasındaki bağlantıyı incelemişlerdir. Çalışmanın bağımlı değişkeni hisse başına temettüdür. Analizin bağımsız değişkenleri; ertelenmiş vergi, kurumsal mülkiyet ve vergi kredileridir. Örneklem verileri kesitsel regresyon ve logit regresyon yöntemi ile test edilmiştir. Sonuçlar; kâr payı ödeyen firmaların politikalarının bu firmaların kurumsal sahiplik türüyle ilişkili olma olasılığının daha yüksek olduğunu göstermektedir. Ayrıca büyük kurumsal mülkiyete sahip firmaların kâr payı ödemeyi bırakma olasılıklarının daha düşük olduğu gözlemlenmiştir. Temettü ödeyen firmaların demeyen firmalara göre kurumsal yatırımcılarla daha fazla ilişkide olduğu saptanmıştır. Kurumsal mülkiyeti daha yüksek firmaların kâr payı ödemeye devam etme olasılığı yüksektir. Ertelenmiş vergiler veya vergi indiriminin temettü dağıtım tutarının belirlenmesinde önemli katkısının olduğu ortaya konulmuştur.

Juma'h vd. (2008) çalışmalarında, 1994-2003 yılları arasında imalat sektöründe faaliyet gösteren 132 ABD firması içinde nakit kâr payı politikası uygulayan firmalar ile nakit temettü politikası uygulamayan firmaların ortalama olarak birbirinden değişik finansal özellikleri olup olmadığını tespit etmeyi amaçlamışlardır. Nakit kâr payı dağıtan firmaların sayısı toplam sayının üçte biri kadardır. Nakit ödenen temettü tutarı çalışmanın bağımlı değişkenidir. Analizin bağımsız değişkenleri ise genişleme ve yatırım, kârlılık oranları, firma büyüklüğü, likidite oranları, firma riski ve yatırımcı algılarıdır. Analizde panel veri analizi kullanılmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgularda nakit kâr payı dağıtım kararı için likidite, kârlılık ve firma

büyüklüğünün çok önemli değişkenler olduğu belirlenmiştir. Bunun yanında yatırımcıların gözünde, nakit kâr payı ödeyen firmaların ödemeyen firmalara göre daha az riskli oldukları tespit edilmiştir. Veriler, imalat şirketlerinin ortalama olarak temettü eğilimini önemli ölçüde değiştirdiğini doğrulamamaktadır. Bunlar, Fama ve French'in (2001) şirketlerin özelliklerinden bağımsız olarak temettü ödeme konusunda daha az motive olduklarını iddia eden önceki çalışmaları ile çelişmektedir. Ayrıca çalışmada kâr payı dağıtım politikalarının yöneticilerin kararlarına karşı duyarlı olduğu belirtilmiştir. İncelenen firmalardan bir yıl içinde nakit kâr payı dağıtan 48 firmadan 25 tanesinin negatif net gelir elde ettiği belirlenmiştir. Bu durum, şirketlerinin net zararla ilişkilendirilmesine rağmen yöneticilerin yatırımcılara olumlu bir sinyal göndermeye çalışabileceklerinin bir göstergesidir.

Andres vd. (2009), 1984 ile 2005 yılları arasında Almanya Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören, SINAİ ve ticari sektörlerde faaliyet gösteren ve finansal olmayan 220 firmanın nakit temettü politikalarına etki eden faktörlerin neler olduğunu belirlemeye çalışmışlardır. Analizde üç farlı sonuç grubu araştırılmıştır: (i) yayınlanan kazanç modeline karşı gelenler; (ii) nakit akışı modelinden elde edilenler; (iii) kazançları ve nakit akışlarını aynı anda bulunduran bir modelden türetilenler. Bu üç grubun bağımsız değişkeni hisse başına temettüdür. Bu üç modelin bağımsız değişkenleri; hisse başına kazanç, hisse başına nakit akışıdır ve zamandır. Örneklem grubu panel veri analizi ile test edilmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre Alman firmaları İngiliz firmalarına göre nakit akışlarının daha düşük bir kısmını ödüyor. Ayrıca Almanya, ABD ve İngiltere ile karşılaştırıldığında temettü kesintileri ve temettü ihmalleri daha sık yaşandığından temettüleri daha değişkendir. Alman firmaları temettü kararlarını kamu kazançlarına dayalı uzun vadeli kâr payı ödeme oranlarına dayandırmıyor. Aslında Alman firmaları kazançlarının önemli kısmını ellerinde tutarak yasal yedekler oluşturma eğilimindedirler. Alman firmalarının kâr payı ödeme oranları, yayınlanmış kazançlarından ziyade nakit akışlarına dayandığı sonucu gözlemlenmiştir.

Baba (2009) çalışmasında, 1997-2005 yılları arasında Tokyo Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 847 adet firmanın, yabancı yatırımcıların artan varlığının firmaların temettü politikası üzerindeki etkisini araştırmıştır. Analizde rastgele etkiler ikili probit yöntemi ve rastgele etkiler genelleştirilmiş sıralı probit

yöntemi kullanılmıştır. Rastgele etkiler ikili probit yönteminin bağımlı değişkeni temettü ödemesidir. Rastgele etkiler genelleştirilmiş sıralı probit yönteminin bağımlı değişkeni toplam temettü tutarlarında (i) artış (ii) değişiklik yok (iii) ve azalış olmak üzere üç seçeneklidir. Çalışmanın bağımsız değişkenleri ise yabancı yatırımcıların payı, firma boyutu, toplam aktiflerin büyüme oranı, piyasa değeri/defter değeri ve finansal kaldıraçtır. Testler sonucunda bulgular daha yüksek bir yabancı mülkiyet seviyesinin önemli ölçüde daha yüksek temettü ödeme olasılığı ile ilişkili olduğu belirlenmiştir. Ayrıca rastgele etkiler genelleştirilmiş sıralı probit yöntemiyle tahmin edilen bir değiştirme seçeneği modeli, daha yüksek düzeyde bir yabancı mülkiyetin, önemli ölçüde daha yüksek bir temettü artışı olasılığı ile ilişkili olduğunu gösterirken, yabancı mülkiyette daha büyük bir artış, önemli ölçüde daha yüksek bir temettü artışı olasılığı ile ilişkilidir.

Adjaoud vd. Ben-Amar (2010), 2002 ve 2005 yılları arasında Toronto Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören, S&P/TSX bileşik endeksinde listelenen kurumsal yönetime sahip Kanada'daki 714 firmanın kurumsal yönetim kalitesi ile temettü politikası arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Kurumsal yönetim kalitesinin ölçüsü olarak yönetişim puanları kullandığında Kanada ulusal gazetesi The Globe & Mail gazetesinin yayınladığı yönetişim derecelendirmesine sahip listedeki firmalar ele alınmıştır. Temettü ödemesi analizin bağımlı değişkenidir. Çalışmanın bağımsız değişkenleri ise hisse ve tazminat konuları, kurumsal yönetim politikası, serbest nakit akışı, risk, çapraz liste, yönetim kurulu kompozisyonu (kurumsal yönetim endeksi), gecikmiş temettü ödemesi, finansal kaldıraç oranı, hissedar hakları, kârlılık, firma büyüklüğü ve büyüme fırsatlarıdır. Veri seti sabit etkiler ve tobit regresyon yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Analiz sonucunda kurumsal yönetişimi daha güçlü firmaların kâr payı ödeme olasılığının daha yüksek olduğu görülmüştür. Çalışmada hissedar hakları politikası, kurumsal yönetim endeksi, kârlılık, serbest nakit akışı ve firma büyüklüğü ile kâr payı ödemesi arasında pozitif bir ilişki olmasına rağmen büyüme fırsatı, finansal kaldıraç oranı, risk ve çapraz liste arasında negatif ilişki olduğu belirlenmiştir. Hissedar hakları güçlü olan firmalarda hissedarların yöneticilere daha fazla baskı yaparak daha yüksek tutarda temettü ödemesi yapmasını sağladıkları ifade edilmiştir.

Gill vd. (2010), 2007 yılında ABD Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören ve finansal olmayan, hizmet ve imalat sektöründe faaliyet gösteren 266 firmanın mali raporlarını inceleyerek kâr payı dağıtım oranının belirleyicilerini bulmaya çalışmışlardır. Kâr payı dağıtım oranı bu çalışmanın bağımsız değişkenidir. Kârlılık, nakit akışı, kurumlar vergisi, satışların büyüklüğü, piyasa değeri/defter değeri ve firma riski bu çalışmanın bağımsız değişkenleridir. Veriler, en küçük kareler yöntemi ile analiz edilmiştir. Test sonucunda elde edilen bulgulara göre imalat sektöründe kârlılık ile kâr payı dağıtım oranı arasında pozitif ilişki bulunmasına rağmen hizmet sektöründe bu ilişkinin negatif olduğu sonucuna varılmıştır. Nakit akışı, firma riski ve piyasa değeri/defter değeri ile bağımlı değişken arasında anlamlı bir ilişki ortaya konulamamıştır. Her iki sektörde de vergi ile temettü ödeme oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişki bulunmuştur. Satışların büyüklüğü ile kâr payı dağıtım oranı arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Hellström ve Inagambaev (2012) araştırmalarında, 2006 ile 2010 yılları arasında Stockholm Borsasında işlem gören, finansal ve finansal olmayan sektörde yer alan, büyük ve orta ölçekli 87 firmanın temettü ödeme oranı üzerinde hangi faktörlerin etkilerinin olabileceğini incelemişlerdir. Kâr payı ödeme oranı bu çalışmanın bağımlı değişkenidir. Finansal kaldıraç oranı, firma büyüklüğü, serbest nakit akışı, risk, büyüme ve kârlılık değişkenleri analizin bağımsız değişkenleridir. Örneklem verileri, tobit ve olağan en küçük kareler yöntemleri ile test edilmiştir. Yapılan testler sonucunda elde edilen verilere göre büyüme, serbest nakit akışı ve risk değişkenlerinin finansal olmayan büyük firmaların temettü ödeme oranının belirlenmesinde önemli bir ağırlığa sahip olduğu belirlenmiştir. Serbest nakit akışı ile temettü ödeme oranı arasında pozitif bir ilişki olmasına rağmen risk ve büyüme değişkenleri ile kâr payı ödeme arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Ancak kârlılık, finansal kaldıraç oranı ve firma büyüklüğü değişkenlerinin finansal olmayan büyük firmaların kâr payı ödeme oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir. Bunun yanında finansal kaldıraç oranı, firma büyüklüğü, serbest nakit akışı ve risk değişkenlerinin orta büyüklükteki finansal olmayan firmaların kâr payı dağıtım oranı üzerinde önemli etkileri olduğu görülmüştür. Firma büyüklüğü değişkeni ile temettü dağıtım oranı arasında pozitif, finansal kaldıraç oranı, serbest nakit akışı ve risk değişkeni ile kâr payı dağıtım oranı arasında negatif ilişki vardır. Değişkenlerin

hiçbirinin finansal firmalarda kâr payı dağıtım oranı üzerinde etkisinin olmadığı sonucu ortaya çıkmıştır.

Brunzell vd. (2014), 2007 ve 2008 yıllarında İskandinav borsalarında işlem gören (Danimarka, Finlandiya, İzlanda, Norveç ve İsveç), 780 firmanın temettü politikalarını belirleyen faktörleri anket yoluyla incelemişlerdir. Anket iki aşamada gerçekleştirilmiştir. İlk aşamada, anket Danimarka, Finlandiya, İzlanda ve İsveç ulusal borsaları dahil olmak üzere OMX (şimdi NASDAQ OMX) tarafından işletilen borsalarda işlem gören İskandinav şirketlerinin başkanlarına gönderilmiştir. Bu anket gönderme işlemi, Aralık 2007'nin başlarında gerçekleşmiştir. İkinci aşamada, Mayıs 2008'de, aynı anket Norveç'teki Oslo Borsasında listelenen firmaların başkanlarına gönderilmiştir. Ayrıca firmaların mali tablolarında elde edilen veriler ile panel veri analizi de yapılmıştır. Bu analizin bağımlı değişkeni kâr payı politikasıdır. Bağımsız değişkenler ise sahiplik yoğunlaşması, firma yaşı, firma kontrolleri, ciro ve toplam varlıklar ve aktif kârlılık oranıdır. Anket ve panel veri analizi sonucunda İskandinav firmalarının %72'sinin belirli bir temettü politikasına sahip olduğu görülmüştür. Ayrıca sonuçlar, temettü politikalarının çoğunlukla firmanın sermaye yapısı ve gelecekteki kazançları ile ilgili değerlendirmelerden etkilendiği belirlenmiştir. Daha yaşlı başkanlara sahip firmaların, açık bir temettü politikasına sahip olma olasılığı önemli ölçüde daha düşük olduğundan, daha gevşek bir ödeme politikası taahhüdünü tercih ettikleri görülmüştür. Ayrıca çalışmada daha büyük ve daha kârlı şirketlerin tanımlanmış bir temettü politikası taahhüt etme olasılığının daha yüksek olduğu ortaya konulmuştur. Son olarak, bir firmanın açık bir temettü politikasına sahip olma olasılığı, büyük uzun vadeli özel veya endüstriyel sahiplerin yanı sıra sahiplik yoğunluğu ile önemli ölçüde pozitif ilişkilidir. Bu, dağınık mülkiyete sahip firmalarda daha yaygın olması beklenen sinyal verme güdüsünden ziyade aracılık/izleme güdülerine dolaylı destek sağlar. Genel olarak, sonuçlar İskandinav firmalarındaki nispeten yoğun mülkiyet yapılarının, temettü politikasının geleneksel vergi veya sinyale dayalı gerekçelere göre şekillendirmede rol oynadığını göstermektedir.

Almeida vd. (2015) araştırmalarında, 1997-2011 yılları arasında Euronext Lizbon Menkul Kıymet Borsasında işlem gören, finansal olmayan 12 firmanın temettü politikasına etki eden faktörleri belirlemeye çalışmışlardır. Çalışmanın bağımlı değişkeni hisse başına ödenen temettü tutarıdır. Analizin bağımsız değişkenleri ise

yatırım fırsatları, temettü kârlılık endeksi, hisse başına varlık, geçmiş yıl temettü ödemesi, kârlılık, faaliyet gelirleri, borç ve risk seviyesini değerlendiren finansal özerklik, temettü ödeme oranı, temettü getirisi, firma büyüklüğü, fiyat-borsa kapitalizasyonu, hisse başına ciro, temettü verimi, büyüme fırsatları ve hisse başına net kârdır. Analizin verileri çoklu regresyon yöntemi kullanılarak test edilmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgular, daha yüksek düzeyde hisse başına net gelir ve kârlılık gösteren firmaların temettü ödeme olasılığının daha yüksek olduğunu göstermiştir. Borcu yüksek olan firmaların ise daha az temettü ödeme eğiliminde oldukları gözlemlenmiştir. Örneklemi oluşturan yıllarda Portekiz firmalarının istikrarlı temettü politikası uyguladıkları sonucuna varılmıştır. Firmaların temettü politikalarının bir önceki yılda uyguladıkları politikadan olumlu etkilendikleri belirlenmiştir. Hisse başına net kâr ve fiyat-piyasa kapitalizasyonu değişkenlerinin kâr payı politikası üzerindeki etkisi pozitiftir. Ancak temettü politikası ile hisse başına varlık arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki vardır. Yatırım, büyüme fırsatları ve risk değişkenleri ile temettü politikası arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Akhtar (2018) araştırmasında, 1995-2013 yılları arasında Avustralya Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 6.038 yerel firma ve 5.918 çok uluslu firmanın temettü politikası belirleyicilerini tespit etmeye çalışmıştır. Analizin bağımlı değişkenleri özel nakit temettü, nakit temettü, net temettü, piyasa dışı hisse geri alımlar, toplam temettü ve piyasadaki hisse geri alımlarıdır. Çalışmanın bağımsız değişkenleri ise coğrafi çeşitlendirme, yabancı vergi oranı, risk, firma yaşı, varlığın teminat değeri, politik risk, firma büyüklüğü, endüstri çeşitlendirmesi, kârlılık, finansal kaldıraç oranı, döviz kuru riski, nakit akışı ve etki vergi oranından meydana gelmektedir. Analiz sıradan en küçük kareler regresyon yöntemi ile test edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre Avustralya'daki çok uluslu firmaların yerel firmalara göre çok daha az düzenli bir şekilde özel nakit temettü, nakit temettü, net temettü ve toplam temettü ödedikleri sonucuna varılmıştır. Bunun yanında döviz kuru, riski piyasadaki geri alımlarını, düzenli temettüleri ve toplam temettüleri açıklamada önemli bir etkiye sahiptir. Temettü dağıtım oranlarının belirlenmesinde politik risk, çok ulusluluk, yabancı vergi değişkenleri, coğrafi çeşitlilik ve döviz kuru riski gibi uluslararası faktörlerin de önemli bir etkisi vardır. Politik risk faktörünün çok

uluslu firmaların toplam temettü, düzenli nakit temettü ve net temettü ödemelerini açıklamada önemli bir rolü vardır. Nakit akışı, risk, yabancı vergi oranı, firma büyüklüğü ve varlığın teminat değeri temettü ödeme türlerini açıklamada anlamlı değişkenlerdir. Çok uluslu ve yerel firmaların çeşitli temettü ödeme türlerinin eğim farkını açıklamada etkin vergi oranları, politik risk, iki basamaklı endüstri kolu çeşitliliği, firma büyüklüğü, coğrafi çeşitlilik, kârlılık ve yabancı vergi oranı değişkenlerinin önemli belirleyiciler oldukları tespit edilmiştir. Avustralya'da bulunan çok uluslu firmaların yerel firmalara göre daha az temettü ödemeleri arasındaki farklılığını açıklamada etkili vergi oranları, yabancı vergi oranı ve kârlılık faktörlerinin etkisi vardır. Bununla birlikte temettü ödemelerini artırmada nakit akışı, politik risk ve firma büyüklüğü değişkenlerinin etkisinin büyük olduğu belirlenmiştir. Çalışmada Avustralya'da bulunan çok uluslu firmaların AB'deki firmalara göre temettü artırıcı faaliyetlerde daha etkin oldukları sonucuna varılmıştır. Net temettü, nakit temettü ve toplam temettü ödemelerinde Avustralya'daki çok uluslu firmaların yerel firmalara göre temettü ödeyicisi olma olasılığı daha azdır.

Atanassov ve Mandell (2018), 2004'ten 2016'ya kadar Amerika'daki Delaware ana limitet ortaklığının (MLP) bir örneğini kullanarak nakit temettü politikası ile zorunlu dağıtımlar, mütevelli feragat ve oy hakları gibi sözleşmeye dayalı yönetişim hükümleriyle ölçülen kurumsal yönetimin gücü arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Ana limited ortaklıklar (MLP), mülkiyet birimleri halka açık olarak işlem gören sınırlı ortaklıklar veya sınırlı sorumlu şirketlerdir. Her bir MLP firmasının temettü dağıtım tutarı olarak birim mülkiyet ve borsa verileri alınmıştır. Analizin bağımlı değişkeni nakit temettü ve yüksek temettü verimidir. Bağımsız değişkenler ise firma büyüklüğü, büyüme fırsatları, finansal kaldıraç, CEO, genel ortak ve kurumsal yatırımcı sahipliği, sermaye, yeni özkaynak, Tobin Q, aktif kârlılık oranı, serbest nakit akışı, serbest nakit akışı değişimi, kazanç oynaklığı ve CEO'ya ödenen tazminat, faiz giderleri ve temettülerdeki değişiklikler, nakit tutma, finansman faaliyetleri, endüstri ve yıldır. Veri seti, tünel modeli, ikame modeli ve en küçük kareler yöntemi ile test edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre daha düşük yönetim kalitesine sahip firmalar, daha iyi yönetilen firmalara göre daha fazla nakit temettü öderler ve düşük kaliteli yönetimin mevcudiyetinde bu ödemeler firmanın genel değerini ve firmanın nakit varlıklarının değerini düşürür. Bu da düşük kaliteli yönetilen firmaların daha iyi yönetilebileceğini

düşündürür. Testler sonucunda temettü verimi ile firma değeri arasında bir ilişki bulunamamıştır. Analiz sonucunda, yönetişim kalitesi ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki ortaya konulmuştur. Yönetişim kalitesi ile temettü verimi arasında negatif bir ilişki ortaya konulmuştur. Güvene dayalı feragatin firma değeri üzerinde toplam etkisinin anlamlı ve negatif olduğu, zorunlu dağıtım hükümlerinin toplam etkisinin pozitif olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca yüksek genel ortak sahipliğinin toplam etkisinin, temettü verimi yüksek olduğunda pozitif olduğu belirlenmiştir. Piyasa çok fazla temettü ödemesini olumsuz olarak görmektedir. Yüksek temettü veriminin, güvene dayalı feragat örneği için nakit değeri üzerinde önemli ölçüde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu ve güvene dayalı feragat içermeyen alt örnek için nakit değeri üzerinde önemli ölçüde olumlu bir etkiye sahip olduğu belirtilmiştir.

Choi ve Park (2019), 2001 ve 2017 yılları arasında Güney Kore Borsasında (KRX) işlem gören, Ulusal Bilgi ve Kredi Değerlendirmesi (NICE) tarafından verileri sağlanan ve finansal olmayan 8.278 adet firmanın yabancı para cinsinden borcunun temettü ödemeleri üzerindeki etkisini, riskten korunma ve borç finansman maliyetleri bağlamında incelemişlerdir. Nakit temettü satışı bu çalışmanın bağımlı değişkenidir. Brüt dış stok borcu, net dış stok borcu, finansal kaldıraç, yabancı sahipliği, kontrol sahipliği, firma değeri, hisse oynaklığı, tutulan özkaynak, Ar-Ge yoğunluğu, firma büyüklüğü, stok cirosu, pd/dd oranı, faiz giderleri, net ihracat satışları, temettü geliri, kredi riski ve nakit akış oranı ise bu analizin bağımsız değişkenleridir. Veri seti logit ve tobit yöntemleri ile analiz edilmiştir. Yapılan testler sonucunda elde edilen bulgulara göre döviz kuru borcunun oranı ile temettü ödeme olasılığı arasında ve ayrıca döviz kuru borcunun oranı ile temettü seviyesi arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler bulunmuştur. Ayrıca kredi riski ve nakit akışı düşük olan firmalarda döviz borcu oranı ile temettü düzeyi arasındaki pozitif ilişkinin daha güçlü olduğu tespit edilmiştir. Finansal kaldıraç oranlarının firmalar arasında karşılaştırılabilir olduğu göz önüne alındığında, firmaların döviz kurlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan riskleri döviz kuru borcu ihraç ederek hedge edebildikleri belirlenmiştir. Yabancı para cinsinden borç veren firmalar için, borç finansman maliyetlerindeki azalmanın etkisinin, borçla ilişkili riskten korunma maliyetlerinden daha ağır olduğu ve dolayısıyla kârlılıklarını artırdıkları ifade edilmiştir. Buna göre çalışmada bu firmalar

için yabancı para cinsinden borç kullanımının firmalara daha fazla temettü kapasitesi sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.

Barros vd. (2020) çalışmalarında, 2000'den 2017'ye kadar Euronext 100 Borsasında işlem gören, finansal olmayan 83 firmanın temettü politikasını belirleyen faktörlerin neler olduğunu incelemişlerdir. Veri setini oluşturan firmaların genel merkezleri Fransa, Hollanda ve Belçika'dır ve baskın sektörler sanayi ve tüketimdir. Çalışma temettü politikasına ilişkin üç farklı bakış açısı içermektedir. İlk olarak, temettü ödeyen veya ödemeyen firmaların belirleyicilerinin neler olduğu araştırılmıştır. Bu modelin bağımlı değişkeni kâr payıdır. Efektif vergi oranı ve vergi oranı temettüleri, bu modelin bağımsız değişkenleridir. İkinci olarak, temettü politikasının istikrarı için belirleyicilerin neler olduğu analiz edilmiştir. Bu modelin bağımlı değişkenleri hisse başına temettü, düzenli ödeme oranı ve düzenli temettü verimidir. Son olarak, hissedarlara ne kadar nakit ödendiği tespit edilmeye çalışılmıştır. Üç farklı bağımlı değişken kullanılmıştır: ödeme ve getiri, nakit temettü ve temettü getirisidir. Son iki model için bağımsız değişkenler halka açıklık oranı, firma büyüklüğü, vergi öncesi kazanç, finansal kaldıraç, arazi, tesis ve ekipman, likidite, stok devir hızı, piyasa değeri/defter değeri oranı, gelirin büyüme oranı, özsermaye kârlılığı ve vergi öncesi kazancın büyüme oranıdır. Analizde nicel ekonometrik bakış açısı niteliksel bakış açısıyla birleştirilmiştir. Bulgular, verginin, temettü dağıtma ya da dağıtmama kararını etkilediğini ortaya koymuştur. Ancak verginin politikanın istikrarı ve ödenen tutar üzerindeki etkili olduğu kesin olarak tespit edilememiştir. Ayrıca daha yüksek halka açıklık oranının, müşteri hipotezi ile tutarlı olarak temettü ödeme olasılığını artırdığı belirlenmiştir. Daha büyük firmalar, istikrarlı bir temettü verimi sağlayan ödeme politikasını tercih etmektedirler. Ayrıca, daha büyük marjlara sahip büyük firmalar düzenli temettü ödemeye daha az eğilimli görünmektedir. Euronext borsalarının en üst sıralarda yer alan firmaları arasında, firmanın özelliklerini ve temettü politikasını birbirine bağlayan tek bir mekanizma olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ali (2022) araştırmasında, 2015'ten 2020'ye kadar farklı sektörlerde faaliyet gösteren G-12 ülkelerinde listelenen 8.899 adet firmanın kurumsal temettü politikasını COVID-19 pandemisinin nasıl etkilediğini incelemiştir. Ayrıca bu çalışmanın diğer amaçları farklı temettü değişim gruplarının özelliklerini analiz ederek bu davranışın

belirleyicilerini, pandemi sırasında kâr payı dağıtım politikası değişikliği olasılığını ve bu dönemde firmaların özelliklerinin temettü değişikliklerini nasıl etkilediğini bulmaktır. Kurumsal temettü politikası kararlarının daha iyi anlaşılmasını sağlayan her türlü temettü değişikliği analizde dikkate alınmıştır. Bu bağlamda araştırmanın bağımlı değişkenleri temettü ihmalleri, temettü azalışı, temettü artışı ve temettü değişmemesi şeklinde dört adettir. Aktif kârlılık oranı, kazançlardaki değişim, kazanç tahminlerindeki büyüme oranı, varlık devir hızı, finansal kaldıraç, firma büyüklüğü, likidite, piyasa değeri/defter değeri oranı, firmanın bulunduğu ülke ve firmanın faaliyette bulunduğu sektör değişkenleri çalışmanın bağımsız değişkenleridir. Veriler Logit regresyon analizi ile test edilmiştir. Çalışma, COVID-19 döneminin nispeten daha fazla temettü indirimine ve temettü ihmaline tanık olduğunu göstermektedir. Çalışmada, firma yöneticilerinin gelecekteki kazançlar hakkında kötü haberlerin sinyalini vermekten kaçınmak için temettüleri azaltma veya ihmal etme konusunda özellikle isteksiz olduklarının gözlendiği belirtilmiştir. Bulgular temettü kesintileri ve ihmallerinin kârlılık, kazanç beklentileri, likidite ve firma büyüklüğü ile negatif, finansal kaldıraç ile pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir.

Ben Salah ve Ben Amar (2022) araştırmalarında, 2008-2018 döneminde mali sektör hariç çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren 75 Fransız firmasının kurumsal sosyal sorumluluk politikasının kâr payı dağıtım politikası üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmanın bağımlı değişkeni kâr payı dağıtım oranıdır. Bağımsız değişkenler ise kurumsal sosyal sorumluluk, çevre boyutu, sosyal boyut, kurumsal yönetim boyutu, ekonomik boyut, firma büyüklüğü, finansal kaldıraç, özsermaye kârlılığı, likidite, satışların büyüklüğü, firma riski, nakit akışları ve kazanç yönetimidir. Veri seti, panel veri analizinin en küçük kareler yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz sonucunda ekonomik, sosyal ve kurumsal yönetim boyutu değişkenleri firmayı daha fazla temettü ödemeye yönlendiren önemli faktörler oldukları belirlenmiştir. Kâr payı dağıtım politikası üzerinde etkisi olmayan tek değişken toplumsal boyut çevresel puanıdır. Ayrıca çalışmada yatırımcılar ve firmadaki diğer paydaşların menfaatleri her zaman çatışmamaktadır. Yatırımcılar, hem daha fazla temettü talep etmekte hem de firma yöneticilerinin paydaşlarına karşı hesap verebilir olmaları için sosyal sorumluluk ile ilgili yönergelere uymalarını istemektedirler.

