

KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI HİSSE SENEDİ DEĞERİNİN NEDENİ MİDİR? BİST TEMETTÜ ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA¹

ARE DIVIDEND POLICIES THE CAUSE OF STOCK PRICE? AN APPLICATION ON THE BİST DIVIDEND INDEX

Ayşegül ERTUĞRUL 

*Araştırma Makalesi /Geliş Tarihi: 08.05.2024
Kabul Tarihi: 30.09.2024*

Öz

İşletmeler rekabet ortamlarında varlıklarını sürdürebilmek için işletme değerlerini arttırmak durumundadırlar. Değer maksimizasyonu hisse senedi değeri artışını da sağlamaktadır. Bu açıdan çalışmada hisse senedi değeri ile işletmelerde finansal yönetimin amaçlarından olan kar payı dağıtım politikaları arasındaki ilişki incelenmiştir. Hisse değeri olarak Piyasa Değeri/Defter Değeri(PDDD), kar payı dağıtımı olarak ise Dağıtılan Kar/Toplam Net Kar(DKTK) oranları kullanılmıştır. 2013-2023 yıllarına ait BIST temettü endeksinde faaliyet gösteren 53 adet işletmenin yıllık verileri kullanılmıştır. Araştırmada Panel Nedensellik testlerinden VECM testi yapılmıştır. Elde edilen bulgulara göre Dağıtılan Kar Payı/Net Kar(DKNK) ile Piyasa Değeri/Defter Değeri(PDDD) arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmazken, uzun dönemde değişkenler arasında çift yönlü bir nedensellik olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Böylece işletmelerde kar dağıtım politikalarının kısa dönemde hisse senedi değerini etkilemediği, uzun dönemde kar payı dağıtım politikalarının ise hisse senedi değerini etkilediği sonucuna varılmıştır. Uzun dönemde değişkenler arasında ilişki CCEMG ve FMOLS katsayı tahmincileri ile tahmin edilmiş, işletme değeri ile dağıtılan kar arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kar Payı Dağıtım Politikaları, Hisse Senedi Değeri, Panel Nedensellik Analizi

JEL Sınıflaması: G30, G12, C23

Abstract

Businesses need to increase their firm value in order to survive in competitive environments. Value maximization also leads to an increase in stock value. In this respect, the study examines the relationship between stock value and dividend policies, which are among the objectives of financial management in enterprises. Market Value/Book Value ratios are used as stock value and Distributed Profit/Total Net Profit ratios are used as dividend distribution. Annual data of 53 enterprises operating in the BIST dividend index for the years 2013-2023 are used. VECM test, which is one of the Panel Causality tests, was conducted in the research. According to the findings, while there is no significant relationship between Dividends Distributed/Net Profit and Market Value/Book Value, it is concluded that there is a bidirectional causality between the variables in the long run. Thus, it is concluded that dividend policies do not affect the stock value in the short run, while dividend policies affect the stock value in the long run. In the long run, the relationship between the variables is estimated with CCEMG and FMOLS coefficient estimators and a negative relationship is found between firm value and dividend.

Keywords: Dividend Policies, Stock Value, Panel Causality Analysis

JEL Classification: G30, G12, C23

¹ **Bibliyografik Bilgi (APA):** FESA Dergisi, 2024; 9(3) , 272-283 / DOI: 10.29106/fesa.1480484

* Dr. Öğr. Üyesi, İstanbul Gelişim Üniversitesi UBF, aertugrul@gelisim.edu.tr, İstanbul – Türkiye, ORCID: 0000-0002-6564-6326.

1. Giriş

Kar payını, şletmelerin elde ettikleri dönem sonu karının belirli bir kısmının payları ölçüsünde ortaklara dağıtılan bölümü olarak tanımlamak mümkündür (Demir, 2001). Finans literatüründe kar payı dağıtım politikaları şletmelerin değerlerini etkilemesi açısından önemli araştırma konusu olmuştur. Kar payı dağıtım politikası bir şletmenin elde ettiği karın ne kadarlık kısmını şletmede bırakıp ne kadarlık bölümünü dağıtacağının kararının verilmesi ile ilgilidir (Ede, 2016). şletmelerin temel hedefinin şletme değerinin maksimize edilmesi olduğu düşünöldüğünde çalışmanın önemi de artmaktadır. Halka açık şletmeler elde ettikleri karı zaman zaman şletmede alıkoymayı bazen de kar payı olarak ortaklara dağıtmayı tercih ederler. Özellikle büyümesini tamamlamamış şletmeler büyümek ve sürdürülebilirlik amacıyla yatırım yapmak durumundadırlar. Yatırım yapmak için de finansmana ihtiyaç duyan şletmeler elde ettikleri karları yatırımda kullanmaktadırlar. şletmeler doğru yatırımı yaptıklarında büyümelerini sağlayacak ve hisse senedi değerlerini de bu şekilde arttırabileceklerdir.

Bir şletmenin hisse değerini etkileyen birçok faktör olduğu düşünölmektedir. Bu faktörler makro ve mikro faktörler olarak sınıflandırıldığında makro faktörlerin ölk ekonomisine ait enflasyon, faiz oranı, işsizlik oranı vb. faktörlerden oluşurken, şletmeye özgü faktörler ise şletmelerin mali durum oranları, faaliyet oranları, yönetsel becerileri gibi faktörlerden etkilendiği bilinmektedir (Güngör ve Kaygın, 2015)

Hisse senetleri borç enstrümanlarına göre daha yüksek risk taşıırken yatırımcıların almış oldukları riske karşılıklıta yüksek getiri beklentileri bulunabilmektedir. Yatırımcıların her zaman rasyonel davranmadığı ve yatırımcılarında risk algılarının değişkenlik gösterdiği bilinmektedir. Özellikle risk seven yatırımcılar hisse senedi yatırımlarından sermaye kazancı elde etme eğilimdeyken, riski sevmeyen yatırımcıların ise kar payı dağıtımını tercih ettikleri gözlemlenmiştir (Günalp vd., 2010) şletmeler bu açılardan da düşünöldüğünde kar payı dağıtım politikalarını nasıl belirleyeceklerini planlamak zorundadırlar. şletmelerin kar payı dağıtım politikalarının hisse senedi değeri üzerinde etkili olup olmadığı henüz net bir şekilde ortaya konulamamıştır. Bunun sebebinin ise şletmelerin büyüklük, sektörde faaliyette bulunma süreleri, sermaye yapıları, yatırımcı profilleri, faaliyet alanları gibi nedenlerden kaynaklanabileceği düşünölmektedir. Bir şletme için kar payı dağıtım politikalarının hisse senedi değeri üzerindeki etkisinin bilinmesi ne derece önemli ise, benzer şekilde de profesyonel portföy yatırımcıları için de o denli önemlidir.

Bu çalışmada ikinci bölümünde kar payı dağıtım politikalarına ilişkin teorilerden bahsedilmiş ve ardından konu ile ilgili yapılan çalışmalara yer verilmiştir. Ardından ise BİST Temettü Endeksinde faaliyet gösteren şletmelerin kar payı dağıtımları ile şletmeler değerleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Verilerine ulaşılan ve düzenli temettü dağıtımını yapan 53 adet şletmenin 2013-2023 yıllarına ait yıllık verileri Panel Nedensellik analizi ile kısa ve uzun dönem ilişkileri değerlendirilmiş, ardından FMOLS ve CEEMG tahminçileri ile katsayıları tahmin edilmiştir.

şletme değerinin bu denli önemli olduğu bir noktada şletme değerini etkileyeceği düşünölen kar payı dağıtım politikalarının incelendiği bu araştırma, şletmelerin kısa ve uzun dönemde değerlerini arttırabilmeleri için nakit temettü dağıtımlarının etkisini görebilmek açısından önemlidir. Ayrıca araştırmada şletme değeri olarak önemli bir performans göstergesi olarak bilinen Piyasa Değeri / Defter Değeri oranının kullanılması çalışma için bir diğer katkı olarak düşünölmektedir.

