



Yazar/Author
Merve Bakan*

Makale Adı/Article Name

Kâr Dağıtım (Temettü) Politikalarının Firma Değeri ve İflas Riski Üzerine Etkisi: BIST Katılım Endeksi Üzerine Uygulama

The Effect of Profit Distribution (Dividend) Policies on Firm Value and Bankruptcy Risk: Application on BIST Participation Index

ÖZ

Bu çalışmanın amacı firmaların kar payı (temettü) politikalarının finansal performansları ve iflas riski üzerine etkisini araştırmaktır. Bu amaç doğrultusunda Borsa İstanbul'da yer alan katılım endekslerinden BIST Katılım 50 Endeksi çalışmanın örneklemini oluşturmaktadır. Çalışmanın dönemi 2018-2022 olup veriler çeyrek dönemler halinde ele alınmıştır. Yöntem olarak dinamik panel veri analizi tekniklerinden olan GMM tekniği kullanılmıştır. Bunun yanı sıra analiz sonuçlarını desteklemek için Driscoll Kraay dirençli tahminci kullanılmıştır. İki farklı bağımlı değişken kullanıldığı için iki farklı model mevcuttur. Çalışmanın bağımlı değişkenleri finansal performansı temsilen piyasa değeri/defter değeri, iflas riskini temsilen ise Altman Z Skoru; bağımsız değişkenleri ise Hisse Başına Net Temettü, Hisse Başına Kâr, Kâr Payı Ödeme Oranıdır. Analiz sonucunda Model-1'de Kâr Payı Ödeme Oranının Piyasa Değeri/Defter Değeri üzerinde ters yönlü etkisi olduğu, Hisse Başına Kâr Oranının ise Piyasa Değeri/Defter Değeri üzerinde eş yönlü etkisi olduğu görülmektedir. İflas riskini temsilen Altman Z Skorunun bağımlı değişken olduğu Model-2'de ise tüm değişkenlerin anlamlı sonuçlar verdiği görülmektedir. Driscoll Kraay dirençli tahminci sonuçlarına göre de Hisse Başına Kar değişkenindeki artış her iki bağımlı değişken üzerinde artışa neden olmaktadır. **Anahtar Kelimeler:** BIST Katılım-50 Endeksi, Temettü Politikaları, Firma Değeri, GMM, Driscoll-Kraay

ABSTRACT

The aim of this study is to investigate the effects of dividend policies of firms on financial performance and bankruptcy risk. For this purpose, BIST Participation 50 Index, one of the participation indices in Borsa Istanbul, constitutes the sample of the study. The period of the study is 2018-2022 and the data is considered in quarterly periods. GMM technique, which is one of the dynamic panel data analysis techniques, was used as the method. In addition, Driscoll Kraay resistant estimator was used to support the analysis results. Since two different dependent variables were used, there are two different models. The dependent variables of the study are market value/book value representing financial performance, Altman Z Score representing bankruptcy risk; and the independent variables are Net Dividend Per Share, Profit Per Share, Dividend Payout Ratio. As a result of the analysis, it is seen that Dividend Payout Ratio has an inverse effect on Market Value/Book Value in Model-1, while Profit Per Share Ratio has an equal effect on Market Value/Book Value. In Model-2, where the Altman Z Score is the dependent variable representing the bankruptcy risk, it is seen that all variables give significant results. According to the Driscoll Kraay resistant estimator results, the increase in the Earnings Per Share variable causes an increase in both dependent variables.

Keywords: BIST Participation-50 Index, Dividend Policies, Company Value, GMM, Driscoll-Kraay

Extended Abstract

Stock market indices are important indicators in terms of responding to economic, political and cultural events in the relevant country. Every change that occurs causes the market values of the stocks in the stock market indices to increase or decrease, and the attitude of the investor varies accordingly. Not all stocks traded on the stock exchange operate within the framework permitted by Islam. Investors with religious sensitivity want to know where their assets and liabilities are invested and where they are obtained. In this regard, Islamic stock indices were created by taking into account the fields of activity of the stocks traded within the framework of Islamic rules.

The concept of bankruptcy is defined as financial failure. While financial failure and bankruptcy risk are used interchangeably in some of the literature, these concepts are defined separately in other parts. The concept of financial failure or financial distress constitutes a broad concept that also includes bankruptcy. The concept of bankruptcy is described as the final stage of financial failure. Businesses that cannot resolve their financial difficulties eventually resort to bankruptcy. Various models have been developed to measure and predict the bankruptcy risk of companies. Among these models, Altman Z Score, Springate and Zmijewski models are most commonly used. In addition to these models, the first studies that observed the risk of bankruptcy, although very technical, were seen in the studies of Altman (1968) and Beaver (1966), and these studies were pioneers in the world of literature.

In the Altman Z Score used in the study, multivariate methods were used for the first time to measure the bankruptcy risk of companies. In his study, Altman prepared a combination by taking financial ratios into account in order to analyze the comparison between companies in a healthy way. This combination, developed by Altman using discriminant analysis, is called the Altman Z-Score.

The study was conducted to investigate the effect of the company's dividend policies on company performance and bankruptcy risk. It can be seen that there are various studies in the literature on the financial performance of companies, dividend distribution policies and bankruptcy risk within the framework of participation indices. The importance of this study comes from the creation of two different models in which both firm value and bankruptcy risk are used together. The aim of the study is to investigate the effect of dividend distribution policies of companies whose shares are traded on BIST on firm value and bankruptcy risk. For this purpose, BIST Participation 50 index, which is one of the participation indices, was discussed. Since 19 companies in the BIST Participation Index did not share information with the relevant rates, 31 companies were included in the study. GMM method, one of the dynamic panel techniques, was used as the method. The period of the study was examined in quarters as 2018 Q1-2022Q4. Since two different dependent variables are used, two different models are available. Dependent variables are Market Value/Book Value, representing firm value, and Altman Z Score, representing bankruptcy risk. Independent variables are Dividend Payment Ratio, Profit Per Share Ratio, Dividend Per Share Ratio.

The hypotheses of the study are as follows;

H0: Dividend distribution policies are not effective on firm value.

H1: Dividend distribution policies do not affect the bankruptcy risk of companies.

In Model-1, where Market Value/Book Value is the dependent variable, it is seen that the Dividend Payment Ratio has a reverse effect on the Market Value/Book Value, while the Earnings Per Share Rate has an equal effect on the Market Value/Book Value. In other words, as the dividend payment rate of companies increases, the market value/book value of the companies decreases. This indicates that if companies make new investments, they can channel the net profit, which has lower costs, to more profitable investments if it is re-transferred to the company as auto-financing. However, when looking at the coefficient values of this effect, it can be said that the effect is very low. A 1 unit increase in earnings per share increases the firm value of companies by approximately 0.05. In this case, increasing the amount of net profit that companies can distribute in their end-of-period financial statements positively affects the image of companies. However, since the companies in the sample are included in the BIST-Participation 50 index, it is seen that they do not distribute dividend payments as regularly as the companies in the BIST-Dividend index.

In Model-2, where the Altman Z Score is the dependent variable representing the bankruptcy risk, it is seen that all variables give significant results. While Dividend Payment Ratio has a reverse effect on the bankruptcy risk of companies, Earnings Per Share Rate and Dividend Per Share Rate have an equal effect on the bankruptcy risk of companies. A 1-unit increase in the Dividend Payment Ratio reduces the bankruptcy risk of companies by 0.0008. This can be explained by the fact that paying more dividends affects the image of companies positively both in the eyes of partners and third parties other than partners.

The Retained Earnings/Total Assets ratio, which is the second variable in the Altman Z Score formula, will decrease as the dividend payment rate increases. This means that as the ratio, which is one of the components of the score, decreases, the risk of bankruptcy will also decrease. A 1 unit increase in earnings per share increases the risk of bankruptcy by 0.05. This will cause companies to distribute net profit, which has a lower cost of equity, and use foreign resources to finance new investments. While using more foreign resources will increase financial risk, it will also reduce the risk of bankruptcy. A 1 unit increase in dividend per share increases the risk of bankruptcy by 2.66 units. This situation is similar to the relationship in the earnings per share ratio. Dividend or dividend distribution decisions are one of the three basic decisions that affect the market value of companies. The study supports this theory.

Giriş

Çalışmanın amacı BIST’de hisseleri işlem gören firmaların kar dağıtım (temettü) politikalarının firma değeri ve iflas riski üzerindeki etkisini araştırmaktır. Bu doğrultuda BIST Katılım 50 Endeksi ele alınmış, yöntem olarak GMM tekniği kullanılmıştır. Ayrıca analiz sonuçlarını desteklemek için Driscoll Kraay dirrençli tahmincisi kullanılmıştır. Çalışmada iki ayrı model oluşturulmuştur. Model 1’de finansal performansı temsil etmek üzere ‘piyasa değeri/defter değeri’ bağımlı değişken olarak ele alınmış, Model 2’de ise iflas riskini temsilen Altman Z Skoru bağımlı değişken olarak ele alınmıştır.