Dang vd. (2022) çalışmalarında, 1995'ten 2017'ye kadar Amerika'da listelenmiş 47.536 adet firmanın firma stratejisi ile kâr payı ödemesi arasındaki ilişkiyi panel regresyon analizi yöntemi ile incelemişlerdir. Araştırmanın bağımlı değişkeni kâr payıdır. Bağımsız değişkenler ise firma boyutu, kaldıraç, sermaye artırımı, firma yaşı, dağıtılmamış kârlar, aşırı yatırım, kurumsal mülkiyet, ekonomik politika belirsizliği ve başkanlık seçimleri gibi daha fazla faktörden oluşmaktadır. Analiz sonucunda sermaye harcamaları ve aşırı yatırım arayıcı firmalarda ajans çatışması sorununa yol açtığı görülmüştür. Arayıcı firmalarda artan nakit ödemeleri olumlu bir itibar inşa etmelerine yardımcı olur. Ayrıca yüksek politika belirsizlikleri ve başkanlık seçimlerinden temettü ödemelerinin daha çok etkilendiği tespit edilmiştir.

Khan vd. (2022) araştırmalarında, 2009-2017 yılları arasında finansal olmayan sektörde faaliyet gösteren Japonya'dan 1.773 ve Güney Kore'den 1.035 adet firmanın temettü politikasını belirleyen içsel faktörlerin neler olduğu tespit etmeye çalışmışlardır. Analizin bağımlı değişkeni nakit temettü tutarıdır. Firma büyüklüğü, kârlılık, finansal kaldıraç, büyüme fırsatları, kazanç oynaklığı, nakit akışları ve kurumlar vergisi değişkenleri bu çalışmada bağımsız değişkenler olarak yer almıştır. Veri seti panel veri analizi ile test edilmiştir. Test sonucunda genel olarak Japon ve Güney Koreli firmaların temettü politikalarında bir yandan benzerlikler bulunurken bir yandan da farklılıklar kendini göstermektedir. Güney Koreli firmaların kâr payı dağıtım politikaları Anglo-Sakson ülkelerdeki politikalar ile benzerlikler göstermiştir. Japon firmaların düşük bilgi asimetrisi ile karşı karşıya oldukları ya da firma yöneticilerinin geleceğe yönelik beklentiler hakkında sinyal vermeye ihtiyaç duymadıkları için temettü politikaları Güney Koreli firmalardan daha farklıdır. Her iki ülkedeki büyük firmaların küçük firmalardan daha yüksek tutarda kâr payı ödedikleri tespit edilmiştir. Ayrıca Kore'deki firmalar daha fazla bilgiye sahip olduklarından kârlılık değişkeni ile temettü dağıtımı arasında pozitif bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Hem Japon hem de Koreli firmaların kazanç oynaklığı yüksek olduğu zamanlarda daha az temettü ödedikleri tespit edilmiştir. Bu her iki ülkedeki firmaların yüksek maliyetli ya da agresif sinyallerden kaçındığı anlamına gelir. Ayrıca serbest nakit akışının Japonya bağlamında önemli bir etkisi yoktur. Ancak Kore'deki firmalar nakit akışları yüksek olduğunda daha fazla temettü öderler. Bu durum Kore'de daha yüksek temsil maliyetlerine bilgi açığı sorununa işaret etmektedir.

Liao vd. (2022) çalışmalarında, 2000 yılından 2016 yılına kadar halka açık, finansal ve kamu hizmeti sektöründe yer almayan tüm ABD firmalarından 10.346 tanesinin kurumsal stratejik davranışın ve temel davranışsal faktörlerin kurumsal kâr payı politikasının oluşturulması üzerinde etkili olup olmadığını araştırmışlardır. Çalışmanın bağımlı değişkenleri hisse başına temettü ve nakit temettü ödemesidir. Bağımsız değişkenler, temel davranışsal faktörlerini temsil eden zarardan kaçınma ve risktir. Ayrıca iş davranışlarını temsil eden ticari stratejik davranışlar, firma büyüklüğü, finansal kaldıraç ve piyasa değeri/defter değeri oranı değişkenleri de bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Kontrol değişkenler olarak bağımsız üyelerin yönetim kurulundaki oranı, toplam kurumsal yatırımcıların sahip olduğu ödenmemiş hisse yüzdesi, serbest nakit akışı, Tobin Q Oranı ve yönetişim endeksi eklenmiştir. Analizde Logit ve en küçük kareler panel regresyon modelleri kullanılmıştır. Elde edilen test sonuçlarına göre piyasa değeri/defter değeri oranı, finansal kaldıraç, serbest nakit akışı ve kurum sahipliğinin temettü ödemelerini azaltırken daha büyük firmaların ve bağımsız üyelerin yönetim kurulundaki oranı yüksek olan firmaların daha fazla temettü ödedikleri belirlenmiştir. Yöneticiler, gelecekteki belirsizlikler karşısında firmada daha fazla nakit bulundurmak istediklerinden daha az temettü dağıtırlar. Yöneticiler, yatırımcılara hitap etmek ve gelecekteki olası zararlardan kaçınmak için daha fazla kâr payı öderler. Firmalar, kurumsal risklerle karşı karşıya kaldıklarında daha az temettü dağıtmaktadırlar. Daha yüksek iş stratejisine sahip firmalar araştırma stratejisi yürüteceğinden daha az kâr payı dağıtırlar. Çalışmada Amerika'daki firmaların 2008 finansal krizi sırasında temettü ödemelerini önemli derecede azalttıkları belirtilmiştir. Büyüme fırsatı yüksek olan firmalar ile Tobin Q Oranı 1'den büyük olan firmaların daha az kâr payı ödedikleri bulunmuştur. Kurumsal yönetişimin yüksek olduğu firmalarda temel davranış faktörleri ve iş stratejisinin temettü ödemesi üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİRMALARDA NAKİT KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARINI ETKİLEYEN MİKRO VE MAKRO FAKTÖRLER: BİST İMALAT SANAYİ FİRMALARI ÜZERİNE PANEL VERİ UYGULAMASI

Bu bölümde; araştırmanın amacı, özgün değeri, kapsamı, kısıtları, veri seti, analiz de kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler ve çalışmada izlenen yöntem açıklanacaktır.

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖZGÜN DEĞERİ

Araştırmanın temel amacı, firmalara ait belirlenen mikro ve makro faktörlerin firmaların net nakit temettü tutarı üzerinde etkili olup olmadığının ve varsa etki yönünün ve şiddetinin belirlenmesidir.

Net nakit temettü tutarı, firmaların kârlılık, büyüklük, finansal kaldıraç oranları, maddi varlık yapısı, net satışlar ve vergi gibi firmanın aldığı kararlardan etkilenmektedir. Ayrıca net nakit temettü tutarı, faiz oranı, enflasyon oranı, döviz kuru ve CDS gibi makroekonomik faktörlerden de etkilenmektedir. Bu bağlamda çalışmada hem firma yöneticileri için hem de yatırımcılar için mikro ve makro faktörlerin net nakit temettü üzerindeki etkilerinin yönü ve şiddeti tahmin edilmesi hedeflenmiştir.

Çalışmanın özgün değeri, net nakit kâr payı dağıtım tutarına odaklanması, kâr dağıtım politikasına etki toplam 27 adet mikro ve makro faktörün birlikte ele alınması, bu faktörlerin iki farklı modelde incelenmesi ve farklı makro değişkenlerin incelenmiş olmasıdır.

3.2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE VERİ SETİ

Araştırmada, nakit temettü ile mikro ve makro faktörler arasındaki ilişkiler 2010-2020 dönemi içinde imalat sanayi sektörü baz alınarak incelenmiştir. Veri setinde yer alan firmaların, 2008 küresel ekonomik krizin etkilerinden arınmış olabileceği düşünüldüğünden çalışmaya konu olan dönemin başlangıç yılı 2010 olarak tercih edilmiştir. Araştırmanın temel kısıtlarından biri firmaların belirlenen dönemde istikrarlı olarak kâr payı dağıtmış olmasıdır. Veri setindeki firmalardan ADEL, AKCNS ve ALCAR'ın 2021 yılında nakit temettü dağıtmadığından araştırmaya konu olan dönemin son yılı olarak 2020 yılı belirlenmiştir.

Firmaların nakit temettü politikalarını oluşturan mikro faktörlere ilişkin veriler, Borsa İstanbul (www.borsaistanbul.com), Kamuyu Aydınlatma Platformu (www.kap.org.tr) internet siteleri ve Financial Information News Network (FİNNET) Analiz Expert veri tabanından elde edilmiştir. Makroekonomik faktörlere ilişkin verilere ise Dünya Bankası (www.worldbank.org), Merkez Bankası (www.tcmb.gov.tr) ve TUİK (www.tuik.gov.tr) internet sitelerinden elde edilmiştir.

Çalışma kapsamında incelenen firmalar gıda, içecek ve tütün, taş ve toprağa dayalı, kimya ilaç petrol lastik ve plastik ürünler, metal eşya makine elektrikli cihazlar ve ulaşım araçları, ana metal sanayi, orman ürünleri ve mobilya sektörleünde yer almaktadır. Bu kapsamda incelenen 20 imalat firmasının listesi Tablo 1'de gösterilmektedir.

Tablo 1: Çalışmaya Dahil Edilen İmalat Firmaları

1	ADEL	Adel Kalemcilik Ticaret ve Sanayi A.Ş.
2	AEFES	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.
3	AKCNS	Akçansa Çimento Sanayi ve Tic. A.Ş.
4	AKSA	Aksa Akrilik Kimya Sanayi A.Ş.
5	ALCAR	Alarko Carrier Sanayi ve Tic. A.Ş.
6	ALKIM	Alkim Alkali Kimya A.Ş.
7	AYGAZ	Aygaz A.Ş.
8	CCOLA	Coca-Cola İçecek A.Ş.
9	EGEEN	Ege Endüstri ve Ticaret A.Ş.
10	ERBOS	Erbosan Erciyas Boru Sanayi ve Tic. A.Ş.
11	EREGL	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları
12	FMIZP	Federal Mogul İzmit Piston Ve Pim Üretim A.Ş
13	FROTO	Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.
14	GENTS	Gentaş Dekoratif Yüzeyler Sanayi ve Tic. A.Ş.
15	NUHCM	Nuh Çimento Sanayi A.Ş.
16	OTKAR	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.
17	PETUN	Pınar Entegre Et ve Un Sanayii A.Ş.
18	PNSUT	Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş.
19	SARKY	Sarkuysan Elektrolitik Bakır San. ve Tic. A.Ş.
20	TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.

3.3. ARAŞTIRMANIN KISITLARI

Çalışmanın 2010-2020 dönemi verilerini kapsaması nedeniyle zaman kısıtına tabidir. Firmaların pay senetlerinin Borsa İstanbul'da işlem görmesi, bu firmaların sürekli olarak BİST SINAİ Endeksinde yer alması, incelenen dönemde firmaların istikrarlı bir şekilde nakit kâr payı dağıtması ve bu firmaların verilerine düzenli olarak ulaşılabilmesi çalışmanın diğer kısıtlarını oluşturmaktadır.

3.4. ARAŞTIRMADA KULLANILAN BAĞIMLI VE BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER

Çalışmada firmaların nakit temettü tutarı ile mikro ve makro faktörler arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Bu bağlamda çalışmanın bağımlı değişkeni net nakit temettü tutarıdır. Bağımsız değişkenler ise teorik çerçevede ve literatürde yer alan çalışmalar incelenerek oluşturulan mikro ve makro faktörlerden oluşmaktadır. Bu çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler ve hesaplanış şekilleri Tablo 2'de gösterilmektedir.

Tablo 2: Hipotezlerin Test Edilmesinde Kullanılan Değişkenler ve Hesaplama Yöntemleri

BAĞIMLI DEĞİŞKEN	**HESAPLAMA YÖNTEMİ**	**KISA AD**
Nakit Temettü Tutarı	Net Nakit Temettü Toplamı (LOG)	LNTEM
MİKRO BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER	**HESAPLAMA YÖNTEMİ**	
Kârlılık	Aktif Kârlılık Oranı (ROA)= Net Kâr/Toplam Varlıklar	ROA
	Hisse Başına Kâr: Net Kâr/Hisse Senedi Sayısı	HBK
Piyasa Değeri	Tobin Q Oranı= Piyasa Değeri/ Yerine Koyma Maliyeti	TOBINQ
	Yatırım Fırsatı= pd/dd Oranı	PDDD
Büyüklük	Büyüklük= Toplam Varlıkların Doğal Logaritması	BUY
	Likidite Oranı= (Dönen Varlıklar–Stoklar) /Kısa Vadeli Borçlar	LIKOR
	Cari Oran= Dönen Varlıklar Toplamı / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	CARIOR
Finansal Kaldıraç Oranı	Borçluluk Oranı= Toplam Yabancı Kaynaklar/Toplam Varlıklar	FIKD
	Yabancı Kaynaklar Vade Yapısı Oranı= KVYK/ Toplam Borçlar	YKVY
	Uzun Vadeli Fin. Kal.= Uzun Vadeli Borçlar/ Toplam Varlıklar	UFIKD
	Kısa Vadeli Fin. Kal.= Kısa Vadeli Borçlar/ Toplam Varlıklar	KFIKD
Beta	Pazar Getirisi ve Hisse senedi Getirisi Kovaryansı/ Pazar Getirisinin Varyansı	BETA
Sahiplik Yapısı	Halka Açıklık Oranı=İşlem Gören Hisse Senedi Sayısı/ Toplam Hisse Senedi Sayısı	HAO
Firmanın Faiz oranı	Finansman Giderleri/ Faiz Oranının Tüm Borçlar Toplamı	FAİZ ORANI
Maddi Varlık Yapısı	Sabit Varlıklar/Toplam Varlıklar	VARYAP
Borç Dışı Vergi Kalkanı	Amortisman Gideri/ Toplam Varlıklar	VERKAL
Finansal Başarısızlık Oranı	Altman Z Skoru	ZSKOR
Sahiplik Yoğunlaşması	En büyük İki Ortağın Toplam Sermeye Payı Oranı (%)	SAHYOG
Net Satışlar	Brüt Satışlar – (Ürün İadeleri + Hasarlı veya Eksik Mallar + İndirimler) (*LOG*)	LNBUY SAT
	Brüt Satışlar – (Ürün İadeleri + Hasarlı veya Eksik Mallar + İndirimler (*% DEĞİŞİM*)	YUZBUYSAT
Vergi	Toplam Yıllık Vergi (% DEĞİŞİM)	YUZVER
Nakit Dönüşüm Süresi	Kısa Vade Alacak/Net Satışlar- Ticari Borç/Satışların Maliyeti + Stoklar/Satışların Maliyeti (% DEĞİŞİM)	NDS
MAKRO BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER	**HESAPLAMA YÖNTEMİ**	
Ekonomik Büyüme	GSYİH Yıllık Değişim %	EKOBUY
Enflasyon Oranı	TÜFE Yıllık Değişim %	ENF
Faiz oranı	1 Haftalık Repo	MFAİZ ORANI
Döviz Kuru	Reel Efektif Döviz Kuru ($R = \frac{e_i P_i}{P_{tur}}$)	DOVIZ
CDS	Türkiye'nin Kredi Temerrüt Risk Primi	CDS

3.5. ARAŞTIRMADA İZLENEN YÖNTEM

Çalışma kapsamında oluşturulan veri seti 20 adet firma verilerinden ve 11 yıllık zaman boyutundan oluşmaktadır. Bundan dolayı oluşturulan veri seti hem zaman serilerinden hem de yatay kesit serilerinden oluşmaktadır. Yatay kesiti ve zaman serisi verilerini birlikte ele alan veri türlerine panel veri denilmektedir. Çalışma kapsamında oluşturulan veri seti panel veri seti olduğundan net nakit temettü ile mikro ve makro faktörler arasındaki ilişkinin ortaya çıkarılması için panel veri regresyon analiz yöntemi kullanılmıştır.

3.6. PANEL VERİ ANALİZİ

İktisadi değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenmesinde ekonometrik analizler kullanılmaktadır. Çalışmanın konusuna göre, kullanılan ekonometrik analiz ve kurulan modeller farklılaşmaktadır. Değişkenlere ilişkin değerlerin gün, hafta, ay, mevsim ve yıl gibi zaman birimlerine göre değişimlerini içeren verilere zaman serisi verileri, zamanın belirli bir noktasında farklı birimlere (hane halkları, firmalar, kurumlar, ülkeler gibi) ilişkin değerleri içeren verilere ise yatay kesit verileri denilmektedir. Bireylere ait yatay kesit gözlemlerin belirli bir dönem boyunca bir araya getirilmesi şeklinde oluşturulan veriler ise panel veriler olarak adlandırılmaktadır (Tatoğlu, 2013, s. 1-2). Diğer bir ifade ile yatay kesit veriler birden fazla birim için sadece bir dönemlik veriler içermektedir. Zaman serisi verilerinde yalnızca tek bir birim için farklı zamanlara ait veriler yer almaktadır. Panel veriler ise farklı birimlere ve farklı dönemlere ilişkin verileri içermektedir (Gujarati, 2004: 636).

Panel veriler tam ya da eksik olmalarına ve içerdikleri verilerin türlerine göre farklı adlar alabilmektedir. Her birim için tüm dönemlerde gözlem varsa meydana gelen panel dengeli paneldir. Ancak bazı birim için bazı dönemlerde eksik ya da kayıp gözlemler varsa dengesiz panel olarak adlandırılır (Sarıkovanlık, Koy, Akkaya, Yıldırım ve Kantar, 2019, s.167-169).

Panel veri setlerinde gözlem sayısı; i= firma ve t= dönem ve i=1, 2, 3, …, N ve t=1, 2, 3, …, T olmak üzere, T dönem için N gözlem oluşmakta ve toplam gözlem sayısı N*T olarak hesaplanmaktadır. Tek bağımsız değişkenli bir panel veri modeli eşitlik (1)'deki gibi gösterilebilir (Baltagi, 2014: 13):

$$Yit = \boldsymbol{\beta_{0it}} + \boldsymbol{\beta_{kit}} \boldsymbol{X_{kit}} + \boldsymbol{u_{it}} \quad (1)$$

Burada;

Y = Bağımlı değişkeni,

X_k = Bağımsız değişkeni,

B_0 = Sabit parametreyi,

B_k = Eğim parametrelerini,

u = Hata terimini ifade etmektedir.

Panel veri analizinin bazı avantaj ve dezavantajları vardır. Panel veri analizinin avantajları şunlardır (Hsiao, 2014, s. 4-5; Baltagi, 2014, s.6-8):

i. Panel verilerin kullanımı daha fazla verimlilik, değişkenler arasında daha fazla çoklu doğrusal bağlantı ve serbestlik derecesi sağlar,

ii. Panel veri modelleri, saf zaman serisi ya da yatay kesit verilerinden daha karmaşık davranış modelleri meydana getirerek test etmemize imkân verir,

iii. Panel verilerin kullanımı uyum dinamiği çalışmalarında daha kesin sonuçlar el edilmektedir,

iv. Panel veriler, yatay kesit verilerine göre daha uzun zaman boyutu içerdiğinden bireyler veya firmalar üzerinden veri toplama sonucunda ortaya çıkan hataları ortadan kaldırılabilmektedir,

v. Panel verilerin kullanımı bireysel heterojenliği kontrol etmeye yarar,

vi. Panel veriler, zaman serisi ya da saf yatay kesit verilerinde ortaya konulamayan etkilerin ölçülmesinde ve tanımlanmasında daha kullanışlıdır,

vii. Hane halkı ve firmalar üzerinden elde edilen ve kısa zaman serisi olan mikro panel veriler, makro düzeydeki aynı faktörlerden daha sapmasız ve daha doğru çıkarımlar elde edebilmektedir,

viii. Makro panel veriler ise, zaman serileri analizdekine benzer birim kök testlerinde ortaya çıkan olağandışı problemler ile karşılaşmamaktadır. Ayrıca makro panel verilerde hem panel birim kök testlerinin standart asimptotik dağılımı hem de uzun zaman serileri vardır.

Panel verilerin dezavantajları aşağıdaki gibidir (Baltagi, 2014, s. 8-11):

i. Mikro panel verilerde yüksek yatay kesit boyutu ve kısa zaman boyutu vardır,

ii. Panel verilerde zaman serisi ya da saf yatay kesit verilerine göre tasarım ve veri toplama süreci daha zordur,

iii. Makro panel verilerde ise kısa yatay kesit boyutu ve uzun zaman boyutu vardır. Bu durumda ülkeler ya da firmalar arasındaki bağımlılık olan yatay kesit bağımlılığı olmaması yanıltıcı sonuçlar verebilmektedir,

iv. Panel veriler, hafıza sorunları ya da net ve açık olmayan sorulardan dolayı ölçüm bozukluğu hataları verebilmektedir.

Modelde 'i' alt indisi birimleri, 't' alt indisi ise dönemi ifade etmektedir. 'k' alt indisi ise, modelde yer alan K adet bağımsız değişkeni ifade etmektedir. Modelde yer alan değişkenlerin, parametrelerin ve hata terimlerinin 'i' ve 't' alt indisini taşımaları panel veri setine sahip olduklarını göstermektedir. Panel veri modellerinde sabit ve eğim parametreleri hem zamana hem de birimlere göre değerler almaktadır (Tatoğlu, 2013: 4).

Panel regresyon analizine geçmeden önce bazı varsayımların sınanması gerekmektedir. Bu varsayımlar (Ün, 2015: 71);

i. Bağımsız değişkenler arasında gözlemlenen yüksek korelasyon olduğunu ifade eden çoklu doğrusal bağlantı (multicollinearity)'nın olmaması,

ii. Modellerde yer alan birimler arasındaki ilişkileri ifade eden yatay kesit bağımlılığının (cross-sectional dependency) olmaması,

iii. Serilerin durağanlık düzeylerinin belirlenmesi (birim kök bulunmaması– tationary),

iv. Hata terimleri arasındaki ilişki olarak tanımlanan otokorelasyonun (serial correlation-autocorrelation) olmaması

v. Hata terimi varyanslarının tüm kesitleri için sabit olmaması şeklinde tanımlanan değişen varyansın (heretoskedasticity) olmaması.

Panel veriler yatay kesit ve zaman boyutlarının uzunluklarına göre mikro ve makro paneller olarak iki gruba ayrılmaktadır. Kısa zaman boyutuna ve uzun yatay kesit boyutuna sahip paneller mikro paneller olarak adlandırılmaktadır. Mikro paneller

minimum 2 ve maksimum 10-20 döneme sahip panellerdir. Uzun zaman boyutuna ve kısa veya orta yatay kesit boyutuna sahip paneller ise makro paneller olarak adlandırılmaktadır. Makro paneller minimum 7-20 yatay kesit boyutuna ve minimum 20-60 zaman boyutuna sahip olan panellerdir. Mikro ve makro panellere farklı ekonometrik işlemler uygulanmaktadır. Mikro paneller uzun N ve sabit T boyutu gerektirirken, makro paneller uzun N ve uzun T boyutuna sahip olabilirler. Uzun zaman boyutlarına sahip olan makro paneller ile yapılan çalışmalarda zaman serilerinde durağanlık varsayımının sağlanması gerekmektedir. Mikro paneller ile yapılan çalışmalarda ise zaman boyutu kısa olduğundan durağanlık varsayımı aranmamaktadır. Makro paneller ile yapılan çalışmalarda sağlanması gereken diğer bir varsayım, yatay kesit bağımlılığının olmaması varsayımıdır. Mikro panellerle yapılan çalışmalarda ise yatay kesit bağımlılığının olmaması varsayımı aranmamaktadır. (Baltagi, 2014: 1). Bu çalışmada kapsamında imalat sektörü verileri kullanılarak oluşturulan modeller 20 birim ve 11 zaman boyutuna sahiptir.

Panel veri analizlerinde kullanılan modeller; bireyler arası etkiler, zaman etkileri ve eşanlı birim ve zaman etkilerinin ele almasına ve katsayıların sabit veya rassal varsayılmasına bağlı olarak farklılaşmaktadır. Bu modeller genel olarak sabit etkiler modeli, havuzlanmış model ve rassal etkiler modelidir. Bu modellerden havuzlanmış model, panelde yer alan tüm birimlerin aynı olduğu ya da birimler arasında bir fark bulunmadığı varsayımı altında kullanılan bir modeldir. Sabit etkiler modeli, spesifik bir firma, birey ya da ülke setine odaklanma ve çıkarımların bu firma, birey ya da ülkelerin davranışlarıyla sınırlı olduğunda kullanılmaktadır. Rasssal etkiler modeli ise, firmalar, bireyler ya da ülkelerin rasgele geniş bir evrenden seçilmesi durumunda kullanılan bir modeldir (Baltagi, 2014: 14-20).

3.6.1. Havuzlanmış Model

Bu model, modelde yer alan birimler arasında farklılık olmadığını varsayarak tüm birimler için ortak bir sabit değer tahmin etmektedir. Ayrıca bu model klasik model olarak da bilinmektedir. Bu modelde yatay kesit gözlemleri homojen varsayıldığından veriler tahminleme ve havuzlama yapılırken modeldeki tüm birimler tek bir birim haline dönüştürülmektedir (Topaloğlu, 2017, s.96). Başka bir deyişle, bu

modelde tüm birimler sabit terim ortak kabul edildiğinden birimler arasında oluşan farklılıkları içermemektedir.

Havuzlanmış modelde eğim parametrelerinin tüm faktörlerin tek tek bütün birimler üzerinde etkilerini göstermektedir. Bu durumda bütün birimler ve dönemler için $\beta_0 = \beta_{01}$ ve $\beta_{kit} = \beta_k$ eşitlikleri oluşmaktadır. Eğim katsayılarının ve sabit parametrelerin dönemler arasında ve birimler arasında sabit kaldığı, hata teriminin ise dönemler arasında ve birimler arasında farklılaştığı bu modelin eşitliği aşağıdaki gibidir:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^{K} \beta_k X_{kit} + u_{it}$$

3.6.2. Sabit Etkiler Modeli

Bu modelde birimler arasında zamanla oluşan değişimler ya da birimler arasındaki farklılıklar sabit terimdeki farklılıklar ile gösterilmektedir. Havuzlanmış modeldeki eşitlikten de görüleceği üzere birim etkili modellerde eğim parametreleri tüm birimler için sabit ($\beta_0 = \beta_{01}$) iken sabit parametreler birim etkisi içermesi (β_{0i}) nedeniyle birimler arası değişiklikler göstermektedir. Bu modelde yer alan sabit nitelemesi, katsayının birimlere göre değişkenlik gösterdiğini ancak zamana göre sabit olduğunu göstermektedir (Greene, 2003, s. 285).

Bu modelde, bağımsız değişkenlerin hata terimleri ile korelasyonsuz olduğu ve birim etkilerle korelasyonlu olduğu varsayılmaktadır (Karaca, 2008, s. 69)

Sabit etkiler modelinde sabit parametre, dönemler arasında farklılık göstermezken birimler arasında farklılık gösterdiği varsayılacağı gibi; tersi durum olan sabit etkilerin dönemler arasında farklılık gösterirken birimler arasında farklılık göstermeyeceği de varsayılmaktadır. Her iki durumda da tek yönlü sabit etkiler modeli vardır. Ancak uygulamada, sabit etkileri hem dönemler arasında hem de birimler arasında farklılık gösterdiği durumlar ortaya çıkmaktadır. Bu durumlarda çift yönlü sabit etkiler modeli vardır (Çetin ve Ecevit, 2010, s. 172; Topaloğlu, 2017, s. 96-97).

Tek yönlü sabit etkiler modeli formülü aşağıdaki gibidir:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^{K} \beta_{kit} X_{kit} + u_{it}$$

Çift yönlü sabit etkiler modeli formülü aşağıdaki gibidir:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^{K} \beta_{kit} X_{kit} + u_{it}$$

3.6.3. Rassal Etkiler Modeli

Bu model tesadüfü etkiler modeli olarak da bilinir. Bu modelde zaman ve birimde oluşan değişimler hem ayrı ayrı hem de ikisinde birlikte tesadüfi olarak ele alınmaktadır (Metin, 2002, s. 22). Rassal etkiler modeli, sabit etkiler modelinin aksine örneklemin daha büyük bir örneklemden tesadüfi olarak seçildiği ve bundan dolayı sabit birim etkilerin olmadığı durumlarda etkindir (Artan, 2004, s. 83).

Birimler arasındaki farklılıkların hesaplanmasında rassal etkiler modeli en iyi modellerden biri olmasına rağmen, kukla değişken kullanılması gerekliliği ve yatay kesit boyutu çok büyük olduğunda her birim için sabit parametrelerin hesaplanmasından dolayı modelin serbestlik derecesi düşmektedir. Bu modelde zamanda ve birimlerde oluşan farklılıklar hata teriminin bileşeni olarak modele eklenmektedir (Baltagi, 2014, s. 15).