2. Kar Payı Dağıtım Politikası ve Literatür Taraması

Finans literatüründe kar payı dağıtım politikaları önemli bir yer tutmaktadır. Bu önemden dolayı da geçmişten günümüze gelene kadar ki süreçte kar payı dağıtım politikaları ile şletme değeri arasındaki ilişki incelenmiş ve araştırmacılar tarafından elde edilen bulgulara göre ise hala kar payı dağıtım politikaları ile şletme değeri arasında bir ilişki olup olmadığı gizemini korumaktadır. Çalışmanın bu bölümünde literatürde yer alan kar payı dağıtım politikalarına ve bu konu ile ilgili yapılan çalışmalar ve bulgularına yer verilmiştir.

2.1. Kar Payı Dağıtım Politikaları

Kar payı dağıtım politikalarının şletme değerini etkileyip etkilemediği ile ilgili çok sayıda teori bulunmaktadır. Çalışmanın bu aşamasında finans literatüründe kar payı dağıtımını ile ilgili olarak ortaya atılan teorilere yer verilmiştir.

Modigliani ve Miller Kar payı İlişkisizliği Teorisi: Merton Miller ve FrancoModigliani (MM) tarafından 1961 yılında geliştirilen bu yaklaşımda şletmelerin değerinin kar payı dağıtımından bağımsız olduğu savunulmuştur. Verginin olmadığı, piyasaların tam rekabet ortamında ve etkin olduğu durumlarda kar payı dağıtan veya

dağıtmayan işletmelerde işletme değerinin bundan etkilenmeyeceği ve değer değişiminin olmayacağını savunmaktadır. Bir piyasanın etkin olması Fama tarafından literatüre kazandırılmış olan Etkin Piyasalar Hipotezi kavramı finansal varlıklara dair bilgiler ile ilişkilendirilmiş ve varlıklara dair olan tüm bilgilerin var olan fiyata yansıdığını dolayısıyla yeni bir bilgi ile ekstra kazançlar elde edilemeyeceği savunulmuştur. Fama (1970) yapmış olduğu çalışmasında etkinlik kavramını üçe ayırmıştır. Eğer piyasalar zayıf formda etkin ise geçmiş fiyat hareketlerinin kullanımının yeni fiyatı tahmin etmede işe yaramayacağını, eğer piyasalar yarı güçlü formda etkinse hem geçmiş fiyat hareketlerinin hem de kamuya açıklanan bilgilerin şuan ki fiyata yansıdığını ifade etmiştir. Güçlü formda etkinlikte ise, geçmiş fiyat bilgileri, kamuya açıklanan bilgiler ve de içerden öğrenilen bilgilerin var olan fiyata yansıdığını için bu bilgiler ile ekstra kazançlar elde edilemeyeceğini savunmuştur. MM piyasaların etkin olması durumunda karın dağıtılması veya dağıtılmadan işletme içerisinde bırakılmasının firmanın değerini etkilemeyeceğini ifade etmiştir. Özetle bu yaklaşımda yatırımcının kendi tercihi etkili olmaktadır.

Müşteri Etkisi Yaklaşımı: Yatırımcılar vergi matrahları açısından yüksek veya normal vergi ödeyen sınıf olmak üzere gruplanabilmektedirler. Yatırımcılar tercihlerini yaparken ödedikleri vergi miktarlarına göre tercih yapabilmektedirler (Zeren, 2017; Faedfar vd., 2021). Teoride yüksek vergi ödeyen yatırımcıların sermaye kazancını, daha düşük vergi ödeyen yatırımcıların ise kar payı ödenmesini tercih ettikleri belirtilmiştir. Müşteri gruplarının tercihlerinin farklılaşması ise müşteri etkisi olarak ifade edilmiştir (Tekin ve Çiçek, 2005). Yatırımcılar kar payı ödenmesini tercih ediyorlarsa sermaye kazancını beklemekten vazgeçerek hisse senedini elden çıkartacaktır. Hisse senetlerine olan talebin azalması ile hisse değeri kısa vadede düşecek ancak sermaye kazancını tercih eden yüksek vergi ödeyen yatırımcılar tarafından talep yaratılarak tekrar fiyatın yükseleceği düşünülmektedir (Barak, 2006). Böylece hisse değeri ile kar payı dağıtımı arasında uzun vadede bir değişiklik olmayacaktır.

Eldeki Kuş Teorisi: Gordon (1959) ve Lintner (1962) tarafından geliştirilmiş olan bu teoride yatırımcıların risk algılarının önemli bir nokta olduğuna dikkat çekilmiştir. Risk almayı seven yatırımcılar sermaye kazancını tercih edecekken, risk almayı tercih etmeyen yatırımcılar ise temettü dağıtımını tercih edeceklerdir. Bu teorideki temel fikir “Eldeki bir kuş daldaki iki kuştan iyidir” olarak tanımlanabilmektedir (Günalp vd., 2010; Özvar ve Ersoy, 2015). Yatırımcılar burada ilerideki belirsizliklerden dolayı elde edecekleri nakit cinsinden kar payını sermaye kazancına tercih etmektedirler. Bu teorinin temel varsayımları ise yatırımcıların işletmelerin ileride elde edebilecekleri karlılık değerleri hakkında eksik bilgiye sahip olmaları, almış oldukları nakit temettülerin farklı yatırım alanlarına dönüştürülebilmesi imkanı, nakit temettü dağıtımlarının güçlü ve olumlu sinyal etkisi yaratması şeklinde tanımlanmıştır (Sakarya vd., 2018).

Sinyal Etkisi Yaklaşımı: MM tarafından geliştirilmiş olan kar payı ilişkisizliği yaklaşımının aksine Sinyal Teorisinde firma yöneticileri firma dışında bulunan yatırımcılardan firma hakkında daha fazla bilgiye sahiptirler (Bernhardt vd., 2005; Otluoğlu ve Seval, 2017). Bu durum bilgi asimetrisi sorununu ortaya çıkarmaktadır. Bu durumun olumsuz etkilerini ortadan kaldırmak amacıyla yöneticiler temettü ödemesinde bulunarak firmanın durumu ile ilgili bilgileri yatırımcılara aktarabilmektedirler. MM 1961 yılında yazmış olduğu kar payı ilişkisizliği teorisinde hisse değerinin dağıtılan kar payı miktarından bağımsız olması durumunun piyasaların etkin olması durumunda olacağını savunmuştur. Ancak yine aynı çalışmasında piyasaların etkin olmadığı durumlarda firmaların kar payı dağıtmasının onların gelecekleri hakkında yatırımcılara olumlu sinyaller gönderdiğini de eklemiştir. Yani işletmelerde kar payı dağıtımının güçlü bir sinyal etkisi göndererek hisse senedi değerinin artabileceğine dikkat çekmiştir (Kaymaz, 2010; Koç, 2016). Sonuç olarak bu teoriye göre kar payı dağıtımı hisse değerini arttıracak ve kar payı dağıtımı azaldığı durumda da hisse senedi değeri azalacaktır (Pekkaya, 2006).

Vergi Tercihleri Yaklaşımı: Bu teoriye göre yatırımcılar temettülere vergi yükümlülüğü olması dolayısıyla işletmelerden daha düşük temettü ödemesi tercih edeceklerdir (Baker ve Powell, 2005). Yatırımcılar tarafından karın temettü olarak dağıtılmak yerine işletmede alıkonulması ile sermaye kazancı elde etmeyi daha düşük vergi ödemek amacıyla tercih ettikleri savunulmaktadır. Genellikle sermaye kazancı ve temettü gelirlerine uygulanan vergi oranları değişkenlik göstermekte (Boztosun, 2006) bu durumda müşteri gruplarının farklılaşmasına neden olmaktadır. Bunun nihai sonucu olarak ta yatırımcıların daha az vergi ödemek adına tercihleri değişmektedir. Bu teoride temettü gelirlerine ödenen verginin sermaye kazancına ödenen vergiden daha yüksek olması durumunda kar payı dağıtımı ile hisse değeri arasında negatif bir ilişkinin var olacağını savunulmuştur (Kuzu ve Çelik, 2020).