1. Kuramsal Çerçeve

Katılım bankacılığı, faizsizlik prensiplerine göre çalışan, kâr ve zarara katılma esasına göre fonları toplayıp fon talep edenlere ortaklık, finansal kiralama yöntemleri ile fon kullandıran bankacılık modelidir. Katılım bankacılığının ortaya çıkmasının temel nedeni faiz hassasiyeti bulunan kesimlerin tasarruflarını değerlendirmek istemeleridir. İslami bankacılık olarak da adlandırılan modelin finans dünyasındaki ilk örneğini 1963 yılında Mit Ghamr Tasarruf Bankası ile başlamıştır. Sistem sadece faiz hassasiyeti olan kesimlerin dışında ihtiyatlı olması nedeni ile diğer kesimler için de cazip hale gelmiştir. Türkiye’de katılım bankacılığı 1980’li yıllarda ortaya çıkmış, 90’lı yıllarda katılım bankacılığı sistemini esas alan bankalar sektörde hizmet vermeye başlamıştır. Bu amaç doğrultusunda faaliyet gösteren bankalar sayesinde finansal sistemde âtil fonlar tekrar değerlendirilmiş, tasarruf sahiplerine kazanç sağlanarak reel sektöre kaynak aktarılmış ve ekonominin gelişmesine katkı sağlanmıştır (Er ve Gülmez, 2023:1712).

Basit bir ifade ile katılım bankacılığı, tasarruf sahiplerinden fonları toplayarak bu fonları faizsiz finansman ilkeleri çerçevesinde değerlendiren ve ortaya çıkan karı tasarruf sahipleriyle paylaşan sistem olarak tanımlanmaktadır. Daha geniş bir tanıma göre ise katılım bankacılığı şu şekilde ifade edilmiştir; “*Katılım bankacılığı, faizsizlik prensibine göre çalışan ve bu prensipler doğrultusunda bankacılık faaliyetlerini yerine getiren, kâr ve zarara katılma esasına göre fon toplayıp ticaret, ortaklık, finansal kiralama gibi yöntemlerle fon kullandıran bankacılık modelidir*” (TKBB, 2020:2). Tanımdan da anlaşılacağı üzere katılım bankaları ortaklık esasına göre faaliyetlerini yürütmekte ve finansal sistemde fon fazlalıklarını faizsiz finans prensiplerine göre dağıtan banka türüdür.

Katılım bankacılığı fikri İslami hassasiyeti olan kesimin elindeki fonları finansal sisteme dahil etmemesi, âtil fonların ortaya çıkması ve ekonomide bir boşluğu yaratması düşüncesinden hareketle çıkmıştır (Deran ve Özulucan, 2009:89). Katılım bankaları ticari (mevduat) bankalarının faaliyetlerini yerine getirirken dikkat ettikleri husus finanse edilecek varlığın mal ya da ticarete konu şey olması gerekir. Zira ticari bankalarda ki temel amaç ihtiyaç duyulan nakdin finanse ediliyor olmasıdır. Bu durum katılım bankacılığın temel prensiplerine ters düşmektedir (Zerka ve En-Naccar, 2017). Katılım bankacılığının temel amacı farklı düşünce ve nedenlerle sisteme dahil edilmeyen finansal varlıkları İslami prensipler ve hassasiyetler çerçevesinde ekonomiye dahil etmektir (Rodoplu, 1997:9). Bu bankalar finansal varlıkları milli ekonomiye kazandırırken faiz yerine kâr/zarar ortaklığını ve risk paylaşımını hedef almakta ayrıca İslami kurallar çerçevesinde ticaret fikri doğrultusunda hareket etmektedirler (Özulucan ve Deran, 2009:89). Katılım bankaları bu fikirden hareketle faizsiz fonlama yapmaktadırlar. Mal alım satımı

yapılırken fiziki bir malın olması gerekmektedir. Yani bu bankalarda para bir amaç olarak değil araç olarak kullanılmaktadır (Ustaoglu, 2014:66).

Bankacılık sektörü finansal sistemdeki istikrarı olumlu yönde etkilemekte ve katılım bankaları da bu sistem içerisinde faaliyet göstermektedir. Ticari bankalarda olduğu gibi katılım bankaları da alternatif fon toplayarak toplanan bu fonları kullanılmakta ve dolayısıyla sektörde sermaye birikimi oluşturarak ilgili tarafların kullanımına sunmaktadırlar (Apak ve Açıkgoz, 2011:73).

Türkiye’de 2024 yılı itibari ile 9 katılım bankası faaliyet göstermektedir. Bunlardan ilki 1984 yılında kurulmuş olan Albaraka Türk Katılım Bankasıdır. Bu bankayı devamında 1989 yılında kurulan Kuveyt Türk, 2005 yılında Türkiye Finans, 2015 yılında Ziraat Katılım ve Vakıf Katılım, 2019 yılında ise Türkiye Emlak Katılım Bankası takip etmektedir. Bu bankalardan ilk 3’ünün ana ortaklarını yabancılar oluşturmaktadır. Katılım bankacılığı reel sektör ile finansal kesim arasında yakın ilişkiler kurulmasını kolaylaştırdığından 2015 yılında kamu otoritesi katılım bankacılığının sektörden alacağı payı artırmak amacıyla Ziraat Katılım Bankası’nı kurmuş ve diğer devlet bankaları da bu doğrultuda faaliyete geçmiştir (TKBB, 2022:63). Bu katılım bankalarının yanı sıra 2022 yılında Hayat Finans, 2023 yılında Dünya Katılım ve T.O.M Katılım Bankası kurulmuştur.

Türk bankacılık sektörü ekonomik verileri ele alındığında 2024 Ekim ayı itibariyle aktif dağılımının %85,97’sini mevduat bankaları, %8,15’ni katılım bankaları, %5,88’ini ise kalkınma ve yatırım bankaları oluşturmaktadır. Katılım bankalarının toplanan fon ve kullanılan fon tutarları ise Tablo 1. de gösterilmektedir.

Tablo 1.1. Katılım Bankalarında toplanan fonlar ve kullanılan fonların tutarları (2019-2023) (milyon TL)

	2019	2020	2021	2022	2023	Sektör Payı
Toplanan Fonlar	139.814	220.459	322.047	568.254	926.697	%9,95
Kullandırılan Fonlar	111.927	140.292	220.893	342.204	613.470	%7,72

Kaynak: TKBB

Katılım bankalarının toplanan fonlarının sektör içerisindeki payı yaklaşık %10, kullanılan fonların sektör içerisindeki payı ise yaklaşık olarak %8’dir (TKBB, 2024).

Sermaye piyasaları ekonomik kalkınmanın gerçekleşebilmesi için birikimlerin değerlendirilebileceği, finansal varlıkları bünyesinde barındırdığı piyasalardır. Sermaye piyasasının organize olmuş piyasasını ilgili finansal varlıkları oluşturulmuş sistem içerisine dahil eden ve yöneten, ekonomik sistem içerisinde ön plana çıkan borsalar oluşturmaktadır (Yığıter ve Tanyıldızı, 2020:185). En basit anlamıyla borsa sermaye piyasasının organize olmuş piyasası olarak tanımlanmaktadır. Bu piyasaların temelinde talep edilen ürünlerin alım satımı söz konusudur.

Borsalar finansal sistemin en önemli parçasıdır. Likidite sağlama, birikimlere hareketlilik kazandırma, mülkiyeti tabana yayma ve sanayide yapısal değişikliği kolaylaştırma gibi temel işlevleri sayesinde sermaye piyasasına canlılık kazandırmaktadırlar. Özellikle borsaların etkin rol oynadığı piyasalarda risk doğrudan yatırımcı tarafından üstlenilmekte ve vade ile miktar uyumsuzluğu söz konusu olmamaktadır. Dolayısıyla bu piyasalar dışarıdan ve içeriden gelecek ani şoklara karşı daha esnek olabilmektedirler (Yığıter ve Tanyıldızı, 2020: 186).

Endeks fiyat, maliyet, satış, üretim gibi değişkenlerin hareketlerinin belirli bir zaman dilimi içerisindeki oransal değişimi olarak ifade edilmektedir (Çoşkun, 2010:199). Borsa endeksleri belirli bir pazarın veya sektörün performansını temsil etmek için oluşturan istatistiksel ölçümlerdir. Borsa endeksleri ilgili ülkedeki ekonomik, siyasi, kültürel bazda meydana gelen

olaylara tepki vermesi açısından önemli göstergelerdir. Meydana gelen her değişim borsa endekslerinde bulunan hisse senetlerinin piyasa değerlerinin artmasına ve azalmasına neden olmakta ve bu doğrultuda yatırımcının takınacağı tutum değişkenlik göstermektedir (Şenol ve Koç, 2019:673).