Sabit etkiler modeli, bağımsız değişkenler ve birimlerden kaynaklanan etkilerin korelasyonlu olduğunu varsaymaktadır. Bu korelasyonun olmaması durumunda birimlere özgü sabit parametrelerin birimlere göre tesadüfi olarak dağıldığını varsayarak modelleme yapılması daha doğrudur (Özer ve Biçerli, 2003, s. 72). Tesadüfi etkiler modeli, sabit etkiler modelinin birçok varsayımını kabul etmektedir. Farklı olarak bağımsız değişkenler ile zaman ve birimlerden kaynaklanan etkilerin korelasyonu olmadığını varsaymaktadır. Bu varsayım sayesinde rassal etkiler modeli daha yüksek bir serbestlik derecesi kazanmaktadır. Zamana ve birimlere ya da birimlerde özel hata katsayılarının bulunması bu modelin en önemli özelliklerinden birisidir (Tunay, 2009, s. 43). Birim etkiler rassal etkiler modelinde sabit olmadığından sabit parametre içerisinde değil, rassal olduğunda hata teriminin bileşeni olarak yer

almaktadır. Bu durumda modelde hata terimi aşağıdaki gibi gösterilmektedir (Tatoğlu, 2013, s. 104):

$v_{it} = u_{it} + \mu_{it}$

u_{it}: $Artıklar$

μ_{it}: Birimlerin zaman içindeki değişimler ve birimler arasındaki farklılıklardır. Bu bilgilere göre modelinin formülü şu şekildedir:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^{K} \beta_k X_{kit} + v_{it}$$

Hata terimi rassal etkiler modelinde u_{it} ve u_{it} 'in bileşimi olan v_{it} şeklinde hesaplanmaktadır.

3.7. PANEL VERİ ANALİZİNDE VARSAYIMLAR

Panel veri analizine geçmeden önce bazı temel varsayımların sınanmasıyla hazırlanan veri setinin analize uygunluğunun araştırılması gerekmektedir. Yapılan panel veri analizinde sapmasız ve birbiri ile tutarlı sonuçlar elde etmek için çoklu doğrusal bağlantı, içsellik, yatay kesit bağımlılığı, homojenite/heterojenite, durağanlık, değişen varyans ve otokorelasyon varsayımlarının test edilmesi gerekmektedir.

3.8. ARAŞTIRMA KAPSAMINDA TAHMİN EDİLEN MODELLER VE TEST EDİLEN HİPOTEZLER

Bu aşamada, firmaların nakit kâr payı dağıtımı ile mikro ve makro faktörler arasında ilişkilerin belirlenmesi için tahmin edilen modeller ve test edilen hipotezlere yer verilecektir.

3.8.1. Modeller

Çalışmada, firmaların nakit kâr payı dağıtımı ile mikro ve makro faktörler arasında ilişkilerin belirlenmesi için iki farklı model oluşturulmuştur. Kâr payı dağıtımı, net nakit temettü tutarı olarak temsil edilmektedir. Net nakit kâr payı dağıtımına etki eden mikro faktörler aktif kârlılık oranı, hisse başına kâr, tobin q oranı, yatırım fırsatı, büyüklük, likidite oranı, cari oran, borçluluk oranı, yabancı kaynaklar vade yapısı oranı, uzun vadeli finansal kaldıraç, kısa vadeli finansal kaldıraç, beta, halka açıklık oranı, şirketin faiz oranı, maddi varlık yapısı, borç dışı vergi kalkanı,

finansal başarısızlık oranı, sahiplik yoğunlaşması, net satışlar, vergi, nakit dönüşüm süresi olarak belirlenmiştir. Net nakit kâr payı dağıtımına etki eden makro faktörler ise ekonomik büyüme, enflasyon oranı, faiz oranı, döviz kuru ve CDS olarak belirlenmiştir.

BİST SINAİ Endeksinde listelenen firmaların net nakit kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen mikro ve makro faktörlerin analizi için aşağıdaki iki panel regresyon modeli oluşturulmuştur. İlk regresyon denklemi (Model 1) bağımsız mikro değişkenlerin net nakit kâr payı dağıtım tutarı üzerindeki etkisini ölçmeyi amaçlarken, ikinci regresyon denklemi (Model 2) bağımsız makro değişkenlerin net nakit kâr payı dağıtım tutarı üzerindeki etkisini ölçmeyi hedeflemektedir.

Model 1

$$\mathrm{LNTEM}_{it} = \beta_{0it} + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 HBK_{it} + \beta_3 TOBINQ_{it} + \beta_4 PDDD_{it} + \beta_5 BUY_{it} + \beta_6 LIKOR_{it} + \beta_7 CARIOR_{it} + \beta_8 FIKD_{it} + \beta_9 YKVY_{it} + \beta_{10} UFIKD_{it} + \beta_{11} KFID_{it} + \beta_{12} BETA_{it} + \beta_{13} HAO_{it} + \beta_{14} FAIZ\ ORANI_{it} + \beta_{15} VARYAP_{it} + \beta_{16} VERKAL_{it} + \beta_{17} ZKOR_{it} + \beta_{18} SAHYOG_{it} + \beta_{19} LNBUYSAT_{it} + \beta_{20} YUZBUYSAT_{it} + \beta_{21} YUZVER_{it} + \beta_{22} NDS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Model 2

$$\mathrm{LNTEM}_{it} = \beta_{0it} + \beta_1 \mathrm{EKOBUY}_{it} + \beta_2 \mathrm{ENF}_{it} + \beta_3 \mathrm{FAİZ\ ORANI}_{it} + \beta_4 \mathrm{DOVIZ}_{it} + \beta_5 \mathrm{CDS}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Denklemlerde, i = 1, 2, 3,……N yatay kesit birimlerini gösterirken, t = 1, 2, 3,……T zaman boyutunu, Ɛ ise panel hata terimini göstermektedir.

Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin test edilmesi için oluşturulan hipotezler Tablo 3'te yer almaktadır.

3.8.2. Test Edilen Hipotezler

Firmaların nakit kâr payı dağıtımı ile mikro ve makro faktörler arasında ilişkilerin belirlenmesi için analiz kapsamında test edilen hipotezlere Tablo 3'te verilmiştir.

Tablo 3: Test Edilen Hipotezler

Hipotez 1	H_0	Net nakit temettü ile aktif kârlılık oranı arasında ilişki yoktur.
Hipotez 2	H_0	Net nakit temettü ile Tobin Q oranı arasında ilişki yoktur.
Hipotez 3	H_0	Net nakit temettü ile yatırım fırsatı arasında ilişki yoktur.
Hipotez 4	H_0	Net nakit temettü ile büyüklük oranı arasında ilişki yoktur.
Hipotez 5	H_0	Net nakit temettü ile likidite oranı arasında ilişki yoktur.
Hipotez 6	H_0	Net nakit temettü ile cari oran arasında ilişki yoktur.
Hipotez 7	H_0	Net nakit temettü ile borçluluk oranı arasında ilişki yoktur.
Hipotez 8	H_0	Net nakit temettü ile yabancı kaynak vade yapısı oranı arasında ilişki yoktur.
Hipotez 9	H_0	Net nakit temettü ile uzun finansal kaldıraç oranı arasında ilişki yoktur.
Hipotez 10	H_0	Net nakit temettü ile kısa vadeli yabancı kaynak arasında ilişki yoktur.
Hipotez 11	H_0	Net nakit temettü ile beta arasında ilişki yoktur.
Hipotez 12	H_0	Net nakit temettü ile sahiplik yapısı arasında ilişki yoktur.
Hipotez 13	H_0	Net nakit temettü ile şirketin faiz oranı arasında ilişki yoktur.
Hipotez 14	H_0	Net nakit temettü ile maddi varlık yapısı arasında ilişki yoktur.
Hipotez 15	H_0	Net nakit temettü ile borç dışı vergi kalkanı arasında ilişki yoktur.
Hipotez 16	H_0	Net nakit temettü ile finansal başarısızlık oranı arasında ilişki yoktur.
Hipotez 17	H_0	Net nakit temettü ile sahiplik yoğunlaşması arasında ilişki yoktur.
Hipotez 18	H_0	Net nakit temettü ile net satışlar (LOG) arasında ilişki vardır.
Hipotez 19	H_0	Net nakit temettü ile net satışlar (% değişim) arasında ilişki yoktur.
Hipotez 20	H_0	Net nakit temettü ile vergi arasında ilişki yoktur.
Hipotez 21	H_0	Net nakit temettü ile nakit dönüşüm süresi arasında ilişki yoktur.
Hipotez 22	H_0	Net nakit temettü ile hisse başına kâr arasında ilişki yoktur.
Hipotez 23	H_0	Net nakit temettü ile ekonomik büyüme arasında ilişki yoktur.
Hipotez 24	H_0	Net nakit temettü ile enflasyon oranı arasında ilişki yoktur.
Hipotez 25	H_0	Net nakit temettü ile faiz oranı arasında ilişki yoktur.
Hipotez 26	H_0	Net nakit temettü ile döviz kuru arasında ilişki yoktur.
Hipotez 27	H_0	Net nakit temettü ile Türkiye'nin kredi temerrüt risk primi arasında ilişki yoktur.

3.9. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Çalışmada, Spearman korelasyon analizi ve varyans ayrıştırma testi ile bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin olup olmadığı araştırılmıştır. İçsellik testi ile modelin hata terimi ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyonu incelenmiştir. Daha sonra Breusch-Pagan (1980) (Lagrange Multiplier-LM) ve Pesaran (2004) (Crosssection Dependence-CD) testleri ile paneli oluşturan yatay kesitler arasındaki bağımlılık, panel ve değişken bazında incelenmiştir. Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen delta testi ile eğim katsayılarının homojenlik sınamaları gerçekleştirilmiştir. Pesaran ve Yamagata (2008) delta ve düzeltilmiş delta (Delta adj.) testleri ile değişken ve model bazında eğim heterojenliğine bakılmıştır. Serilerdeki durağanlık da yatay kesit bağımlılığını dikkate alan Bai ve Ng (2004) PANIC ikinci nesil birim kök testi kullanılmıştır. Ayrıca serilerdeki durağanlıkta yatay kesit bağımlılığını dikkate almayan homojen seriler Levin, Lin ve Chu (2002) LLC birinci nesil birim kök testi ile analiz edilirken heterojen seriler Im, Pesaran ve Shin (2003) IPS birinci nesil birim kök testi ile analiz edilmiştir. F testi, Breuch-Pagan LM (1980) ve Honda (1985) testleri üzerinden modelin hangi yöntem kullanılarak tahmin edileceği belirlenmiştir. Modellerde hata terim varyansının tüm gözlemler için aynı olmama durumunu ifade eden değişen varyans, Breusch-Pagan-Godfrey Heteroscedasticity LM ile incelenirken hata terimlerinin birbirini izleyen değerleri arasında anlamlı ilişki olması durumunu gösteren otokorelasyon için de Baltagi ve Li (1991) ve Born ve Bretuing (2016) LM testi kullanılmıştır. Model tahmini ise Driscoll ve Kraay (1998) tarafından geliştirilen, panel standart hataları düzelten White Period Yöntemi kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

3.10. ARAŞTIRMA BULGULARI

Çalışmanın bu kısmında net nakit temettü tutarını etkileyen mikro ve makro faktörler arasındaki ilişkileri incelemek üzere yapılan analizlere ilişkin bulgular yer almaktadır. Analizler aşağıda belirtilen sıralamaya göre yapılmıştır:

i. Mikro ve makro faktörlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler verilerek analizde kullanılan veriler incelenmiştir.

ii. Değişkenlere ait Spearman korelasyon tablosu ve VIF değerleri verilerek

modellerde çoklu doğrusal bağlantı sorununun olup olmadığı incelenmiştir.

iii. İçsellik ile bağımsız değişkenlerin her biri için modelin hata terimi ile olan korelasyonu incelenmiştir.

iv. Değişkenlere ait yatay kesit bağımlılığı test sonuçları incelenmiştir.

v. Homojenite testleri sonuçları incelenmiştir

vi. Değişkenlerin durağanlığına ilişkin birim kök testleri sonuçları değerlendirilmiştir.

vii. Modellere ait tahmin modeli sonuçları verilerek hangi tahmincilerin kullanılacağına karar verilmiştir.

viii. Modellere ait değişen varyans ve otokorelasyon testi sonuçları ile hangi modelde ne tür dirençli tahminciler kullanılacağı kararlaştırılmıştır.

ix. Modellere ait panel veri sonuçları verilerek mikro ve makro faktörlerin net nakit temettü tutarı üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Tablo 4: Mikro Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	LNTEM	BETA	BUY	CARIOR	FIKD	HAO	HBK	NDS	ROA	SAHYOG	TOBINQ	VARYAP	VERKAL	YKVY	YUZBUYSAT	YUZVER	FAİZ ORANI
Ortalama	7.728	0.831	4.89E+09	2.564	43.289	30.390	3.753	-0.151	11.064	59.369	1.860	44.066	2.950	70.468	16.753	0.890	4.662
Medyan	7.671	0.848	1.28E+09	1.744	39.22	27.000	1.169	-0.028	8.892	66.760	1.416	46.282	2.822	72.661	13.582	0.139	0.183
Maksimum	9.741	1.569	6.15E+10	17.635	94.452	100.000	110.323	8.129	71.899	86.760	25.118	78.596	6.238	99.390	116.565	71.027	546.288
Minimum	6.121	0.195	23.359.100	0.978	5.431	11.000	0.000	-26.512	-4.099	7.910	0.547	7.901	0.000	24.846	-25.500	-0.964	-3.088
Std. Sap.	0.728	0.277	9.46E+09	2.229	19.402	16.435	11.583	2.184	10.139	22.145	2.0479	19.890	1.303	15.897	18.732	5.030	42.825
Çarpıklık	0.279	0.084	3.431642	3.172	0.418	1.682	6.802	-9.465	2.618	-0.995	7.627	-0.160	0.152	-0.723	1.733	12.511	11.186
Basıklık	2.497	2.393	16.33235	16.337	2.416	6.545	53.671	110.459	12.367	2.823	79.481	1.677	2.483	3.266	9.196	173.513	131.841
Jarque-Bera	5.182	3.631	2061.181	1999.8	9.540	219.015	25233.40	109137.9	1055.754	36.618	55753.17	16.983	3.299	19.847	462.136	272258.7	156756.5
Olasılık	0.074*	0.162	0.000000	0.000***	0.008***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.192	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***
Gözlem	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220
Not: * %1, ** %5 ve * %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.**																	

Tablo 5: Makro Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	LNTEM	DOVIZ	EKOBUY	ENF	CDS	MFAİZ ORANI
Ortalama	7.728	94.041	5.492	10.074	253.930	0.097
Medyan	7.671	99.000	4.939	8.830	207.500	0.080
Maksimum	9.741	120.170	11.200	16.220	467.260	0.240
Minimum	6.121	62.160	0.889	6.450	169.630	0.045
Std. Sap.	0.728	16.470	3.040	3.148	88.018	0.056
Çarpıklık	0.279	-0.381	0.233	0.887	1.294	1.525
Basıklık	2.497	2.259	2.072	2.407	3.591	4.200
Jarque-Bera	5.182	10.355	9.885	32.072	64.619	98.549
Olasılık	0.074*	0.005***	0.007***	0.000***	0.000***	0.000***
Gözlem	220	220	220	220	220	220
Not: * %1, ** %5 ve * %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.**						

Tablo 4'te yer alan bağımlı değişkenin ortalama sonucu incelendiğinde, 2010-2020 yılları arasında firmaların kâr payı dağıtımının göstergesi konumundaki net nakit temettü ortalama değerinin %7,72 olması firmaların her yıl düzenli olarak yaklaşık %8 oranında nakit kâr payı dağıttığını göstermektedir. Mikro değişkenlerin içinde ortalama değeri en yüksek olan YKVY'nin %70,46 olması; firmaların toplam borçlar içinde kısa vadeli yabancı kaynak oranının yüksek olduğunu ve yeteri kadar uzun vadeli yabancı kaynak kullanamadığını göstermektedir. En düşük ortalamaya sahip NDS değişkeninin %15 olması; firmaların hammaddeyi alıp alacaklarını tahsil edinceye kadar geçen sürenin kısa olduğunu göstermektedir. Diğer mikro değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri incelendiğinde, BETA değişkeninin $0<ß<1$ aralığında 0,83 olması firmaların finansal varlıklarının düşük sistematik riske sahip olduğu ve beklenen getirilerinin düşük yatırımlar olduğunu ve BUY'da firmaların toplam varlıklarının ortalaması 489 milyar lira olması firmaların nakit kâr payı ödemesi için yeterli likiditeye sahip olduğunu göstermektedir. CARIOR'da firmaların toplam borçlar içindeki dönen varlık toplamının ortalamasının 2.56 olması firmaların net çalışma sermayesinin pozitif olduğunu ve ihtiyaçtan fazla dönen varlıklarının olduğunu ve FIKD değişkeninin 43,28 olması firmaların toplam varlıkların yarısına yakınının yabancı kaynaklarla finanse edildiği ve firmaların borçlarını ödeyememe riskinin bulunmadığı görülmektedir. HAO değişkeninin %30,39 olması firmaların toplam pay senetlerinin yaklaşık üçte birisinin borsada işlem gördüğünü ve HBK değişkeninin 3,75 olması firmaların güçlü olduğunu, ellerinde yeni yatırımlar yapmak ve temettü dağıtmak için yeterli nakit bulunduğunu göstermektedir. ROA değişkeninin 11,06 olması firmaların varlıklarının kârlılığın oluşmasında başarılı olduğunu ve SAHYOG değişkeninin %59,36 olması firmaların en büyük iki ortağının sermaye payı, toplam sermayenin yarısından fazlasını oluşturduğu görülmektedir. TOBINQ değişkeninin 1,86 olması firmaların varlıklarının etkin yönetildiğini, kârlı yatırım fırsatı ve büyüme potansiyelleri olduğunu ve VARYAP değişkeninin %44,6 olması firmaların toplam varlıklarının yarısına yakınının sabit varlıklardan meydana geldiğini göstermektedir. VERKAL değişkeninin %2,95 olması firmaların yeterli düzeyde duran varlıklara sahip olduğunu ve YUZBUYSAT değişkeninin %16,75 olması firmaların net satışlarının artış eğiliminde olduğu görülmektedir. YUZVER değişkeninin %0,89 olması firmaların yıllar itibarıyla ödediği vergi tutarının artış

eğiliminde olduğunu ve FAİZ ORANI değişkeninin 4,66 olması firmaların faiz oranının tüm borçlar toplamının içinde finansman giderlerinin düşük paya sahip olduğunu göstermektedir.

Makro faktörlerin Tablo 5'te yer alan ortalama sonuçları incelendiğinde reel efektif döviz kurunun (DOVIZ) ortalama değerinin %94,04 olması firmaların maliyet ve fiyatlarının yüksek olduğunu, ekonomik büyümeyi (EKOBUY) gösteren GSYİH'deki yüzde değişimin ortalama değerinin %5,49 olması ülkede üretilen ürünlerin değerinin yeteri kadar büyümediğini, enflasyon oranı (ENF) ortalama değerinin %10,07 olması firmaların satın alma gücünde düşme ve fiyatlar genel düzeyinde artma eğilimi olduğunu, Türkiye'nin kredi temerrüt risk priminin (CDS) ortalama değerinin %253,93 ülkede borçlanma maliyetinin yüksek olduğunu ve faiz oranının (MFAİZ) ortalama değerinin %0,09 olması ülkenin politika faiz oranın düşük olduğunu göstermektedir.

Mikro faktörlere ait tanımlayıcı istatistik sonuçları incelendiğinde, faiz oranı (FAİZ ORANI) değişkeninin 42,82 ile en yüksek değere sahip olduğu görülmektedir.

Makro faktörlere ait tanımlayıcı istatistik sonuçları incelendiğinde, Türkiye'nin kredi temerrüt risk primini ifade eden CDS değişkeninin 88,01 ile en yüksek değere sahip olduğu görülmektedir.

Normal dağılımı, normal dağılım eğrisi ile kavramlaştırılan hipotetik dağılımdır. Normal dağılımı test etmenin yolu çarpıklık ve basıklık değerlerini incelemektir. Çarpıklık katsayısı, normal dağılımda sıfır (0) değerine sahiptir. Pozitif çarpıklık katsayısı sağa çarpık dağılım olduğunu, negatif çarpıklık katsayısı ise sola çarpık dağılım olduğunu göstermektedir. Basıklık katsayısı, normal dağılımda sıfır (0) değerine sahiptir. Negatif basıklık katsayısı basık dağılım olduğunu, pozitif basıklık ise sivri dağılım olduğunu göstermektedir.

Mikro faktörlere ait tanımlayıcı istatistik sonuçlarına göre değişkenlere ait çarpıklık değerleri negatif olan NDS (-9,46), VARYAP (-0,16) ve YKVY (-0,72) değişkenlerinin sola çarpık, çarpıklık değerleri pozitif olan LNTEM, BETA, BUY, CARIOR, FIKD, HAO, HBK, ROA, SAHYOG, TOBINQ, YUZBUYSAT, YUZVER, FAİZ ORANI ve VERKAL faktörlerin sağa çarpık olduğu görülmektedir.

Mikro faktörlere ilişkin ortalama, medyan, çarpıklık ve basıklık değerleri normal dağılıma uyum sağlamamaktadır. Jargue-Bera istatistikleri ve olasılık değerleri incelendiğinde, CARIOR, FIKD, HAO, HBK, NDS, ROA, SAHYOG, TOBINQ, VARYAP, YKVY değişkenlerinn yüksek istatistiki değerlere ve 0.05'ten düşük olasılık değerlerine sahip oldukları, BETA, BUY, VERKAL değişkenlerinin ise düşük istatistik değerlere ve 0.05'ten yüksek olasılık değerlerine sahip olduğu görülmektedir. Bundan dolayı değişkenlerin bazıları normal dağılıma uyum sağlarken bazıları ise normal dağılıma uyum sağlamamaktadır.

Makro faktörlere ait tanımlayıcı istatistik sonuçlarından çarpıklık durumu incelendiğinde, negatif değere sahip olan DOVIZ (-0,38) değişkeninin sola çarpık, pozitif değere sahip olan EKOBUY, ENF, CDS, MFAİZ ORANI ve LNTEM faktörlerin sağa çarpık olduğu görülmektedir.

Mikro faktörlerin basıklığa ait tanımlayıcı istatistik sonuçları incelendiğinde, tüm değişkenler pozitif değerlere sahip olduğundan sivri dağılıma sahip olduğu söylenebilir.

Makro faktörlere ait tanımlayıcı istatistik sonuçlarından basıklık durumu incelendiğinde, tüm değişkenler pozitif değerlere sahip olduğundan sivri dağılıma sahiptir.

Makro faktörlere ilişkin ortalama, medyan, çarpıklık ve basıklık değerleri normal dağılıma uyum sağlayamamaktadır. Jargue-Bera istatistikleri ve olasılık değerleri incelendiğinde, değişkenlerin yüksek istatistiki değerlere, 0.05'ten düşük olasılık değerlerine sahip olduğu ve değişkenlerin hiçbirinin normal dağılıma uyum sağlamadığı görülmektedir.

3.11. ÇOKLU DOĞRUSAL BAĞLANTININ TEST EDİLMESİ

Çoklu doğrusal bağlantı, panel veri analizinde modelde yer alan bağımsız değişkenler arasında görünen güçlü ilişkilerdir. Analizde çoklu doğrusal bağlantının çıkması istenilen bir durum değildir (Gujarati, 2004, s. 341-386). Başka bir ifadeyle çoklu doğrusal bağlantı sorunu bağımsız değişkenler arasında ortaya çıkan yüksek korelasyondur. Aralarında yüksek korelasyon olan bağımsız değişkenlerin modele dahil edilmesi durumunda aşağıdaki sorunlar ortaya çıkmaktadır (Asteriou ve Hall, 2007, s. 86-91):

i. Modelin R^2 değeri yüksek çıkmasına rağmen açıklayıcı değişkenlerin birçoğu anlamsız sonuçlar verir,

ii. Modelin regresyon katsayıları belirsiz olur,

iii. Ampirik bulguların yanlış yorumlanır,

iv. Modelin katsayılara ilişkin standart hataları sonsuz olabilir,

v. Elde edilen sonuçların beklentilerle ve teori ile yüksek oranda çelişmesine neden olur.

Spearman korelasyon analizi ve varyans ayrıştırma testi (variance inflation factor-VIF) ile değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin olup olmadığının incelenmesi gerekir. Çünkü bağımsız değişkenler arasındaki yüksek dereceli korelasyonun ortaya çıkması parametrelerin hesaplanmasını imkânsız hale getirir ve sonuçlarını anlamsızlaştırır. Bu durumda en küçük kareler yöntemi kullanılamaz. Çoklu doğrusal bağlantı sorununa yol açabilecek kritik değerlerin üzerinde değer alan değişkenler analizden çıkarılmıştır. Spearman korelasyon analizi için farklı çalışmalarda farklı kritik değerler kullanılabilmektedir (Albayrak, 2005:109). Bu çalışmada Spearman korelasyon analizi için kritik değer aralığı p>0,90 ve p <-0,90'dır. Dolayısyla 0,90'dan yüksek ve -0,90'dan düşük değerlere sahip mikro ve makro faktörlerin bir arada kullanılmamasına dikkat edilmiştir. varyans ayrıştırma testi (VIF) için farklı çalışmalarda farklı kritik değerleri kullanılmaktadır (Topaloğlu, 2019:21). Bu çalışmada VİF testi için kritik değer aralığı p>10 ve p <-10'dır. Dolayısıyla 10'dan yüksek ve -10'dan düşük değerlere sahip mikro ve makro faktörlerin bir arada kullanılmamasına dikkat edilmiştir. Kritik değerin üstünde değerlere sahip faktörlerin panel regresyon modeline bağımsız değişken olarak dahil edilmesi çoklu doğrusal bağlantı problemine yol açabilmektedir. Mikro faktörlerin spearman korelasyon analiz sonuçları Tablo 6'da, makro faktörlerin spearman korelasyon analiz sonuçları Tablo 7'de, mikro faktörlerin VIF değerleri Tablo 8'de ve makro faktörlerin VIF değerleri Tablo 9'da yer almaktadır.

Tablo 6: Mikro Faktörlerin Spearman Korelasyon Analiz Sonuçları

	BETA	BUY	CARIOR	FIKD	HAO	HBK	NDS	ROA	SAHYOG	TOBINQ	VARYAP	VERKAL	YKVY	YUZBUYSAT	YUZVER	FAİZ ORANI
BETA	1.000															

BUY	**[0.115]**	**1.000**														
	1.720	-----														
	(0.086)	-----														
CARIOR	**[0.165]**	**[-0.589]**	1.000													
	(2.480)	(-10.782)	-----													
	0.013	0.000	-----													
FIKD	**[0.084]**	**[0.554]**	**[-0.689]**	1.000												
	1.259	9.848	-14.064	-----												
	(0.209)	(0.000)	(0.000)	-----												
HAO	**[-0.037]**	**[0.059]**	**[-0.153]**	**[0.195]**	1.000											
	-0.552	0.874	-2.291	2.949	-----											
	(0.580)	(0.3829)	(0.022)	(0.003)	-----											
HBK	**[0.137]**	**[-0.099]**	**[0.095]**	**[0.086]**	**[-0.155]**	1.000										
	2.047	-1.477	1.421	1.287	-2.329	-----										
	(0.041)	(0.1411)	(0.156)	(0.199)	(0.020)	-----										
NDS	**[-0.148]**	**[-0.179]**	**[0.117]**	**[-0.098]**	**[0.041]**	**[0.058]**	1.000									
	-2.211	-2.691	1.749	-1.464	0.610	0.864	-----									
	(0.028)	(0.007)	(0.081)	(0.144)	(0.542)	(0.388)	-----									
ROA	**[0.050]**	**[-0.345]**	**[0.388]**	**[-0.401**	**[-0.2468**	**[0.544]**	**[0.049]**	1.000								
	0.749	-5.438	6.220	-6.472	-3.762	9.574	0.731	-----								
	(0.454)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.465)	-----								
SAHYOG	**[0.145]**	**[0.088]**	**[-0.076]**	**[-0.005]**	**[-0.636]**	**[0.251]**	**[-0.123]**	**[0.210]**	1.000							
	2.164	1.306	-1.132	-0.078	-12.17	3.830	-1.837	3.182	-----							
	(0.031)	(0.192)	(0.258)	(0.937)	(0.000)	(0.000)	(0.067)	(0.001)	-----							
TOBINQ	**[0.223]**	**[-0.054]**	**[0.117]**	**[0.101]**	**[-0.471]**	**[0.412]**	**[-0.061]**	**[0.427]**	**[0.442]**	1.000						
	3.388	-0.809	1.743	1.509	-7.896	6.687	-0.908	6.978	7.290	-----						
	(0.000)	(0.418)	(0.082)	(0.132)	(0.000)	(0.000)	(0.364)	(0.000)	(0.000)	-----						
VARYAP	**[-0.174]**	**[0.501]**	**[-0.409]**	**[-0.090]**	**[-0.026]**	**[-0.363]**	**[-0.147]**	**[-0.221]**	**[-0.013]**	**[-0.230]**	1.000					
	-2.624	8.547	-6.627	-1.342	-0.386	-5.765	-2.195	-3.350	-0.201	-3.502	-----					
	(0.009)	(0.000)	(0.000)	(0.180)	(0.699)	(0.000)	(0.029)	(0.001)	(0.840)	(0.000)	-----					
VERKAL	**[0.087]**	**[0.398]**	**[-0.276]**	**[0.205]**	**[-0.445]**	**[-0.2029]**	**[-0.195]**	**[-0.116]**	**[0.202]**	**[0.319]**	**[0.429]**	1.000				
	1.296	6.409	-4.244	3.103	-7.349	-3.057	-2.948	-1.735	3.056	4.985	7.018	-----				
	(0.196)	(0.0009	(0.000)	(0.002)	(0.000)	(0.002)	(0.003)	(0.084)	(0.002)	(0.000)	(0.000)	-----				
YKVY	**[-0.1579**	**[-0.653]**	**[0.171]**	**[-0.252]**	**[0.107]**	**[0.089]**	**[0.160]**	**[0.270]**	**[-0.044]**	**[-0.034]**	**[-0.543]**	**[-0.432]**	1.000			
	-2.357	-12.74	2.576	-3.848	1.593	1.330	2.401	4.144	-0.650	-0.509	-9.569	-7.073	-----			
	(0.019)	(0.000)	(0.010)	(0.000)	(0.112)	(0.184)	(0.017)	(0.000)	(0.515)	(0.611)	(0.000)	(0.000)	-----			
YUZBUYSAT	**[0.071]**	**[-0.012]**	**[0.026]**	**[0.084]**	**[0.064]**	**[0.186]**	**[-0.080]**	**[0.238]**	**[-0.010]**	**[0.070]**	**[-0.154]**	**[-0.048]**	**[0.046]**	1.000		
	1.064	-0.183	0.394	1.251	0.954	2.802	-1.193	3.622	-0.154	1.037	-2.304	-0.722	0.686	-----		
	(0.288)	(0.854)	(0.693)	(0.212)	(0.340)	(0.005)	(0.234)	(0.000)	(0.877)	(0.300)	(0.022)	(0.470)	(0.492)	-----		
YUZVER	**[0.167]**	**[-0.013]**	**[0.079]**	**[0.028]**	**[0.079]**	**[0.067]**	**[-0.015]**	**[0.069]**	**[-0.067]**	**[-0.038]**	**[-0.118]**	**[-0.064]**	**[0.024]**	**[0.275]**	1.000	
	2.511	-0.202	1.174	0.427	1.173	1.005	-0.227	1.032	-0.993	-0.561	-1.755	-0.957	0.363	4.237	-----	
	(0.012)	(0.839)	(0.241)	(0.669)	(0.242)	(0.316)	(0.820)	(0.302)	(0.321)	(0.574)	(0.080)	(0.339)	(0.716)	(0.000)	-----	
FAİZ ORANI	**[-0.132]**	**[-0.063]**	**[-0.064]**	**[-0.000]**	**[0.314]**	**[0.132]**	**[-0.002]**	**[0.027]**	**[-0.297]**	**[-0.191]**	**[-0.009]**	**[-0.183]**	**[0.153]**	**[0.103]**	**[0.072]**	1.000
	-1.967	-0.932	-0.952	-0.008	4.897	1.977	-0.038	0.400	-4.604	-2.877	-0.137	-2.761	2.287	1.538	1.068	-----
	(0.050)	(0.352)	(0.341)	(0.993)	(0.000)	(0.049)	(0.969)	(0.689)	(0.000)	(0.004)	(0.891)	(0.006)	(0.023)	(0.125)	(0.286)	-----

[ ] Korelasyon katsayılarını, ( ) Olasılık değerlerini gösterir.

