

*Yayın Geliş Tarihi:* 16.01.2016  
*Yayın Kabul Tarihi:* 12.05.2016  
*Online Yayın Tarihi:* 22.12.2016

*Dokuz Eylül Üniversitesi*  
*İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*  
*Cilt:31, Sayı:2, Yıl:2016, ss. 115-146*

## **Temettü Ödemelerinin Belirleyicileri ve Firma Değeri: Kavramsal Bir Model ve Tahminlemesi\***

**Şaban ÇELİK<sup>1</sup>**

**Sedat YENİCE<sup>2</sup>**

**Osman Kürşat ONAT<sup>3</sup>**

### **Öz**

*Bu çalışmanın amacı temettü politikalarının belirleyicileri ile firma değeri arasındaki ilişkiyi kavramsal bir model çerçevesinde açıklayıp tahminlemesini yapmaktır. Bu kapsamda üç temel hipotez grubu oluşturulup test edilmiştir. Birinci ve ikinci hipotez gruplarının test sonuçları, temettü politikalarının, risk ile negatif, kurumsal yönetimle de pozitif bir ilişkisi olduğunu göstermektedir. Buna karşın, üçüncü hipotez grubu testleri, temettü politikası ile firma değeri arasındaki ilişkiyi kullanılan firma değeri değişkenine göre (bir yıllık getiri ve beş yıllık getiri) farklı (ilişkisiz ve pozitif) göstermiştir.*

*Anahtar Kelimeler:* Temettü Politikaları, Risk, Kurumsal Yönetim, Firma Değeri

*JEL Sınıflandırma Kodları:* G30, G32, G34, G35

## **Determinants of Dividend Payments and Firm Value: A Conceptual Model and Its Estimation**

### **Abstract**

*The purpose of present study is to explain the linkage between the determinants of dividend policies and firm value and to conduct its estimation within a conceptual model. In this context it has been created and tested three main hypotheses group. The results regarding to the first two hypotheses indicate that dividend policies have a negative relationship with risk but a positive relationship with corporate governance. On the other hand, the results regarding to the third hypothesis indicate different results (irrelevant and positive) according to the variable used for firm value (one-year return and five-year return).*

*Keywords:* Dividend Policies, Risk, Corporate Governance, Firm Value

*JEL Classification Codes:* G30, G32, G34, G35

---

\*Bu çalışma, 19. Ulusal Finans Sempozyumunda bildiri olarak sunulmuştur. Hem sempozyum katılımcılarının hem de editör ile dergi hakemlerinin eleştirileri kapsamında düzenlenmiştir. Yapıcı eleştirilerinden ötürü sempozyum katılımcılarına, dergi editör ve hakemlerine teşekkür ederiz.

<sup>1</sup> Yrd. Doç. Dr., Yaşar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve Finansman Bölümü, [saban.celik@yasar.edu.tr](mailto:saban.celik@yasar.edu.tr)

<sup>2</sup> Yrd. Doç. Dr., Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu, [sedatyenice@gmail.com](mailto:sedatyenice@gmail.com)

<sup>3</sup> Yrd. Doç. Dr., Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi, Sağlık Yönetimi Bölümü, [dr\\_osmankursat@hotmail.com](mailto:dr_osmankursat@hotmail.com)

## 1. GİRİŞ

Temettü politikalarının belirleyicilerinin analizi modern finansın temel konularından birisidir. Temettü politikaları ülkeler arasında farklılıklar gösterir. Geleneksel olarak bu farklılıklar ülkelerdeki vergi sistemi ve bilgi asimetrisi farklılıkları ile açıklanmaya çalışılmıştır (La Porta vd., 2000). Yakın zamanda yapılan çalışmalar ise kültürel özelliklerin de ülkeler arasındaki temettü ödeme politika farklılıklarını açıklayan bir faktör olduğu öne sürülmüştür (Shao vd., 2010; Bae vd., 2012). Bununla beraber, firmaların yatırımcı talebini canlı tutmak için uyguladıkları politikalar sonucunda yatırımcı rasyonalitesinde görülen davranışsal sapmaların da söz konusu temettü politikalarındaki farklılıklara sebep olabileceği belirtilmektedir (Baker ve Wurgler, 2004; Becker vd., 2011).