Borsada işlem gören hisse senetlerinin tamamı Katılım Endeksi çerçevesinde faaliyetlerini gerçekleştirmemektedir. İşlem gören hisse senetlerinin İslami kurallara uygun yatırım aracı olup olmadığı sadece faaliyet alanı ile sınırlandırılmamakta, ayrıca ilgili firmaların aktif ve pasif durumu da önem arz etmektedir. Aktif ve pasiflerinin nerelere yatırıldığı ve nerelerden elde edildiği dini hassasiyeti olan yatırımcılar tarafından bilinmek istenmektedir (Güçlü ve Kılıç, 2019:138). Bu doğrultuda İslami kurallar çerçevesinde işlem gören hisse senetlerinin faaliyet alanları dikkate alınarak İslami hisse senedi endeksleri oluşturulmuştur.

Katılım bankalarının gelişmesi ile birlikte sermaye piyasasında katılım endeksi oluşturulması ihtiyacı ortaya çıkmıştır. 2011 yılında ‘Bizim Menkul Değerler ’in danışmanlığında oluşturulan Katılım Endeksi, Borsa İstanbul üzerinde katılım bankacılığı esasına göre işlem gören hisse senetlerinden oluşan borsa endeksi olarak adlandırılır (Baykut ve Çonkar, 2020:164). Katılım Tum, Katılım 100, Katılım 50, Katılım 30, Katılım Temettü ve Sürdürülebilirlik Katılım endeksi olmak üzere altı tane endeks bulunmaktadır (KAP,2024). Katılım Endeksinin temel amacı, İslami finans ilkelerine uygun olarak hareket etmek isteyen yatırımcılara ilgili şirketler arasında seçim yapma serbestisi sağlayarak finans sistemine katılmalarını teşvik etmek, fon arzında bulunan şirketlere fonlama imkanını sunmaktır. Dini hassasiyetleri gereği katılım endekslerinde işlem gören firmalara yatırım yapmak isteyen yatırımcılar genellikle piyasada tanınmış, muteber ve pazar değerleri yüksek olan firmaları tercih ederler. Firmalar piyasadaki yatırımcıları kendilerine çekebilmek ve hisse senetlerine olan talebi yükseltebilmek amacıyla hareket ederler. Genel anlamda firmaların temel anlamda amacı, varlığını sürdürmek, istihdam sağlamak, mal ve hizmet üretmek, maliyetlerini azaltarak kâr elde etmektir. Öncelikli amaç kâr maksimizasyonu sağlamaktır (Kurtaran, Çelik ve Temizer, 2015:36). Fakat 20.yy’ın başlarında küreselleşme ile birlikte firmaların tek amacı kâr maksimizasyonu olmayıp, piyasa değerlerini en üst seviyeye çıkarmak olmuştur. Böylece firmanın piyasa değeri ne kadar yüksek olursa yatırım sahiplerinin varlıkları da o oranda yüksek olacaktır (Koç, Yıldız ve Şenol, 2020:70).

Etkin sermaye piyasalarının temel işlevlerinden biri olan tasarrufların verimli yatırım alanlarına yönelmesi ile firmaların piyasa değerleri arasından olumlu bir ilişki vardır. Yatırımcılar, kârlı gördükleri hisse senetlerini seçerek birikimlerini doğru bir şekilde değerlendirmeyi arzu ederler. Dolayısıyla sermaye piyasasında güven veren, finansal performans ölçütlerini etkin kullanan firmaların hisse senetleri önem arz etmektedir (Akyüz ve Yıldırım, 2019:1779). Firmalar hisse senetlerinin pazar değerini yükseltme yoluna giderek hissedarların yatırımlarını maksimize ederler hem de ilgili sektördeki diğer firmalara karşı rekabet üstünlüğü sağlarlar. Ve temel amacı olan kâr sağlamanın yanında firma değerini yükseltmeyi de amaç haline getirirler. Firma değerinin önem kazanması ile birlikte yatırım yapmak isteyen kişi ve kurumlar, finans kuruluşları ilgili firmanın finansal performansları hakkında bilgi sahibi olmayı yeğlerler. İlgili kişi ve kurumlar gerekli bilgileri finansal tablolar aracılığıyla elde ederler. Finansal tablolardan elde edilen oranlar firmaların piyasa değeri etkilerini göstermekte ve kullanıcılara karar vermesi açısından yol haritası oluşturmaktadır. Firma değerinin firmalar için bu kadar büyük önem arz etmesi bağımlı değişkenlerden firma değerini kullanılmasını sağlamıştır.

İşletmeler faaliyetlerini sürdürürken ve varlıklarını idame ettirirken yapmış olduğu işlemler neticesinde finansal olarak başarı ya da başarısızlık göstermektedirler. Firmalar faaliyetlerini yerine getirmede zorlanma durumunda başarısızlık ortaya çıkar ve bu finansal başarısızlık veya finansal sıkıntı firmaları iflasa sürükleyebilmektedir (Bozkurt, 2014:128; Alıcı, 2024:47). İflas kavramı Türk Dil Kurumu’na göre yenilgiye uğrama, değerini yitirme olarak tanımlanmaktadır. Ekonomik anlamda ise, borçlunun finansal durumundaki yetersizliğinden dolayı ilgili borçlarını ödeyememe durumu olarak ifade edilmektedir (Yaman ve Şakar, 2022:31). İflas kavramı finansal başarısızlık olarak tanımlanmaktadır. Literatürün bir kısmında finansal başarısızlık ile iflas riski birbirlerinin yerine kullanılırken, diğer kısmında bu kavramlar ayrı tanımlanmıştır. Finansal

başarısızlık veya finansal sıkıntı kavramı iflası da içerisine alan geniş bir kavramı oluşturmaktadır. İflas kavramı, finansal başarısızlığının son aşaması olarak nitelendirilmektedir (Kulalı, 2014:155). Finansal sıkıntılarını gideremeyen işletmeler en son olarak iflasa başvurmaktadır.

Geniş anlamada iflas kavramı, firmanın yapmak zorunda olduğu ödemeleri zamanında gerçekleştirememesi, defter değerlerinin borç defter değerlerinin altına düşmesi ve dolayısıyla işletme varlıklarının tasfiye edilmesi durumu olarak tanımlanabilir (Aydın, 2016:2). Firmalar bu durumları yaşamamak için ve iflasın sebep olacağı etkileri en aza düşürmek veya ortadan kaldırmak için önlem alma ihtiyacı duyarlar (Bozkurt, 2014:128). Firmaların içinde bulunduğu bu durum iflas riski olarak tanımlanmaktadır. Firmalar varlıklarını idame ettirmek ve piyasadaki Pazar değerini korumak için iflas riskini sağlıklı ve doğru bir şekilde analiz etmesi gerekir. Firmaların iflas riskini ölçmek ve tahmin etmede çeşitli modeller geliştirilmiştir. Bu modellerden en yaygın olarak Altman Z Skoru, Springate ve Zmijewski X-Skor modelleri kullanılmaktadır. Bu modellerin yanısıra çok teknik olmakla birlikte iflas riskinin gözlemlendiği ilk çalışmalar Altman (1968) ve Beaver (1966) çalışmalarında görülmüş ve bu çalışmalar literatür dünyasına öncü olmuşlardır (Atan ve Güneş, 2004:3).

Çalışmada kullanılan Altman Z Skorunda firmaların iflas riskini ölçmede ilk kez çok değişkenli yöntemler kullanılmıştır. Altman yaptığı çalışmada finansal oranları dikkate alarak, firmalar arasındaki kıyaslamayı sağlıklı bir şekilde analiz edebilmek amacıyla bir kombinasyon hazırlamıştır. Altman'ın diskriminant analizi kullanarak geliştirmiş olduğu bu kombinasyon Altman Z-Skoru olarak adlandırılmıştır. Altman Z-Skorunda 5 adet oran kullanılmıştır. Bu oranlar şöyledir (Kulalı, 2014:159);

- X_1 =İşletme sermayesi/ toplam aktifler
- X_2 =Dağıtılmamış kârlar/toplam aktifler
- X_3 =Faiz ve vergi öncesi kârlar/toplam aktifler
- X_4 =Hisse senetleri piyasa değeri/toplam borçlar
- X_5 =Satışlar/toplam aktifler

Altman Z-Skoru diskriminant analizlerinden olup, birden fazla bağımsız değişkenin değerlerinden türetilen bir endeks aracılığı ile firmaların finansal gücünü ölçmede kullanılmaktadır. Bu modeli geliştirmede 66 firma kullanılmış ve oranlar belirlenmiştir. Altman hem kamu kesimi için hem de özel kesim için ayrı ayrı iki model oluşturmuştur (Okka, 2009:141). Bunlar;

$$Z_1 = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,06X_4 + 0,0009X_5 \text{ (Kamu kesimi)}$$

$$Z_2 = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5 \text{ (Özel kesimi)}$$

İşletmelerin bir yıllık faaliyetleri sonucunda yasal karşılıklar ayrıldıktan sonra elde ettikleri dönem net kârı üzerinden dağıttıkları getiri kâr payı olarak ifade edilir. Kârın dağıtılması veya otofinsman yoluyla firmada bırakılması şirketin öz sermayesini azaltıcı veya artırıcı etki yapar. Bu nedenle firma yöneticileri kâr dağıtımını yaparken uygun kararlar almak zorundadır (Gürel, 2017:123).