Temsil Maliyeti Teorisi: Bu teori Jensen ve Meckling tarafından 1976 yılında ortaya atılmıştır. Teoriye göre işletme yöneticileri ile hisse senedi sahiplerinin çıkar çatışmalarından dolayı ortaya bir takım maliyetlerin çıkacağını savunmaktadır. Burada ortaya çıkan maliyetlerin, yöneticilerin hisse senedi sahiplerinin çıkarlarından

ziyade kendi çıkarlarını ön planda tutmalarından dolayı ortaya çıktığı iddiası ile oluştuğu belirtilmektedir. Bu duruma bir örnek vermek gerekirse yöneticiler işletmeye yüksek getiri sağlamayan ancak kendileri için yüksek avantaj sağlayabilecek bir yatırımı yapmayı tercih ederek işletme sahiplerini bir takım maliyetler ile karşı karşıya bırakabilirler ve böylece hisse senedi sahipleri bu maliyetleri karşılamakla yükümlü durumda olurlar. Yüksek nakit akışına sahip olan işletmelerde hisse senedi sahipleri bu nakit akışlarının işletmede kalması yerine temettü olarak dağıtılmasını tercih edeceklerdir (Yıldız vd., 2014; Arsoy, 2015). Bu sayede verimsiz yatırımların önüne geçilerek temsilcilik maliyetleri de azaltacak ve böylece işletme değeri de artacaktır (Söylemez, 2007).

Ömür Döngüsü Teorisi: Literatürde yer alan teorilerin yanında bir takım davranışsal olmayan kar payı dağıtım politikası teorileri de yer almaktadır. Bunlardan en önemlisi ve yapılan çalışmalar ile desteklenen Ömür Döngüsü Teorisi'dir. İşletmelerin ömür döngüsünün işletmeler için başlangıç, büyüme, olgunluk ve düşüş aşamalarından oluştuğu şeklinde ifade edilebilmektedir (Karakelleoğlu, 2014; Öktem, 2015). Ömür döngüsünde başlangıç aşamasında ve büyüme aşamasında olan işletmelerin daha düşük karlılıklara ve nakit girişlerine sahip olduklarından dolayı daha düşük miktarlarda kar payı dağıttıkları, aksine büyümesini tamamlamış ve artık olgunluk düzeyine gelmiş işletmelerin ise daha yüksek miktarda kar payı dağıttıkları yapılan çalışmalar ile desteklenmiştir (Faedfarvs., 2021). Büyümesini tamamlamış olan işletmelerin yatırım düzeyleri azaldığından dolayı elde ettikleri karları yatırıma dönüştürmek yerine kar payı olarak dağıttıkları bilinmektedir. Sonuç olarak bu teoride işletmelerin dağıttıkları kar payları ve değerleri onların yaşam döngü aşamaları ile ilişkili oldukları savunulmaktadır.

2.2. Literatür Taraması

Araştırmanın bu aşamasında Türkiye ve dünyada kar payı dağıtım politikaları ile hisse senedi değeri arasındaki ilişkileri inceleyen çalışmalar ve bunlara ait elde edilen bulgulara yer verilmiştir.

Pekkaya (2006) İMKB 30 endeksine dahil olan 19 adet işletmenin kar payı dağıtımları ile firma değeri (hisse senedinin t zamanındaki fiyatı) arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analiz yöntemi olarak regresyon analizini kullanan yazar 1987-2006 yıllarına ait verileri analize dahil etmiştir. Elde ettiği bulgulara göre bazı firmaların kar payı dağıtım politikaları ile işletme değerleri arasında pozitif anlamlı ilişkiler bulunmuşken bazı işletmeler için bu ilişki negatif yönlü olmuştur. Bu durumda kar payı bilmeccesini destekler nitelikte olmuştur.

Günalp vd. (2010) yapmış oldukları çalışmalarında İMKB'de işlem gören 83 adet işletmenin kar payı dağıtım oranları ile hisse senedi getirisi (Orijinal fiyat verileri kapanış fiyatı şeklinde olup, i nei hissenin t günündeki getirisi) arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Analiz dönemi olarak 2003-2007 yıllarına ait verileri kullanan yazarlar yöntem olarak regresyon analizini kullanmış ve değişkenler arasında negatif anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Ghalandari (2013) Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 120 adet işletmenin uyguladıkları kar payı dağıtım politikaları ile işletme değerleri arasındaki ilişkiyi değerlendirmiştir. Değerlendirmede önemli bir bakış açısı katarak büyüme fırsatları açısından işletmeleri gruplandırmıştır. Büyüme fırsatı yüksek olan işletmelerde kar payı dağıtım politikası ile işletme değeri arasındaki ilişki negatif yönlü olurken, büyümenin olmadığı durumlarda bu ilişkinin pozitif olduğu sonucuna varmıştır.

Demirel (2014) yılında yapmış olduğu çalışmasında BIST 30 endeksinde işlem gören firmaların kar payı dağıtım oranları ile işletme değerleri (2004-2013 yılları arasında yılsonu piyasa değerleri toplanıp derlenmiştir. Aralık ayının son işlem günü, söz konusu hisse senedin yılsonu piyasa değeri olarak hesaplamalara katılmıştır) arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analiz yöntemi olarak regresyonu tercih eden yazar veri dönemi olarak ise 2004-2013 yıllarını değerlendirmiştir. Elde ettiği sonuçlara göre kar payı dağıtım politikaları ile hisse senedi fiyatı arasında anlamlı pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Yıldız vd. (2012) çalışmasında İMKB'de işlem gören sanayi işletmelerinin kar payı dağıtım oranlarını etkileyen faktörleri incelemiştir. Analiz dönemi olarak 2003-2010 yılları arasındaki verileri kullanan yazar, kar payı dağıtım politikalarını etkileyen en önemli değerşkenin vergi olduğunu ardından ise işletmelerin karlılık oranları, işletme büyüklüklerinin, büyüme fırsatlarının ve risk düzeylerinin olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

İleri (2016) yapmış olduğu araştirmasında otomotiv sektöründe faaliyet gösteren halka açık işletmelerin nakit kar payı dağıtım oranları ile işletme değerleri (nakit kâr payı ödemelerinden önceki ve sonraki tarihlere ait pay senetlerinin piyasa değerleri) arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analiz yöntemi olarak t testi kullanan yazar kar payı ödenmeden önce ve sonrası durumunda işletme değerlerindeki farklılaşmaları incelemiştir. Elde ettiği sonuca göre

kar payı dağıtımının işletme değerini etkilemediği yani gruplar arasında anlamlı farklılıklara ulaşılamadığı bulgusuna ulaşmıştır.

Çelik vd.(2016) çalışmalarında BİST’te imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin kar payı dağıtım politikaları ile işletme değerleri (yıllık ortalama getiri) arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analiz yöntemi olarak regresyon ve t testlerini kullanan yazarlar, yıllık dönemde yapılan analizde iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulamazken, 5 yıllık dönem baz alındığında ise kar payı dağıtım politikaları ile işletme değeri arasında pozitif anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Sonuç olarak kısa dönemde kar payı bilmececi devam ederken uzun vadede ilişkinin varlığı desteklenmiştir.