Finans yazınında temettü politikalarına ilişkin geliştirilen bu yaklaşımlarının görgül analiz sonuçları farklılıklar göstermekle beraber çalışmalarda kullanılan analiz yöntemi, veri seti, zaman aralığı, sektör tercihi, ülke türü ve dolayısıyla kültür etkisi gibi faktörler de sonuçları etkileyebilmektedir. Bu çalışmada akademik yazında önerilen bu yaklaşımlardan farklı olarak risk ve kurumsal yönetim faktörlerinin temettü ödemelerinde belirleyici faktörler olduğu önermesi yapılarak söz konusu temettü politikaları ile firma değeri ilişkisi modellenmiştir. Yazında riskin temettü politikalarını etkilediği belirtilse de (Bhattacharya, 1979) bu çalışmada ilk defa bütüncül bir yaklaşımla sistematik bir analiz ortaya konulmuştur. Bununla beraber kurumsal yönetim faktörünün temettü politikaları belirleyicisi olarak daha önce yapılmış çalışmalardan farklı bir yaklaşımla bu faktörün temettü politikaları ile sentetik bağları temellendirilip modellenmiştir. Söz konusu modelin test edilebilmesi için oluşturulan örneklem Borsa İstanbul'da işlem gören üretim firmalarının 2007 ile 2011 yılları verilerinden oluşmaktadır. Araştırma modelinin birinci kısmının tahminlenmesi için oluşturulan ekonometrik model ise bağımlı değişken olan temettü ödemesinin kategorik yapıda olması sebebiyle logit ve probit regresyon yapısındadır. İkinci kısım için ise doğrusal regresyon ve bağımsız örneklem t-testi kullanılmıştır.

Çalışmanın yapısı beş bölümden oluşmaktadır. Giriş kısmının ardından ikinci bölümde ilgili akademik yazının sentezi yapılmıştır. Üçüncü bölümde çalışma kapsamında izlenen araştırma yöntemi yer almaktadır. Dördüncü bölümde araştırma kapsamında yapılan araştırma sonuçlarına yer verilmiştir. Beşinci ve son bölümde de araştırma genel olarak sonuçlandırılıp değerlendirilmiştir.

## **2. YAZIN TARAMASI**

Araştırmacılar, temettü politikalarını etkileyen faktörleri açıklayabilmek için birçok teori öne sürmüşlerdir. Bu teoriler, İlintisizlik Teorisi, Sinyal Teorisi, Yaşam Döngüsü Teorisi, Temsilci Teorisi, Finansal Hiyerarşi Teorisi, Davranışsal Finans Teorisi şeklinde sıralanabilir. Bunlarla beraber, vergi, hukuksal düzenlemeler, firma büyüklüğü, kaldıraç durumu, kurumsal yönetim yapısı ve risk gibi boyutların da temettü politikalarıyla ilişkili olabileceği öne sürülmüştür (Allen ve Izan, 1992; Frankfurter ve Wood, 2002; DeAngelo ve DeAngelo, 2007). Pek çok araştırmacı ikincil veri analizleri üzerinden teorik ve görgül araştırma modelleriyle (Deshmukh, 2005; Li ve Zhao, 2008) ve bazıları da uygulayıcılar üzerinde anket yöntemiyle (Becker, vd., 2011; Baker ve Smith, 2006; Brav vd., 2005) temettü politikalarını etkileyen faktörleri açıklamaya çalışmışlardır.

Miller ve Modigliani (1961) temettü politikaları ile ilgili finans yazınında önemli bir etki yaratan çalışmalarında temettü ödemesinin yapıp yapılmamasının firmanın değeri üzerinde bir etkiye sahip olmadığını göstermişlerdir. İlintisizlik Teorisi (Irrelevancy Teory) olarak adlandırılan bu ispat piyasaların tam rekabet, vergi etkisi ve iflas maliyetlerinin olmadığı temel varsayımları altında temettü ödemesinin, sermaye kazancının (hisse fiyatlarındaki alım-satım farkından elde edilen kazanç) mükemmel bir alternatifi olarak görülmesi prensibine dayanmaktadır. Başlarda özellikle vergi etkisinin olması sebebiyle eleştiri alan bu yaklaşım, temettü ve sermaye kazancı üzerinden kesilen vergilerin birbirine yaklaşmasına rağmen temettü politikalarında görülen farklılıklar Black (1976) tarafından temettü bilmecesi (dividend puzzle) olarak tanımlanmıştır. Bu bilmecenin çözümü için önerilen bir yaklaşım da bilgi asimetrisi kavramıdır. Buna göre, daha az bilgiye sahip yatırımcılar, temettü ödemelerinin firmanın gelecekteki

## Ş. ÇELİK. – S. YENİCE – O. K. KANAT

karlılık durumu için bir işaret olabileceğini düşünürler (Bhattacharya, 1979; Miller ve Rock, 1985; Kumar, 1988).