Firmaların dönemsel olarak elde ettikleri kârların hisse sahiplerine veya ortaklarına dağıtmasına kâr payı dağıtımını denir. Firmalar hisse senetlerinin pazar değerini korumak ve artırmak için, hissedarların beklentileri ölçüsünde kâr dağıtımını yapmak zorundadır (Ertaş ve Karaca, 2010:59).

Bir işletmenin kâr payı dağıtımını üzerinde etkili olan faktörler şunlardır (Ertaş ve Karaca, 2010:61-64):

- Mevzuat
- Firmanın nakit durumu
- Borçların ödenme durumu
- Kâr rakamlarının istikrarı

- Vergi
- Hissedarların beklentileri
- Ülkenin içinde bulunduğu ekonomik konjonktür
- Firmanın büyüme hızı
- Firmanın ortaklık yapısı

Firmaların piyasa değerini etkileyen temel 3 karardan biri temettü kararları olduğu için firma değerini maksimize kılmak isteyen firmaların optimal temettü politikası izlemesi gerekmektedir.

Kâr payı dağıtım kararları, dönem sonunda elde edilen kârların işletme sahip ve sahiplerine dağıtılması ve uygun yatırım alanlarına dönüştürülmesi için alınan kararları ifade eder. İşletmenin sürekliliğini devam ettirmesi, piyasa değerinin istenilen düzeyde olması için kâr payı dağıtım politikasının dengeli ve devamlı uygulanacak şekilde belirlenmesi gerekir (Pekkaya, 2006:184). Çünkü temettü politikasının firma değeri üzerinde etkili olduğu görülmektedir (Aydın, 2017:58; Çilek ve Şeyranlıoğlu, 2024:177).

Kâr payı dağıtım politikasının hisse senedi üzerine etkisini değerlendirmede üç yaklaşım kullanılır. Birinci yaklaşım kâr payı dağıtımının hisse senedi üzerinde etkili olmadığını savunan Merton Miller ve Franco Modigliani yaklaşımıdır. Bir diğer yaklaşım olan Myron Gordon ve John Lintner tarafından geliştirilen yaklaşım ise birinci yaklaşımın aksine kâr payı dağıtımının hisse senedi üzerinde etkili olduğunu savunur. Son yaklaşım ise kâr payı dağıtımının etkisine vergi boyutunu da katan Litzenberger- Ramasway yaklaşımıdır (Ertaş ve Karaca, 2010:60-61).

Bu bilgiler doğrultusunda çalışmada BIST Katılım 50 Endeksinde yer alan firmaların temettü politikalarının firma değeri ve iflas riski üzerine etkisi araştırılmıştır. Modelde bağımsız değişken olarak Hisse Başına Net Temettü, Hisse Başına Kâr, Kâr Payı Ödeme Oranı; bağımlı değişkenler olarak da Altman Z Skoru ve PD/DD kullanılmıştır. Yöntem olarak GMM ve Driscall Kraay Dirençli tahminci kullanılmıştır.

2. Literatür

Çalışma firmanın temettü politikalarının firma performansı ve iflas riski üzerine etkisini araştırma amacıyla yapılmıştır. Katılım endeksleri çerçevesinde firmaların finansal performansları, temettü dağıtım politikaları ve iflas riski alanında literatürde çeşitli çalışmalar olduğu görülmektedir. Bu çalışmanın önemi hem firma değerinin hem de iflas riskinin bir arada kullanıldığı iki farklı modelleme oluşturulmasından gelmektedir. İlgili konuyla yapılan çalışma özetlerinin bir kısmı şöyledir;

Bozkurt (2014), iflas olasılığı ile sistematik risk arasındaki ilişkiyi saptamak amacıyla 168 firmanın 20 bin 664 aylık hisse getirisini kullanmıştır. Çalışmada Altman-Z, Altman-Z', Altman-Z'', Kanada-CA, Ohlson-O, Springate-S, Fulmer-F ve Zmijewski-J skorları ele alınmış ve panel veri regrasyon analizi yöntemi ile iflas olasılığı ile sistematik risk ölçülmüştür. Analiz sonucunda iflas risk olasılığının yüksekliği sistematik riski artırdığı ve Borsa İstanbul'da etkin olarak kullanılacak modellerin Altman-Z'', Ohlson-O ve Springate-S olduğu belirlenmiştir.

Altın ve Caba (2016), Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlayan katılım endekslerini ele almış ve katılım endeksleri ile BIST 100 endeksini araştırmaya dahil etmiştir. . Çalışma iki aşamadan oluşmakta olup ilk aşamada BIST 100 Endeksi ile Borsa İstanbul'da işlem gören bütün sektörlerin getirileri hesaplanmıştır. İkinci aşamada ise her bir endeksin getiri değerlerinden BIST 100 Endeksi getiri değerlerinin farkı alınarak düzeltilmiş getiriler bulunmuştur. Araştırmanın sonucunda ele alınan endekslerin piyasa getirisi üzerinde getiri sağladığı gözlemlenmektedir.

Aydın (2017), BIST Temettü Endeksini ele aldığı çalışmasında firma performansı ile temettü politikası arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla panel regrasyon yöntemini kullanmıştır. İlgili çalışmada bağımlı değişken olarak temettü dağıtım oranı; bağımsız değişken olarak ise finansal ölçüt olarak cari oran, ROE, ROA, borç/öz kaynak oranı ve kısa vadeli borç/ toplam borç oranları ele alınmıştır. Yapılan analizler doğrultusunda bağımlı değişken ile cari oran, ROE ve ROA

arasında pozitif yönlü ilişki bulunurken; borç/öz kaynak oranı ve kısa vadeli borç/ toplam borç oranlarının bağımlı değişken üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı saptanmıştır.

Arslan ve Meder Çakır (2018), firmaların temettü ödemeleri ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemek üzere BIST 100 Endeksindeki 2016 yılında temettü ödemesi yapan 31 firma ele alınmıştır. Araştırma sonucunda, firmaların temettü ödeyeceklerini ilan etmeleri durumunda, firmaların hisse senedi değerleri üzerinde olumlu etki yaptığı görülmüştür.

Kaya ve Şanlı (2019), BIST 30 Endeksine kayıtlı işletmelerin kâr payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerindeki etkisini araştırmak amacıyla Dumitrescu & Hurlin panel nedensellik testi kullanılmıştır. Uygulanan analizler sonucunda, işletmelerin kâr payı dağıtım politikaları ile firma değeri arasında herhangi bir ilişki olmadığı saptanmıştır.

Koç, Yıldız ve Şenol (2020), nakit temettü ödemelerinin firma değeri üzerine etkisini ölçmek amacıyla iki model oluşturulmuştur. Oluşturulan ilk modelde piyasa değeri/ defter değeri bazında öz kaynak kârlılık oranı ve fiyat/kazanç oranı değişkenleri olumlu etki gösterirken; aktif kârlılık oranı negatif yönde etki göstermiştir. İkinci model için ele alınan TOBIN Q bazında ilgili değişkenlerin olumlu yönde etki gösterdiği saptanmıştır.

Kuzu ve Çelik (2020), Panel veri analizlerinden klasik model olan En Küçük Kareler, Sabit Etkiler ve Rassal Etkiler yaklaşımlarından birini kullanarak BIST-30 Endeksi yer alan 25 işletmenin kâr dağıtım politikalarının finansal performansı üzerine etkisini incelemiştir. Çalışma sonucunda hisse başına kazanç, kâr payı dağıtım oranı ve öz sermaye kârlılıklarının hisse getirisi üzerinde pozitif etkisinin olduğu, faiz ve vergi öncesi kâr ile temettü arasında ise anlamlı bir ilişki olmadığı gözlemlenmiştir.

Yiğiter ve Tanyıldızı (2020), Katılım- 30 Endeksini ele alarak ilgili firmaların ekonomik faktörlere karşı duyarlılığını ölçmeyi amaçlamışlardır. Bu doğrultuda dolar döviz kuru, mevduat faiz oranı, tüketici fiyat endeksi bağımsız değişkenler; Katılım-30 Endeksi değerleri bağımlı değişken olarak kullanılmış ve Granger Nedensellik Testi ile araştırma yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, bağımsız değişkenlerin Katılım- 30 Endeksi üzerinde anlamlı bir ilişki olmadığı görülmüştür.

Şit (2021), kâr dağıtım politikalarının firma değeri üzerine etkisini ölçmek amacıyla BIST-Temettü 25 Endeksi üzerine uygulama yapmıştır. Araştırmada bağımlı değişken olarak piyasa değeri/defter değeri; bağımsız değişken olarak ise temettü ödeme oranı ele alınmıştır. Yapılan analizler ışığında temettü ödeme oranının piyasa değeri/defter değeri üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

Güçlü (2021), Altman ve Springate modellerini kullanarak Katılım- 50 Endeksi üzerinde işletmelerin finansal sıkıntı risklerini ölçmeyi amaçlamıştır. Çalışmada Katılım- 50 Endeksi içerisindeki 14 işletmenin 2016-2021 yılları arasındaki finansal tabloları ele alınmıştır. Yapılan analizler sonucunda bir işletme hariç olmak üzere diğer 13 işletmenin finansal yapı açısından sağlıklı bir yapıda olduğu gözlemlenmiştir.