Zeren (2017) çalışmasında BİST Temettü 25 endeksinde faaliyet gösteren işletmelerin 2001-2017 yıllarına ait verilerini kullanarak kar payı dağıtım politikaları ile işletme değeri (kar payı dağıtımını takip eden onuncu gündeki hisse fiyatını ve dağıtımından önceki onuncu günün hisse fiyatı değişim değeri) arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analiz yöntemi olarak Pedroni, Kao, Cusum ve Westerlund- Edgerton panel eşbütünleşme testleri ve DOLS/FMOLS eş bütünleşme tahminicileri kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, kar payı dağıtım politikaları ile işletme değeri arasında bir ilişki bulunamamıştır.

Liono vd. (2017) çalışmasında Endonezya Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören imalat işletmeleri üzerinde kar payı dağıtım politikaları ile firma karlılığı (ROE) arasındaki ilişkiyi incelemiş ve negatif anlamlı bir ilişki bulgusuna ulaşmıştır. Tamrin vd.(2018) ise yine Endonezya Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören 146 imalat sektöründe faaliyet gösteren işletme üzerinde yapmış oldukları çalışmalarında kar payı dağıtımının işletme değeri (Fiyat/ Kazanç, Piyasa Değeri/ Defter Değeri) üzerinde olumlu bir ilişkinin olmasının yanı sıra ilişkiyi anlamsız bulmuşlardır.

Süsay ve Tanrıöven (2018) çalışmalarında BİST 100 endeksinde işlem gören sportif ve finansal olmayan işletmelerin 2010-2017 yıllarına ait verilerini kullanmışlardır. Çalışmalarında kar payı dağıtımının hisse senedi fiyatı ile ilişkisini analiz eden yazarlar yöntem olarak Wilcoxon Signed Rank Test’ini kullanarak kar payı dağıtımının hisse senedi değeri üzerinde etkili olduğunu aynı zamanda nakit kar payı dağıtımının hisse fiyatına daha yüksek etkide bulunduğunu gözlemlemişlerdir.

Baker vd.(2018) anket yöntemi kullandıkları çalışmalarında yönetici pozisyonunda bulunanların kar payı dağıtım politikalarına dair görüşlerini değerlendirmişlerdir. Sonuç olarak sinyal etkisi, ömür döngüsü teorilerinin geçerli olduğunu ancak vergi tercihleri yaklaşımı ve temsilcilik maliyeti yaklaşımlarının geçerli olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Hansda vd. (2020) çalışmalarında Bombay Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören 500 adet işletmenin kar payı dağıtım politikaları ile işletme değerleri (Tobins’s Q ve Fiyat/ Kazanç) arasındaki ilişkiyi değerlendirmiş ve kriz dönemleri haricinde iki değişken arasında bir ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Şit (2021) çalışmasında BİST Temettü 25 endeksinde işlem gören işletmelerin değeri (Piyasa Değeri/Defter Değeri) ile temettü dağıtım oranları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 2010-2021 yılları çeyrek dönem verilerini kullanan yazar analiz yöntemi olarak Durbin-H eşbütünleşme analizi ve CCE katsayı tahminicilerini kullanmışlardır. Elde ettiği sonuca göre uzun vadede değişkenler arasında ilişki olduğu sonucuna varmıştır.

Camgöz (2022) çalışmasında Aralık 2011- Kasım 2021 tarihleri arasında BİST 100 endeksinde süreklilik gösteren ve kesintisiz bir şekilde temettü ödemesinde bulunan işletmelerin y sonu hisse senedi kapanış fiyatları ve temettü verimlerini veri olarak almıştır. Analiz yöntemi olarak Toda-Yamamoto ve Hatemi-J (2012) testlerini kullanan yazar, bir takım hisse senetlerindeki temettü veriminden hisse senedi fiyatlarına doğru nedenselliğin olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Yenilmez (2022) çalışmasında BİST 100 endeksinde faaliyet gösteren lastik, demir-çelik, otomotiv ve kimya sektöründe bulunan işletmelerin 2000-2021 yıllarına ait yıllık verileri analiz edilmiştir. Çalışmasında piyasanın hızlı ve yavaş olduğu dönemlerde işletmelerin dağıttıkları kar paylarının işletme performansına olan etkisini incelemiştir. Sonuç olarak işletme performansı ile kar payı dağıtım politikası arasında piyasanın yavaşladığı dönemde otomotiv, lastik ve kimya sektörlerinde anlamlı pozitif bir ilişki olduğu, genişleme dönemlerinde temettü dağıtımlarındaki artışın kimya ve ilaç sektörü haricinde firma performansını azalttığı sonucuna ulaşmıştır.

Tunçel vd.(2023) çalışmalarında BİST 50 endeksinde faaliyet gösteren işletmelerin 2010-2022 yıllarına ait nakdi kar payı oranları ile işletme değerleri (kâr payı dağıtımının 10 gün öncesindeki ve 10 gün sonrasındaki hisse senedi

fiyatları baz alınarak hisse senedi fiyatındaki değişim hesaplanmıştır) arasındaki ilişki panel eş bütünleşme testleri ve FMOLS eş bütünleşme tahmincisi ile araştırılmıştır. Elde ettikleri sonuçlara göre işletmelerde dağıtılan kar payı oranları ile işletme değerleri arasındaki ilişkinin işletmelere göre farklılık gösterdiği bulgusuna ulaşmışlardır.

Uluslararası piyasalarda yapılan diğer çalışmalar ise, Amidu (2007) araştırmasında Gana borsasında işlem gören halka açık işletmelerin kar payı dağıtım oranları ile işletme değerleri arasındaki ilişkileri incelemiş ve negatif anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna varmıştır. Ramadan vd. (2013) araştırmasında Ürdün’de faaliyet gösteren işletmelerin 2000-2011 yıllarına ait verilerini kullanarak temettü dağıtımı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi değerlendirmiştir. Sonuca göre işletme değeri ile kar payı dağıtım oranı arasında bir ilişki bulunamamıştır. Sukmawardini & Ardiansari (2018) çalışmalarında Endonezya Borsasında işlem gören on dört adet imalat işletmesinin kar payı dağıtım oranı ile işletme değeri (Fiyat/ Defter Değeri) arasındaki ilişkiyi incelemiş ve sonuç olarak iki değişken arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki tespit etmiştir. Eryomin vd. (2021), 2013-2019 yıllarında Moskova Borsasında faaliyet gösteren işletmelerin temettü dağıtım oranları ile büyüme oranı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Elde ettikleri sonuçlara göre değişkenler arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu sonucuna varmışlardır. Jatoi vd. (2023) Pakistan’da faaliyet gösteren ve mali sektör dışında kalan işletmelerin kar payı dağıtım oranları ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemiş ve sonuç olarak temettü dağıtım politikaları ile işletme performansı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

3. Uygulama

3.1. Araştırmanın Amacı, Veri Seti ve Hipotezleri

İşletmeler için değer en çoklaması en önemli amaçlardandır. Bu amaç doğrultusunda halka açık olan işletmelerin değerlerinin artması aynı zamanda hisse senedi değerlerinin artırılmasıyla sağlanabilmektedir. Hisse senedi değerini etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Bu faktörlerden bir tanesi de işletmelerin uyguladığı kar payı dağıtım politikalarıdır. İşletmeler uyguladıkları kar payı dağıtım politikaları ile hisse senedi değerlerini ve dolayısıyla da işletme değerlerini arttırabilmektedirler. Çalışmada hisse senedini etkileyen bir faktörün de kar payı dağıtım politikaları olup olmadığı incelenmiş ve bunun için BIST Temettü endeksinde faaliyet gösteren ve düzenli temettü dağıtım yapan 53 adet işletmenin Dağıtılan Kar/Net Kar (DKNK) ile Piyasa Değeri/Defter Değeri (PDDD) oranları FİNNET veri tabanından elde edilmiştir. Araştırmanın zaman aralığı ise 2013-2023 yılları arası yıllık oranları şeklinde belirlenmiştir. Araştırmanın ana hipotezi ise aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur.