Mikro faktörler arasında kritik değeri aşan yatırım fırsatı (PDDD), likidite oranı (LIKOR) uzun vadeli finansal kaldıraç (UFIKD), kısa vadeli finansal kaldıraç (KFIKD), finansal başarısızlık oranı (ZSKOR) ve net satışların logaritması (LNBUYSAT) olan değişkenler çoklu doğrusal bağlantı sorununa yol açtığı için analiz kapsamından çıkarılmışlardır. Çalışmada kullanılan değişkenler arasında en yüksek korelasyon katsayısı finansal kaldıraç (FİKD) ve büyüklük (BUY) arasında olup bu değer 0,55 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 7: Makro Faktörlerin Spearman Korelasyon Analiz Sonuçları

	CDS	**DOVIZ**	**EKOBUY**	**ENF**	**MFAİZ ORANI**
CDS	[1.000]				
	4.517				
	(0.000)				
DOVIZ	**[0.842]**	1.000			
	23.089	-----			
	(0.000)	-----			
EKOBUY	**[0.755]**	**[0.590]**	1.000		
	17.020	10.802	-----		
	(0.000)	(0.000)	-----		
ENF	**[0.679]**	**[0.667]**	**[0.751]**	1.000	
	13.670	13.231	16.831	-----	
	(0.0009	(80.000)	(0.000)	-----	
MFAİZ ORANI	**[0.714]**	**[0.712]**	**[0.716]**	**[0.886]**	1.000
	15.099	15.008	15.146	28.340	-----
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	-----

Makro faktörler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorununa yol açan ve eşik değerini aşan bir faktör yoktur. Makro değişkenler arasında en yüksek korelasyon katsayısı olan değişken faiz oranı (MFAİZ ORANI) ait olup 0,88 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 8: Mikro Faktörlerin Varyans Ayrıştırma Faktör (VIF) Değerleri

Değişken	Varyans Katsayısı	Merkezi Olmayan VIF	Merkezi VIF
BETA	0.003956	12.94511	1.295093
BUY	0.001483	528.1890	3.456343
CARIOR	0.000200	9.830768	4.221194
FIKD	2.66E-06	25.44920	4.241187
HAO	2.62E-06	13.31347	3.002008
HBK	2.78E-06	1.750133	1.583188
NDS	5.20E-05	1.056899	1.051805
ROA	7.23E-06	6.921403	3.151294
SAHYOG	1.31E-06	22.37724	2.722346
TOBINQ	9.93E-05	3.228295	1.765383
VARYAP	2.85E-06	28.33588	4.777914
VERKAL	0.000291	12.86693	2.093237
YKVY	2.39E-06	53.06042	2.558547
YUZBUYSAT	8.44E-07	2.263991	1.255313
YUZVER	1.01E-05	1.115974	1.081934
FAİZ ORANI	1.44E-07	1.133167	1.119831
C	0.158978	676.9708	NA

Tablo 8'de yer alan mikro faktörlerin VIF değerleri incelendiğinde, çalışmada kullanılan bağımsız değişkenlerin hiçbirinin kritik değeri aşmadığı görülmektedir. Bu durum bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorununun olmadığını gösterir. Bu bulgular, korelasyon analizinden elde edilen sonuçları desteklemektedir.

Tablo 9: Makro Faktörlerin Varyans Ayrıştırma Faktör (VIF) Değerleri

Değişken	Varyans Katsayısı	Merkezi Olmayan VIF	Merkezi VIF
CDS	0.260307	6.796615	6.796615
DOVIZ	0.238326	4.297754	4.297754
EKOBUY	0.153413	4.750621	4.750621
ENF	0.194488	5.671055	5.671055
MFAİZ ORANI	0.183894	5.550799	5.550799
C	0.002118	1.000000	NA

Tablo 9'da yer alan makro faktörlerin VIF değerleri incelendiğinde, çalışmada kullanılan bağımsız değişkenlerin VIF değerlerinin 4.29 ile 6.79 aralığında kaldıkları görülmektedir. Tablo 8 ve Tablo 9'da yer alan VIF analiz sonuçları incelendiğinde hem mikro hem de makro değişkenlerin 10'nun üzerinde VIF değerine sahip olmadığı görülmektedir. Bu durum VIF analizi sonuçları ve Spearman korelasyon analizi sonuçlarının birbiri ile tutarlı olduğunu göstermektedir. Ayrıca seçilen değişkenlerin aynı modelde kullanılmasının çoklu doğrusal bağlantı sorununa yol açmayacağı söylenebilir.

3.12. İÇSELLİK

İçsellik, bağımsız değişkenlere ait modelin hata terimi ile korele olma durumudur. Başka bir ifade ile içsellikte bağımsız değişkenlerin her biri için modelin hata terimi ile olan korelasyonuna bakılır. İçsellik problemi gözlenebilen faktörler ile gözlenemeyen faktörler arasında bir ilişki varsa ortaya çıkmaktadır. İçsellik sorununu çözmeye yönelik iki farklı yöntem vardır. Ancak bu çalışmada içsellik sorunu yaşanmadığı için bu yöntemler kullanılmamıştır. Veri setinde içsellik sorununun olup olmadığı kritik değere bakılarak anlaşılır. Kritik değeri aşan faktörler yüksek korelasyona sahiptir ve içsellik sorunu vardır. Kritik değerin altında kalan faktörler ise düşük korelasyona sahiptir ve içsellik sorunu yoktur. Bu çalışmada içsellik için kritik değer aralığı +0,90 ve -0,90'dır (Tabachnick ve Fidell, 2001).

Tablo 10: Mikro Faktörlere İlişkin İçsellik Testi Sonuçları

	HATA TERİMİ	BETA	BUY	CARIOR	FAİZ ORANI	FIKD	HAO	HBK	NDS	ROA	SAHYOG	TOBINQ	VARYAP	VERKAL	YKVY	YUZBUYSAT	YUZVER
HATA TERİMİ	1.000																

BETA	**[-0.033]**	1.000															
	-0.490	-----															
	(0.624)	-----															
BUY	**[0.009]**	**[0.115]**	1.000														
	0.133	1.720	-----														
	(0.893)	(0.086)	-----														
CARIOR	**[0.080]**	**[0.165]**	**[-0.589]**	1.000													
	1.191	2.480	-10.782	-----													
	(0.234)	(0.013)	(0.000)	-----													
FAİZ ORANI	**[-0.047]**	**[-0.132]**	**[-0.063]**	**[-0.064]**	1.000												
	-0.705	-1.967	-0.932	-0.952	-----												
	(0.481)	(0.050)	(0.352)	(0.341)	-----												
FIKD	**[-0.028]**	**[0.084]**	**[0.554]**	**[-0.689]**	**[-0.000]**	1.000											
	-0.415	1.259	9.848	-14.064	-0.008	-----											
	(0.678)	(0.209)	(0.000)	(0.000)	(0.993)	-----											
HAO	**[-0.022]**	**[-0.037]**	**[0.059]**	**[-0.153]**	**[0.314]**	**[0.195]**	1.000										
	-0.327	-0.552	0.874	-2.291	4.897	2.949	-----										
	(0.743)	(0.580)	(0.382)	(0.022)	(0.000)	(0.003)	-----										
HBK	**[0.171]**	[0.137]	[-0.099]	[0.095]	[0.132]	[0.086]	[-0.155]	1.000									
	2.568	2.047	-1.477	1.421	1.977	1.287	-2.329	-----									
	(0.010)	0.041	0.141	0.156	0.049	0.199	0.020	-----									
NDS	**[0.083]**	**[-0.148]**	**[-0.179]**	**[0.117]**	**[-0.002]**	**[-0.098]**	**[0.041]**	**[0.058]**	1.000								
	1.230	-2.211	-2.691	1.749	-0.038	-1.464	0.610	0.864	-----								
	(0.219)	(0.028)	(0.007)	(0.081)	(0.969)	(0.144)	(0.542)	(0.388)	-----								
ROA	**[0.166]**	**[0.050]**	**[-0.345]**	**[0.388]**	**[0.027]**	**[-0.401]**	**[-0.246]**	**[0.544]**	**[0.049]**	1.000							
	2.485	0.749	-5.438	6.220	0.400	-6.472	-3.762	9.574	0.731	-----							
	(0.013)	(0.454)	(0.000)	(0.0009	(0.689)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.465)	-----							
SAHYOG	**[-0.056]**	**[0.145]**	**[0.088]**	**[-0.076]**	**[-0.297]**	**[-0.005]**	**[-0.636]**	**[0.251]**	**[-0.123]**	**[0.210]**	1.000						
	-0.836	2.164	1.306	-1.132	-4.604	-0.078	-12.174	3.830	-1.837	3.182	-----						
	(0.403)	(0.031)	(0.192)	(0.2589	(0.000)	(0.937)	(0.000)	(0.000)	(0.067)	(0.001)	-----						
TOBINQ	**[0.047]**	**[0.223]**	**[-0.054]**	**[0.117]**	**[-0.191]**	**[0.101]**	**[-0.471]**	**[0.412]**	**[-0.061]**	**[0.427]**	**[0.442]**	1.000					
	0.700	3.388	-0.809	1.743	-2.877	1.509	-7.896	6.687	-0.908	6.978	7.290	-----					
	(0.484)	(0.000)	(0.418)	(0.082)	(0.004)	(0.132)	(0.000)	(0.000)	(0.364)	(0.000)	(0.000)	-----					
VARYAP	**[-0.005]**	**[-0.174]**	**[0.501]**	**[-0.409]**	**[-0.009]**	**[-0.090]**	**[-0.026]**	**[-0.363]**	**[-0.147]**	**[-0.221]**	**[-0.013]**	**[-0.230]**	1.000				
	-0.080	-2.624	8.547	-6.627	-0.137	-1.342	-0.386	-5.765	-2.195	-3.350	-0.201	-3.502	-----				
	(0.936)	(0.009)	(0.000)	(0.000)	(0.891)	(0.180)	(0.699)	(0.000)	(0.029)	(0.001)	(0.840)	(0.000)	-----				
VERKAL	**[-0.021]**	**[0.087]**	**[0.398]**	**[-0.276]**	**[-0.183]**	**[0.205]**	**[-0.445]**	**[-0.202]**	**[-0.195]**	**[-0.116]**	**[0.202]**	**[0.319]**	**[0.429]**	1.000			
	-0.311	1.296	6.409	-4.244	-2.7610	3.103	-7.349	-3.057	-2.948	-1.735	3.056	4.985	7.018	-----			
	(0.756)	(0.196)	(0.000)	(0.000)	(0.006)	(0.002)	(0.000)	(0.002)	(0.003)	(0.084)	(0.002)	(0.000)	(0.000)	-----			
YKVY	**[-0.108]**	**[-0.157]**	**[-0.653]**	**[0.171]**	**[0.153]**	**[-0.252]**	**[0.107]**	**[0.089]**	**[0.160]**	**[0.270]**	**[-0.044]**	**[-0.034]**	**[-0.54]3**	**[-0.432]**	1.000		
	-1.610	-2.357	-12.747	2.576	2.287	-3.848	1.593	1.330	2.401	4.144	-0.650	-0.509	-9.569	-7.073	-----		
	(0.108)	(0.019)	(0.000)	(0.010)	(0.023)	(0.000)	(0.112)	(0.184)	(0.017)	(0.000)	(0.515)	(0.611)	(0.000)	(0.000)	-----		
YUZBUYSAT	**[-0.015]**	**[0.071]**	**[-0.012]**	**[0.026]**	**[0.103]**	**[0.084]**	**[0.064]**	**[0.186]**	**[-0.080]**	**[0.238]**	**[-0.010]**	**[0.070]**	**[-0.154]**	**[-0.048]**	**[0.046]**	1.000	
	-0.225	1.064	-0.183	0.394	1.538	1.256	0.954	2.802	-1.193	3.622	-0.154	1.037	-2.304	-0.722	0.686	-----	
	(0.822)	(0.288)	(0.854)	(0.693)	(0.125)	(0.212)	(0.340)	(0.005)	(0.234)	(0.000)	(0.877)	(0.300)	(0.022)	(0.470)	(0.492)	-----	
YUZVER	**[0.032]**	**[0.167]**	**[-0.013]**	**[0.079]**	**[0.072]**	**[0.028]**	**[0.079]**	**[0.067]**	**[-0.015]**	**[0.069]**	**[-0.067]**	**[-0.038]**	**[-0.118]**	**[-0.064]**	**[0.024]**	**[0.275]**	1.000
	0.486	2.511	-0.202	1.174	1.068	0.427	1.173	1.005	-0.227	1.032	-0.993	-0.561	-1.755	-0.957	0.363	4.237	-----
	(0.627)	(0.012)	(0.839)	(0.241)	(0.2869	(0.6699	(0.242)	(0.316)	(0.8209	(0.302)	(0.321)	(0.574)	(0.080)	(0.339)	(0.716)	(0.000)	-----

Tablo 11: Makro Faktörlere İlişkin İçsellik Testi Sonuçları

	HATA TERİMİ	CDS	DOVIZ	EKOBUY	ENF	MFAİZ ORANI
HATA TERİMİ	1.000					

CDS	**[-0.000]**	1.000				
	-0.009	-----				
	(0.9922)	-----				
DOVIZ	**[0.028]**	**[0.842]**	1.000			
	0.415	23.089	-----			
	(0.678)	(0.000)	-----			
EKOBUY	**[-0.023]**	**[0.755]**	**[0.590]**	1.000		
	-0.349	17.020	10.802	-----		
	(0.727)	(0.000)	(0.000)	-----		
ENF	**[-0.026]**	**[0.679]**	**[0.667]**	**[0.751]**	1.000	
	-0.385	13.670	13.231	16.831	-----	
	(0.700)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	-----	
MFAİZ ORANI	**[-0.010]**	**[0.714]**	**[0.712]**	**[0.716]**	**[0.886]**	1.000
	-0.150	15.099	15.008	15.146	28.340	-----
	(0.880)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	-----

Mikro faktörlerimizin içinde kritik değeri aşan ve içsellik sorunu olduğunu gösteren bir değer yoktur. Kritik değeri en yüksek mikro faktör hisse başına kazanç (HBK) olup 0,17 değerine sahiptir. Makro faktörlerimizin içinde kritik değeri aşan ve içsellik sorunu olduğunu gösteren bir değer yoktur. Kritik değeri en yüksek makro faktör döviz kuru (DOVIZ) olup 0,02 değerine sahiptir.

3.13. YATAY KESİT BAĞIMLILIĞI

Yatay kesit bağımlılığı (cross-sectional dependence), veri setindeki bir birimde meydana gelen bir şoktan diğer birimlerin de etkilenmesi durumunu gösterir. Başka bir deyişle, veri setinde yer alan firma, hane halkı ve ülke gibi birimlerin kendi aralarında ilişkili olmasıdır (Göçer, 2013, s. 5093). Panel regresyon analizinde tahminlemeden önce serilerde yatay kesit bağımlılığının olup olmadığı incelenmelidir. Veri setinde yer alan birimler arasında yatay kesit bağımlılığı bulunup bulunmaması serilere uygulanacak durağanlık testlerinin de farklılaşmasına yol açmaktadır. Serilerde yatay kesit bağımlılığının olması durumunda yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci nesil birim kök testleri ile uygulanırken, serilerde yatay kesit bağımlılığının olmaması durumunda ise yatay kesit bağımlılığını dikkate almayan birinci nesil birim kök testleri uygulanır (Yaman ve Korkmaz, 2021, 600).

3.13.1. Birinci Nesil Birim Kök Testleri

Birinci nesil panel birim kök testlerinde daha çok ADF'ye (Augmented Dickey Fuller-Genelleştirilmiş Dickey Fuller) benzeyen dinamik sabit etkiler modelinden hareket edilmektedir. Ayrıca kendi içinde birinci grup panel birim kök testi ve ikinci grup panel birim kök testi olarak ikiye ayrılmaktadır.

3.13.1.1. Birinci Grup Panel Birim Kök Testleri

Birinci nesil birim kök testleri, birimler arasında korelasyon olmadığını varsaymaktadır. Korelasyon varsa bu testlerin gücü zayıftır. Bu testlerin en çok bilinenleri (Tatoğlu, 2013, s. 200):

i. Levin, Lin ve Chu (LLC, 2002),

ii. Breitung (2000),

iii. Harris ve Tzavalis,

iv. Hadri (2000).

3.13.1.1.1. Levin, Lin ve Chu Panel Birim Kök Testi

Bu test, tüm birimlerin aynı otoregresif parametreye sahip olduğunu varsaymaktadır. Bu testin özellikleri aşağıdaki gibidir (Tatoğlu, 2013, s. 202):

i. Bu test, her birimde 25-250 arası gözlem ve 10-250 birim aralığı olan durum için hazırlanmıştır,

ii. LLC testi, t testi temellidir.

iii. LLC testi, sadece dengeli panelde uygulanabilir,

iv. Modelde deterministik kısım yoksa test zaman boyutu *T'nin* sayısının birim boyutu *N*'nin sayısından daha yavaş olarak sonsuza yaklaşmasına izin vermektedir.

3.13.1.1.2. Harris ve Tzavalis Panel Birim Kök Testi

Bu test, LLC testinde olduğu gibi tüm birimlerin aynı otoregresif parametreye sahip olduğunu varsaymaktadır. Bu testin özellikleri aşağıdaki gibidir (Tatoğlu, 2013, s. 203-204):

i. Bu testin kullanılabilmesi için veri setinin dengeli panel olması gerekir,

ii. Harris ve Tzavalis testinin LLC testinden farkı, bu testte zaman boyutunun sonlu olduğunu, N'nin ise sonsuza gittiğini varsaymaktadır.

3.13.1.1.3. Breitung Panel Birim Kök Testi

Bu test diğer panel birim kök testlerinden farklı bir yaklaşım kullanmaktadır; standart t istatistiklerinin kullanılabilmesi için regresyonlar hesaplanmadan önce veri dönüştürülmektedir. Bu testin özellikleri aşağıdaki gibidir (Tatoğlu, 2013, s. 205-206):

i. Bu test de diğer iki testte olduğu gibi sadece dengeli panelde kullanılabilmektedir,

ii. LLC, IPS ve Harris ve Tzavalis testlerinde regresyon t istatistiklerini kullanmaktadır, trendler ve birim etkiler dahil edildiğinde t istatistiklerisıfır olmayan ortalamaya sahip olmaktadır. Bundan dolayı bu testlerin güçleri zayıflamaktadır. Ancak Breitung testi bu durumda diğer testlere göre daha güçlüdür,

iii. Bu test N ve T'nin sırasıyla sonsuza gittiğini varsaymaktadır,

iv. Test, heterojenlik durumunda da kullanılabilir,

v. Dirençli opsiyon seçildiğinde hata terimlerinin birimler arası korelasyonuna göre dirençli t istatistikleri hesaplamaktadır.

3.13.1.1.4. Hadri Panel Birim Kök Testi

Bu testte, hipotezler diğer testlerden farklıdır; alternatif hipotez 'tüm panelin birim köklü olduğunu' ve temel hipotez 'birim kök olmadığını' varsaymaktadır. Hadri (2000), temel hipotezin kabulü veya reddinin daha güçlü olarak doğrulanabilmesi için alternatif ve sıfır hipotezlerin yerlerini değiştirmiştir. Bu testin özellikleri aşağıdaki gibidir (Tatoğlu, 2013, s. 208-2010):

i. Bu test, hata terimlerinin normal dağıldığını varsaymaktadır,

ii. Bu testte de panelin veri setinin dengeli olması gerekir,

iii. Testte, 'trend' opsiyonu tercih edilirse temel hipotezler 'lineer trend etrafında bütün birimler durağandır' şeklindedir,

iv. N'nin orta ve T'nin büyük olduğu durumda test daha güçlüdür,

v. N ve T'nin sırasıyla sonsuza gittiği durumda asimptotik olarak geçerlidir.

3.13.1.2. İkinci Grup Panel Birim Kök Testleri

Bu testler, birinci gruptaki testlere alternatif olarak ortaya çıkmıştır ve temel özelliği birimlere ait seriler arasında korelasyon olduğunu varsaymaktadır. Bu gruptaki testlerde birinci gruptakilerin kısıtlaması olan bütün birimlere ait serilerin ortak bir korelasyon katsayısına sahip olduğu varsayımını biraz daha esnekleştirmiş ve her birimin kendisine ait otokorelasyon katsayısının olmasına müsaade etmiştir. İkinci grup testlerde 'hiçbir birim durağan değildir' temel hipotezi 'birimlerden en az biri durağandır' şeklinde oluşturulan alternatif hipoteze karşı test edilmektedir. Bu testlerin en çok bilinenleri (Tatoğlu, 2013, s. 212):

i. Im, Peseran Shin (IPS, 2003),

ii. Fisher ADF (Maddala ve Wu, 1999),

iii. Fisher Philips ve Perron (Choi, 2001).

3.13.1.2.1. Im, Peseran Shin Panel Birim Kök Testi

Bu testin en önemli özelliği, verileri birleştirmektense bütün birimler için zaman serilerine ayrı ayrı birim kök testi uygular. Ayrıca bu testin istatistiği, bütün bireysel ADF test istatistiklerinin bir ortalamasıdır. Bu testin özellikleri aşağıdaki gibidir (Tatoğlu, 2013, s. 212-213):

i. IPS testinde, N ve T'nin sırasıyla sonsuza gittiği durumda asimptotik olarak geçerlidir,

ii. Bu testinin kullanılabilmesi için veri setinin dengeli olmasına gerek yoktur, ancak birimlere ait zaman serilerinde de boşluk yer almamalıdır.

3.13.1.2.2. Fisher Panel Birim Kök Testleri (Fisher ADF ve Fisher Philips ve Perron)

Fisher testlerinde, her bir birim için kök testi yapıldıktan sonra elde edilen p-değerleri bütün testi üretmek için kullanılmaktadır. Fisher Philips ve Perron testi zaman serileri için klasik Philips ve Perron (PP) testini her bir birim için uygularken Fisher ADF testi zaman serileri için klasik ADF testini uygulamaktadır. Bu testlerin temel özellikleri aşağıdaki gibidir (Tatoğlu, 2013, s. 214-2015):

i. Her iki test de T'nin sonsuza gittiği durumda asimptotik olarak geçerlidir,

ii. Bu testlerde veri setinin dengeli panel olmasına gerek yoktur.

3.13.2. İkinci Nesil Birim Kök Testleri

Bu testlerin temel özelliği, birimlere ait seriler arasında korelasyon olduğunu varsaymaktadır. Bu testlerin en çok bilinenleri şunlardır (Tatoğlu, 2013, s. 220):

i. Moon ve Perron (2004),

ii. Bai ve Ng (2004),

iii. Pesaran (2004),

iv. Philips ve Sul (2003).

3.13.2.1. Bai ve Ng Panel Birim Kök Testi

Bai ve Ng (2004) testi, artık öğenin ve faktörlerin durağanlığını ayrı ayrı test etmektedir. Bu sayede kalıntıların durağan olup olmadığının önemi kalmadığından faktörlerin tutarlı tahmini elde edilmektedir. Bu test p-değerlerinin bir araya getirilmesi ile tahmin edilmiş faktörleştirilmemiş verinin bireysel ADF testleri sonuçlarının havuzlanmasını tavsiye etmektedir (Tatoğlu, 2013, s. 222).

3.13.2.2. Pesaran Panel Birim Kök Testi

Pesaran testi, faktör yüklemelerini tahmin etmektense birimler arası korelasyonu ortadan kaldırmak için basit bir yöntem tavsiye etmektedir. Bu yöntemde, ADF regresyonunun genişletilmiş hali ile gecikmeli yatay kesit ortalamaları kullanılmaktadır. Ayrıca bu regresyonun birinci farkı birimler arası korelasyonu yok etmektedir (Tatoğlu, 2013, s. 223).

3.13.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Seriler arasında yatay kesit bağımlılığının varlığı, Breusch-Pagan (1980) LM testi, Pesaran (2004) CD ve CDlm testleri veya Pesaran, Ullah ve Yagamata (2008) LMadj testi ile tespit edilebilmektedir. Breusch-Pagan (1980) LM testi, zaman boyutu yatay kesit boyutundan çok büyük olduğunda (T>N), Pesaran (2004) CDlm testi, zaman boyutunun yatay kesit boyutundan büyük olduğu (T>N) ancak iki boyut arasındaki farkın fazla olmadığı durumlarda kullanılır. Pesaran (2004) CD testi, yatay kesit boyutunun zaman boyutundan büyük olduğu durumlarda (N>T) kullanılırken,

Pesaran, Ullah ve Yagamata (2008) LMadj testi, LM testindeki sapmaları ve Pesaran CD testindeki korelasyon toplamının 0 (sıfır) olma ihtimalini ortadan kaldırmakta ve T boyutunun N boyutundan büyük olduğu durumlarda kullanılmaktadır. (Topaloğlu, 2019: 22).

Bu çalışmanın veri setini oluşturan yatay kesit boyutu (N) 20 firmadan ve zaman boyutu (T) 11 yıldan oluşmaktadır. Çalışmanın yatay kesit boyutu zaman boyutundan büyük olduğundan dolayı (N>T) Pesaran (2004) CD testi sonuçları yorumlanmıştır.

Pesaran (2004) CD testinin hipotezleri aşağıdaki gibi oluşturulmaktadır.

H_0: Yatay kesit bağımlılığı yoktur.

H_1: Yatay kesit bağımlılığı vardır.

Pesaran (2004) CD testi için kritik değer 0.05'tir. Pesaran (2004) CD testi sonucunda değişkenlerin olasılık değerleri kritik değer olan 0,05'ten yüksek çıkarsa H_0 hipotezi kabul edilmekte ve serilerde yatay kesit bağımlılığının olmadığı sonucuna varılmaktadır. Değişkenlerin olasılık değerleri 0,05'ten düşük çıkarsa H_0 hipotezi reddedilmekte ve serilerde yatay kesit bağımlılığının olduğu sonucuna ulaşılmaktadır (Pesaran vd., 2008).

Mikro ve makro faktörlerin yatay kesit bağımlılığı test sonuçları Tablo 12'de yer almaktadır.