İlintisizlik Teorisi'ne en zıt açıklama niteliği taşıyan yaklaşımlardan bir tanesi '*eldeki kuş hipotezi*'dir (bird in hand hypothesis). Buna göre, yüksek temettü ödeme oranı firma değerini artırır. Bu önerme, belirsizlik ve asimetric bilginin olduğu ortamda daha yakın gelecekteki kazancın daha uzak gelecekteki kazançta tercih edileceği temelinde oluşturulmuştur. Bunun için de eldeki bir kuşun daldaki iki kuştan daha değerli olduğu yaklaşımı eldeki kuş hipotezi denmesine sebep olmuştur. Gordon ve Shapiro (1956), Gordon (1959;1963), Lintner (1962) ve Walter (1963) gibi araştırmacılar eldeki kuş hipotezini destekler nitelikte çalışmalar yapmışlardır. Ancak, bu yaklaşım Modigliani ve Miller (1961) tarafından eleştirilerek firma riskinin gelirin nasıl dağıtılmasından değil faaliyet karının riskliliğinden oluştuğunu belirterek söz konusu hipoteze "*eldeki kuş yanılısaması*" demişlerdir.

Temettü ödemesinin işaret etkisi (signalling theory) yaratacak nitelikte olması daha eskilere dayanan bir açıklamadır. İşaret etkisi ile açıklanmaya çalışılan temettü ödemesi yapan firmaların gelecekteki durumunun iyi olduğu ve bundan dolayı ödeme yaptıklarıdır. Buna karşın olası temettü azalımı veya yapılmaması kötüye giden bir durumun habercisi olduğu düşünülmüştür. Özellikle Lintner (1956) yöneticiler üzerinde yaptığı anket sonucunda yöneticilerin temettü azaltımının hisse fiyatları üzerinde olumsuz bir etki yapar korkusu sebebiyle bu yola başvurmak istemediklerini belirtmiştir. Bununla beraber, karlılıktan emin olunmadan temettü artışına gitmedikleri de ortaya konulmuştur.

Temettü politikalarını açıklamaya yönelik yaklaşımlardan işaret etkisi açıklamasına ek olarak finans yazınında çokça değinilen bir başka teori de Temsilci (maliyetleri) Teorisi'dir (Agency (cost) problem). Bu teori, serbest nakit akım hipotezi (Jensen, 1986) olarak da bilinmektedir. Serbest nakit akım hipotezi, temsilci maliyetlerini azaltmada temettü ödemelerinin bir araç olarak kullanıldığını iddia eder. Bilindiği üzere, temsilci problemi, hissedarlarla yöneticiler arasındaki

çıkâr çatışmalarını nitelemek için kullanılan bir durumdur. Burada iddia edilen yöneticilerin her zaman hissedarların çıkarlarını ençoklamak amacı gütmmediği ve gereksiz yatırımlar (lüks gökdelen yapımı veya makam aracı tahsisi vb.) yaptıklarıdır (Jensen ve Meckling, 1976). Yöneticiler, bu ve benzeri problemleri azaltmak adına temettü ödemesi yaparak söz konusu problemi azaltma yoluna giderler.

Finans yazınında Finansal Hiyerarşi Teorisi (pecking order theory) (Myers, 1984) olarak bilinen yaklaşım ise temettü politikalarını farklı bir açıdan değerlendirmiştir. Bu teoriye göre, firmalar yatırımlarını finanse etmek için önce dağıtılmamış karlarını kullanırlar. Bu durum yeterli gelmiyorsa sermaye piyasalarından borçlanmaya giderler. En son tahlilde de hisse senedi ihracına başvururlar. Myers ve Majluf (1984) bu durumun temel sebebinin bilgi asimetrisinden kaynaklandığını belirtmişlerdir. Buna göre, firmalar piyasaya sunacakları yeni hisse senetlerinin olması gereken değerin altında satılacağını düşündüklerinden yatırım için ihtiyaç duydukları finansman için önceliği iç fonlara verirler.