H₀: Kar payı dağıtım politikaları ile hisse senedi değeri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H₁: Kar payı dağıtım politikaları ile hisse senedi değeri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Araştırmada kullanılan verilere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 1’de sunulmuştur.

Tablo 1. Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri

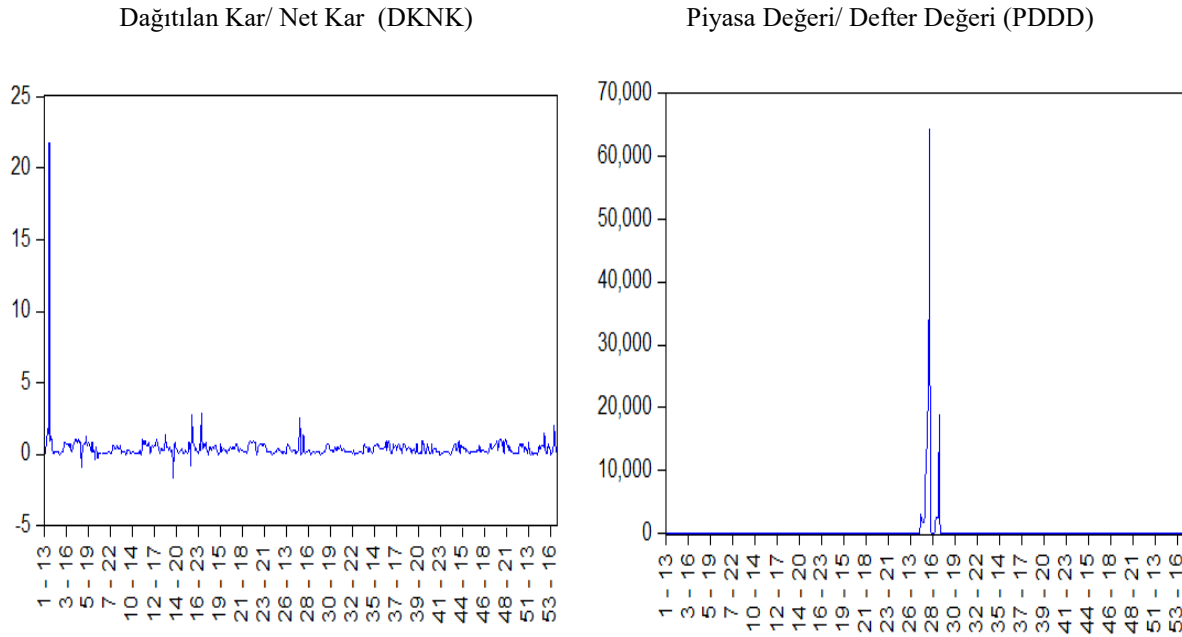
Değişkenler	Dağıtılan Kar/Net Kar (DKNK)	Piyasa Değeri/Defter Değeri(PDDD)
Ortalama	0.401	305.823
Ortanca	0.289	1.515
Maksimum	21.830	64394.180
Minimum	-1.642	0.000
Standart Sapma	0.964	3125.225
Gözlem	582	582

Tablo 1 incelendiğinde Dağıtılan Kar/Net Kar oranının ortalama değerinin 0.401 olduğu ortanca değerin ise 0.289 olduğu görülmüştür. Ortalama dağıtılan kar oranının ortalama ve ortanca değerlerinin birbirlerine yakın olduğu görülürken, analize dahil edilmiş olan 53 adet işletmenin dağıtılan kar oranlarının birbirlerine yakın olduğu görülmüştür. Dağıtılan kar oranının en yüksek olduğu değerin 21.830 olduğu ve en düşük kar payı dağıtım oranının ise -1.642 olduğu gözlemlenmiştir. Genel olarak 53 adet işletmenin kar dağıtım oranlarının birbirine yakın olduğu aynı zamanda standart sapma değerinin de düşük olması ile desteklenmektedir (0.964). Genel olarak 2013-2023 yıllarında analize dahil edilen işletmelerin benzer oranlarda kar dağıttıkları elde edilen sonuçlardan yola çıkarak söylenebilir. İşletmelerin değerini gösteren önemli bir gösterge olan Piyasa Değeri/ Defter Değeri (PDDD) oranı açısından işletmeler incelendiğinde ortalama değerin 305.823 olduğu görülürken ortanca değer ile yüksek düzeyde farklılık olduğu da görülmektedir. Benzer şekilde en yüksek değere sahip olan işletmenin 64394.180 olduğu ve en

düşük değerin 0.000 olduğu görölürken, standart sapmanın da oldukça yüksek olduğu gözlemlenmiştir. Analize dahil edilen işletmelerin 2013-2023 yıllarında Piyasa Değeri/Defter Değeri (PDDD) oranlarının dalgalı bir seyir izlediği yorumu da yapılabilmektedir.

Araştırmada kullanılan değişkenlerin yıllar itibariyle değişimin görölmesine imkan veren grafikler ise Şekil 1’ de görölmemektedir.

Şekil 1. Dağıtılan Kar/ Net Kar ile Piyasa Değeri/ Defter Değeri Oranlarının Grafikselsel Gösterimi



Şekil 1 incelendiğinde DKNK değişkeninin değeriinin durağan bir seyir izlediği ve dalgalanmanın 2013 yılında olduğu görölürken, PDDD oranının ise 2013- 2016 ve 2019 yıllarında çok yüksek bir seyir izlediği görölümüştür.

3.2. Birim Kök ve Yatay Kesit Bağımlılığı Testleri

Araştırmada kullanılan değişkenlerin zamana bağlı olarak birbirleri ile ilişkili olması durumu zaman serilerinde oldukça sık rastlanılan bir durumdur. Bu açıdan değişkenlerden elde edilecek sonuçların anlamlı olabilmesi için öncelikle durağan olması gerekmektedir. Serilerin durağan olup olmadığının test edilmesi ise birim kök testleri ile gerçeksletirilmektedir. Araştırmada kullanılacak birim kök testi seğimi ise yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik durumlarına göre değişkenlik göstermektedir.

Yatay kesit bağımlılığı, yatay kesit değişkenlerinin almış olduğu değeri arasında korelasyon olması olarak tanımlanmaktadır (Dizgil, 2019; Karakuş, 2021). Birinci nesil birim kök testleri değişkenler arasında bir korelasyon olmadığı varsayımına dayanır ve eğer serideki değişkenler arasında korelasyon varsa elde edilen sonuçlar yanlış ve yanıltıcı olmaktadır. İkinci nesil birim kök testleri ise yatay kesitler arasında bir ilişkinin olduğu ve birinde yaşanacak olan değişimin diğerini de etkileyeceği varsayımına dayanmaktadır. Dolayısıyla seride kullanılan yatay kesitler arasında korelasyon durumu söz konusu olduğunda ikinci nesil birim kök testleri kullanılması uygun olmaktadır (Tülümce ve Zeren, 2013; Yıldırım, 2019). Bu yüzden birim kök testleri uygulanmadan önce yatay kesit bağımlılığının olup olmadığı test edilmesi gerekmektedir. Yatay kesit bağımlılığı testlerinden hangisinin daha doğru sonuç vereceğine karar vermek için ise kullanılan değişken serilerinin zaman boyutu (T) ve yatay kesit boyutu (N) dikkate alınır. Eğer değişken serisinin zaman boyutu yatay kesit boyutundan daha büyükse ($T > N$) bu durumda Breusch Pagan (1980) tarafından geliştirilmiş olan Lagrange Multiplier (LM) testinden elde edilen bulguların değerlendirilmesi daha doğru olmaktadır. Eğer seride kullanılan değişkenlerin zaman boyutu yatay kesit boyutundan küçükse ($T < N$) bu durumda ise Paseran (2004) testinden elde edilen sonuçların daha doğru olacağı varsayımı bulunmaktadır. Seride zaman ve yatay kesit boyutlarının eğit olması durumunda da yine Paseran (2004) testi sonuçları değerlendirilmesi gerekmektedir. Yatay kesit bağımlılığının test edilmesi için kullanılan hipotezler aşağıdaki gibi belirtilmektedir.