Tablo 12: Mikro ve Makro Faktörlere Ait Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Değişken	Pesaran CD		Değişken	Pesaran CD	
	İstat.	Olasılık D.		İstat.	Olasılık D.
Mikro Model	-1.340	0.180	**ROA**	-0.200	0.841
LNTEM	16.851	0.000***	**TOBİNQ**	13.050	0.000***
BETA	10.598	0.000***	**VARYAP**	10.449	0.000***
BUY	43.145	0.000***	**VERKAL**	4.286	0.000***
CARIOR	2.313	0.020**	**YKVY**	-0.723	0.469
FAİZ ORANI	3.785	0.000***	**YUZBUYSAT**	12.284	0.000***
FIKD	14.980	0.000***	**YUZVER**	0.750	0.452
HBK	9.136	0.000***			
NDS	4.609	0.000***			
Değişken	**Pesaran CD**				
	İstat.	**Olasılık D.**			
Makro Model	27.631	0.000***			
DOVIZ	2.251	0.240			
EKOBUY	12.972	0.000***			
ENF	14.368	0.000***			
MFAİZ ORANI	11.876	0.000***			
CDS	9.572	0.000***			
Not: * %1, ** %5 ve * %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.**					

Mikro faktörler kullanılarak oluşturulan modelin olasılık değeri (%18) kritik değer olan %5'ten büyük çıktığından paneli oluşturan kesitler arasında yatay kesit bağımlılığı yoktur. Bu nedenle firmalardan birine gelen bir birim şok diğer firmaları etkilememektedir. Başka bir ifade ile değişkenlerin veri setinde yatay kesit bağımlılığının olmadığını ifade eden H_0 hipotezi kabul edilmektedir. Makro faktörlerin olasılık değeri (%0) kritik değer olan %5'ten küçük çıktığından dolayı paneli oluşturan kesitler arasında yatay kesit bağımlılığı sorunu vardır. Bu nedenle firmalardan birine gelen bir birim şok diğer firmaları da etkilemektedir. Başka bir ifade ile değişkenlerin veri setinde yatay kesit bağımlılığının olmadığını ifade eden H_0 hipotezi reddedilmektedir.

Tablo 12'de yer alan Pesaran (2004) CD testi sonuçlarına göre bağımsız değişken LNTEM'in ve mikro değişkenlerden BETA, BUY, FAİZ ORANI, FIKD, HBK, NDS, TOBİNQ, VARYAP, VERKAL, YUZBUYSAT'ın olasılık değerleri %1, CARIOR faktörünün olasılık değeri %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bu değişkenlerin veri setinde yatay kesit bağımlılığının

bulunduğu tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile değişkenlerin veri setinde yatay kesit bağımlılığının olmadığını ifade eden H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bundan dolayı bu değişkenlerde durağanlık sınaması için ikinci nesil birim kök testlerinin kullanılması gerekir. ROA, YKVY ve YUZVER değişkenlerinin olasılık değerleri %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde anlamsızdır. Dolayısıyla bu değişkenlerin veri setinde yatay kesit bağımlılığının bulunmadığı tespit edilmiştir. Bundan dolayı bu değişkenlerde durağanlık sınaması için birinci nesil birim kök testlerinin kullanılması gerekir. Başka bir ifade ile değişkenlerin veri setinde yatay kesit bağımlılığı olmadığını ifade eden H_0 hipotezi kabul edilmektedir.

SAHYOG ve HAO değişkenlerine ilişkin verilerin birbirine çok yakın ve aynı değerlere sahip olmasından dolayı benzer matris sorunu (near singular matrix) ortaya çıkmıştır. Bundan dolayı bu değişkenlerin panel regresyon analizine göstermiş oldukları duyarlılıktan dolayı yatay kesit bağımlılığı testine ve analiz sürecinin ilerleyen aşamalarına dahil edilmemiştir.

Tablo 12'de yer alan Pesaran (2004) testi sonuçlarına göre makro faktörlerden EKOBUY, ENF, MFAİZ, CDS faktörlerinin olasılık değerlerinin %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bu değişkenlerin veri setinde yatay kesit bağımlılığının bulunduğu tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile değişkenlerin veri setinde yatay kesit bağımlılığının olmadığını ifade eden H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bu sonuçlara göre bu değişkenlerde durağanlık sınaması için ikinci nesil birim kök testlerinin kullanılmalıdır. DOVIZ değişkeninde yatay kesit bağımlılığının bulunmadığı tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile değişkenlerin veri setinde yatay kesit bağımlılığının olmadığını ifade eden H_0 hipotezi kabul edilmektedir. Bundan dolayı, durağanlık sınaması için sadece bu değişken açısından birinci nesil birim kök testlerinin kullanılması gerekmiştir.

3.14. HOMOJENLİK/ HETEROJENLİK TEST SONUÇLARI

Panel veri analizinde serilerin durağanlıklarının test edilmesinde, kullanılacak birim kök testlerinin belirlenmesinde ve sonuçların yorumlanmasında yapılması gereken diğer bir durum ise serilerin homojenlik ve heterojenlik durumlarını incelenmesidir. Homojenlik/ heterojenlik, modeldeki eğim katsayılarının homojen ya da heterojen yapıya sahip olup olmadığının test edilmesidir. Homojenliğin

sınanmasındaki amaç heterojen olan bir değişkenin homojen kabul edilerek en küçük kareler yöntemi ile tahminleme yapılması sonucu ortaya çıkan değerlerin tutarsız ve sapmalı olmasını engellemektir. Durağanlığın sınamasında doğru birim kök testinin tercih edilebilmesi için de homojenlik/heterojenlik durumunun test edilmesi önem arz etmektedir. Çalışmadaki serilerde homojenlik/heterojenlik durumu Pesaran ve Yamagata (2008) delta ve düzeltilmiş delta (Delta adj.) testleri ile test edilmiştir. Analizde Delta adj. ($\tilde{\Delta}_{adj}$) testi sonuçları yorumlanmıştır.

Pesaran ve Yagamata (2008) Delta adj. testinin hipotezler aşağıdaki gibi oluşturulmaktadır:

H_0: Heterojenlik yoktur.

H_1: Heterojenlik vardır.

Pesaran ve Yagamata (2008) Delta adj. testi için kritik değer 0.05'tir. Pesaran ve Yagamata (2008) Delta adj. testi sonucunda elde edilen olasılık değerinin 0.05'ten yüksek olması durumunda serilerde yatay kesitlerin homojen olduğu sonucuna ulaşılmakta ve H_0 hipotezi kabul edilmektedir. Olasılık değerinin 0.05'ten düşük olması durumunda ise serilerde yatay kesitlerin heterojen olduğu sonucuna ulaşılmakta ve H_0 hipotezi reddedilmektedir (Pesaran ve Yamagata, 2008).

Mikro ve makro faktörlerin homojenite test sonuçları Tablo 13'te yer almaktadır.

Tablo 13: Mikro ve Makro Faktörlere İlişkin Homojenite Testi Sonuçları

Değişken	$\tilde{\Delta}$	**Olasılık Değeri**	$\tilde{\Delta}_{adj}$	**Olasılık Değeri**
Mikro Model	1043.775	0.000***	- 1807.872	**[0.000]** ***
Makro Model	-1.654	0.951	-2.563	**[0.995]**
LNTEM	1.667	0.048**	1.954	0.025**
BETA	-1.300	0.903	-1.524	**[0.936]**
BUY	0.748	0.227	0.878	**[0.190]**
CARIOR	2.253	0.012**	2.642	**[0.004]** ***
FAİZ ORANI	2.547	0.005***	2.987	**[0.001]** ***
FIKD	3.313	0.000***	3.885	**[0.000]** ***
HBK	5.420	0.000***	6.356	**[0.000]** ***
NDS	1.455	0.073*	1.706	**[0.044]** **
ROA	2.791	0.003***	3.273	**[0.001]** ***
TOBINQ	1.489	0.068*	1.746	**[0.040]** **
VARYAP	1.482	0.069*	1.738	**[0.041]** **
VERKAL	1.834	0.033**	2.150	**[0.016]** **
YKVY	0.824	0.205	0.967	**[0.167]**
YUZBUYSAT	-0.759	0.776	-0.890	**[0.813]**
YUZVER	0.046	0.482	0.054	**[0.479]**
DOVIZ	-0.685	0.753	-0.803	**[0.789]**
ENF	-1.656	0.951	-1.941	**[0.974]**
EKOBUY	-0.964	0.832	-1.130	**[0.871]**
MFAİZ ORANI	-0.787	0.784	-0.923	**[0.822]**
CDS	-1.011	0.844	-1.185	**[0.882]**
Not: * %1, ** %5 ve * %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.**				

Tablo 13'te yer alan Pesaran ve Yamagata (2008) Delta adj. testi sonuçlarına göre bağımsız değişken LNTEM'in ve NDS, TOBINQ, VARYAP ve VERKAL mikro değişkenlerinin olasılık değerlerinin %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. CARIOR, FAİZ ORANI, FIKD, HBK ve ROA'nın olasılık değerleri %1 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Bu sonuçlara göre bu değişkenler heterojen özellik göstermektedir. Başka bir deyişle değişkenlerde heterojenlik olmadığını ifade eden H_0 hipotezi reddedilmektedir. Dolayısıyla bu değişkenlerde durağanlığın test edilmesi için heterojeniteyi dikkate alan birim kök testlerinin kullanılması gerekmektedir. BETA, BUY, YKVY, YUZBUYSAT ve YUZVER faktörlerinin Delta

adj. olasılık değerleri %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde anlamsız olduğu görülmektedir. Bu sonuçlara göre bu değişkenler homojen özellik göstermektedir. Başka bir deyişle değişkenlerde heterojenlik olmadığını ifade eden H_0 hipotezi kabul edilmektedir. Dolayısıyla bu değişkenlerde durağanlığın test edilmesi için homojeniteyi dikkate alan birim kök testlerinin kullanılması gerekmektedir.

Tablo 13'de yer alan Pesaran ve Yamagata (2008) Delta adj. testi sonuçlarna göre makro faktörlerden DOVIZ, EKOBUY, ENF, MFAİZ ORANI ve CDS faktörlerinin olasılık değerleri %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde anlamsız olduğu görülmektedir. Bundan dolayı bu değişkenler homojen özellik göstermektedir. Başka bir deyişle değişkenlerde heterojenlik olmadığını ifade eden H_0 hipotezi kabul edilmektedir. Dolayısıyla bu değişkenlerde durağanlığın test edilmesi için homojeniteyi dikkate alan birim kök testlerinin kullanılması gerekmektedir.

3.15. DURAĞANLIK

Panel veri analizini gerçekleştirmek ve doğru sonuçlara ulaşmak için değişkenlere ilişkin zaman serilerinin durağanlığının sağlanması gerekmektedir. Serilerde durağanlık en genel anlamda, ilgili seriye ait ortalama, varyans ve kovaryansın hangi düzeyde ölçülürse ölçülsün sabit kalması ve seriye ait iki değer arasındaki farkın sadece iki zaman değeri arasındaki farka bağlı olması şeklinde ifade edilebilir (Gujarati, 2004: 798; Artan, 2004: 113). Durağan olmayan serilerde, diğer bir ifadeyle birim kök içeren serilerde uzun dönemde ortalama sabit bir değer bulunmamakta, zaman sonsuza gittikçe varyans da sonsuz olmakta, sabit kalmamaktadır. Durağan serilerde, diğer bir ifadeyle birim kök içermeyen serilerde ise, uzun dönemdeki dalgalanmalara rağmen seride sabit bir ortalama bulunmakta ve zamana bağlı olarak değişmeyen sonlu bir varyans söz konusu olmaktadır (Kutlar, 2005: 308). Durağan olmayan serilerin yer aldığı modeller güvenilirliğini kaybetmekte ve gerçekleştirilen analizler sahte regresyon olarak ifade edilmektedir. Birim kök içeren serilerin yer aldığı modeller üzerinden gerçekleştirilen analizlerde değişkenler arasındaki ilişkilerin anlamsız çıkmasına rağmen F ve t istatistik değerleri yüksek ve anlamlı çıkabilmektedir (Düzer, 2008: 60). Diğer bir ifade ile, bağımlı ve bağımsız faktörler arasındaki ilişkiyi tespit etmek amacıyla geliştirilen panel regresyon modeli tahmin edilmeden önce faktörlerin hangi düzeyde durağan oldukları tespit edilmelidir.

Daha sonra değişkenler modele dahil edilirken durağan düzeyde modele dahil edilmeleri gerekmektedir. Panel veri analizinde birim kök sınaması öncesinde yatay kesitlerin birbirinden bağımsız olup olmadıklarının belirlenmesi gerekmektedir. Bu noktada panel birim kök testleri, yatay kesit bağımlılığını dikkate almaları ve almamaları doğrultusunda birinci ve ikinci nesil testler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Birinci nesil birim kök testleri, yatay kesit bağımlılığını dikkate almadan durağanlık sınaması gerçekleştiren modellerdir. İkincil nesil birim kök testleri, yatay kesit bağımlılığını dikkate alarak durağanlık sınaması gerçekleştiren modellerdir. Bu çalışmada kullanılan değişkenlerin durağanlıkları yatay kesit ve homojenite durumları dikkate alınarak sınanmıştır. Bu çalışmada yatay kesit bağımlılığı içermeyen homojen seriler için Levin, Lin ve Chu (2002) testi, yatay kesit bağımlılığı içermeyen heterojen seriler için Im, Pesaran ve Shin (2003) testi kullanılarak durağanlık sınaması yapılmıştır. Yatay kesit bağımlılığı içeren serilerde durağanlık sınaması Bai ve Ng (2004) PANIC testi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Üç durağanlık testinde de kritik değer olarak 0,05 değeri kabul edilmiştir.

H_0: Durağanlık yoktur.

H_1: Durağanlık vardır.

Panel birim kök testleri sonucunda çıkan olasılık değerleri kritik değer olan 0,05'ten yüksek çıkarsa seriler durağan değildir ve H_0 hipotezi kabul edilmektedir. Değişkenlerin olasılık değerleri 0,05'ten düşük çıkarsa seriler durağandır ve H_0 hipotezi reddedilmektedir.

Yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci nesil birim kök testlerinden PANIC testi sonuçları Tablo 14'te yer almaktadır.

Tablo 14: PANIC Birim Kök Testi Sonuçları

	SABİT		SABİT VE TREND	
Seviye	***İstatistik***	***Olasılık***	***İstatistik***	***Olasılık***
LNTEM				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	2.683	0.003***	4.911	0.000***
$P_{\hat{e}}^{c}$	64.001	0.009***	83.930	0.000***
BETA				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	1.1662	0.121	1.467	0.071*
$P_{\hat{e}}^{c}$	50.430	0.124	53.122	0.080*
BUY				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	-0.883	0.811	-1.272	0.898
$P_{\hat{e}}^{c}$	32.101	0.808	28.615	0.910
CARIOR				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	0.832	0.202	1.052	0.146
$P_{\hat{e}}^{c}$	47.442	0.195	49.411	0.146
FAİZ ORANI				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	2.264	0.011**	3.164	0.000***
$P_{\hat{e}}^{c}$	60.252	0.020**	68.305	0.003***
FIKD				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	-1.121	0.869	0.487	0.313
$P_{\hat{e}}^{c}$	29.968	0.876	44.355	0.293
HBK				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	-0.885	0.812	0.999	0.158
$P_{\hat{e}}^{c}$	32.076	0.809	48.936	0.157
NDS				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	2.077	0.018**	2.403	0.008***
$P_{\hat{e}}^{c}$	58.584	0.029**	61.497	0.016**
TOBINQ				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	1.185	0.117	1.241	0.107
$P_{\hat{e}}^{c}$	50.607	0.121	51.101	0.112
VARYAP				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	-0.413	0.660	0.376	0.353
$P_{\hat{e}}^{c}$	36.298	0.637	43.368	0.329
VERKAL				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	-0.569	0.715	-1.716	0.957
$P_{\hat{e}}^{c}$	34.903	0.698	24.645	0.973
YUZBUYSAY				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	3.143	0.000***	2.794	0.002***
$P_{\hat{e}}^{c}$	68.115	0.003***	64.992	0.007***
Birinci Fark				
BETA				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	4.637	0.000***	2.642	0.004***
$P_{\hat{e}}^{c}$	81.479	0.000***	63.633	0.010*

BUY				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	3.841	0.000***	1.7724	0.038**
$P_{\hat{e}}^{c}$	74.360	0.000***	55.8531	0.049**
CARIOR				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	1.832	0.033**	3.098	0.001***
$P_{\hat{e}}^{c}$	56.393	0.044**	67.716	0.004***
FIKD				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	2.532	0.005***	2.440	0.007***
$P_{\hat{e}}^{c}$	62.652	0.012**	61.826	0.015**
HBK				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	1.848	0.032**	1.906	0.028**
$P_{\hat{e}}^{c}$	56.530	0.043**	57.052	0.039**
TOBINQ				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	3.065	0.001***	2.109	0.017**
$P_{\hat{e}}^{c}$	67.419	0.004***	58.871	0.027**
VARYAP				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	1.945	0.025**	1.908	0.028**
$P_{\hat{e}}^{c}$	57.396	0.036**	57.072	0.039**
VERKAL				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	2.567	0.005***	3.387	0.000***
$P_{\hat{e}}^{c}$	62.964	0.011**	70.300	0.002***
ENF				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	2.962	0.001***	4.341	0.000***
$P_{\hat{e}}^{c}$	66.495	0.005***	78.832	0.000***
EKOBUY				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	8.944	0.000***	1.772	0.038***
$P_{\hat{e}}^{c}$	120.000	0.000***	55.855	0.049***
MFAİZ				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	5.179	0.000***	3.234	0.000***
$P_{\hat{e}}^{c}$	86.325	0.000***	68.929	0.003***
CDS				
$Z_{\hat{e}}^{c}$	2.531	0.005***	3.991	0.000***
$P_{\hat{e}}^{c}$	62.639	0.012***	75.701	0.000***
Not: * %1, ** %5 ve * %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.**				

Tablo 14'teki PANIC testi sonuçları incelendiğinde bağımlı değişken olan LNTEM'in ve mikro faktörlerden FAİZ ORANI, NDS ve YUZBUYSAT değişkenlerinin olasılık değerleri %1 ve %5 anlamlılık düzeylerinde anlamlı olması nedeniyle düzeyde durağan oldukları tespit edilmiştir. Başka bir deyişle serilerde durağanlığın olmadığını ifade eden H_0 hipotezi reddedilmektedir. BETA, BUY,

CARIOR, FIKD, HBK, TOBINQ, VARYAP, VERKAL değişkenlerinin olasılık değerleri kritik değerin üzerinde yer aldığında sabit ve sabit+trend'de düzeyde durağan olmadıkları tespit edilmiştir. Bu durumda değişkenlerin birinci farkları alındığında durağan hale geldikleri gözlemlenmiştir.

Tablo 14'teki PANIC testi sonuçları incelendiğinde makro faktörlerin %1 anlamlılık düzeylerinde anlamlı olması nedeniyle düzeyde durağan oldukları tespit edilmiştir. Başka bir deyişle serilerde durağanlığın olmadığını ifade eden H_0 hipotezi reddedilmektedir.

Yatay kesit bağımlılığı içeren ve homojen özellik gösteren mikro ve makro faktörlerden BETA, BUY, YUZBUYSAT, ENF, EKOBUY, MFAİZ ORANI, CDS değişkenleri vile yatay kesit bağımlılığı içeren ve heterojen özellik gösteren bağımlı değişken olan LNTEM'in ve mikro faktörlerden CARIOR, FAİZ ORANI, FIKD, HBK, NDS, TOBINQ, VARYAP, VERKAL'ın durağanlık sınaması için ikinci nesil birim kök testi olan Bai ve Ng (2004) PANIC testi kullanılmıştır.

Yatay kesit bağımlılığı içermeyen ve heterojen özellik gösteren mikro faktörlerden ROA'nın durağanlık sınaması için birinci nesil birim kök testi olan Im, Pesaran ve Shin (2003) testi kullanılmıştır.

Aktif kârlılık oranının (ROA) IPS birim kök testi sonuçları tablo 15'te yer almaktadır.

Tablo 15: IPS Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Seviye	**Sabit**	
	ROA	
	İstatistik	Olasılık
IPS	-2.40307	0.0081***
Seviye	**Sabit + Trend**	
	ROA	
	İstatistik	Olasılık
IPS	-2.13356	0.0164**
Not: * %1, ** %5 ve * %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.**		

Tablo 15'de yer alan birim kök testi sonuçları incelendiğinde ROA faktörünün sabit olasılık değeri %1 anlamlılık düzeyinde ve sabit + trend olasılık değerinin %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğundan düzeyde durağan olduğu tespit edilmiştir. Seride durağanlık olmadığını ifade eden H_0 hipotezi reddedilmektedir.

Yabancı kaynak vade yapısı (YKVY), vergi (YUZVER) ve dövizin (DOVIZ) LLC birim kök testi sonuçları Tablo 16'da yer almaktadır.

Tablo 16: LLC Panel Birim Kök Test Sonuçları

	Sabit					
	YKVY		**YUZVER**		**DOVIZ**	
	İstatistik	*Olasılık*	*İstatistik*	*Olasılık*	*İstatistik*	*Olasılık*
LLC	-3.77058	0.000***	-12.1488	0.000***	-7.24126	0.000***
Seviye	**Sabit + Trend**					
	YKVY		**YUZVER**		**DOVIZ**	
	İstatistik	*Olasılık*	*İstatistik*	*Olasılık*	*İstatistik*	*Olasılık*
LLC	-5.63453	0.000***	-10.2885	0.000***	-6.11933	0.000***
Not: * %1, ** %5 ve * %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.**						

Yatay kesit bağımlılığı içermeyen ve homojen özellik gösteren mikro ve makro faktörlerden YKVY, YUZVER ve DOVIZ'ın durağanlık sınaması için birinci nesil birim kök testi olan Levin, Lin ve Chu (2002) testi kullanılmıştır. Tablo 16'da yer alan birim kök testi sonuçları incelendiğinde YKVY, YUZVER ve DOVIZ faktörlerinin hem sabit hem de sabit + tren olasılık değerlerinin %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olması nedeniyle düzeyde durağan oldukları tespit edilmiştir. Başka bir deyişle seride durağanlık olmadığını ifade eden H_0 hipotezi reddedilmektedir.

3.16. MODEL TAHMİN SONUÇLARI

Sabit etkiler modelinde tahminleme yapılmadan önce oluşturulan modellerde sabit parametrelerdeki farklılaşmanın zaman boyutunda mı, yatay kesit boyutunda mı yoksa hem zaman hem de yatay kesit boyutunda mı olduğuna bakılması gerekir. Sabit etkiler sadece zaman boyutunda ya da sadece yatay kesit boyutunda ise Tek Yönlü Sabit Etkiler Modeli geçerlidir. Ancak sabit etkiler hem zaman boyutunda hem de yatay kesit boyutunda ise İki Yönlü Sabit Etkiler Modeli geçerlidir.

Bu çalışmanın veri seti belirli bir dönem ve firma setini kapsadığı için tahminlemede sabit etkiler modeli esas alınır. Sabit etkiler modeli için F testi, rassal etkiler modeli için Breuch-Pagan LM (1980) ve Honda (1985) testleri sonuçlarına bakılmıştır.

F testi ile sabit parametrelerdeki farklılaşmaların sadece birimler arasında mı veya sadece dönemler arasında mı olduğu yoksa hem birimler hem de dönemler arasında mı olduğuna bakılır. Diğer bir ifade ile F testinde, panelde zaman ve birim

etkileri olup olmadığına bakılmaktadır. Ayrıca havuzlanmış model ile sabit etkiler modeli arasında seçme hakkı vermektedir. F testi aşağıdaki hipotezler ile sınanmaktadır.

H_0: Değişkenler birimlere göre farklı değerler almamaktadır.

H_1: Değişkenler birimlere göre farklı değerler almaktadır.

F testinde kritik değer 0.05'tir. F testinin olasılık değerleri 0,05'ten yüksek çıkarsa H_0 hipotezi kabul edilmekte, havuzlanmış model kullanılması gerekmekte ve değişkenler birimlere göre farklı değerler almamaktadır. Olasılık değerleri 0,05'ten düşük çıkarsa H_0 hipotezi reddedilmekte, sabit etkiler modeli kullanılması gerekmekte ve değişkenler birimlere göre farklı değerler almaktadır.

Breuch-Pagan LM (1980) ve Honda (1985) testleri vasıtasıyla bireysel heterojenliğin varlığı test edilir. Ayrıca havuzlanmış model ile rassal etkiler modeli arasında tercih yapılır. Tesadüfi birim etkilerine ait varyansların sıfıra eşit olup olmadığını test etmek için de Breuch-Pagan LM (1980) testi kullanılır. Bu test aşağıdaki hipotezler ile sınanmaktadır.

H_0: $\sigma_\mu^2=0$, Tesadüfi birim etkilerin varyansları sıfıra eşittir.

H_0: $\sigma_\mu^2 \neq 0$, Tesadüfi birim etkilerin varyansları sıfıra eşit değildir.

Tesadüfi birim etkilerine ait varyanslar sıfır çıkarsa havuzlanmış model ile rassal etkiler modeli arasında tercih hakkı veren Breuch-Pagan LM (1980) testi kullanılmalıdır. Bu test aşağıdaki hipotezler ile sınanmaktadır.

H_0: Var(u)=0, Hata terimleri varyansları sıfıra eşittir.

H_0: Var(u)≠0, Hata terimleri varyansları sıfıra eşittir.

Breuch-Pagan LM (1980) testi için kritik değer 0.05'tir. Breuch-Pagan LM (1980) testinin sonuçları 0,05'ten yüksek çıkarsa H_0 hipotezi kabul edilmekte, havuzlanmış model kullanılması gerekmektedir. Ayrıca hata terimleri varyansları sıfıra eşittir. Olasılık değerleri 0,05'ten düşük çıkarsa H_0 hipotezi reddedilmekte, rassal etkiler modeli kullanılması gerekmekte ve hata terimleri varyansları sıfıra eşit olmamaktadır.

Rassal etkiler modeli ile havuz modeli arasında tercih yapılmasına imkân veren bir diğer test ise Honda (1985) testidir. Bu test Breuch-Pagan LM (1980) testinde varyans bileşenlerinin genellikle pozitif olmasından dolayı iki yönlü olacak şekilde kurulan testlerin tek yönlü olacak şekilde formülize edildiği bir testtir (Baltagi, 2005: 60). Bu test ile sınanan hipotezler Breuch-Pagan LM (1980) testindeki gibi kurulmakta ve sonuçlar aynı şekilde yorumlanmaktadır.

Bu testlere ilişkin analiz sonuçları Tablo 17'de gösterilmektedir.

Tablo 17: Model Belirleme Testi Sonuçları

MİKRO MODEL			MAKRO MODEL		
Test	*İsta.*	*Olasılık*	*Test*	*İsta.*	*Olasılık*
F-Test			*F-Test*		
F-grup_sabit	75.029	0.000***	F-grup_sabit	338.657	0.000***
F-zaman_sabit	12.442	0.000***	F-zaman_sabit	26.8293	0.000***
F-iki yönlü_sabit	56.152	0.000***	F-iki yönlü_sabit	231.130	0.000***
Breusch ve Pagan LM Tst			*Breusch ve Pagan LM Tst*		
LM-grup_rassal	354.033	0.000***	LM-grup_rassal	946.501	0.000***
LM-zaman_rassal	1.108	0.292	LM-zaman_rassal	0.33794	0.561
LM-iki yönlü_rassal	355.141	0.000***	LM-iki yönlü rassal	946.839	0.000***
Honda (1985) Test			*Honda (1985) Test*		
Honda-grup_rassal	18.815	0.000***	Honda-grup_rassal	30.765	0.000***
Honda-zaman_rassal	1.053	0.146	Honda-zaman_rassal	-0.581	0.719
Honda-iki yönlü rassal	14.049	0.000***	Honda-iki yönlü rassal	21.343	0.000***
Not: * %1, ** %5 ve * %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.**					

F testi olasılık değerleri için mikro ve makro faktörlerin grup ve zaman etkilerinin varlığına ilişkin olasılık değerleri incelendiğinde her iki değerin %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. F testi olasılık değeri kritik değerin altında olduğundan H_0 hipotezi reddedilmektedir. Mikro ve makro modelin olasılık değerleri hem zaman boyutunda hem de yatay kesit boyutunda sabit etkiler içermektedir. Ayrıca değişkenler birimlere göre farklı değerler almaktadır. Dolayısıyla her iki model için de çift yönlü sabit etkilerler modeli ile tahminleme gerçekleştirilecektir.

Breuch-Pagan LM (1980) testi sonuçlarına göre mikro ve makro faktörlerin yatay kesit boyutuna ait olasılık değerlerinin %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu, zaman boyutuna ait olasılık değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde

anlamsız olduğu görülmektedir. Yatay kesit boyutunun olasılık değerleri kritik değerden düşük çıktığı için H_0 hipotezi reddedilmekte, rassal etkiler modeli kullanılmakta ve hata terimleri varyansları sıfıra eşit olmamaktadır. Zaman boyutunun olasılık değeri kritik değerin üzerinde çıktığı için H_0 hipotezi kabul edilmekte ve havuzlanmış model kullanılması gerekmektedir. Ayrıca hata terimleri varyansları da sıfıra eşittir. Bu sonuçlara göre yatay kesit boyutunda sabit etkiler bulunurken zaman boyutunda sabit etkiler bulunmamaktadır.