Yaman ve Şakar (2022), iflas riskini borsada işlem gören sigorta şirketleri üzerinde ölçmüş ve Altman Modelini uygulamıştır. Bu bağlamda Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 6 adet sigorta şirketinin finansal tabloları ele alınarak finansal başarısızlıklarını ölçmek amacıyla analiz yapılmıştır. Analiz sonucunda sigorta şirketlerinin iflas riski bağlamında yüksek risk grubunda olduğu belirlenmiştir.

Avcı (2024), KOBİ Sanayi Endeksini ele alarak işletmelerin finansal başarısızlık riskine sermaye yapısının etkisini ölçmeyi amaçlamıştır. Çalışmada KOBİ Sanayi Endeksinde yer alan 29 firma ele alınmış ve ilgili veriler ışığında firmaların başarısızlık riski Altman-Z skoru ve Springate-S Skoru yöntemi ile ölçülmüştür. Analiz sonuçları işletmelerin finansal performansları iyileştikçe ve işletme büyüdükçe finansal başarısızlık riskinin azaldığını göstermiştir.

Bu konuda uluslararası literatürde yapılan bazı çalışma özetleri şöyledir:

Sharif ve Lai (2015) kurumsal yönetim uygulamalarının ve açıklamalarının firma performansı, firma riski, kaldıraç ve temettü politikaları üzerinde etkilerini incelemişlerdir. Çalışmanın örneklemini 2009 yılında Malezyada borsada işlem gören rastgele seçilen 95 şirket oluşturmaktadır.

El Deeb ve Allam (2024), Mısır Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 45 firma üzerinde yapmış olduğu çalışmada kurumsal risk bildirimini ve temettü politikasının firma değeri üzerindeki etkilerini araştırmıştır. 2016-2022 dönemi ele alınarak yapılan çalışmada kurumsal risk bildirimini ve temettü politikalarının firma değeri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu görülmüştür. Çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının daha etkin olduğu firmalarda firma değeri üzerinde pozitif ilişki olduğunu gösterdiğini, fakat temettü ödeme oranı ile iflas riski üzerinde önemli bir ilişki olmadığını göstermiştir.

Marsiati, Sari ve Kusumawardhani (2024), IDX’te listelenen ilaç şirketleri üzerinde araştırma yaparak, büyüme fırsatlarının, sermaye yapısının, karlılık ve temettü politikasının firma değeri üzerindeki etkisini araştırmayı amaçlamışlardır. Çalışmanın dönemi 2014-2022 yıllarını kapsamakta olup, analize 9 ilaç firması dahil edilmiştir. Çoklu doğrusal regresyon analizinin kullanıldığı çalışmada büyüme fırsatları ve karlılığın firma değeri üzerinde olumlu etki gösterdiği, sermaye yapısının firma değeri üzerinde etkisi negatif olsa bile anlamlı olduğu, fakat temettü politikalarının firma değeri üzerinde negatif ve herhangi bir etkisi olmadığı sonucu ortaya çıkmıştır.

Literatür taramasından görüldüğü üzere temettü politikasının iflas riski üzerine etkisinin araştırıldığı çalışmalar ve temettü politikasının firma değeri üzerine etkisinin yer aldığı çalışmalar bulunmaktadır. Ancak temettü politikasının hem iflas riski hem de firma değerinin birlikte yer aldığı çalışma bulunmamaktadır. Çalışmanın bu yönüyle, yöntemi ve çalışmanın dönemi itibari ile mevcut var olan çalışmalardan ayrılıp literatüre katkı sağlaması ve özgün olması beklenmektedir.

3. Veri ve Yöntem

Çalışmanın amacı BIST’ de hisseleri işlem gören firmaların kâr dağıtım politikalarının firma değeri ve iflas riski üzerindeki etkisini araştırmaktır. Bu amaçla katılım endekslerinden olan BIST Katılım 50 endeksi ele alınmıştır. BIST Katılım Endeksi içerisinde bulunan 19 firma ilgili oranlar ile bilgi paylaşımı yapmadığından çalışmaya 31 firma dahil edilmiştir. Çalışmanın dönem 2018-2022 olup çeyrekler dönemler halinde incelenmiştir. Çalışmada yer alan firmalar Tablo 3.1’de yer almaktadır:

Tablo 3.1. Çalışmada Kullanılan Firmalar ve Hisse Senedi Kodları

Şirket Adı	Hisse Kodu	Şirket Adı	Hisse Kodu
Akçansa Çimento	AKCNS	Enerjisa Enerji	ENJSA
Aksa Akrilik	AKSA	Erdemir	EREGL
Aksa Enerji Üretim	AKSEN	Gübretaş	GUBRF
Albaraka Türk	ALBRK	İskenderun Demir Çelik	ISDMR
Anadolu Isuzu	ASUZU	Kardemir Demir Ç.	KRDMD
Aselsan	ASELS	Karsan Otomotiv	KARSN
Bim Mağazalar	BIMAS	Konya Çimento	KONYA
Bursa Çimento	BUCIM	Mavi Giyim Sanayi	MAVI
Çemtaş Çelik Makine	CEMTS	Odaş Elektrik	ODAS
Doğuş Otomotiv	DOAS	Oyak Çimento	OYAKC
Pegasus Hava Taşımacılığı	PGSUS	Tümosan Motor	TMSN
Sasa Polyester	SASA	Tüpraş	TUPRS

Sinpaş GYO	SNGYO	Ulusoy Un	ULUUN
Tekfen Holding	TKFEN	Vestel Beyaz	VESBE
THY	THYAO	Vestel Elektronik	VESTL
Tukaş Gıda	TUKAS		

Son yıllarda Türkiye’de borsada yatırımcı sayısının ciddi artış göstermesi hem firmalar hem de yatırımcılar için temettü politikasının önemini pekiştirmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenlere ait bilgi ve formüller tablo 3.2’de sunulmuştur.

Tablo 3.2. Çalışmada Kullanılan Değişkenler

	Değişkenler	Formüller	Kaynak
Bağımlı Değişkenler	PDDD	Piyasa Değeri/Defter Değeri	
	Z	Altman Z Skoru	
Bağımsız Değişkenler	HBT	Hisse Başı Brüt Temettü * 0.9	
	HBK	Net kâr/Hisse Senedi Sayısı	
	KPÖO	Dağıtılan kâr/Net kâr	

Çalışmada iki farklı bağımlı değişken kullanıldığı için iki farklı model oluşturulmuştur. Kâr dağıtım oranlarının firma değeri üzerindeki etkisini ve Kâr dağıtım oranlarını firmaların iflas riski üzerine etkisini ölçmek amacıyla panel veri analizi tekniklerinden olan GMM ve Driscoll-Kraay Dirençli Tahminci yöntemleri kullanılmıştır. Çalışmanın hipotezleri şu şekildedir;

H₀: Kâr dağıtım politikaları firma değeri üzerinde etkili değildir.

H₁: Kâr dağıtım politikaları firmaların iflas riski üzerinde etkili değildir.

Panel veri farklı kesite ait zaman serilerinin ya da zaman boyutlarının bir arada bulunduğu veri setleri olarak tanımlanmaktadır (Greene, 2003:612). Dengeli panel veri ve dengesiz panel veri olmak üzere iki tür bulunmaktadır. Veri setleri içindeki zaman serileri her bir kesit için uzunlukta ise dengeli panel veri, zaman serileri farklı uzunlukta ise dengesiz panel veri olarak tanımlanır (Atalay, 2007:45).

Panel veri analizi sayesinde sektörlere, firmalara ya da ülkelere ait yatay kesit verisinin yansır gün, ay, yıl gibi zaman serileri de bir araya getirilir (Gujarati, 2004:25). Panel veri analizinde yıllara ait değerler panel verinin kesit boyutunu, değişkenlerin zaman içerisinde ortaya çıkarmış olduğu değerler ise zaman boyutunu ifade eder (Büyükoğlu, Şit ve Buyuran, 2020:41).