H_0 : Yatay kesitler arasında bağımlılık yoktur.

H_1 : Yatay kesitler arasında bağımlılık vardır.

H_0 hipotezinin reddedilmesi durumunda ikinci nesil birim kök testleri, H_0 hipotezinin kabul edilmesi durumunda ise birinci nesil birim kök testleri kullanılmaktadır. Analiz bulgularına geçmeden önce ikinci nesil birim kök testlerinden kısaca bahsedilecektir.

Paseran tarafından 2007 yılında geliştirilmiş olan CADF testi yatay kesit bağımlılığı olduğu durumlarda en çok kullanılan test yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır. CADF testinde öncelikle her bir yatay kesit için CADF değeri hesaplanmakta ve sonrasında ortalama alınarak panelin tümünün değerlendirilmesi için CIPS istatistiği hesaplanmaktadır (Paseran, 2007).

Kullanılan CADF testi zaman ve yatay kesit boyutlarından bağımsız bir şekilde hem $T < N$ hem de $T > N$ (T,zaman; N, yatay kesit sayısı) olduğu durumlarda anlamlı sonuçlar vermektedir. Her bir yatay kesit için hesaplanan değer ile kritik tablo değeri karşılaştırılır ve CADF test değeri mutlak değerce kritik tablo değerinden büyükse serilerin durağan olmadığını savunan H_0 hipotezi reddedilir.

Çalışmada uzun dönem katsayı tahmincilerinden Tam Uyarlanmış Panel EKK (Panel FMOLS) ve Paseran (2006) tarafından geliştirilmiş Ortak İlişkili Etkiler Ortalama Grup (CCEMG) tahmincileri kullanılmıştır. Ancak FMOLS tahmincisi yatay kesit bağımlılığı durumunda doğru sonuçlar vermemektedir. Bu yüzden yatay kesit bağımlılığı olması durumunda da kullanılan CCEMG tahmincisi kullanılmış ve ilişkinin yönü ve katsayıları tahmin edilmiştir.

4. Bulgular

Çalışmada daha öncede bahsedildiği gibi birim kök testine karar verebilmek amacıyla yatay kesit bağımlılığı testi yapılmıştır. Yatay kesit bağımlılığı test sonuçlarına ait bulgular ise Tablo 2’de belirtilmiştir.

Tablo 2. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Dağıtılan Kar / Net Kar (DKTK)		
Test	İstatistik Değeri	Olasılık
Breusch-Pagan LM	2078.874	0.000
Pesaran scaled LM	13.351	0.000
Bias-corrected scaled LM	10.701	0.000
Pesaran CD	14.931	0.000
Piyasa Değeri / Defter Değeri (PDDD)		
Test	İstatistik Değeri	Olasılık
Breusch-Pagan LM	3457.083	0.000
Pesaran scaled LM	39.603	0.000
Bias-corrected scaled LM	36.953	0.000
Pesaran CD	17.781	0.000

Modelde kullanılan iki değişken için yapılan yatay kesit bağımlılığı testi sonucuna göre her iki değişken için de tüm testlerde %5 anlam düzeyinde H_0 hipotezi reddedilmiş ve değişken serilerinde yatay kesit bağımlılığı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yatay kesit bağımlılığı olduğundan dolayı ikinci nesil birim kök testi olan CADF testi yapılmış ve test sonuçları Tablo 3’te belirtilmiştir.

Tablo 3. CADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler		Dağıtılan Kar / Net Kar (DKTK)	
		t- istatistiği	Olasılık
Seviye	Sabitli	-2.665	<0.01
	Sabitli ve Trendli	-8.284	<0.01
Değişkenler		Piyasa Değeri / Defter Değeri (PDDD)	
Seviye	Sabitli	-3.123	<0.01
	Sabitli ve Trendli	-3.679	<0.01

CADF Kritik Değerler	%1	%5
	-2.40	-2.19
	-3.14	2.85

CADF birim kök testi sonuçları incelendiğinde DKNK ve PDDD değişkenleri için hem sabitli hem de sabitli ve trendli modeller için hesaplanan değerlerin mutlak değerce tablo değerinden büyük olduğu görülmüştür. Bu da değişkenlerin seviyede durağan olmadığını savunan H_0 hipotezinin reddedildiğini ve değişkenlerin seviyede durağan olduğunu göstermektedir. Seviyede durağan olan değişkenler arasında kısa vadede ilişkinin varlığının test edilmesi amacıyla panel eş bütünleşme testlerinden olan Panel VECM (Panel Hata Düzeltme Modeli) testi uygulanmış ve test sonuçları kısa ve uzun dönemler için Tablo 4’te sunulmuştur.

Tablo 4. Panel VECM Nedensellik Testi Sonuçları

Kısa Dönem Panel Nedensellik Analizi Sonucu			
		DKNK	PDDD
DKNK	Ki-Kare Değeri	-	2.483
	Olasılık	-	0.289
PDDD	Ki-Kare Değeri	0.351	-
	Olasılık	0.839	-
Uzun Dönem Panel Nedensellik Analizi Sonucu			
		DKNK	PDDD
DKNK	ECT	-	71.617
	t istatistiği	-	4.969*
PDDD	ECT	4.061	-
	t istatistiği	1.991*	-

DKNK (Dağıtılan Kar / Net Kar) değişkeninden PDDD (Piyasa Değeri / Defter Değeri değişkenine doğru bir nedensellik olup olmadığının test edildiği modelde olasılık değerinin %5 anlam düzeyinde anlamlı olmadığı görülürken, benzer şekilde PDDD değişkeninden DKNK değişkenine doğru da bir nedenselliğin kısa dönemde olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Yani kısa dönemde hisse senedi değeri ile dağıtılan kar payı arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanamamıştır. Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki değerlendirildiğinde ise DKNK değerinden PDDD değişkenine doğru %5 anlam düzeyinde uzun dönemli bir nedenselliğin olduğu ($4.969 > 1.960$) aynı zamanda PDDD değişkeninden uzun dönemde DKNK değişkenine doğru bir nedenselliğin de olduğu ($1.991 < 1.960$) görülmektedir. Böylece kısa dönemde kar payı dağıtım politikası ile hisse senedi değeri arasında ilişkinin olmadığını savunan H_0 hipotezi reddedilemezken uzun dönemde ise H_0 hipotezi reddedilmiştir. Bunun sebebinin yıllık bazda değerlendirilen PD/DD oranı kullanılmış olabileceği tahmin edilmektedir.

Tablo 5. Panel Uzun Dönem Katsayı Tahmin Sonuçları

Tahminci	FMOLS		CCEMG	
Değişken	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık
PDDD _{it} = f (DKNK _{it})				
DKNK – Dağıtılan Kar/Net Kar	-0.423	0.004**	-0.621	0.091*

*%10, * %1 ve %5 anlam düzeyinde anlamlılık

Tablo 5 incelendiğinde her iki tahminciye göre DKNK’daki artış işletmelerin değerlerini azaltmaktadır. Yani işletmelerin kar dağıtım oranları arttıkça piyasa değerlerinin azaldığı görülmüştür. FMOLS tahmincisine göre katsayı %1 ve %5’te anlamlı iken CCEMG tahmincisine göre katsayı yine negatif olmakla birlikte %10 anlam düzeyinde anlamlı olarak bulunmuştur.