Honda (1985) testi sonuçlarına göre mikro ve makro faktörlerin yatay kesit boyutuna ait olasılık değerlerinin %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu, zaman boyutuna ait olasılık değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde anlamsız olduğu görülmektedir. Yatay kesit boyutunun olasılık değerleri kritik değerden düşük çıktığı için H_0 hipotezi reddedilmekte, rassal etkiler modeli kullanılması gerekmekte ve hata terimleri varyansları sıfıra eşit olmamaktadır. Zaman boyutunun olasılık değeri kritik değerin üzerinde çıktığı için H_0 hipotezi kabul edilmekte, havuzlanmış model kullanılması gerekir ve hata terimleri varyansları sıfıra eşittir. Bundan dolayı yatay kesit boyutunda sabit etkiler bulunurken zaman boyutunda sabit etkiler bulunmamaktadır.

3.17. ÇİFT YÖNLÜ SABİT ETKİLER MODELİ İÇİN DEĞİŞEN VARYANS VE OTOKORELASYON TEST SONUÇLARI

Değişen varyans ve otokorelasyon varsayımları panel veri analizinde hata terimi ile ilgili varsayımları oluşturmaktadır. Değişen varyans, hata terimlerinin varyanslarının tüm kesitler için farklı olması ve kovaryanslarının sıfıra eşit olmadığını ifade etmektedir. Başka bir ifade ile sabit varyans varsayımının geçerli olmamasıdır. En küçük kareler (EKK) tekniği, panel regresyon analizinde sabit varyans varsayımının sağlanması durumunda kullanılan bir tekniktir. Değişen varyans olması durumunda varyans ve kovaryans tahminleri etkin olmadığından istatistik hipotez testleri geçerliliğini yitirmektedir. Sabit varyans varsayımı sağlanmadığında değişen varyans sorunu ortaya çıkmaktadır. Hata teriminin koşullu varyansının değişkenlik göstermesi özellikle yatay kesit verileriyle analizinde sıkça karşılaşılan bir problemdir. Bu çalışmada değişen varyans varsayımı Breusch, Pagan ve Godfrey (1979) LMh testi ile incelenecektir. Bu test, bağımsız değişkenlerin katı dışsal olduğu varsayımının

ihlalinde yüksek seviyeden otokorelasyonu test etmek için kullanılmaktadır. Breusch, Pagan ve Godfrey (1979) LMh testi aşağıdaki hipotezler ile sınanmaktadır.

H_0: Modelde değişen varyans yoktur.

H_1: Modelde değişen varyans vardır.

Breusch, Pagan ve Godfrey (1979) LMh testi için kritik değer 0.05'tir. Breusch, Pagan ve Godfrey (1979) LMh testinin olasılık değerleri 0,05'ten yüksek çıkarsa H_0 hipotezi kabul edilmekte ve modelde değişen varyans sorunu yer almamaktadır. Değişkenlerin olasılık değerleri 0,05'ten düşük çıkarsa H_0 hipotezi reddedilmekte ve modelde değişen varyans sorunu olmadığı anlamına gelir.

Otokorelasyon varsayımı ise hata teriminin birbirini izleyen değerleri arasındaki anlamlı ilişkiyi göstermektedir. Modellerdeki hata terimlerinin birbiri ile korelasyonunun olmaması gerekmektedir. Hata terimleri arasında korelasyon olması durumunda otokorelasyon sorunu ortaya çıkmaktadır. Birim değerlerinin birbirini etkilemesi panel veri analizinde sistematik bir ilişkinin doğmasına neden olmaktadır. Bu durum da panel veri analizinde sapmalara ve tutarsızlıklara neden olmaktadır. Otokorelasyon sorunu, genellikle zaman ve kesit boyutunun incelendiği panel veri analizlerinde sıkça karşılaşılan bir sorundur. Bu çalışmada otokorelasyon varsayımı Baltagi ve Li (1991) LMp, Born ve Breitung (2016) LMp testleri ile incelenecektir. Baltagi ve Li (1991) LMp, Born ve Breitung (2016) LMp testleri aşağıdaki hipotezler ile sınanmaktadır.

H_0: Modelde otokorelasyon yoktur.

H_1: Modelde otokorelasyon vardır.

Baltagi ve Li (1991) LMp, Born ve Breitung (2016) LMp testleri için kritik değer 0.05'tir. Baltagi ve Li (1991) LMp, Born ve Breitung (2016) LMp testlerinin olasılık değerleri 0,05'ten yüksek çıkarsa H_0 hipotezi kabul edilmekte ve modelde otokorelasyon sorunu olmadığı anlamına gelir. Değişkenlerin olasılık değerleri 0,05'ten düşük çıkarsa H_0 hipotezi reddedilmekte ve modelde otokorelasyon sorunu bulunmaktadır.

Mikro ve makro faktörlerin değişen varyans ve oto korelasyon test sonuçları Tablo 18'de yer almaktadır.

Tablo 18: Mikro ve Makro Model Değişen Varyans ve Oto Korelesyon Testi Sonuçları

Değişen Varyans				
	MİKRO MODEL		**MAKRO MODEL**	
	İsta.	**Olasılık**	**İsta.**	**Olasılık**
Breusch-Pagan-Godfrey LMh	50.902	0.000***	226.120	0.000***
Otokorelasyon				
	MİKRO MODEL		**MAKRO MODEL**	
	İsta.	**Olasılık**	**İsta.**	**Olasılık**
Baltagi ve Li (1991) LMp-stat	10.434	0.001***	8.658	0.003***
Born ve Bretuing (2016) LMp	23.078	0.000***	19.527	0.000***
Not: * %1, ** %5 ve * %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.**				

Tablo 18'de otokorelasyon sonuçları incelendiğinde mikro ve makro modelin Baltagi ve Li (1991) LMp, Born ve Breitung (2016) LMp testleri olasılık değerleri %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Diğer bir deyişle H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bu durumda hem mikro hem de makro modelde otokorelasyon sorunu olduğu sonucuna varılmaktadır.

Tablo 17'de değişen varyans sonuçları incelendiğinde mikro ve makro modelin Breusch, Pagan ve Godfrey (1979) LMh testlerinin olasılık değerleri %1 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Diğer bir deyişle H_0 hipotezi reddedilmekte ve hem mikro hem de makro modelde değişen varyans sorunu olduğu sonucuna varılmaktadır.

3.18. PANEL VERİ ANALİZ SONUÇLARI VE BULGULARIN YORUMLANMASI

3.18.1. Mikro Model Tahmin Sonuçları

Çalışmada modeller tahmin edilirken otokorelasyon ve değişen varyans problemlerine sahip olup olmamaları durumları dikkate alınarak dirençli tahminci kullanılmıştır. Modellerde değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının giderilebilmesi için çift yönlü White Period Yöntemi dirençli tahminci olarak kullanılmıştır.

Mikro modelin panel veri analizi sonuçları Tablo 19'da, makro modelin panel veri analizi sonuçları Tablo 20'de gösterilmektedir.

Tablo 19: Mikro Model İlişkin Panel Veri Analizi Sonuçları

Bağımlı Değişken		**Yöntem**		**Örneklem**
LNTEM		White Period Yöntemi		2010-2020
Açıklayıcı Değişken	**Katsayı**	**Standart Hata**	**t-İstatistiği**	**Olasılık**
BETA	0.016	0.056	0.287	0.776
BUY	-0.154	0.462	-0.334	0.741
CARIOR	-0.038	0.008	-4.298	0.000***
FAİZ ORANI	-0.000	0.000	-2.834	0.010**
FIKD	0.002	0.004	0.607	0.550
HBK	-0.004	0.002	-1.547	0.138
NDS	-0.005	0.003	-1.448	0.163
TOBINQ	-0.022	0.005	-3.863	0.001***
VARYAP	-0.000	0.004	-0.068	0.945
VERKAL	0.004	0.015	0.297	0.769
YUZBUYSAT	-0.000	0.000	-0.700	0.491
ROA	0.025	0.004	6.237	0.000***
YKVY	0.007	0.001	5.044	0.000***
YUZVER	0.001	0.000	1.925	0.069*
C	6.982	0.100	69.301	0.000
	Ağırlaştırılmış İstatistikler			
	R^2	0.935	MSE Kök	0.181
	Düzeltilmiş R^2	0.917	Ortalama dependent var	7.766
	Reg. Stan. Hata	0.204	S.D. dependent var	0.714
	Artık kareler toplm.	6.585	Akaike ölçütü	-0.145
	Olabilirlik tahmini	57.563	Schwarz kriteri	0.563
	F-istatistik	53.979	Hannan-Quinn kriteri	0.141
			F-Olasılık	0.000***
Not: * %1, ** %5 ve * %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.**				

Panel veri analizi sonuçları incelendiğinde, mikro ve makro değişkenler için oluşturulan her iki modelin bir bütün olarak anlamlılığını gösteren F-olasılık değerleri 0.01'den düşük çıktığından dolayı tüm modellerin %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Mikro modelin bir bütün olarak anlamlılığını gösteren F [prob] istatistiğine göre 53.979 [0.000] değeri anlamlı ve makro modelin bir bütün olarak anlamlılığını gösteren F [prob] istatistiğine göre 135.5 [0.000] değerinin anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca modelin istatistiksel olarak da anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Mikro modelin düzeltilmiş R^2 değeri 0.917'dir. Bu durumda mikro modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken olan net nakit temettü tutarındaki değişimin %91,7'sini açıkladığı tespit edilmiştir. Makro modelin düzeltilmiş R^2 değeri 0.936'dır. Bu durumda makro modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı

değişken olan net nakit temettü tutarındaki değişimin %93,6'sını açıkladığı tespit edilmiştir.

Firmanın cari oranı (CARIOR) değişkeni, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırmada, modelinin test sonuçlarına göre olasılık değeri %1 anlamlılık düzeyinde (p=0.000) anlamlıdır. Araştırma verilerine göre CARIOR, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını negatif yönlü (-0.038) etkilemektedir. Bu sonuç; Ooi (2001), Grullon vd. (2005), Naceur vd. (2006), Chen vd. (2007), Hanlon vd. (2007), Al-Kuwari (2009), Afza ve Mirza (2010), Gugler ve Yurtoğlu (2011), Braggion ve Moore (2011), Ali vd. (2015) ve Dendeş (2020) tarafından elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir. Ancak bu bulgu Aydın (2017), Malik vd. (2019) ve Nyere ve Wesson (2019) tarafından yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçlar ile benzerlik göstermemektedir. CARIOR'un negatif olması, nakit kâr payı dağıtımı ile ters yönlü bir ilişkisi olduğunu gösterir. Diğer değişkenler sabit kabul edildiğinde, CARIOR'da meydana gelen 1 birimlik artış, nakit kâr payı dağıtım tutarını ortalama 0.038 birim azaltmaktadır. Cari oranı artan firmaların varlıklarını ve satışlarını nakde dönüştürmede sorun yaşamaları nedeniyle karlılıkları azalmış olabilir. Kârlılığı azalan firmalar daha az nakit kâr payı dağıtmaktadır. Ayrıca bu durum yöneticilerin keyfi uygulamalardan dolayı temsil maliyetleri yüksek olmasından kaynaklanmış olabilir. Bu sebeplerden dolayı firmalar daha az nakit kâr payı dağıtmış olabilir. Çalışma sonucunda ortaya çıkan bu bulgu, Crutchley ve Hansen (1989), Dempsey ve Laber (1992), Jensen vd. (1992), Collins vd. (1996) ve La Porta vd. (2002) tarafından yapılan çalışmada elde edilen sonuç ile benzerlik göstermektedir. CARIOR ile nakit kâr payı arasında ilişkiyi inceleyen Hipotez 6 için Ho hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre CARIOR ile nakit kar payı arasında ilişki vardır.

Firmanın faiz oranı (FAİZ ORANI) değişkeni, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırmada, modelinin test sonuçlarına göre olasılık değeri %1 anlamlılık düzeyinde (p=0.000) anlamlıdır. Araştırma verilerine göre FAİZ ORANI, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını negatif yönlü (-0.0006) etkilemektedir. Çalışma sonucunda ortaya çıkan bu bulgu, Atanassov ve Mandell (2018) tarafından yapılan çalışmada elde edilen sonuç ile benzerlik göstermektedir. FAİZ ORANI'nın negatif olması, nakit kâr payı dağıtımı ile

ters yönlü bir ilişkisi olduğunu göstermektedir. Diğer değişkenler sabit kabul edildiğinde, FAİZ ORANI'nda meydana gelen 1 birim artış nakit kâr payı dağıtım tutarını ortalama 0.0006 birim azaltmaktadır. Firmaların borçlanma faiz oranı arttıkça nakit kâr payı dağıtım tutarı azalmaktadır. Çünkü firmalar yabancı kaynaklardan daha çok borçlandıkça faiz giderleri artmaktadır. Bundan dolayı yatırımcılara daha az tutarda nakit kâr payı dağıtmak zorunda kalmış olabilir. FAİZ ORANI ile nakit kâr payı arasındaki ilişkiyi inceleyen Hipotez 13 için Ho hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre FAİZ ORANI ile nakit kâr payı arasındaki ilişki vardır.

Firmanın piyasa değerini gösteren Tobin Q Oranı (TOBINQ) değişkeni, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırmada, modelinin test sonuçlarına göre olasılık değeri %1 anlamlılık düzeyinde (p=0.001) anlamlıdır. Araştırma verilerine göre TOBINQ, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını negatif yönlü (-0.022) etkilemektedir. Elde edilen bu bulgu; Chang ve Rhee (1990), Smith ve Watts (1992), Gaver ve Gaver (1993), Gul (1999), Ho (2003), Amidu ve Abor (2006) Anil ve Kapoor (2008), Ersoy ve Çetenak (2015), Baker vd. (2019) ve Liao vd. (2022) tarafından yapılan çalışma ile benzerlik göstermektedir. Ancak bu sonuç Abdioğlu (2016), Koç (2016), Erdaş (2017), Bostancı vd. (2018), Dinçergök ve Pirgalip (2018), Taşçı ve Korkmaz (2018), Korkmaz ve Topaloğlu (2019), Gill v.d. (2010) ve Sandıkçı (2014) tarafından yapılan çalışmalarda ortaya çıkan bulgular ile benzerlik göstermemektedir. TOBINQ'nun negatif olması, nakit kâr payı dağıtımı ile ters yönlü bir ilişkisi olduğunu göstermektedir. Diğer değişkenler sabit kabul edildiğinde, TOBINQ'da meydana gelen 1 birimlik artış nakit kâr payı dağıtım tutarını ortalama 0.022 birim azaltmaktadır. Firmaların piyasa değerini gösteren TOBINQ arttıkça nakit kâr payı dağıtım tutarı azalmaktadır. Hızlı büyüyen ve Tobin Q oranı 1'den büyük olan firmalar nakit kâr payı dağıtmak yerine potansiyel olarak yüksek büyüme fırsatları olan projelere yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Veri setindeki firmaların Tobin Q oranı 1,86'dır. Bu sonuç firmaların varlıklarını etkin kullandığını ve nakit temettü ödemek yerine yüksek büyüme fırsatları olan projelere yatırım yapmayı tercih etmiş olabileceğini göstermektedir. TOBINQ ile nakit kâr payı arasındaki ilişkiyi inceleyen Hipotez 2 için Ho hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre TOBINQ ile nakit kâr payı arasındaki ilişki vardır.

Firmanın aktif kârlılık oranı (ROA) değişkeni, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırmada, modelinin test sonuçlarına göre olasılık değeri %1 anlamlılık düzeyinde (p=0.000) anlamlıdır. Araştırma verilerine göre ROA, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını pozitif yönlü (0.025) etkilemektedir. Bu sonuç literatürde yer alan Amidu ve Abor (2006), Adjaoud vd. Ben-Amar (2010), Gill vd. (2010), Uludağ ve Kurt (2010), Yıldız vd. (2014), Almeida vd. (2015), Arsoy ve Yıldız (2015), Ersoy ve Çetenak (2015), Al-Najjar ve Kilincarslan (2016), Cengiz vd. (2016), Hassonn vd. (2016), Al- Najjar ve Kilincarslan (2017), Aydın (2017), Karaçayır ve Bezgin (2017) ve Khan vd. (2022) tarafından yapılan çalışmalar ile benzerlik göstermektedir. Ancak bu bulgu, Kania ve Bacon (2005), Gill v.d. (2010), Sanjari ve Zarei (2014), Ahmed ve Murtaza (2015), Sakınç ve Güngör (2015), Kuzucu (2015), Shamsabadi v.d. (2016) ve Akhtar (2018) tarafından yapılan çalışmalar sonucunda elde edilen sonuçlar ile paralellik göstermemektedir. ROA'nın pozitif olması, nakit kâr payı dağıtımı ile doğru yönlü bir ilişkisi olduğunu göstermektedir. Diğer değişkenler sabit kabul edildiğinde, ROA'da meydana gelen 1 birim artış nakit kâr payı dağıtım tutarını ortalama 0.025 birim artırmaktadır. Diğer koşullar sabitken kârlılığı artan firmalar daha fazla nakit kâr payı dağıtabilmektedir. Ayrıca yatırımcılarda, kârlılığı artan firmaların daha fazla temettü ödeyeceği beklentisi oluştuğundan firmalar bu beklentileri karşılamak isterler. Yöneticiler de firma hakkında olumlu sinyaller vermek için daha fazla nakit kâr payı dağıtmaktadırlar. ROA ile nakit kâr payı arasındaki ilişkiyi inceleyen Hipotez 1 için Ho hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre ROA ile nakit kâr payı arasındaki ilişki vardır.

Firmanın yabancı kaynak vade yapısı (YKVY) değişkeni, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırmada, modelinin test sonuçlarına göre olasılık değeri %1 anlamlılık düzeyinde (p=0.000) anlamlıdır. Araştırma verilerine göre YKVY, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını pozitif yönlü (0.007) etkilemektedir. Bu bulgu, Kania ve Bacon (2005), Gill v.d. (2010), Marfo-Yiadom ve Agyei (2011), Boţoc ve Pirtea (2014), Sanjari ve Zarei (2014), Cengiz v.d. (2016), Topaloğlu ve Korkmaz (2019) ve Ali (2022) tarafından yapılan çalışmalarda elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir. Ancak bu sonuç literatürde yer alan Aydın (2017), Eije ve Megginson (2006), Nnadi ve Tanna

(2011), Ranti (2013), Yıldız v.d. (2014), Kuzucu (2015), Ersoy ve Çetenak (2015), Al-Najjar ve Kılınçarslan (2017), Erdaş (2017), Cristea ve Cristea (2017), Alber ve Alhabtour (2017) ve Karcıoğlu v.d. (2018) tarafından yapılan çalışma bulgularıyla örtüşmemektedir. YKVY'nin nakit kâr payı dağıtımı üzerinde etkisinin pozitif olması, nakit kâr payı dağıtımı ile doğru yönlü bir ilişkisi olduğunu gösterir. Diğer değişkenler sabit kabul edildiğinde, YKVY'de meydana gelen 1 birim artış nakit kâr payı dağıtım tutarını ortalama 0.007 birim artırmaktadır. Firmaların toplam borçlar içindeki kısa vadeli yabancı kaynak payı arttıkça nakit kâr payı dağıtım tutarı artmaktadır. Veri setinde yer alan firmalar, Lintner (1956) tarafından belirtildiği gibi kâr payı dağıtım kararlarını sermaye yapısı kararlarından ayırmış olabilir. Ayrıca firmalar, nakit kâr payı ödeme tutarını azaltma yerine yeni yatırımlar için fonlar toplamış olabilir. Firmalar genellikle uzun vadeli finansman kaynağı bulamadığında, uzun vadeli finansman kaynağının maliyeti çok yüksek olduğunda ya da risk almayı göze aldığında kısa vadeli yabancı kaynak kullanır. Kısa vadeli borcun yatırımların finansmanındaki payının artması firmanın finansman politikasının agresifleştiğini göstermektedir. Bu strateji ile firmalar verimini artırarak yüksek kâr elde etmeyi amaçlamaktadır. Firmaların yatırımların finansmanında agresif politikayı izlemiş olabilir. Aldığı riskin karşılığında yüksek gelir elde eden firmalar daha fazla nakit kâr payı dağıtabilir. YKVY ile nakit kâr payı arasındaki ilişkiyi inceleyen Hipotez 8 için Ho hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre YKVY ile nakit kâr payı arasındaki ilişki vardır.

Firmanın vergisi (YUZVER) değişkeni, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırmada, modelinin test sonuçlarına göre olasılık değeri %10 anlamlılık düzeyinde (p=0.069) anlamlıdır. Araştırma verilerine göre YUZVER, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını pozitif yönlü (0.001) etkilemektedir. Çalışmada elde edilen bu bulgular, Amidu ve Abor (2006), Gill vd. (2010), Yıldız vd. (2014) ve Akhtar (2018) tarafından yapılan çalışmalar ile paralellik göstermektedir. Ancak bu sonuç, Labhane ve Mahakud (2016), Sasu vd. (2017) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda elde edilen sonuçlar ile benzerlik göstermemektedir. YUZVER'in pozitif olması, nakit kâr payı dağıtımı ile doğru yönlü bir ilişkisi olduğunu göstermektedir. Diğer değişkenler sabit kabul edildiğinde, YUZVER'de meydana gelen %1'lik artış nakit kâr payı dağıtım tutarını ortalama %0,1 oranında artırmaktadır. Firmaların ödediği vergi tutarı arttıkça nakit kâr

payı dağıtım tutarı artmaktadır. Bu sonuç, esas faaliyetlerinden elde ettikleri kazancı yüksek tutarda olan firmaların istikrarlı likidite ve nakit akışı sağlamalarının verdiği özgüven ile izah edilebilir. Ayrıca vergi teorisinde olduğu gibi devlet sermaye kazancını teşvik etmek için nakit kâr payı dağıtımından daha fazla vergi alır. Firmalar daha çok nakit kâr dağıttıkça daha fazla vergi ödemektedirler. YUZVER ile nakit kâr payı arasındaki ilişkiyi inceleyen Hipotez 20 için Ho hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre YUZVER ile nakit kâr payı arasındaki ilişki vardır.

Diğer taraftan Model 1'de yer alan Beta (BETA) değişkeni, büyüklük (BUY), finansal kaldıraç (FIKD), hisse başına kâr (HBK), nakit dönüşüm süresi (NDS), maddi varlık yapısı (VARYAP), vergi kalkanı (VERKAL) ve net satışlar (YUZBUYSAT) ile nakit kâr payı dağıtım tutarı arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır. Bundan dolayı Hipotez 4, Hipotez 7, Hipotez 11, Hipotez 14, Hipotez 15, Hipotez 19, Hipotez 21 ve Hipotez 22 için kurulan hipotezlerde Ho kabul edilmiştir.

Makro model tahmin sonuçları

Mikro faktörlerin firmaların nakit kâr payı dağıtımı üzerindeki etkileri görüldükten sonra makro faktörlerin de firmaların nakit kâr payı üzerindeki etkileri incelenecektir. Makro faktörler, mikro faktörlerden ayrı olarak firmanın dışında gelişen olaylardır. Makro faktörlerin nakit kâr payı üzerindeki etkisini görmek için çift yönlü White Period testi kullanılmıştır. Test sonucunda ortaya çıkan tahmini sonuçlar Tablo 20'de gösterilmektedir.

Tablo 20: Makro Modele İlişkin Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken		**Yöntem**		**Örneklem**
LNTEM		White Period Yöntemi		2010-2020
Açıklayıcı Değişken	**Katsayı**	**Standart Hata**	**t-İstatistiği**	**Olasılık**
CDS	0.292	0.101	2.898	0.009***
DOVIZ	-0.255	0.082	-3.094	0.006***
EKOBUY	0.419	0.086	4.825	0.000***
ENF	0.210	0.089	2.349	0.029**
MFAİZ ORANI	0.428	0.085	4.986	0.000***
C	7.728	5.65E-17	1.37E+17	0.000***
	Ağırlaştırılmış İstatistikler			
	R^2	0.943	MSE Kök	0.172
	Düzeltilmiş R^2	0.936	Ortalama dependent var	7.728
	Reg. Stan. Hata	0.183	S.D. dependent var	0.728
	Artık kareler toplamı	6.563	Akaike ölçütü	-0.446
	Olabilirlik tahmini	74.160	Schwarz kriteri	-0.061
	F-İstatistik	135.575	Hannan-Quinn kriteri	-0.291
			F-Olasılık	0.000***
Not: * %1, ** %5 ve * %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.**				

Tablo 20'deki sonuçlara bakıldığında Türkiye'nin kredi temerrüt risk primi (CDS) değişkeni, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırmada, modelinin test sonuçlarına göre olasılık değeri %1 anlamlılık düzeyinde (p=0.009) anlamlıdır. Araştırma verilerine göre CDS, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını pozitif yönlü (0.292) etkilemektedir. Bu faktör konu hakkında Türkiye'de yapılan bir çalışmada ilk defa kullanıldığından analiz sonucunda elde edilen bu sonucun literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. CDS'nin pozitif olması, nakit kâr payı dağıtımı ile doğru yönlü bir ilişkisi olduğunu göstermektedir. Diğer değişkenler sabit kabul edildiğinde, CDS'de meydana gelen 1 birim artış nakit kâr payı dağıtım tutarını ortalama 0.292 birim artırmaktadır. Türkiye'nin kredi temerrüt risk primi arttıkça firmaların nakit kâr payı dağıtım tutarı artmaktadır. Çünkü Türkiye'nin kredi temerrüt risk primi yükseldikçe firmalar mevcut hissedarlarını korumak ve yeni hissedarlar kazanmak için daha fazla nakit kâr payı ödemektedirler. CDS ile nakit kâr payı arasındaki ilişkiyi inceleyen Hipotez 27 için Ho hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre CDS ile nakit kâr payı arasındaki ilişki vardır.

Reel efektif döviz kuru (DOVIZ) değişkeni, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırmada, modelinin test sonuçlarına göre olasılık değeri %1 anlamlılık düzeyinde (p=0.006) anlamlıdır. Araştırma verilerine göre DOVIZ, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını negatif yönlü (-0.255) etkilemektedir. Bu sonuç literatürde yer alan Akhtar (2018) çalışması ile benzer bir sonuç göstermektedir. Ancak bu bulgu Elly ve Hellen (2013) ve Goel (2016), Choi ve Park (2019) ve Dendeş (2020) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda elde edilen sonuçlar ile benzerlik göstermemektedir. DOVIZ'in negatif olması, nakit kâr payı dağıtımı ile ters yönlü bir ilişkisi olduğunu gösterir. Diğer değişkenler sabit kabul edildiğinde, DOVIZ'de meydana gelen 1 birim artış nakit kâr payı dağıtım tutarını ortalama 0.255 birim azaltmaktadır. Firmaların döviz kuru artışından kaynaklı maliyet ve satış fiyatları arttıkça nakit kâr payı dağıtım tutarı azalmaktadır. Çünkü sanayi firmaları hammaddenin önemli bir kısmını ithal etmektedir. Veri setindeki firmalar imalat sanayi sektöründe yer aldığından döviz kurlarının yükselmesi bu firmaların girdi maliyetlerini artırmaktadır. Bu durum firmaların dağıtacağı nakit kâr payı tutarını azaltmaktadır. DOVIZ ile nakit kâr payı arasındaki ilişkiyi inceleyen

Hipotez 26 için Ho hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre DOVIZ ile nakit kâr payı arasındaki ilişki vardır.

Türkiye'nin ekonomik büyümesi (EKOBUY) değişkeni, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırmada, modelinin test sonuçlarına göre olasılık değeri %1 anlamlılık düzeyinde (p=0.00) anlamlıdır. Araştırma verilerine göre EKOBUY, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını pozitif yönlü (0.419) etkilemektedir. Bu bulgu, Ergün (2020), Erdaş ve Simoes (2020) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda elde edilen sonuçlar ile benzerlik göstermektedir. EKOBUY'ın pozitif olması, nakit kâr payı dağıtımı ile doğru yönlü bir ilişkisi olduğunu göstermektedir. Diğer değişkenler sabit kabul edildiğinde, EKOBUY'da meydana gelen %1'lik artış nakit kâr payı dağıtım tutarını ortalama %41.9 oranında artırmaktadır. Çünkü üretilen ürünlerin değeri arttıkça firmaların satışlardan elde ettiği kâr artacağından firmalar daha fazla nakit kâr payı dağıtabilmektedir. EKOBUY ile nakit kâr payı arasındaki ilişkiyi inceleyen Hipotez 23 için Ho hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre EKOBUY ile nakit kâr payı arasındaki ilişki vardır.