Yaşam Döngüsü Teorisi (*life cycle theory*) nispeten akademik yazında yeni yer alan yaklaşımlardan biri olmakla beraber daha önce ortaya konan teorilere paralellik gösteren bir açıklamadır. Buna göre, büyük ve olgun firmaların yüksek miktardaki nakit akımlarının kullanabilecekleri yeteri kadar yatırım fırsatı olmadığından söz konusu firmaların genç ve küçük firmalara oranla düzenli temettü ödemeleri gerçekleştirebilirler. Bu da firmanın içinde bulunduğu yaşam döngüsünün temettü politikalarını belirlediğini gösterir. Fama ve French (2001) yaptıkları çalışmada firmanın yaşam döngüsünün özellikle olgun ve genç firmaların temettü ödeme eğilimleri açısından farklılıklar gösterdiğini belirtmişlerdir.

Davranışsal finans yazını ise temettü politikalarındaki farklılık için farklı bir açıklama getirmiştir (Shefrin ve Statman, 1984). Buna göre yatırımcılar, temettü ödemesi ile sermaye kazancını mental olarak aynı görmemektedir. Bu açıklama yatırımcıların davranışsal yaşam döngüsü modeli ile temellendirilmiştir (Shefrin ve

### Ş. ÇELİK. – S. YENİCE – O. K. KANAT

Thaler, 1988). Bu modele göre yatırımcılar, üç farklı hesap algısına sahiptir. Bunlar, şimdiki gelir hesabı, şimdiki varlık hesabı ve gelecekteki gelir hesabıdır. Bundan dolayı, yatırımcıların mental hesaplarını etkileyen farklı faktörlerin varlığı temettü politikalarındaki farklılıkları açıklar.

Akademik yazında temettü politikalarını açıklamaya yönelik güncel bazı yaklaşımlar daha bulunmaktadır. Bunlar, risk ve kurumsal yönetim kavramlarıdır. Risk kavramı her ne kadar doğrudan ana faktör olarak ele alınmamış olsa da temettü ödemelerinin yüksek borçluluk düzeyinden kaynaklı olarak ödenememesi (Kalay, 1982) ve bu durumun özellikle sistematik olmayan riskleri yüksek olan firmalarla ilişkili olduğu (Brav vd., 2005) tespitleri yapılmıştır. Kurumsal yönetim kavramı ise temettü ödemeleri için birbirinin tersi iki durum olabileceğini göstermektedir (La Porta vd., 2000). Birinci durum, daha iyi kurumsal yönetim ilkelerine sahip işletmeler hissedarların baskısıyla daha fazla temettü ödeyebilir (bu duruma çıktı modeli (outcome model) denilmektedir). İkinci durum ise daha kötü kurumsal yönetim ilkelerine sahip ve hissedar haklarının zayıf olduğu işletmeler hissedarlara iyi görünmek için yüksek temettü ödemesi yapar (bu duruma ikame modeli (substitution model) denilmektedir). Bu durum özellikle temettü politikaları ile kurumsal yönetim arasında bir ilişkinin olduğu göstermektedir.

### 3. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

Araştırmanın yöntemi bağlamında oluşturulan kavramsal model, örneklem yapısı ve kavramsal modelin tahminlemesi için önerilen ekonometrik model ele alınmıştır. Araştırmanın temel amacı kapsamında oluşturulan araştırma modeli temettü politikalarının iki temel faktör tarafından etkilendiği şeklinde oluşturulmuştur. Bu iki faktör risk ve kurumsal yönetimidir. Bununla beraber, temettü politikalarının firma değeri ile ilişkisi de modellenmiştir. Söz konusu modelin test edilebilmesi için oluşturulan örneklem Borsa İstanbul'da işlem gören üretim firmalarının 2007 ile 2011 yılları verilerinden oluşmaktadır. Araştırma modelinin birinci kısmının tahminlenmesi için oluşturulan ekonometrik model, bağımlı değişken olan temettü ödemesinin kategorik yapıda olması sebebiyle logit

ve probit regresyon yapısındadır. İkinci kısım için ise doğrusal regresyon ve bağımsız örneklem t-testi kullanılmıştır.