5. Sonuç

İşletmelerinin öncelikli amaçları arasında işletme değeri maksimizasyonu gelmektedir. Değeri yüksek olan bir firmanın hisse senedi değeri de yüksek olacaktır. Hisse senedi yüksek olan işletmelere de yatırımcıların ilgileri artacaktır. Yatırımcılar hisse senedinden iki tip getiri elde edebilmektedirler. Bunlardan biri sermaye kazancı diğeri ise temettü verimidir. Sermaye kazancı beklentisinde olan bir yatırımcı karını dağıtmayıp yatırım yapan işletmeyi tercih ederken, kar payı beklentisi içerisinde olan yatırımcılar ise kar payı dağıtımını yüksek olan firmaların hisse

senetlerine talepte bulunacaklardır. Yapılan bir çok çalışmada kar payı dağıtım politikalarının hisse senedi değeri üzerine etkisi tam olarak ispatlanamamış olsa dahi bu konuda yapılan bir çok çalışma ve yazılan bir çok teori bulunmaktadır. Yazılan teorilerden Kar Payı ilişkisizliği ve Műřteri Etkisi Yaklaşımları kar payı dağıtımı ile işletme değeri arasında bir ilişki olmadığını savunurken, Eldeki Kuř Teoremi ve Sinyal Yaklaşımı kar payı dağıtım oranı ile işletme değeri arasında pozitif yölnlü bir ilişkinin varlığını desteklemektedirler. Bunlara ek olarak kar payı dağıtımı ile işletme değeri arasında negatif yölnlü bir ilişki olduğunu iddia eden teorilerde söz konusudur. Bunlar ise, Vergi Farklılığı Yaklaşımı ve Temsilcilik Maliyetidir.

Bu alışmada BİST Temettű Endeksi'nde faaliyet gösteren 53 adet işletmenin Dağıtılan Kar/Net Kar (DKNK) oranları ile Piyasa Deđeri/Defter Deđeri (PDDD) oranları 2013-2023 yılları arasında değerlendirilmiştir. Analiz yöntemi olarak Panel Nedensellik Testlerinden olan VECM ile ilişkiler hem kısa hem uzun dönemde incelenmiş ve yatay kesit bağımlılığını dikkate alan CCEMG katsayı tahmincisi ile ilişkinin yönü belirlenmiştir. Elde edilen bulgulara göre kısa dönemde kar payı dağıtımı ile işletme değeri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Kısa vadede kar dağıtım oranı ile işletme değeri arasında bir ilişkinin olmadığını savunan Kar Payı İlişkisizliği ve Műřteri Etkisi Yaklaşımları desteklenmiştir. Elde edilen bulgular ise literatürdeki İleri (2016), Zeren (2017) ve Hansda vd. (2020)'nin çalışmalarıyla benzerlik göstermektedir. Araştırmada kısa dönemde kar payı dağıtımı ile işletme değeri arasında bir ilişki gözlemlenememişken, uzun dönemde anlamlı ve negatif yölnlü bir ilişki tespit edilmiş ve elde edilen sonuçlar daha önce Pekkaya (2006), Günalp vd.(2010), alık vd. (2016) ve řit (2021) tarafından yapılan sonuçlarla benzer şekilde olmuştur. Ancak kar dağıtım oranı ile işletme değeri arasında pozitif yölnlü etki bulan Ghalandari (2013), Demirel (2014) ve Baker vd. (2018)'in çalışmalarıyla ters düşmüştür.

Özetle çalışmada kısa vadede ilişki bulunmazken uzun vadede kar dağıtım oranı ile işletme değeri arasında negatif bir ilişki bulunarak Vergi Farklılığı Yaklaşımı ve Temsilcilik Maliyeti Yaklaşımı desteklenmiştir. İşletmelerde uzun vadede dağıtılan nakit temettűlerin işletme hisse senedi değerini düşürmesi, hisse senedi yatırımcılarının uzun vadeli yatırıma tercih etmesi ve kısa vadede elde edecekleri temettűden ziyade uzun vadede sermaye kazancın elde etme beklentisinde oldukları görölmüştür. Analize dahil edilen işletmeler ve araştırma konusu olan dönem için, işletmelerin uzun vadede büyümelerini sağlayacak, yenilikçi ve doğru yatırımlara yönelmelerinin avantajlarına olacağı düşünölmektedir.

Çalışmanın ilerleyen dönemlerde farklı ölke borsalarında işlem gören işletmeler üzerinde test edilerek geliştirilmesi beklenmektedir.

Kaynakça

AMIDU, M. (2007). How Does Dividend Policy Affect Performance of the Firm on Ghana Stock Exchange?. *Investment Management and Financial Innovations*, 4(2), 103-112.

ARSOY, M. F. (2015). İşletmelerde Dağıtılan Temettűlerin Yapay Sınır Ağları İle Tahmini: Borsa İstanbul Sanayi Sektörü Üzerine Bir Uygulama.

BAKER, H. K., DEWASIRI, N. J., PREMARATNE, S. P. ve YATIWELLE KORALALAGE, W. (2020). Corporate Governance And Dividend Policy In SriLankan Firms: A Data Triangulation Approach. *Qualitative Research In Financial Markets*, 12(4), 543-560.

BAKER, K. ve POWELL, G. (2005). *Understanding Financial Management: A Practical Guide* (1. Baskı). Wiley-Blackwell.

BARAK, O. (2006). Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri İmkbde Bir Uygulama.

BERNHARDT, D., DOUGLAS, A. ve ROBERTSON, F. (2005). Testing Dividend Signaling Models. *Journal of Empirical Finance*, 12(1), 77-98.

BREUSCH, T.S. ve PAGAN, A.R. (1980). The Lagrange Multiplier Test and its Applications to Model Specification in Econometrics. *Review of Economic Studies* 47, 239-253.

BOZTOSUN, D. (2006). Temettű Dağıtım Kararının Farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi.

CAMGÖZ, M. (2022). Temettű Veriminin BIST Hisse Senedi Fiyatlarını Tahmin Gücünün Nedensellik Testleriyle Analizi. *İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi*, 11(3), 1419-1442.

ÇELİK, ř., YENİCE, S., ONAT, O. K. (2016). Temettű Ödemelerinin Belirleyicileri ve Firma Deđeri: Kavramsal Bir Model ve Tahminlemesi. *Dokuz Eylöl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Faköltesi Dergisi*, 31(2), 115-

146.

DEMİR, A. (2001). İşletmelerin Kar Payı Dağıtım Politikaları Ve Firma Deęerlilięinin Vergi Uygulamaları İle İlişkisine Teorik Bir Yaklaşım. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakóltesi Dergisi*, 6(1), 55-71.

DEMİREL, E. (2014). *Temettü Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve BİST 30 Endeksinde Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.

DİZGİL, E. (2019). Firma Karlılığını Etkileyen İşsel Faktörler: BİST Gıda, İçecek Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Araştırma. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 22(2), 420-432.

EDE, S. (2016). *şirket Değerleme Yöntemlerinin İncelenmesi ve Uygulama* (Master'sthesis, Sosyal Bilimler Enstitüsü).

ERYOMIN, I., LIKHACHEVAL, O., ve CHERNIKOVA, L. (2021). Impact of Dividend Policy on the Market Value of the Company. J. Horák, Z. Rowland and P. şuleş (Eds.), *Innovative Economic Symposium 2020 – Stable Development in Unstable World (IES2020)* içinde. SHS Web of Conferences.

FAEDFAR, S., DAğLI, H. ve AKTAş, Z. (2021). Kar Payı Dağıtım Kararlarına Yönelik Teoriler Ve Türkiye’de Geçerliliği Üzerine Bir Literatür Araştırması. *Avrasya Sosyal Ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 8(3), 126-144.