Enflasyon oranı (ENF) değişkeni, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırmada, modelinin test sonuçlarına göre olasılık değeri %5 anlamlılık düzeyinde (p=0.029) anlamlıdır. Araştırma verilerine göre ENF, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını pozitif yönlü (0.210) etkilemektedir. Elde edilen bu bulgu, Basse (2009), Basse T. ve Reddemann (2011) ve Mirbagherijam (2014) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir. Ancak bu sonuç Korkmaz ve Topaloğlu (2019) ve Ergün (2020) tarafından el edilen sonuçlar ile uyuşmamaktadır. ENF'in pozitif olması, nakit kâr payı dağıtımı ile doğru yönlü bir ilişkisi olduğunu göstermektedir. Diğer değişkenler sabit kabul edildiğinde, ENF'de meydana gelen %1'lik artış nakit kâr payı dağıtım tutarını ortalama %21 oranında artırmaktadır. Türkiye'de paranın satın alma gücü düştükçe ve fiyatlar genel seviyesi arttıkça nakit kâr payı dağıtım tutarı artmaktadır. Çünkü enflasyon oranı ile birlikte firmaların hissedarlara dağıtacağı nakit tutarın değeri düştüğünden firmalar mevcut hissedarları elde tutmak ve yeni yatırımcılar kazanmak adına daha fazla nakit kâr payı dağıtabilmektedir. ENF ile nakit

kâr payı arasındaki ilişkiyi inceleyen Hipotez 24 için Ho hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre ENF ile nakit kâr payı arasındaki ilişki vardır.

Faiz oranı (MFAIZ) değişkeni, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını etkilemektedir hipotezi üzerine kurulan araştırmada, modelinin test sonuçlarına göre olasılık değeri %1 anlamlılık düzeyinde (p=0.00) anlamlıdır. Araştırma verilerine göre MFAIZ, firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarını pozitif yönlü (0.428) etkilemektedir. Bu bulgu literatürde yer alan Sasu vd. (2017) ve Yıldız (2022) tarafından yapılan çalışma ile benzerlik göstermektedir. Ancak çalışma sonucunda elde edilen bu sonuç, Ahmed ve Javid (2009), Afza ve Mirza (2010), Imran (2011), Abdioğlu (2016), Cristea ve Cristea (2017) ve Topaloğlu ve Korkmaz (2018) tarafından yapılan çalışmalarda elde edilen bulgular ile benzerlik göstermemektedir. MFAIZ'in pozitif olması, nakit kâr payı dağıtımı ile doğru yönlü bir ilişkisi olduğunu göstermektedir. Diğer değişkenler sabit kabul edildiğinde, MFAIZ'de meydana gelen 1 birim artış nakit kâr payı dağıtım tutarını ortalama 0.428 birim artırmaktadır. Türkiye'nin politika faiz oranı arttıkça firmalar hissedarları elinde tutmak adına dağıttığı nakit kâr payı tutarını artırmaktadır. Firmalar, finansal varlıklarının bir kısmını devlet tahvili ve hazine bonosu gibi devlet iç borçlanma senetlerine yatırabilmektedir. Ülkedeki politika faiz oranı yükseldikçe firmaların devlet iç borçlanma senetlerinden elde ettiği gelir de artmaktadır. Geliri artan firmalar daha fazla nakit kâr payı dağıtabilmektedir. MFAIZ ile nakit kâr payı arasındaki ilişkiyi inceleyen Hipotez 25 için Ho hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre MFAIZ ile nakit kâr payı arasındaki ilişki vardır.

Model 2'de yer alan tüm makro değişkenler ile nakit kâr payı dağıtımı arasında istatistiksel olarak anlamsız hiçbir değişkene rastlanmamıştır. Başka bir deyişle tüm makro değişkenlerin net nakit temettü tutarı ile anlamlı bir ilişkisi vardır.

Bu çalışmada, net nakit kâr payı dağıtım tutarına odaklanması, kâr dağıtım politikasına etki eden makro değişkenlerin incelenmesi gibi değişkenler doğrultusunda çalışmanın konuyla ilişkili diğer çalışmalardan ayrıştığı düşünülmektedir. Bu çalışma, net nakit kâr payı dağıtım tutarına etki eden makro faktörlerin analize dahil edilmesi, farklı dönemlerin ve endekslerin incelenmesi, farklı ekonometrik yöntemlerin

kullanılması, gelişmiş ve gelişmekte olan diğer ülkelerin endeksleri ile kıyaslama yapılması ile ileride yapılacak çalışmalarca geliştirilebilir.

Tablo 21: Mikro Faktörler Sonuç Tablosu

Değişken Adı	**Kısa Ad**	**İlişki**	**Yön**	**Katsayı**
Aktif Kârlılık Oranı	ROA	Var	Pozitif	0.025
Hisse Başına Kâr	HBK	Yok	-	-
Tobin Q Oranı	TOBINQ	Var	Negatif	-0.022
Yatırım Fırsatı	PDDD	Yok	-	-
Büyüklük	BUY	Yok	-	-0.154
Likidite Oranı	LIKOR	Yok	-	-
Cari Oran	CARIOR	Var	Negatif	-0.038
Borçluluk Oranı	FIKD	Yok	-	0.002
Yabancı Kaynak Vade Yapısı Oranı	YKVY	Var	Pozitif	0.007
Uzun Vadeli Finansal Kaldıraç	UFIKD	Yok	-	-
Kısa Vadeli Finansal Kaldıraç	KFIKD	Yok	-	-
Beta	BETA	Yok	-	0.016
Halka Açıklık Oranı	HAO	Yok	-	-
Firmanın Faiz oranı	FAİZ ORANI	Var	Negatif	-0.000
Maddi Varlık Yapısı	VARYAP	Yok	-	-0.000
Borç Dışı Vergi Kalkanı	VERKAL	Yok	-	0.004
Finansal Başarısızlık Oranı	ZSKOR	Yok	-	-
Sahiplik Yoğunlaşması	SAHYOG	Yok	-	-
Net Satışlar (LOG)	LNBUY SAT	Yok	-	-
Net Satışlar (% Değişim)	YUZBUYSAT	Yok	-	-0.000
Vergi	YUZVER	Var	Pozitif	0.001
Nakit Dönüşüm Süresi	NDS	Yok	-	-0.005

Tablo 22: Makro Faktörler Sonuç Tablosu

Değişken Adı	**Kısa Ad**	**İlişki**	**Yön**	**Katsayı**
Risk Primi	CDS	Var	Pozitif	0.292
Döviz Kuru	DOVIZ	Var	Negatif	-0.255
Ekonomik Büyüme	EKOBUY	Var	Pozitif	0.419
Enflasyon Oranı	ENF	Var	Pozitif	0.210
Faiz oranı	MFAİZ ORANI	Var	Pozitif	0.428

Tablo 23: Hipotez Sonuçları

Hipotez 1	H_0	Net nakit temettü ile aktif kârlılık oranı arasında ilişki yoktur.	Hipotez reddedildi
Hipotez 2	H_0	Net nakit temettü ile Tobin Q oranı arasında ilişki yoktur.	Hipotez reddedildi
Hipotez 3	H_0	Net nakit temettü ile yatırım fırsatı arasında ilişki yoktur.	Hipotez kabul edildi
Hipotez 4	H_0	Net nakit temettü ile büyüklük oranı arasında ilişki yoktur.	Hipotez kabul edildi
Hipotez 5	H_0	Net nakit temettü ile likidite oranı arasında ilişki yoktur.	Hipotez kabul edildi
Hipotez 6	H_0	Net nakit temettü ile cari oran arasında ilişki yoktur.	Hipotez reddedildi
Hipotez 7	H_0	Net nakit temettü ile borçluluk oranı arasında ilişki yoktur.	Hipotez kabul edildi
Hipotez 8	H_0	Net nakit temettü ile yabancı kaynak vade yapısı oranı arasında ilişki yoktur.	Hipotez reddedildi
Hipotez 9	H_0	Net nakit temettü ile uzun finansal kaldıraç oranı arasında ilişki yoktur.	Hipotez kabul edildi
Hipotez 10	H_0	Net nakit temettü ile kısa vadeli yabancı kaynak arasında ilişki yoktur.	Hipotez kabul edildi
Hipotez 11	H_0	Net nakit temettü ile beta arasında ilişki yoktur.	Hipotez kabul edildi
Hipotez 12	H_0	Net nakit temettü ile sahiplik yapısı arasında ilişki yoktur.	Hipotez kabul edildi
Hipotez 13	H_0	Net nakit temettü ile şirketin faiz oranı arasında ilişki yoktur.	Hipotez reddedildi
Hipotez 14	H_0	Net nakit temettü ile maddi varlık yapısı arasında ilişki yoktur.	Hipotez kabul edildi
Hipotez 15	H_0	Net nakit temettü ile borç dışı vergi kalkanı arasında ilişki yoktur.	Hipotez kabul edildi
Hipotez 16	H_0	Net nakit temettü ile finansal başarısızlık oranı arasında ilişki yoktur.	Hipotez kabul edildi
Hipotez 17	H_0	Net nakit temettü ile sahiplik yoğunlaşması arasında ilişki yoktur.	Hipotez kabul edildi
Hipotez 18	H_0	Net nakit temettü ile net satışlar (LOG) arasında ilişki vardır.	Hipotez kabul edildi
Hipotez 19	H_0	Net nakit temettü ile net satışlar (% değişim) arasında ilişki yoktur.	Hipotez kabul edildi
Hipotez 20	H_0	Net nakit temettü ile vergi arasında ilişki yoktur.	Hipotez reddedildi
Hipotez 21	H_0	Net nakit temettü ile nakit dönüşüm süresi arasında ilişki yoktur.	Hipotez kabul edildi
Hipotez 22	H_0	Net nakit temettü ile hisse başına kâr arasında ilişki yoktur.	Hipotez kabul edildi
Hipotez 23	H_0	Net nakit temettü ile ekonomik büyüme arasında ilişki yoktur.	Hipotez reddedildi
Hipotez 24	H_0	Net nakit temettü ile enflasyon oranı arasında ilişki yoktur.	Hipotez reddedildi
Hipotez 25	H_0	Net nakit temettü ile faiz oranı arasında ilişki yoktur.	Hipotez reddedildi
Hipotez 26	H_0	Net nakit temettü ile döviz kuru arasında ilişki yoktur.	Hipotez reddedildi
Hipotez 27	H_0	Net nakit temettü ile Türkiye'nin kredi temerrüt risk primi arasında ilişki yoktur.	Hipotez reddedildi

SONUÇ

Kâr payı, pay senedi sahiplerinin firmaya koymuş oldukları sermaye karşılığında aldıkları getiridir. Kâr dağıtım politikası, firmaların elde ettiği net kârın dağıtılmamış kârlar, paydaşlar ve yedek akçeler arasındaki dağılımını belirleyen politikadır. Kâr dağıtım politikası, elde edilen net kârın ne kadarının firmada tutulacağı ve ne kadarının da dağıtılacağı konusundaki kararların bütünüdür. Firmalar bu politikaya göre kâr dağıtım karar ve uygulamalarını şekillendirmektedir. Firmalar kâr dağıtım politikası ile pay senetlerinin borsada alınıp satılmasını ve yeni hissedarların firmaya katılmasını önemli ölçüde etkilemektedir. Ayrıca kâr payı dağıtımı, firmaların nakit akımını ve yatırımcıların davranışlarını belirlemesi, firmaların finansman programını etkilemesi ve borç/özsermaye oranını yükseltmesinden dolayı önem taşımakta ve firmaların ileriye yönelik stratejilerinin belirlenmesinde önemli rol üstlenmektedir.

Kâr dağıtımı pay sahiplerine hisseleri oranında bedelsiz pay senedi verilmesi veya nakit kâr payı şeklinde gerçekleştirilebilmektedir. Bazı firmalar dağıtılabilir kârın tamamını firma bünyesinde tutma eğilimindeyken bazı firmalar ise dağıtılabilir kârın tamamını dağıtma eğilimindedirler. Kâr dağıtımının yatırımcılar ve pay sahipleri açısından firmaya yatırım yapma kararlarını etkileyen faktörlerden biri olması ve firma açısından bir otofinansman konusu olmasından dolayı firmaların geleceği açısından önemlidir.

Günümüzde firmaların finans yöneticilerinin en çok üzerinde durduğu politikaların başında finansman, yatırım ve kâr payı politikaları gelmektedir. Temettü politikası, yatırımcıların firmalara ve finansal piyasalara ait beklentilerini yakından ilgilendirmektedir. Ancak firmalar finansman ve yatırım politikaları üzerine fikir birliğine varmasına rağmen kâr payı politikaları üzerinde kesin bir uzlaşma sağlayamamışlardır. Yatırımcılar, tasarruflarını en az risk ile en fazla kâr elde edecekleri yatırım fırsatlarında değerlendirmek ister. Bu amaçla yatırımcılar hem sermaye kazancı hem de kâr payı elde etmek için yatırımlarını pay senetleri borsada işlem gören firmalara yaparlar. Firmalar kâr payı dağıtım politikalarını oluştururken yatırımcıların beklentilerini karşılayacak ve firmayı da likidite açısından zor duruma

düşürmeyecek bir şekilde hareket etmek durumundadırlar. Bu nedenle firmaların temettü politikaları üzerinde birçok faktörün etkisi bulunmaktadır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde firmaların temettü politikalarını etkileyen faktörler üzerinde birçok çalışma yapılmıştır. Firmaların kâr payı dağıtım kararlarını etkileyen faktörler, kendi içinde mikro ve makro faktörler olarak ikiye ayrılmaktadır. Bu faktörler ülkeden ülkeye değişebileceği gibi firmadan firmaya da zaman içinde değişmektedir.

Bu çalışmada, 2010-2020 yılları arasında pay senetleri Borsa İstanbulda işlem gören, sürekli olarak BİST SINAİ Endeksinde yer alan, verilerine düzenli olarak ulaşılabilen, imalat sektöründe faaliyet gösteren ve istikrarlı bir şekilde temettü dağıtan firmaların nakit kâr payı dağıtım tutarını belirleyen mikro ve makro faktörlerin etkisi panel veri analizi ile incelenmiştir. Veri setinde, kamu hizmeti ve finans sektöründe yer almayan, sadece imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 20 firmanın toplam 220 gözlemine ait verileri yer almaktadır.

Çalışmada, BİST SINAİ Endeksinde işlem gören firmaların nakit kâr payı dağıtım tutarını etkileyen mikro ve makro faktörlerin analizi için iki farklı regresyon modeli oluşturulmuştur. Model 1'in bağımlı değişkeni nakit kâr payı dağıtım tutarıdır. Bağımsız değişkenleri ise aktif kârlılık oranı, hisse başına kâr, Tobin Q Oranı, piyasa değeri/defter değeri, cari oran, finansal kaldıraç, yabancı kaynak vade yapısı, uzun vadeli finansal kaldıraç, kısa vadeli finansal kaldıraç, beta, halka açıklık oranı, firmanın faiz oranı, varlık yapısı, vergi kalkanı, finansal başarısızlık oranı, sahiplik yoğunlaşması, net satışlar ve nakit dönüşüm süresidir. Model 2'nin bağımlı değişkeni nakit kâr payı dağıtım tutarıdır. Bağımsız değişkenleri ise ekonomik büyüme, enflasyon oranı, faiz oranı, döviz kuru ve Türkiye'nin kredi temerrüt risk primi (CDS)'dir.

Çalışma kapsamında mikro faktörlerden aktif kârlılık oranı, yabancı kaynak vade yapısı oranı ve vergi değişkenleri nakit kâr payı dağıtım tutarını pozitif yönde etkilemektedir. Analiz sonucunda cari oran, firmanın faiz oranı ve Tobin Q oranı değişkenlerinin nakit temettü dağıtımı pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Diğer mikro değişkenlerden beta, büyüklük, finansal kaldıraç, hisse başına kâr, nakit

dönüşüm süresi, maddi varlık yapısı, vergi kalkanı ve net satışlar ile nakit kâr payı dağıtım tutarı arasında incelenen yıllar içerisinde anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Makro faktörlerden ise ekonomik büyüme, enflasyon oranı, faiz oranı ve Türkiye'nin kredi temerrüt risk primi (CDS) değişkenleri net nakit kâr payı dağıtımını pozitif yönde etkilerken döviz değişkeni bağımlı değişkeni negatif yönde etkilemektedir.

Analiz sonucunda, cari oranın firmaların nakit kâr payı dağıtım tutarını negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Cari oran arttıkça nakit kâr payı dağıtım tutarı azalmaktadır. Cari oranı artan firmaların varlıklarını ve satışlarını nakde dönüştürmede sorun yaşamaları nedeniyle karlılıkları azalmış olabilir. Kârlılığı azalan firmalar daha az nakit kâr payı dağıtmaktadır. Ayrıca bu sonucun bir diğer nedeni firma yöneticilerinin temsil maliyetlerinin yüksek çıkması olabilir. Yöneticilerin temsil giderleri cari orandaki dönen varlıklardan karşılanmaktadır. Yöneticilerin temsil maliyetleri arttıkça firmaların cari oranı yükselir. Cari oranı artan firmaların kârlılığı azaldığından daha az nakit kâr payı dağıtabilmektedirler.

Analizde, firmanın faiz oranının nakit kâr payı dağıtım tutarını negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Firmanın faiz oranı arttıkça nakit kâr payı dağıtım tutarı azalmaktadır. Firmalar yabancı kaynak ile daha fazla borçlandıkça ödeyecekleri faiz oranı tutarı artar. Dolayısıyla firmalar bu durumda ortaklarına daha az nakit temettü ödemek zorunda kalabilir.

Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre Tobin Q Oranı ile nakit kâr payı dağıtım tutarı arasında negatif bir ilişki vardır. Firmanın Tobin Q Oranı arttıkça nakit kâr payı dağıtım tutarı azalmaktadır. Veri setindeki firmaların Tobin Q Oranı'nın 1'den büyük olması firmaların varlıklarını etkin kullandığını ve faaliyetlerden elde edilen gelirin nakit kâr payı olarak dağıtılması yerine yüksek büyüme fırsatları olan projelere yatırım yapmış olabileceğini gösterir.

Yapılan testler sonucunda, aktif kârlılık oranının nakit temettü tutarını pozitif yönde etkilediği görülmüştür. Mikro değişkenler içinde nakit kâr payı tutarını en çok etkileyen aktif kârlılık oranıdır. Firmanın aktif kârlılık oranı arttıkça nakit kâr payı tutarı da artmaktadır. Firmalar, karlılıkları arttıkça daha fazla nakit temettü dağıtmaktadırlar.

Analiz sonucunda, firmanın finansal kaldıraç oranı ve nakit kâr payı tutarı arasındaki ilişkisini ölçmek için kullanılan yabancı kaynak vade yapısı oranı ile nakit kâr payı dağıtım tutarı arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Firma uzun vadeli yabancı kaynağa ulaşamadığında, uzun vadeli yabancı kaynağın maliyeti yüksek olduğunda ya da firma risk almayı tercih ederse kısa vadeli yabancı kaynak kullanabilmektedir. Firmanın toplam borç içindeki kısa vadeli borç tutarı arttıkça finansman politikası da agresifleşir. Aldığı risk karşılığında geliri artan firma daha fazla nakit kâr payı ödeyebilir. Ayrıca firmalar kâr payı dağıtım kararlarını sermaye yapısı kararlarından ayırmış olabileceğinden nakit kâr payı ödeme tutarını azaltma yerine yeni yatırımlar için fonlar toplamayı tercih etmiş olabilir.

Analizde, firmanın yıllık vergi tutarının nakit kâr payı dağıtım tutarını pozitif yönde etkilediği görülmüştür. Firma, ödediği vergi tutarı arttıkça daha fazla nakit temettü ödemektedir. Firma geliri arttığından daha fazla vergi ödemiş olabileceği gibi devlet de sermaye kazancını teşvik etmek için nakit kâr payı dağıtımından daha fazla vergi almış olabilir. Bu durumda firma daha çok nakit kâr payı ödedikçe daha fazla vergi ödediği sonucuna ulaşılabilir.

Analiz sonucunda, Türkiye'nin kredi temerrüt risk priminin nakit kâr payı dağıtım tutarını pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Türkiye'nin kredi temerrüt risk primi arttıkça firmaların nakit kâr payı dağıtım tutarı artmaktadır. Bunun nedeni, Türkiye'nin kredi temerrüt risk primi arttıkça firmaların, mevcut hissedarlarını korumak ve yeni hissedarlar kazanmak için daha fazla nakit temettü ödemek zorunda kalmış olması olabilir.

Analizde, döviz kuru ile nakit kâr payı dağıtım tutarı arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Döviz kuru arttıkça dağıtılan nakit temettü tutarı azalmaktadır. Döviz kuru artışı imalat sanayi firmalarının girdi maliyetlerini artıracağı için firmaların faaliyet gelirleri azalmaktadır. Buna bağlı olarak da dağıtılacak nakit kâr payı tutarı da azalmaktadır.

Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre, Türkiye'nin ekonomik büyümesi ile firmaların nakit kâr payı dağıtım tutarı arasında pozitif bir ilişki vardır. Makro faktörler içinde nakit kâr payı dağıtım tutarını en çok etkileyen faktör ekonomik büyüme değişkenidir. Türkiye'nin gayri safi yurtiçi hasılası arttıkça bu durum

firmaların üretimini ve buna bağlı olarak gelirini artıracağından firmaların daha fazla nakit kâr payı dağıtması söz konusu olmaktadır.

Analiz sonucuna göre enflasyon oranının nakit kâr payı dağıtım tutarı üzerinde pozitif etkisi vardır. Türkiye'deki enflasyon oranı arttıkça firmaların dağıttığı nakit temettü tutarı da artmaktadır. Enflasyon oranı yüksek olduğu zamanlarda hesaplanan kâr gerçek kârın çok üstünde olacağından firmada fiktif kâr ortaya çıkmaktadır. Kâr payı dağıtımında fiktif kâr esas alınacağından firma daha fazla nakit kâr payı dağıtmak zorunda kalabilir.

Yapılan testler sonucunda Türkiye'de repo fiyatlarına uygulanan faiz oranının firmaların nakit kâr payı dağıtım tutarı üzerinde pozitif yönde etkili olduğu ortaya çıkmıştır. Faiz oranı arttıkça firmaların dağıttığı nakit temettü tutarı artmaktadır. Firmalar finansal varlıklarının bir kısmını devlet iç borçlanma senetlerine yatırabilir. Devlet faiz oranlarını artırdığında bu alandaki yatırımlarına bağlı olarak firmaların faiz geliri de artacağından firmalar daha fazla nakit temettü ödeyebilmektedir. Devlet iç borçlanma senetleri pay senetlerine göre daha az risklidir. Devlet faiz oranlarını artırdığında firmalar ortakların elindeki pay senetlerini satıp risksiz devlet iç borçlanma senetlerine geçmesini önlemek ve yeni yatırımcılar çekmek için daha fazla nakit kâr payı dağıtmak zorunda kalabilir.

Çalışmanın özgün değeri; nakit kâr payı dağıtım tutarına odaklanılması, kâr payı dağıtım politikasını etkileyen toplam 27 adet mikro ve makro faktörün birlikte ele alınması, bu faktörlerin iki farklı modelde incelenmesi, uzun vadeli finansal kaldıraç, kısa vadeli finansal kaldıraç, firmanın faiz oranı, finansal başarısızlık oranı ve Türkiye'nin kredi temerrüt risk primi (CDS) değişkenlerinin literatürde ulaşılan çalışmalarda kullanılmamış olmasıdır. İleride yapılacak başka çalışmalarda, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin diğer ülkelerle kıyaslanması, farklı dönemlerin ve farklı endekslerin birbiriyle karşılaştırılarak incelenmesi ve farklı ekonometrik yöntemlerin kullanılması bu çalışmayı daha da geliştirilebilecek yollar olarak araştırmacılara önerilebilir.

KAYNAKÇA

Abdioğlu, N. (2016). Kâr payı politikasının belirleyicileri üzerine bir çalışma: Tobit model yaklaşımı. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, *14*(1), 332-345.

Adjaoud, F. ve Ben-Amar, W. (2010). Corporate governance and dividend policy: Shareholders' protection or expropriation? *Journal of Business Finance and Accounting*, *37*(5-6), 648-667.

Afza, T., ve Mirza, H. H. (2011). Do mature companies pay more dividends? Evidence from Pakistani stock market. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, *2*(2), 152-161.

Agyei, S. K., ve Marfo-Yiadom, E. (2011). Dividend policy and bank performance in Ghana. *International Journal of Economics and finance*, *3*(4), 202-207.

Ahmed, H., ve Javid, A. (2009). Dynamics and determinants of dividend policy in Pakistan: Evidence from Karachi stock exchange non-financial listed firms. *JISR management and social sciences & economics*, *7*(1), 167-194.

Ahmed, S., ve Murtaza, H. (2015). Critical analysis of the factors affecting the dividend payout: Evidence from Pakistan. *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, *3*(3), 204-212.

Aigbovo, O. ve Evbayiro-Osagie, I. E. (2022). Firm life cycle stage and dividend payout of listed non-financial firms in selected sub-saharan african countries: A sectoral analysis. *Srıwıjaya Internatıonal Journal Of Dynamıc Economıcs and Busıness*, *5*(3), 207-228.

Akgüç, Ö. (2010). *Finansal yönetim.* İstanbul: Avcıol Basım ve Yayın.

Akgüç, Ö. (2013). *Mali tablolar analizi*. İstanbul: Arayış Basım ve Yayıncılık.

Akgüç, Ö. (2014). *Kredi taleplerinin değerlendirilmesi*. İstanbul: Arayış Basım ve Yayıncılık.

Akhtar, S. (2018). Dividend policies across multinational and domestic corporations – an international study. *Accounting and Finance*, *58*(1), 11-55.

Aksoy, A. ve Yalçıner, K. (2013). *İşletme sermayesi yönetimi.* Ankara: Detay Yayıncılık.

Aksoy, E. E. (2017). *Finansal yönetim: teorik yaklaşımlar, çözümlü örnekler ve öneri yaklaşımlar.* Ankara: Gazi Kitapevi.

Akyol, E. (2007). *Temsil sorunu ve temettü politikası arasında ilişkiyi test etmeye yönelik olarak Türkiye üzerine bir araştırma*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul üniversitesi sosyal bilimler enstitüsü: İstanbul.

Albayrak. A. S. (2005). Çoklu doğrusal bağlantı halinde en küçük kareler tekniğinin alternatif yanlı tahmin teknikleriyle bir uygulama. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, (*1/2), s. 105-126.

Alber, N., ve Alhabtour, A. (2017). Determinants of dividend policy in Saudi listed companies. *Available at SSRN 2909270*.

Al-Kuwari, D. (2009). Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges. *Global Economy & Finance Journal,, 2*, 38-63.

Al- Najar, B. ve Hussainey, K. (2009). The association between dividend payout and outside directoships. *Journal of Applied Accounting Research,* s. 4-19.

Al-Najjar, B. ve Kilincarslan, E. (2018). Revisiting firm-specific determinants of dividend policy: Evidence from Turkey. *Economic Issues, 23*(1), 3-34.

Al- Najjar, B. ve Kilincarslan, E. (2017). Corporate dividend decisions and dividend smoothing: New evidence from an empirical study of Turkish firms. *Uluslararası Yönetim Finansmanı Dergisi*, *13*(3), 304-331.

Al-Najjar, B. ve Kilincarslan, E. (2016). The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey. *Corporate Governance International Journal of Business in Society*, *16*(1), 135-161.

Ali, A., Sharif, I., & Jan, F. A. (2015). Effect of Dividend Policy on Stock Prices. *Journal Of Management Info, 6*(1), 55-85.

Ali, H. (2022). Corporate dividend policy in the time of COVID-19: Evidence from the G-12 countries. *Finance Research Letters*, *46*.

Almeida, L. A. G., Teixeira Pereira, E. ve Oliveira Tavares, F. (2015). Determinants of dividend policy: Evidence from Portugal. *Review Of Busıness Management, 17*(54), 701-719.

Altaş, S. (2015). Kâr payı dağıtımında hangisi esas alınmalıdır: VUK mu TFRS'mi? *Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi*, 136, s. 232-239.

Amidu, M. ve Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance, 7*(2), 136-145.

Andres, C., Betzer, A., Goergen, M. ve Renneboog, L. (2009). Dividend policy of German firms. A panel data analysis of partial adjustment models. *Journal of Empirical Finance*, *16*(2), 175-187.

Anil, K., ve Kapoor, S. (2008). Relevance of signaling and smoothing approaches to dividend: A study of Indian IT sector. *Asia Pacific Business Review*, *4*(4), 104-123.

Arsoy, M. F. ve Yıldız, B. (2015). Temettü tahmini ve Borsa İstanbul sanayi sektörü üzerine bir araştırma. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, *16*(2), 155-174.

Artan, S. (2004). Enflasyon oranı-ekonomik büyüme ilişkisi: Literatür ve uygulama. Doktora tezi, *Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*: Trabzon.

Asteriou, D. ve Hall, S. G. (2007). Applied econometrics: A modern approach using Eviews and Microfit. (Revised Edition). New York: Palgrave Macmillan.

Atanassov, J. ve Mandell, A. J. (2018). Corporate governance and dividend policy: Evidence of tunneling from master limited partnerships. *Journal of Corporate Finance, 53*, 106-132.

Atril, P. (2014). *Financial management for decision makers.* UK: Pearson Edication.

Aydın, A. D. (2017). Firma Performansı ile temettü politikası arasındaki ilişkiye dair borsa istanbul temettü endeksi xtmtu firmalarıyla türkiye'den ampirik bir çalışma. *Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, *6*(11), 51-65.

Aydın, N., Başar, M. ve Coşkun, M., (2014). *Finansal yönetim.* Ankara: Detay Yayıncılık.