Panel veri analizlerinde en yaygın olarak kullanılan yöntem dinamik panel veri analizleridir. Ekonomide yapısal değişimler ve finansal gelişmeler dinamik bir süreç içerisinde gerçekleştiği için dinamik yöntemler ele alınarak analiz yapmak gerekir (Nişancı, Karabıyık ve Uçar, 2011:112). Dinamik panel veri modellerinde kullanılan değişkenler statik panel veri modellerinden farklı olarak gecikmeli değişkenlerdir (Hüsnüoğlu, 2017:25). Dinamik modeller çoğunlukla şu şekilde gösterilmektedir (Şit, Güngör vd., 2022:230).

$$PDDD_{it} = \gamma PDDD_{i,t-1} + \beta_1 HBNT_{i,t} + \beta_2 HBK_{i,t} + \beta_3 KPÖO_{i,t} \varepsilon_{i,t} = 1, \dots N \text{ ve } t = 1, \dots (1)$$

$$Z_{it} = \gamma Z_{i,t-1} + \beta_1 HBNT_{i,t} + \beta_2 HBK_{i,t} + \beta_3 KPÖO_{i,t} \varepsilon_{i,t} = 1, \dots N \text{ ve } t = 1, \dots (2)$$

Formülde x_{it} , Kx1 boyutundaki bağımsız değişken vektörünü β_1 , Kx1 boyutundaki katsayılar matrisini y_i , t-1, bağımlı değişken y_{it} ‘nin gecikmeli değerini; ε_{it} ise yatay kesitler arası ve zamana göre değişen gözlemlenemeyen değişkenlerin etkisini göstermektedir (Dökmen, 2012:46). PDDD, piyasa değerinin defter değerine oranı, PDDD_{i,t-1} ise piyasa değerinin defter değerine oranının gecikmeli değerini, Z firmaların iflas riskini temsilen Altman Z Skorunu, Z_{i,t-1} ise Altman Z Skorunun gecikmeli değerini, HBNT hisse başına net temettü oranını, HBK hisse başına kâr oranını, KPÖO kâr payı ödeme oranını, ε ise hata terimi ifade etmektedir.

Bağımlı değişkenin gecikmeli değeri ile hata teriminin ilişkili olması sapmalı ve tutarsız sonuçlar vereceğinden modele bağımlı değişkenin gecikmeli değerini açıklayıcı değişken eklenerek sorun giderilir. Bu sorunları gidermek için sistem GMM tahminci yöntemi kullanılır (Özevin, 2023:28). Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM), dinamik panel veri modellerinden en yaygın olarak kullanılan yöntemlerdendir. GMM modeli Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen bir model olup, birim boyutu zaman boyutundan büyük olduğu durumlarda kullanılır. Modelin dayandığı iki temel varsayım vardır. Bunlardan ilki araç değişkenlerinin geçerliliği, diğeri ise otokorelasyon varsayımlarıdır (Mete, 2021:1016). Bu yöntemde yatay kesitlerin spesifik etkilerini ortadan kaldırmak için her bir denklemin birinci farkının tahmin edilmesi dikkate alınır araç değişkenler kullanılır. Her ne kadar normal sonuçlar gösterse de açıklayıcı değişkenlerin zaman içerisinde süreklilik arz etmesi regresyon eşitliği için zayıf araçlar niteliği taşıyabilir (Çetin ve Şeker, 2014:136). Bu sorunların giderilmesi amacıyla Arellano ve Bover (1995), Blundell ve Bond (1998) tarafından sistem GMM tekniği geliştirilmiştir. Birinci yöntem baz alınarak geliştirilen bu yöntemlerde fark GMM tahmincisindeki zayıflıklarda iyileştirmeler yapılmıştır. Bu nedenle fark GMM tekniğine göre daha güçlü tahminci olarak ifade edilmektedir.

İki aşamalı olan GMM tahmincisinde;

1. Model araç değişken matrisi kullanılarak dönüştürülmekte
2. Ve dönüştürülen model Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Metodu ile tahmin edilmektedir.

Elde edilen GMM sonuçlarının sağlamasını yapmak için Driscoll-Kraay dirençli tahminci testi uygulanmıştır. Bu test, heteroskedastisite, yatay kesit bağımlılığı ve otokorelasyon sorunlarını çözmek için kullanılan istatistiksel bir yöntemdir. Firma ve dönemin fazla olduğu, gözlemler yüksek olduğu veri setinde sağlıklı sonuçlar verir. Farklı koşullarda güvenilir sonuçlar vermek için parametrik olmayan tahmin oluşturur. Sabit etki modelleri gibi hata bağımsızlığına kesinlik oluşturmayan ekonomik modellerde kullanılmaktadır (Sultana ve Rahman, 2024).

4. Bulgular

Çalışmanın bu kısmında BIST Katılım-50 Endeksi'nde yer alıp verileri çalışmanın dönemi kapsamında var olan 31 firmanın 2018-2022 dönemi verilerinin analiz sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.1. Değişkenlere Ait Frekans Değerleri

Değişken	Gözlem	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum
PDDD	620	2,795756	3,280928	0,0003	33,8416
KARPAYI	620	0,2255882	0,5819996	0	5,629198
HBKAR	620	3,003751	8,740767	0	149,1141
HBTEM	620	1,185025	2,505138	0	12,8775

BIST Katılım-50 Endeksinde verileri mevcut olan 31 firmaya ait 5 yıllık çeyrek veriler 20 dönem olmak üzere 620 gözlem sayısı olarak ifade edilmektedir. Özellikle Piyasa Değeri/Defter Değeri rasyosunda firmalar arasında büyük farklılık olduğu görülmektedir. Buna bağlı olarak da bu verinin standart sapmasının diğer verilere göre daha yüksek olduğu görülmektedir.

Değişkenler arasında yüksek korelasyon olması, ortaya çıkan ilişkilerin sağlıklı sonuç vermesini engelleyecektir. Bu nedenle Tablo 4.2'de değişkenlere ilişkin korelasyon test sonuçları verilmektedir;

Tablo 4.2. Değişkenlere Ait Korelasyon Tablosu

	Z	HBT	HBK	KPÖO	PDDD
Z	1.0000				
HBT	0.0115	1.0000			
HBK	0.0794	-0.0039	1.0000		
KPÖO	0.0291	0.1055	-0.0102	1.0000	

PDDD	-0.0081	-0.0211	0.0733	-0.0254	1.0000
------	---------	---------	--------	---------	--------

Değişkenler arasında yüksek korelasyon bulunmaması, değişkenlerin analiz için kullanılabilir olduğunu göstermektedir. En yüksek ilişki, Kar Payı Ödeme Oranı ile Hisse Başı Temettü arasında yaklaşık %11'dir.

Seriler arasındaki ilişkinin araştırılması için uygulanan GMM test sonuçları Tablo 4.3'te verilmektedir:

Tablo 4.3. GMM Test Sonuçları

	Model-1 (Bağ. Değ.: PDDD)		Model-2 (Bağ. Değ.: Z)	
	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık
PDDD (-1)	0,341079	0,0000		
Z(-1)			0,656135	0,0000
KPÖO	-0,001720	0,0000***	-0,000853	0,0006 ***
HBK	0,048470	0,0000***	0,052485	0,0287**
HBT	-0,046719	0,8394	2,664970	0,0021***
Wald	483,9790(0000)		951,2441(0,000)	
Sargan	29,88278(0,319447)		27,19493(0,399167)	
AR1	0,1644		0,0344	
AR1	0,1098		0,1143	

** ve *** ifadeleri sırasıyla %5 ve %1 düzeyinde anlamlılık ilişkisi olduğunu ifade eder.

Tablo 4.3'te görüldüğü üzere her iki testin de model kurmak için anlamlı olduğu görülmektedir. Fark GMM' in teknik olarak seçildiği yöntemde Kâr Payı ödeme Oranının ve Hisse Başı Kâr Oranının firmaların piyasa değeri üzerinde anlamlı etkisi olduğu görülmektedir. Kâr Payı ödeme Oranındaki 1 birimlik artış firmaların piyasa değerini 0,001 birim azaltırken, Hisse Başı Kâr Oranındaki 1 birimlik artış firmaların piyasa değerini yaklaşık 0,05 birim arttırmaktadır.

Altman Z Skorunun bağımlı değişken olduğu Model-2' ise, Kâr Payı ödeme Oranındaki 1 birimlik artış firmaların iflas riskini 0,0008 birim azaltırken, Hisse Başı Kâr Oranındaki 1 birimlik artış iflas riskini 0,05 birim, Hisse başına temettü oranındaki 1 birimlik artış ise iflas riskini 2,66 birim arttırmaktadır.

Sonuçların pekiştirilmesi için dirençli tahmin tekniklerinden Driscoll-Kraay test sonuçları aşağıdaki gibidir;

Tablo 4.4. Driscoll Kraay Test Sonuçları

	Model-1 (Bağ. Değ.: PDDD)		Model-2 (Bağ. Değ.: Z)	
	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık
KPÖO	-0.001282	0.532	0.0016391	0.272
HBK	0.0274101	0.003 ***	0.0300256	0.029 **
HBT	-0.2978102	0.583	0.1417781	0.532
Sabit Terim	2.756429	0.000	6.462671	0.000
F Değeri/Olasılık	11.92 (0.0001)		4.71 (0.0127)	

GMM test sonuçlarına sağlama olarak uygulanan Driscoll Kraay Dirençli Tahminci Test Sonuçlarının de GMM'le benzer sonuçlar verdiği görülmektedir. Ancak dirençli tahminci de her iki model için de sadece Hisse Başına Kar bağımsız değişkeni ile anlamlı sonuçlar vermektedir. Model-1'de HBK değişkeninde 1 birimlik artış PDDD'ni 0,02 birim arttırmaktadır. HBK değişkeninde 1 birimlik artış Altman Z Skorunu 0,03 birim arttırmaktadır. Bu durum firmaların HBK rasyosunun artmasının piyasadaki imajını olumlu etkilemesi, firmaya olan talebi arttırırken aynı zamanda temettü özsermayeden dağıtılıp firmanın sermaye yapısı içinde özsermaye payını azalttığı için finansal riskini arttırmaktadır. Finansal riskinin artması da iflas riskini temsilen Altman Z-Skorunu arttırmaktadır.