FAMA, E. F. (1970). Efficient Capital Markets. *Journal of finance*, 25(2), 383-417.

GHALANDARI, K. (2013). The Moderating Effects Of Growth Opportunities On The Relationship Between Capital Structure and Dividend Policy and Ownership Structure With Firm Value In Iran: Case Study Of Tehran Securities Exchange. *Research Journal of Applied Sciences, Engineering and Technology*, 5(4), 1424-1431.

GORDON, M. J. (1959). Dividends, Earnings, And Stock Prices. *The Review Of Economics And Statistics*, 99-105.

GÜNALP, B., KADIOęLU, E. ve KILIÇ, S. (2010). Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisi Olup Olmadığının İmkb’de Test Edilmesi. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakóltesi Dergisi*, 28(2), 47-69.

GÜNGÖR B., ve Kaygın, C. Y. (2015). Dinamik Panel Veri Analizi ile Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi. *Kafkas University. Faculty of Economics and Administrative Sciences. Journal*, 6(9), 149.

HANSDA, S. ve BANDOPADHYAY, K. (2020). Does Dividend Policy Have Any Effect on Firm Value? A Study on BSE 100 Companies. *A Study on Bse*, 100.

İLERİ, F. ř. (2016). *Nakit Kâr Payı Ödemesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Türkiye’de Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama*, . Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi.

JENSEN, M. ve MECKLING, W., (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* (3),305-360.

JATOI M. Z., RASHEED, A. ve WAHLA, K. (2023). Impact of Dividend Policy on Firm Performance: Evidence from Non-Financial Firms of Pakistan. *Pakistan Journal of Humanities and Social Sciences*, 11(2), 1252–1260.

KARAKELLEOğLU, M. İ. (2014). *Ürün Yaşam Döngüsünün Sahipliğin Toplam Maliyeti Açısından Değerlendirilmesi* (Master'sthesis, Sosyal Bilimler Enstitüsü).

KARAKUş, R. (2021). Petrol Ve Doğalgaz Fiyatları İle Hisse Senedi Fiyatları İlişkisi: BİST Sınai Sektöründe Ampirik Bir Araştırma. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 13(3), 2072-2083.

KAYMAZ, Ö. (2010). şirket Temettü Politikasında Sinyalizasyon Teorisi ve Bir İMKB Uygulaması.

KOÇ, I. Ö. (2016). şirketlerin Temettü Dağıtımının, Asimetrik Bilgi Varlığında İşaret Olarak Değerlendirilmesi/ *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 53(613), 33.

KUZU. S. ve ÇELİK, İ. E. (2020). İşletmelerde Kar Dağıtım Politikalarının Hisse Senedi Değeri Üzerine Etkisi: BİST 30 Endeks Hisseleri Üzerine Bir Uygulama. *International Journal Of Social Science Research*, 9(1), 21-35.

LINTNER, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and The Supply Of Capital to Corporations. *The Review Of Economics And Statistics*, 243-269.

LIONA, M., LAMBHEY, L., ve TUMIWA, J. (2017). The Analysis Of Factors Influencing Dividend Payout Ratio In Insurance Companies Listed In Indonesia Stock Exchange (Idx) Period 2011-2015. *Jurnal Emba: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 5(3), 3664-3672.

MILLER, M. H. ve MODİGLİANI, F. (1961). Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares. *The Journal*

of Business, 34.

OTLUOĞLU, E. ve SEVAL, B. (2017). *Asimetrik Bilgi ve Sermaye Yapısı Kararları: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama*. Res.,tbl..

ÖKTEM, B. (2015). *Ürün Yaşam Seyrinde Çevresel Maliyetler Ve Geri Dönüşüm Boyutunun Değerlendirilmesi Ve Bir Uygulama*, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Marmara Üniversitesi

ÖZVAR, K. ve Ersoy, E. (2015). *Sahiplik Yapısının Kâr Dağıtım Politikası Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'da bir Uygulama* (Master'sthesis, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi).

PEKKAYA, M. (2006). Kar Payı Dağıtımının Şirket Değerı Üzerine Etkisi: İmkb 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz. *Uluslararası Yönetim İktisat Ve İşletme Dergisi*, 2(4), 183-209.

PESARAN, M. H., SCHUERMAN, T. ve WEİNER, S. M. (2004). Modeling Regional Interdependencies Using A Global Error-Correcting Macroeconometric Model. *Journal Of Business & Economic Statistics*, 22(2), 129 -162.

PESARAN, M. H. (2006). Estimationan Difference in Large Heterogeneous Panels with a Multifactor Error Structure. *Econometrica*, 74(4), 967-1012.

PESAR AN, M. H. (2007). A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross-SectionDependence. *Journal Of Applied Econometrics*, 22(2), 265-312.

RAMADAN, I. Z. (2013). Dividend Policy and Price Volatility. Empirical Evidence from Jordan. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 3(2), 15-22.

SÜSAY, A. ve TANRIÖVEN, C. (2018), "BİST'te Fiyat Oynaklığı Üzerine Kar Payı Dağıtımının Etkisi" *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 10(1), 103-118.

TAMRİN, M., MUS, H. R., SUDİRME ve ARFAH, A. (2018). Effect Of ProfitabilityandDividendPolicy On CorporateGovernanceandFirm Value: EvidenceFromTheIndonesianManufacturingSectors. *IOSR Journal of Business and Management*, 19(10), 66-74.

TEKİN, M. ve ÇİÇEK, E. (2005). İşletmelerde Rekabet Üstünlüğü Sağlamada Farklı Bir Yaklaşım: Değer Temelli Pazarlama. V. Ulusal Üretim Araştırmaları Sempozyumu, 63-68

TUNÇEL, M. B., ALPTÜRK, Y. ve ZEREN, F. (2023). Kar Payı Dağıtım Teorilerinin Geçerliliğinin Fourier Tabanlı Panel Veri Analizleri İle İncelenmesi: Bist-50 Örneği. *Anadolu Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(4), 204-230.

TÜLÜMCE, S. Y. ve ZEREN, F. (2013). Oecd Ülkelerinde Sağlığın Yakınsamasının Analizi: Panel Birim Kök Testi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18(2), 287-300.

SAKARYA, Ş., ÇALIŞ, N. ve KAYACAN, M. A. (2018). Temettü Ödeme Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Sakarya İktisat Dergisi*, 7(2), 92-106.

SÖYLEMEZ, C. (2007). İşletmelerde Temsil Maliyetlerinin Test Edilmesi: Türk İmalat Sektörü Üzerine Amprik Bir Uygulama. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Ankara*.

ŞİT, A (2021). Kar Dağıtım Politikaları Firma Değerı Üzerinde Etkili Midir? Bist-Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Van Yüzcüncü Yıl Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(12), 159-171.

SUKMAWARDINI, D. ve ARDIANSARI, A. (2018). Kurumsal Mülkiyet, Kârlılık, Likidite, Temettü Politikası, Borç Politikasının Firma Değerı Üzerindeki Etkisi. *Yönetim Analizi Dergisi*, 7(2), 211-222.

YENİLMEZ, B. (2022). Değerşen Piyasalarda Lastik, Demir-Çelik, İlaç Ve Kimya Ve Otomotiv Sektöründe Yapılan Temettü Ödemelerinin Firma Performansına Etkisi. *Uluslararası Sosyal Bilimler Akademi Dergisi*, 4(9), 361-385.

YILDIRIM, F. (2019). *Panel Birim Kök Testleri İle Enerji Tüketiminin Durağanlarının İncelenmesi* (Master'sThesis, Sakarya Üniversitesi).

YILDIZ, B., GÖKBULUT, R. I. ve KORKMAZ, T. (2014). Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: BİST Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 185-206.

ZEREN, F. (2017). Kar Payı Bilmecesinin Araştırılması: Bist Temettü-25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Kırklareli Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(5), 172-183.