Aydin, A. D. ve Cavdar, S. C. (2015). Corporate governance and dividend policy : An empirical analysis from Borsa Istanbul corporate governance ındex (XKURY). *Accounting and Finance Research, 4*(3), 66-76.

Aygören, H., Çakır, H. M. ve Uyar, U. (2013). Ekonomik krizlerin imkbde temettü politikaları üzerine etkisi. *Journal of New World Sciences Academy, 8*(1), 1-15.

Baba, N. (2009). Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese firms. *Pacific Basin Finance Journal*, *17*(2), 163-174.

Bai, J. ve Ng, S. (2004), A panıc attack on unit roots and cointegration, *Econometrica*, 72 (4), s. 1127–1177.

Baker, H. K., Dewasiri, N. J., Yatiwelle Koralalage, W. B. ve Azeez, A. A. (2019). Dividend policy determinants of Sri Lankan firms: A triangulation approach. *Managerial Finance, 45*(1), 2-20.

Baker, H. K., Veit, E. T. ve Powell, G. E. (2001). Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms. *The Financial Review, 36*(3), 19-38.

Baltagi, B.H. (2014). Econometric analysis of panel data. Chichester: Jhon Wiley&Sons Ltd.

Baltagi, B. H., Bratberg, E., & Holmås, T. H. (2005). A panel data study of physicians' labor supply: the case of Norway. *Health Economics*, *14*(10), 1035-1045.

Baltagi, B. ve Li, Q. (1991). A joint test for serial correlation and random individual effects. *Statistics and Probability Letters, 11,* 277-280.

Barros, V., Verga Matos, P. ve Miranda Sarmento, J. (2020). What firms characteristics drive the dividend policy? A mixed-method study on the euronext stock exchange. *Journal of Business Research, 115,* 365-377.

Basse, T. (2009). Dividend policy and inflation in Australia: results from cointegration tests. *International Journal of Business and Management*, *4*(6), 13-16.

Basse, T., & Reddemann, S. (2011). Inflation and the dividend policy of US firms. *Managerial Finance*, *37*(1), 34-46.

Ben-Nasr, H. (2015). Goverment ownership and divident policy: evidence from newly privatised firms. *Journal of Business Finance and Accounting,* 42(5&6), s. 665-704.

Ben Naceur, S., Goaied, M. ve Belanes, A. (2006). Temettü politikasının belirleyicileri ve dinamikleri üzerine. *Uluslararası Finans incelemesi*, *6* (1-2), 1-23.

Ben Salah, O. ve Ben Amar, A. (2022). Does corporate social responsibility affect dividend policy? Empirical evidence in the French context. *Journal of Global Responsibility*, *13*(3), 268-289.

Berk, J. ve DeMarzo, P. (2017). *Corporate Finance.* 4rd Global Edition, Pearson.

Bhat, S. (2008). *Financial management principles and practive (2nd Ed).* New Delhi: Excel Books.

Bhimavarapu, V. M., Kanoujiya, J. ve Rastogi, Dr. S. (2022). An impact of default risk and promoters' holding on the dividend policy in the firms in india: Evidence using panel data. *International Journal of Management and Humanities*, *8*(6), 12-18.

Bıyık, R. (2022. 09.26). SPK kâr payı tebliği ve kâr payı rehberi. http:/www.vergiportali.com adresinden temin edilmiştir.

Birsel, M. (1973). *Anonim şirketlerde kâr kavramı.* İzmir: Ege Üniversitesi Yayınları.

Born, B. ve Breitung, J. (2016), Testing for Serial Correlation in Fixed-Effects Panel Data Models, *Econometric Reviews*, 35 (7), s. 1290-1316.

Bostanci, F., Kadioglu, E. ve Sayılgan, G. (2018). Determinants of dividend payout decisions: A dynamic panel data analysis of turkish stock market. *International Journal of Financial Studies*, *6*(4), 93-108.

Botoc, C. ve Pirtea, M. (2014). Dividend payout-policy drivers: Evidence from emerging countries. *Emerging Markets Finance and Trade*, *50*(4), 95-112.

Bölük, Ş. (2015). *Anonim şirketlerde kâr dağıtımı.* (Yayınlanmamış yüksek lisans tezi). Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: İstanbul.

Braggion, F., & Moore, L. (2011). Dividend policies in an unregulated market: The London Stock Exchange. *Review of Financial Studies, 24*(9), 2935-2973.

Brealey, R.A., Myers, S.C. ve Marcus, A.J. *İşletme finansının temelleri.* çev. Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı. İstanbul: Literatür Yayınları.

Breitung, Jörg (2005), A parametric approach to the estimation of cointegration vectors in panel data, *Econometric Reviews*, 24 (2), s. 151-173.

Breusch, T. ve Pagan, A. (1979), A simple test for heteroscedasticity and random coefficient variation, *Econometrica*, 47, s. 1287–1294.

Brunzell, T., Liljeblom, E., Löflund, A. ve Vaihekoski, M. (2014). Dividend policy in nordic listed firms. *Global Finance Journal, 25*(2), 124-135.

Büker, S.,Aşıkoğlu, A.A. ve Sevil, G. (2009). *Finansal Yönetim.* Ankara: Sözkesen Matbaacılık.

Canbaş, S. ve Vural, S. *Finansal yönetim açıklamalı örnekler ve problemler.* Adana: Karahan Kitapevi.

Canözü, S. (2015). *Anonim şirketlerde kâr payının tespiti ve dağıtılması*. Ankara: Seçkin Yayınevi.

Cary M. Collins, Atul K. Saxena ve James W. Wansley. (1996). The Role of Insiders and Dividend Policy: A Comparison of Regulated and Unregulated Firms, Journal of Financial and Strategic Decisions 9, s. 1-9.

Cengiz, S., Dilsiz, M. Ş. ve Aslanoğlu, S. (2016). Kâr dağıtım politikasının kazanç yönetimi uygulamaları üzerindeki etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (70), 39-54.

Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2016). *İşletmelerde finansal yönetim*. Bursa: Ekin Kitapevi.

Chandra, P. (2011). *Financial management theory and practive (8th Ed).* New Delhi: Tata McGraw Hill Education Private Limited.

Chang, R. P., ve Rhee, S. G. (1990). The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions. *Financial management*, 21-31.

Chen, S., Shevlin, T., & Tong, Y. H. (2007). Does the pricing of financial reporting quality change around dividend changes? *Journal of Accounting Research, 45*(1), 1-40.

Cheruiyot, S. B., Patrick Nyatete, K. ve Oluoch, O. (2022). Factors influencing dividend payout of firms listed at the nairobi securities exchange, Kenya. *International Journal of Research and Innovation in Social Science*, *4*(4), 494-498.

Choi, Y. M. ve Park, K. (2019). Does foreign currency-denominated debt affect dividend payout policy? Evidence from korea. *Journal of Multinational Financial Management*, *49*, 20-34.

Chumari, T. M. (2022). Relationship between cash flow and dividend payout: A study of listed companies in kenya. *Journal International of Business Management*, *3*(1), 7-12.

Claire E. Crutchley ve Robert S. Hansen, (1989). "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends," Financial Management, s. 36-46.

Coulton. J. J. ve Ruddock. C. (2011). Corparate payout policy in Australia and a test of the life-cycle theory. *Accounting and Finance*, 51(2), s. 381-407.

Cristea, C. ve Cristea, M. (2017). Determinants of corporate dividend policy: Evidence from romanian listed companies. *MATEC Web of Conferences*, *126*(04009).

Çelik, Ş., Yenice, S. ve Onat, O. K. (2016). Temettü ödemelerinin belirleyicileri ve firma değeri: Kavramsal bir model ve tahminlemesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, *31*(2), 115-146.

Çetin, M. ve Ecevit, E. (2010), Sağlık harcamalarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi: oecd ülkeleri üzerine bir panel regresyon analizi, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 11(2), s. 166-182.

Dang, M., Puwanenthiren, P., Hoang, A. ve Nguyen, T. H. (t.y.). Do prospector firms pay more dividends in times of high policy uncertainty? *SSRN 4042825'te mevcuttur*. 13 Eylül 2022 tarihinde adresinden erişildi.

Demir, Y. (2001). İşletmelerde kâr payı dağıtım politikaları ve firma değerliliğinin vergi uygulamaları ile ilişkisine teorik bir yaklaşım. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,* 6(1), s. 55-71.

Dempsey, Stephen J. ve Laber, Gene. (1992). Effects of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratioss: Further Evidence of the Agency-Transaction Cost Hypothesis, Journal of Financial Research 15, s. 317-321.

Dendeş, E. (2020). *Kâr Payı Dağıtım Politikasını Etkileyen Mikro Ve Makro Etkenler: Bist 100 Firmaları Üzerine Bir Uygulama* (Master's thesis, Aydın Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü).

Dinçergök, B. ve Pirgalip, B. (2018). Kâr payı dağıtımı ve nakit akışı belirsizliği ilişkisi: BİST imalat sektörü firmalarında bir uygulama. *İş Araştırmaları Dergisi*, *10*(4), 422-442.

Driscoll, J. C. ve Kraay, A. C. (1998), Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data*, Review of Economics and Statistics,* 80(4), s. 549-560.

Dozen, B. ve Başkan, T. D. (2020). Firma performansının kâr dağıtımına etkisi: Sürdürülebilirlik endeksine tabi firmalarda değerlendirme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, *85*, 257-268.

Dündar, E. ve Uysal, T. U. (2020). Anonim şirketlerde kâr payı dağıtımı ve yeni koronavirüs (covid-19) salgın döneminin kâr payı dağıtımı üzerine etkileri. *İşletme Akademisi Dergisi*, *1*(3), 174-186.

Düzer, M. (2008). *Finansal analizde kullanılan oranlar ve firma değeri ilişkisi, İMKB'de bir uygulama.* (Yayınlanmamış yüksek lisans tezi). Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: Sakarya.

Eğilmez, M. (25 Temmuz 2016). Türkiye'nin Kredi Notu ve CDS Primi [Kendime Yazılar]. https://www.mahfiegilmez.com/2016/07/turkiyenin-kredi-notu-ve-cds-primi.html adresinden temin edilmiştir.

Elly, O. D., ve Hellen, K. W. (2013). Relationship between inflation and dividend payout for companies listed at the Nairobi Securities Exchange. *International Journal of Education and Research, 1*(6), 1-8.

Ergün, B. (2020). Kâr Payı Politikasının Belirleyicileri: Türk İmalat Firmalarında Bir Analiz. *Business & Management Studies: An International Journal*, *8*(2), 1803-1822.

Erdaş, M. L. ve Simoes, E. B. (2020). Kurumsal yönetim çerçevesinde denetim mekanizmaları ve kâr payı dağıtım politikası ilişkisi: Türkiye örneği. *Journal of Economy Culture and Society*, *62*, 255-284.

Erdaş, M. L. (2017). Kâr payı dağıtım politikasını etkileyen işletmelere özgü faktörlerin belirlenmesi: Borsa istanbul-30 endeksi üzerine bir uygulama. *Journal of Life Economics*, *4*(12), 49-76.

Ersoy, E. ve Çetenak, E. H. (2015). Sahiplik yoğunlaşmasının temettü dağıtım kararlarına etkisi: Borsa İstanbul'da bir uygulama. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, *15*(4), 509-521.

Ertaş, F. C., Karaca, S. S., (2010). Kâr dağıtım ilanı ve gerçekleştirilmesi arasında geçen sürenin firma değerine etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi.* (47), s. 58-68.

Fama, E. F. ve French, K. R. (2001). Disappearings dividends: changing firm characteristics or lower prospensity to pay. *Journal of Financial Economics,* 60, s. 3-43.

Fettahoğlu, S. (2015). İşletmelerde kâr payı dağıtım politikasını belirleyen faktörler üzerine bir araştırma. *14. Ulusal İşletmecilik Kongresi*. ss. 1039-1042.

Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and economics*, *16*(1-3), 125-160.

Gill, A., Biger, N. ve Tibrewala, R. (2010). Determinants of dividend payout ratios: Evidence from united states. *The Open Business Journal*, *3*(1), 8-14.

Godfrey, L. (1978), Testing for multiplicative heteroscedasticity, *Journal of Econometrics*, 8, s. 227–236.

Goel, A. (2016). Impact of Macro-economic Variables: Dividend Policy of Indian Companies. *SCMS Journal of Indian Management*, *13*(2).

Göçer, İ. (2013). Seçilmiş OECD ülkelerinde bütçe açıklarının sürdürülebilirliği: Yatay kesit bağımlılığı altında panel eş-bütünleşme analizi. *Journal of Yasar University*, 30(8), 5086-5104.

Greene, W. H. (2003). *Economic analiysis.* New Jersey: Prentice-Hall.

Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S., & Thaler, RH (2005). Temettü değişiklikleri, gelecekteki kârlılıktaki değişikliklere işaret etmez. *İşletme Dergisi* , *78* (5), 1659-1682.

Gugler, K., ve Yurtoglu, B. B. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review,, 47*(4), 731-758.

Gujarati, D.N. (2004). *Basic econometrics*. New York: The Companies.

Gul, F. A. (1999). Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan. *Journal of Corporate Finance, 5*(2), 141-168.

Guo, W. ve Ni, J. (2008). Institutional ownership and firm's dividend policy. *Corporate Ownership and Control, 5*(2), 128-136.

Günalp, B., Kadıoğlu, E. ve Kılıç, S. (2010). Nakit temettü bilgisinin hisse senedi getirisi üzerinde önemli bir etkisi olup olmadığının İMKB'de test edilmesi. *H.Ü. İktisadi ve İdari Birimler Fakültesi Dergisi,* 28(2), s. 47-69.

Hanlon, M., Myers, J., & Shevlin, T. (2007). , "Are dividends informative about future earnings . *working paper*. Seattle, WA: University of Washington.

Hassonn, A., Tran, H. ve Quach, H. (2016). The determinants of corporate dividend policy: Evidence from palestine. *Journal of Finance and Investment Analysis, 5*(4), 29-41.

Hellström, G. ve Inagambaev, G. (2012). Determinants of Dividend Payout Ratios : A Study of Swedish Large and Medium Caps. *Umeå School of Business and Economics.*

13 Eylül 2022 tarihinde http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:538687/FULLTEXT02, (Erişim Tarihi: 13.09.2022). Adresinden erişildi.

Hışıl, M., (1996). Halka açık anonim şirketlerde kâr dağıtımı. *Yaklaşım Dergisi, 4(40)*.

Ho, H. (2003). Dividend policies in Australia and Japan. *International Advances in Economic Research*, *9*(2), 91-100.

Honda, Y. (1985). Testing the error components model with non-normal disturbances. *Review of Economic Studies, 52*, 681-690.

Hsiao, C. (2014). *Analysis of panel data.* New York: Cambridge University Press.

Hung, D. N., Ha, N. V. ve Binh, D. T. (2018). Factors influencing the dividend policy of vietnamese enterprises. *Asian Journal of Finance & Accounting*, *10*(2), 16-29.

Im, K., Pesaran, H. ve Shin, Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of Econometrics*, s. 115, 53-74.

Imran, K. (2011). Determinants of dividend payout policy: a case of pakistan engineering sector. The Romanian Economic Journal, XIV, 41.

Jabbouri, I. ve Attar, A. el. (2018). Dividend policy of firms listed on casablanca stock exchange: A panel data analysis. *International Journal of Business and Emerging Markets*, *10*(1), 57-79.

Juma'h, A. H., Juan, S., Carlos, R. ve Olivares Pacheco, J. (2008). The financial factors influencing cash dividend policy: A sample of u.s. manufacturing companies. *Inter Metro Business Journal, 4*(2), 23-43.

Kania, S. L., & Bacon, F. W. (2005). *What factors motivate the corporate dividend decision?* (Doctoral dissertation, Longwood University, Farmville, Va.).

Karaca, C. (2008). *Uluslaararası sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme: Panel veri analizi (1980-2005).* Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Zonguldak.

Karaçayır, E. ve Bezgin, M. S. (2017). Firmaların kâr dağıtımını etkileyen faktörler: Borsa İstanbul'da ampirik bir uygulama. *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*, *57*, 445-454.

Karayalçın, Y. (1988). *Muhasebe hukuku*. Ankara: Bankacılık ve Ticaret Hukuku Araştırmaları Enstitüsü Yayınları.

Karcıoğlu, R., Ağırman, Ö. Ü. E., ve Özcan, A. G. D. M. (2018, Ocak). Dividend Payments and The Influence of Determinant Factors: A Study on Borsa Istanbul. Sözlü Bildiri, *The Sustainable Development of Economy And Administration: Problems and Perspectives, Baku Engineering University International Scientific and Practical Conference*. Bakü, 375-379.

Karyağdı, N. (2014). *Tüm yönleriyle kâr dağıtımı.* İstanbul: Maliye Hesap Uzmanları Derneği.

Khan, B., Zhao, Q., Iqbal, A., Ullah, I. ve Aziz, S. (2022). İnternal Dynamics of dividend policy in east-asia: A comparative study of japan and south korea. *SAGE Open, 12*(2).

Kılıç, U. H. (2012). *KOBİ sahipleri ve finansçı olmayan yöneticiler için finans*. Ankara: Sinemis Yayınları.

Kilinçarslan, E. (2018). The Factors determining the dividend policy of financial firms listed on the borsa istanbul. *Bogazici Journal*, *32*(1), 75-109.

Kluzek, M. ve Schmidt-Jessa, K. (2022). Special state aid measures during covid-19 and corporate dividend policy: Early evidence from polish public companies. *Economics and Business Review, 8*(1), 72-89.

Koç, İ. Ö. (2016). Şirketlerin temettü dağıtımının, asimetrik bilgi varlığında işaret olarak değerlendirilmesi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, 53*(613).

Komrattanapanya, P. ve Suntraruk, P. (2014). Factors influencing dividend payout in thailand: A tobit regression analysis. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, *3*(2), 255-268.

Korkmaz, T. ve Topaloğlu, E. E. (2019). Nakit kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen mikro ve makro değişkenlerin panel veri analizi ile tespit edilmesi: BİST 100 endeksi üzerine bir araştırma. *Pressacademia*, *6*(1), 1-18.

Kumkale, R. (2014). *Vergi ve muhasebe sözlüğü*. Ankara: Seçkin Yayınevi.

Kutlar, A. (2005). *Uygulamalı ekonometri*. Ankara: Nobel Yayınevi.

Kuzucu, N. (2015). Determinants of dividend policy: A panel data analysis for turkish listed firms. *International Journal of Business and Management, 10*(11), 149.

Kuwornu, J.K. ve Owusu-Nantwi, V. (2011). Macroeconomic variables and stock market returns: full information maximum likelihood estimation. *Resarch Journal of Finance and Accounting, 2(4), s. 49-63.*

Labhane, N. B., ve Mahakud, J. (2016). Determinants of dividend policy of Indian companies: A panel data analysis. *Paradigm*, *20*(1), 36-55.

La Porta, R., v.d., (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World, Journal of Finance 55, 1-33.

Lee, C.-W., Hsu, H.-H., Peng, S.-J. ve Nguyen, T. N. H. (2022). Exploring the determinants of company's dividend payout policy in vietnamese stock market. *Journal of Applied Finance & Banking*, *12*(2), 1-25.

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

Liao, W. J., Lin, Y. E., Li, X. Z. ve Chih, H. H. (2022). The Effects of Behavioral Foundations and Business Strategy on Corporate Dividend Policy. *Frontiers in Psychology*, *13*, 849238-849238.

Madura, J. (2010). *Financial Institüitions and market.* USA: South-Western Publishing.

Malik, F., Gul, S., Khan, M. T. ve Rehman, S. U. (2019). Factors influencing corporate dividend payout decisions of financial and non-financial firms. *Research Journal of Finance and Accounting*, *4*(1), 35-46.

Metin, N. (2002). *Nitel bağımlı değişken panel veri modelleri ile İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin başarısının tahmini.* Doktora tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.

Michayluk, D. (2009). Stock Splits, Stock Dividends, and Dividend Reinvestment Plans, "H.Kent Baker, Edt. (2009), Dividends and Dividend Policy, Kolb Series in Finance, John Wiley, içinde Chapter 22, ss.385-403.

Mili, M., Sahut, J. M. ve Teulon, F. (2017). Do corporate governance and ownership structure impact dividend policy in emerging market during financial crisis? *Journal of Applied Accounting Research*, *18*(3), 274-297.

Mirbagherijam, M. (2014). Asymmetric Effect of Inflation on Dividend Policy of Iran's Stocks Market. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, *4*(2), 337.

Mohyudin, K., Ahmad, R., Ishaq, H. M. ve Akram, M. (2022). Moderating role of ınvestment efficiency between board diversity and dividend policy: Evidence from pakistan. *iRASD Journal of Management*, *4*(2), 284-296.

Mundati, Z. W. (2013). The effects of macroekonomic variable on the divident payout of firms listed at the Nairobi securities Exchange. Doctoral Thesis, University of Nairobi, Nairobi.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance,* 9(3), s.575-592.

Nnadi, M., ve Tanna, S. K. (2011). Multivariate analyses of factors affecting dividend policy of acquired European banks. *Available at SSRN 1779510*.

Nyere, L. ve Wesson, N. (2019). Factors influencing dividend payout decisions: Evidence from south africa. *South African Journal of Business Management*, *50*(1), 1-16.

Okka, O. (2009). Analitik finansal yönetim: teori ve problemler. Ankara: Nobel Yayıncılık.

Ooi, J. (2001). Dividend payout characteristics of UK property companies. *Journal of Real Estate Portfolio Management, 7*(2), 133-142.

Osman, D. ve Mohammed, E. (2010). Dividend Policy in saudi. *The International Journal of Business and Finance Research*, *4*(1), 99-113.

Özdemir, M. (1997). *Finansal yönetim*. Ankara: Gazi Kitapevi.

Özer, M. ve Biçerli, K. (2003). Türkiye'de kadın işgücünün panel veri analizi. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 55-86.

Özvar, K. ve Ersoy, E. (2017). Sahiplik yapısının kâr dağıtım kararlarına etkisi: Panel tobit yöntemiyle bir analiz. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 9*(17), 129-147.

Paramita, R. W. D. (2020). Determinants of dividend policy. *Jurnal Ilmu Manajemen Advantage, 4*(1), 1-5.

Patra, T., Poshakwale, S. ve Ow-Yong, K. (2012). Determinants of Corporate Dividend Policy in Greece. *Applied Financial Economics, 22*(13).

Pekkaya, M. Kâr payı dağıtımının şirket değeri üzerine etkisi: İMKB 30 endeksi hisselerine bir analiz. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi,* 2(4), s. 183-209.

Pesaran, M. H., Ullah, A., ve Yamagata, T. A. (2008). Bias adjusted LM test of error cross section indepence. *Econometrics Journal*. 11, s. 105-107.

Pesaran, M. H. ve Yamagata, T. (2008). Testing slope homogeneity in large panels. *Journal of Econometrics.* 142, s. 50-93.

Pindyck, R. S. (2009). *Microeconimics.* USA: Pearson International Edition.

Ranti, U. O. (2013). Determinants of Dividend Policy: A study of selected listed Firms in Nigeria. *Manager,* (17), 107-119.

Razak, A., Fathihani, F., Wana, D., Riyadi, S., Suparmun, H., Indrasari, A. ve Endri, E. (2022). Determinants of dividend policy of manufacturing companies in indonesia. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 26*(1), 1-11.

Saban, M. ve Köse, Y. (2002). Anonim şirketlerde kâr dağıtım politikası ve üzerindeki yasal sınırlamalar. *Mali Çözüm Dergisi,* (61), s. 1-13.

Sakinç, İ. ve Güngör, S. (2015). Sahiplik yapısı ve temettü ilişkisi: İstanbul borsasında bir uygulama. *Ekonomi ve Kalkınma Çalışmaları Dergisi*, *3* (4), 19-30.

Sancak, E. (2011*). Resimli Türkçe-İngilizce ansiklopedik türev finansal araçlar sözlüğü.* İstanbul: Alkım Yayıncılık.

Sandıkçı, M. (2014). İşletmelerde Kâr Payı Dağıtım Politikaları ve Finansal Performans Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul'da Ampirik Bir Çalışma. *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya*.

Sanjari, T. ve Zarei, B. (2014). The study factors influencing corporate dividend policy of financial and non-financial firms on companies listed in tehran stock exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, *5*(21), 138-144.

Sarıkovanlık, V., Koy, A., Akkaya, M., Yıldırım, H. H. ve Kantar, L. (2019). *Finans biliminde ekonometri uygulamaları: Kavrami-uygulama-analiz.* Ankara: Seçkin Yayınevi.

Sasu, D., Abor, J. Y., Osei, A. K. (2017). Dividend policy and shareholders' value: evidence from listed companies in Ghana. African Development Review, 29 (2), 293–304.

Sayılgan, G., ve Süslü, C. (2011). Makroekonomik faktörlerin hisse senedi getirilerine etkisi: Türkiye ve gelişmekte olan piyasalar üzerine bir inceleme. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, *5*(1), 73-96.

Sayılgan, G. ve Gürdal, K. (2004). Yatırım ve yönetim kararları açısından kâr kavramındaki değişim. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Birimler Fakültesi Dergisi,* 22(1), s. 115-135.

Sevim, Ş. ve Daşcı, H. (2020). Halka açık şirketlerde kâr dağıtım politikalarını etkileyen faktörler üzerine bir araştırma. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, *12*(2), 1434-1446.

Shamsabadi, H. A., Min, B. S., & Chung, R. (2016). Corporate governance and dividend strategy: lessons from Australia. *International Journal of Managerial Finance*, *12*(5), 583-610.

Sharma, F.C. (2016). *Financial management*. New Delhi: SBPD Publications.

Smith Jr, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of financial Economics*, *32*(3), 263-292.

Stacescu, B. (2006). Dividend policy in switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*, *20*(2), 153-183.

Stereńczak, S. ve Kubiak, J. (2022). Dividend policy and stock liquidity: Lessons from central and eastern europe. *Research in International Business and Finance*, *62*, 101727.

Tabachnick, B. G. ve L. S. Fidell (2001). Using multivariate statistics. Needham Heights, MA, Allyn & Bacon.

Taşçı, H. ve Korkmaz, T. (2018). 2008 finansal krizinin BİST 100 endeksindeki firmalarının temettü dağıtım politikalarına etkisi. *Business and Economics Research Journal, 9*(3), 605-618.

Tatoğlu, F.Y. (2013). *Panel veri ekonometrisi, stata uygulamalı*. İstanbul: Beta Basım.

Tekin, B. ve Gör, Y. (2018). Şirketlerde kâr payı dağıtım kararı ile muhasebede muhafazakarlık kavramı arasındaki ilişkinin analizi: BİST100 örneği. *Uluslararası Yönetim ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 5*(9), 47-58.

Temiz, H. ve Hacıhasanoğlu, T. (2017). Temettü politikası, temettü dağıtım oranı ve finansal performans arasındaki ilişkinin incelenmesi. *İşletme Araştırmaları Dergisi, 9*(2), 133-149.

Topaloğlu, E. E. (2018). Bankalarda finansal kırılganlığı etkileyen faktörlerin panel veri analizi ile belirlenmesi. *EOÜ İİBF Dergisi*, 13(1), s. 15-38.

Toroslu, V. ve Durmuş, C. N. (2015*). Finansal tablolar analizi: kavramlar-analiz teknikleri.* Ankara: Seçkin Yayınevi.

Uludağ, B. K. ve Kurt, G. (2010). Are dividends disappearing or shrinking? Evidence from the ıstanbul stock exchange. *Emerging Markets Finance and Trade, 46*(2), 38-52.

Ün, T. (2015). *Stata ile panel veri analizi. S. Güriş (eds) Stata ile panel veri modelleri.* İstanbul: Der Kitapevi.

Van Horne, J.C. (2001). *Fundamentals of financial management.* Pretince- Hall, Inc.

Von Eije, J. H., & Megginson, W. L. (2006). Dividend policy in the European Union. *Available at SSRN 891035*.

Yaman, S. ve Korkmaz, T. (2021). Finansal başarısızlık modellerinin çalışma sermayesi yatırım ve finansman politikaları doğrultusunda incelenmesi: BİST'de karşılaştırmalı bir uygulama. *Gaziantep University Journal of Social Sciences*, 20(2), s. 591-610.

Yıldız, B. (2014). Firmalarda temettü politikalarını etkileyen unsurlar: BİST sanayi işletmeleri üzerine bir panel veri uygulaması. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi,* 10(10), s. 185-206.

Yıldız, B., Gökbulut, R. İ. ve Korkmaz, T. (2014). Firmalarda temettü politikalarını etkileyen unsurlar: BİST sanayi işletmeleri üzerine bir panel veri uygulaması. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi,* 10(1), s. 185-206.

Yıldız, I. (2022). *Kar payı dağıtım politikasının mikro-makro belirleyicileri: BIST SINAİ endeksi üzerine ekonometrik bir araştırma* (Master's thesis).

Warner, S. (2014). *Bütçe ve muhasebe sırları*. İstanbul: NTV Yayınları.

Xu, X., Lin, C. ve Yan, Y. (2021). Covid-19 crisis and corporate cash dividend policies: Evidence from chinese listed companies. *Applied Economics Letters*, 1-9.