Sonuç

Bu çalışmada BIST Katılım 50 Endeksinde yer alan firmaların kâr dağıtım politikalarının piyasa değeri üzerine etkisi araştırılmıştır. Yöntem olarak dinamik panel tekniklerinden GMM yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın dönemi 2018Q1-2022Q4 olarak çeyrek dönemler halinde incelenmiştir. İki farklı bağımlı değişken kullanıldığı için iki farklı model mevcuttur. Bağımlı değişkenler firma değerini temsilen Piyasa Değeri/Defter Değeri, iflas riskini temsilen ise Altman Z Skoru'dur. Bağımsız değişkenler ise, Kâr Payı Ödeme Oranı, Hisse Başına Kâr Oranı, Hisse Başına Temettü Oranıdır.

Piyasa Değeri/Defter Değerinin bağımlı değişken olduğu Model-1'de Kâr Payı Ödeme Oranının Piyasa Değeri/Defter Değeri üzerinde ters yönlü etkisi olduğu, Hisse Başına Kâr Oranının ise Piyasa Değeri/Defter Değeri üzerinde eş yönlü etkisi olduğu görülmektedir. Yani firmaların kâr payı ödeme oranı arttıkça firmaların piyasa değeri/defter değeri azaltmaktadır. Bu durum firmaların yeni yatırım yapmaları durumunda maliyeti daha düşük olan net kârın Otofinansman olarak şirkete yeniden aktarılması durumunda daha kârlı yatırımlara kanalize edebileceğini ifade etmektedir. Ancak bu etkinin katsayı değerlerine bakıldığında etkinin çok düşük olduğu söylenebilir. Hisse başı kâr oranındaki 1 birimlik artış firmaların firma değerini yaklaşık 0,05 arttırmaktadır. Bu durumda firmaların Dönemsonu finansal tablolarında dağıtabilecekleri net kârı tutarının artması firmaların imajını olumlu yönde etkilemektedir. Ancak örnekleme de yer alan firmaların BIST-Katılım 50 endeksinde yer aldığı için BIST-Temettü endeksinde yer alan firmalar kadar düzenli temettü ödemesi dağıtmadığı görülmektedir.

İflas riskini temsilen Altman Z Skorunun bağımlı değişken olduğu Model-2'de ise tüm değişkenlerin anlamlı sonuçlar verdiği görülmektedir. Kâr Payı Ödeme Oranı firmaların iflas riski üzerinde ters yönlü bir etki oluştururken Hisse Başına Kâr oranı ve Hisse Başına Temettü Oranının firmaların iflas riski üzerinde eş yönlü bir etki oluşturmaktadır. Kâr Payı Ödeme Oranında 1 birimlik artış firmaların iflas riskini 0,0008 azaltmaktadır. Bu durum, firmaların daha fazla kâr payı ödemesinin gerek ortaklar gerekse ortak dışındaki üçüncü kişiler nezdinde imajının olumlu etkilendiği ile açıklanabilir. Altman Z Skoru formülünde ikinci değişken olarak yer alan Dağıtılmamış Kârlar/Toplam Varlıklar rasyosu kâr payı ödeme oranı arttıkça azalacaktır. Bu da skorun bileşenlerinden olan rasyo azaltıkça iflas riski de azalacaktır. Hisse başına kâr oranındaki 1 birimlik artış iflas riski 0,05 arttırmaktadır. Bu durum, firmaların özkaynak maliyeti daha düşük olan net kârı dağıtıp yeni yatırımların finansmanında yabancı kaynak kullanacaktır. Daha fazla yabancı kaynak kullanımı finansal riski arttırırken iflas riskini de azaltacaktır. Hisse başına temettü oranındaki 1 birimlik artış iflas riskini 2,66 birim arttırmaktadır. Bu durum da hisse başına kâr oranındaki ilişki ile benzerlik göstermektedir. Temettü ya da kâr payı dağıtım kararları firmaların piyasa değerini etkileyen üç temel kararlardan biridir. Çalışma bu teoriyi desteklemektedir.

Bulgulardan yola çıkarak gerek işletme süreklilik hedefini gerçekleştirmek için gerekse firma değerini maksimize kılma temel amacı doğrultusunda hareket etmek için optimal temettü kararı vermek zorundadır. Temettü dağıtım yapmaması da firmayı olumsuz etkilese de oto finansman yaparak özsermaye kârlılığını artırabilir. Yüksek oranda temettü dağıtımı firmanın sermaye bileşeni içerisinde özsermayeyi azalıp, yabancı kaynak ihtiyacının artmasıyla finansal riski artırabilir.

Türkiye açısından incelendiğinde İslami finansın gelişmesi adına daha fazla firmanın BIST Temettü Endeksinde yer alabilmesi için firmalar temettü politikalarına dikkat etmeli, uygun ve etkin kâr dağıtımını yapması iflas riskini ve firma değerini etkileyecektir. Bulgulardan elde edilen sonuçlar Şit (2021), Avcı (2024), Bozkurt (2014) çalışmalarıyla eş yönlü sonuçlar verirken Yiğiter ve Tanyıldızı (2020), Kuzu ve Çelik (2020), Kaya ve Şanlı (2019) çalışmalarıyla da ters yönlü sonuçlar vermektedir. Örneklem olarak sadece BIST- Katılım 50 Endeksi üzerine araştırma yapmak çalışmanın kısıtı olarak ifade edilebilir. Çalışma farklı endekslere de uygulanarak, farklı yöntemler kullanılarak ve farklı ülkelerdeki işletmeler üzerine uygulanarak geliştirilebilir.

Kaynakça

- Akyüz K.C. Yıldırım, İ. (2019). Finansal Oranlar ile Firma Değeri İlişkisi: Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Sanayi Sektöründe Bir Uygulama. *Düzce Üniversitesi Bilim ve Teknoloji Dergisi*, 7, 1778-1792.
<https://doi.org/10.29130/dubited.554813>
- Alıcı, A. (2024). Finansal Başarısızlık ile Finansal Performans Arasındaki İlişki: Havayolu İşletmelerinde Bir Çalışma. *4th International Congress on Aviation Management, 17-19 Ekim Eskişehir*.
- Altın, H. Caba, N. (2016). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Katılım Endekslerinin Performanslarının Değerlendirilmesi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 8(15), 229-248.
<https://doi.org/10.14784/marufacd.265997>
- Apak S. Açıköz, A.F. (2011). Türkiye'de Katılım Bankacılığının Bankacılık Sektöründeki Yeri ve Finansal İstikrara Katkısı. *Muhasebe ve Finans Tarihi Araştırmaları Dergisi*, (1), 70-85.
- Arslan, M. Meder Çakır, H. (2018). Firmaların Temettü Ödemeleri ile Firma Değeri Arasındaki İlişki ve BIST 100'de Bir Uygulama. *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 33, 169-180.
<https://doi.org/10.30794/pausbed.416072>
- Atalay, S.S. (2007). *Yeni Avrupa Birliği Ülkelerinde ve Türkiye'de Reel Yakınsama*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Tezi.
- Atan, M. Güneş, B. (2004). İMKB'ye Kote Şirketlerde Bilançoya Dayalı Risk Analizi ve Erken Uyarı Göstergelerinin Araştırılması. *4. İstatistik Günleri Sempozyumu*, İzmir-Kuşadası, Türkiye.
- Avcı, P. (2024). İşletmelerin Finansal Başarısızlık Riskine Sermaye Yapısının Etkisi: KOBİ Sanayi Endeksi. *Politik Ekonomik Kuram*, 8(1), 175-188.
<https://doi.org/10.30586/1422016>
- Aydın, A. D. (2017). Firma Performansı İle Temettü Politikası Arasındaki İlişkiye Dair Borsa İstanbul Temettü Endeksi Xtmtu Firmalarıyla Türkiye'den Ampirik Bir Çalışma. *Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6(11), 51-65.
- Aydın, S. (2016). *İflas Öngörüsünde Değişken Seçimi: Borsa İstanbul Örneği*. (Yayımlanmamış doktora tezi). Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Baykut E., Çonkar, K. (2020). BIST 30 ve Katılım 30 Endeksleri Arasındaki İlişkilerin Değerlendirilmesi. *Muhasebe ve Finans İncelemeleri Dergisi, MUFİDER*, 3(2), 163-174.
<https://doi.org/10.32951/mufider.780774>
- Bozkurt, İ. (2014). İflas Olasılığı ile Sistemik Risk İlişkisinin İncelenmesi ve Etkin İflas Göstergesi Modellerinin Tespiti: BIST'de Ampirik Bir Uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(4), 127-142.
- Büyükoğlu B., Şit, A. ve Buyuran B. (2020). Sektörel Yoğunlaşmanın Banka Riski Üzerine Etkisi: Türk Bankacılık Sektörü Örneği. *Muhasebe ve Finans İncelemeleri Dergisi*, 3(1), 37-45.
<https://doi.org/10.32951/mufider.645610>
- Çetin M., Şeker, F. (2014). Ticari Açıklık ve Finansal Gelişmenin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Etkisi: OECD Ülkeleri Üzerine Dinamik Panel Veri Analizi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 28(1), s. 125-147.
<https://doi.org/10.16951/iibd.38447>

- Çilek, A., Şeyranlıoğlu, O. (2024). The Relationship Between Dividend Yield and Profitability Ratios: An Analysis on Borsa İstanbul Dividend 25 Index. *Journal of Economics and Administrative Sciences*, 25(1), 166-182.
- Çoşkun, M. (2010). *Para ve Sermaye Piyasaları* (1.Baskı). Detay Yayıncılık.
- El-Deeb, MS., Allam, MF. (2024). The Moderating Effect of Dividend Policy on The Relationship Between The Corporate Risk Disclosure and Firm Value: Evidence From Egypt. *Future Business Journal*, 25(10), 1-15.
- Er H., Gülmez, A. (2023). Asimetrik Bilgi Çerçevesinde Mevduat ve Katılım Bankalarının Finansal Performanslarının Değerlendirilmesi. *İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi*, 12(3), 1710-1726.
<https://doi.org/10.15869/itobiad.1324254>
- Ertaş F.Ç., Karaca, S.S. (2010). Kâr Dağıtımının İlanı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 47, 58-68.
- Greene W. (2003). *Econometrics Analysis* (5th Edition). New Jersey.
- Guajarati N. (2004). *Basic Econometrics* (4th Edition). New York.
- Güçlü, F., Kılıç, M. (2019). *İslami Hisse Senedi Piyasaları Üzerine Bir İnceleme*. Kılıç (Ed.), *Derlemeler-1 İktisadi ve İdari Bilimler Alanyazın içinde*, (1.baskı, 135-159). Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Güçlü, F. (2021). İslami Hisse Senedi Piyasalarında Finansal Sıkıntı Riskinin Altman Z ve Springate Modelleri ile İncelenmesi: Katılım 50 Endeksi Örneği. *İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi*, 10(4), 3667-3684.
<https://doi.org/10.15869/itobiad.1002058>
- Gürel E., Beyazıtılı, E. (2017). Kâr Payı Verimi ve Borsa İstanbul A.Ş Üzerinde Bir Uygulama. *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(2), 121-133.
- Hüsnüoğlu N. (2017). Dijital Bölünmeyi Etkileyen Faktörler Üzerine Bir Uygulama: Panel Veri GMM Analizleri. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 18(2), 19-34.
- Kaya, M., Şanlı, Ö. (2019). Kâr Payı Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerine Etkisi: BIST 30 Endeksi Üzerine Bir Araştırma. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1), 107-116.
<https://doi.org/10.30798/makuiibf.521834>
- Koç S., Yaldız, B. ve Şenol, Z. (2020). Nakit Temettü Ödemelerinin Firma Değeri Üzerine Etkilerinin Panel Veri Yöntemi ile Analizi: BIST 30 Üzerine Bir Uygulama (2007-2017). *Sivas Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 21(2), 69-89.
<https://doi.org/10.37880/cumuiibf.614125>
- Kulalı, İ. (2014). Muhasebe Temelli Tahmin Modelleri Işığında Finansal Sıkıntı ve İflas Karşılaştırılması. *Sosyoekonomi*, July-December 2014-2, 154-170.
<https://doi.org/10.17233/se.81747>
- Kurtaran Turan A., Kurtaran Çelik, M., ve Temizer, Z. (2015). Finansal Oranlar ile Firma Değeri İlişkisi: BIST'te Bir Uygulama. *Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi*, 4(8), 35-45.
- Kuzu, S., Erkan Çelik, İ. (2020). İşletmelerde Kâr Dağıtım Politikalarının Hisse Senedi Değeri Üzerine Etkisi: BIST 30 Endeks Hisseleri Üzerine Bir Uygulama. *International Journal of Social Science Research*, 9(1), 21-35.
- Marsiati, L., P.Prima Sari and R.Kusumawardhani (2024). The Influence of Growth Opportunities Capital Structure, Profitability and Dividend Policy on Firm Value (In Pharmaceutical Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange 2014-2022). *Ecobisma Jurnal Ekonomi, Bisnis and Manajemen Universitas Labuhanbatu*, 11(2), 329-339.
- Mete, E. (2021). Ekonomik Küreselleşme ve İşgücü Özgürlüğü Kapsamında Genç İşsizliği: Dinamik Panel Veri Analizi. *BMÜ Araştırma Makalesi*, 9(3), 1012-1020.
- Nişancı, M., Karabıyık, İ. ve Uçar, M. (2011). Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme: Statik ve Dinamik Panel Veri Analizi. *SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 22, s.112.
- Okka, O. (2009). *Finansal Yönetim*. Nobel Yayın Dağıtım.

- Özevin, O. (2023). Kurumsal Yönetim Değişkenlerinin İngiltere Firmalarının Nakit Tutma Oranına Etkisi: GMM Dinamik Panel Veri Analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 100, 19-38.
<https://doi.org/10.25095/mufad.1315633>
- Özulucan, A., Deran, A. (2009). Katılım Bankacılığı ile Geleneksel Bankaların Bankacılık Hizmetleri ile Muhasebe Uygulamaları Açısından Karşılaştırılması. *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6(11), 85-108.
- Pekkaya, M. (2006). Kâr Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeksi Hisselerine Bir Analiz. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(4), 183-209.
- Rodoplu, B.C. (1997). Dünyada Faizsiz Bankacılık. *Bereket Dergisi*, 1(1)
- Sharif, S.P., Lai, M.M. (2015). The Effects of Corporate Disclosure Practices on Firm Performance, Risk and Dividend Policy . *International Journal of Disclosure and Governance*, 12, 311-326.
<http://dx.doi.org/10.1057/jdg.2015.2>
- Sultana, M., & Rahman, M. H. (2024). Investigating The Impact Of GDP, Energy Mix, Energy Intensity, and The Service Sector On Environmental Pollution In MENA Countries: An Application of Driscoll-Kraay Standard Error Approach. *Social Sciences & Humanities Open*, 10, 101087, 1-11.
- Şenol Z., Koç, S. (2019,11,10). Ekonomik ve Finansal Ülke Risklerinin Pay Fiyatları Oynaklığına Etkisi. *23.Finans Sempozyum Bildiri Kitabı*, 672-681.
- Şit A., H.Y, Güngör ve M.R. Armutlu. (2022). Finansal Sağlamlığın Maden Firmalarının Finansal Performansları Üzerine Etkisi: Türkiye ve BRICS Ülkeleri Üzerine Uygulama. *Bingöl Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(1), 217-243.
<https://doi.org/10.33399/biibfad.897280>
- Şit, A. (2021). Kâr Dağıtım Politikaları Firma Değeri Üzerinde Etkili Midir? BIST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(12), 159-171.
- Ustaoğlu D. (2014). *Türkiye’de Katılım Bankacılığı Sektördeki Yeri ve Önemi*. (Yüksek Lisans Tezi), Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yaman, K., Şakar, T. (2022). Borsada İşlem Gören Sigorta Şirketlerinin İflas Riskini Tahmin Etmede Altman Modeli Uygulaması. *Toros Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(17), 28-41.
<https://doi.org/10.54709/iisbf.1205809>
- Yıldırım H., Keşebir, M. (2019). Farklı Büyüklükteki Ekonomi ve Finansal Piyasalara Sahip Ülkelere Ait Borsa Endeksleri Arasındaki Nedensellik İlişkisi. *Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 29(1), 249-259.
- Yüksel Yiğiter, Ş., Tanyıldızı, H. (2020). Temel Ekonomik Faktörlerin Katılım 30 Endeksine Etkisi: Şubat 2011-Mayıs 2018 Örneği. *IBAD Sosyal Bilimler Dergisi*, (7), 183-197.
<https://doi.org/10.21733/ibad.658564>
- Zerka A.ve En-Neccar A. (2017). *İslam Düşüncesinde Ekonomi, Banka ve Sigorta* (4.Baskı). İz Yayıncılık.

Çatışma beyanı

Makalenin yazarı, bu çalışma ile ilgili taraf olabilecek herhangi bir kişi ya da finansal kuruluş ile ilişkisi bulunmadığını dolayısıyla herhangi bir çıkar çatışmasının olmadığını beyan eder.

Destek ve teşekkür

Çalışmada herhangi bir kurum ya da kuruluştan destek alınmamıştır.