### **3.1. Araştırma Modeli**

Araştırma modeli iki temel faktörün temettü ödemelerinin belirleyicileri olduğunu önerir. Bunlar, risk ile kurumsal yönetim faktörleridir. Bununla beraber temettü politikalarının firma değeri ilişkisini de kapsar. Araştırma kapsamında geliştirilen kavramsal model üç temel hipotez grubunun test edilmesine olanak vermektedir. Birinci hipotez grubu temettü ödemelerini etkileyen birinci faktör grubu olan risk ile ilintilidir. İkinci hipotez grubu ise temettü ödemesini etkileyen ikinci faktör olan kurumsal yönetim ile ilgili olanıdır. Üçüncü ve son hipotez grubu ise temettü politikalarının firma değeri ilişkisi ile ilgilidir (Şekil1).

Bir firmanın riski temettü ödeme politikasını (düzeyini) etkiler. Buna karşın temettü politikası (düzeyi) firmanın riskini düşürmez (Bhattacharya, 1979). Risk ile temettü ödemesi arasındaki teorik ilişki ise firmaların daha yüksek belirsizlik durumlarında, özellikle gelecekteki nakit akımlarda oluşabilecek riskin düzeyi arttığında, daha düşük temettü ödeme eğilimleri gösterirler (Friend ve Puchett, 1964). Bu da firma riski ile temettü ödemeleri arasında negatif bir ilişkinin varlığına işaretir (Rozeff, 1982). Başka bir ifade ile firma riski arttıkça temettü ödemeleri azalır (Jensen, Solberg ve Zorn, 1992). Bu önermenin hipotezi ise firma riskinin temettü ödemesi ile ilişkisi şeklinde oluşturulup test edilebilir:

$H_{1N}$ : Risk düzeyi ile temettü ödemesi arasında ilişki yoktur

$H_{1A}$ : Risk düzeyi ile temettü ödemesi arasında ilişki vardır

Oluşturulan boş hipotez ( $H_{1N}$ ) ile alternatif hipotez ( $H_{1A}$ ) çalışma kapsamında kullanılan risk sınıflamasına göre sistematik ve sistematik olmayan tüm riskler için test edilecektir. Söz konusu sınıflama riskin sistematik ve sistematik olmayan yapıda ele alındığı şekliyle kullanılacaktır. Sistematik risk göstergesi olarak beta katsayısı kullanılmıştır. Sistematik olmayan risk boyutları ise üretim sektörü özelinde oluşturulan yapıdır. Buna göre; sistematik olmayan risk beş boyutta sınıflandırılabilir. Bunlar, - Nakit Akım Riski, Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik

## Ş. ÇELİK. – S. YENİCE – O. K. KANAT

Riski, Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik Riski, Karlılık Riski ve Varlık Verimliliği Riski şeklindedir (Çelik, 2013). Araştırmada kullanılan risk sınıflaması örneklem yapısıyla ilişkili olarak belirlenmiştir. Örneklemdaki firmaların üretim firması olmaları sebebiyle bu örneklem üzerinden geliştirilmiş boyutlar kullanılmıştır. Bununla beraber farklı bir sektörde benzer boyutların kullanılması anlamlı sonuçlar vermeyebilir.

Kurumsal yönetim faktörünün temettü politikaları üzerindeki etki önermesinin hem kavramsal hem de hukuksal dayanakları vardır (La Porta vd., 2000). Kavramsal dayanak olarak temettü ödeme kararının firmaların özellikle piyasada oluşan firma değeri algısı üzerindeki tartışmaları gösterilebilir. Her ne kadar firma değeri temettü ödemesi ilişkisi üzerinde farklı bakış açıları kavramsallaşma geliştirilmişse de söz konusu tartışma temettü ödemesinin bir yönüyle firma değerini etkileyebildiği ilgili yazında ortaya konmuştur. Bu ilişki, temettü ödemelerinin firma değeri üzerinde pozitif, negatif ve etkisiz şeklinde belirtilmiştir. Kurumsal yönetimin hukuksal dayanağı ise gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda farklılık göstermelerine rağmen temettü ödemesinin yapılmasını teşvik eden yasal düzenlemelerin bulunmasıdır. Bu noktada gelişmiş piyasalarda söz konusu yasal düzenlemeler daha esnek iken gelişmekte olan piyasalarda özellikle azınlık hisse sahiplerinin haklarını koruma kapsamında temettü ödemesini teşvik eden düzenlemeler bulunmaktadır. Bu iki temel dayanak kurumsal yönetim ile temettü ödemesi arasında bir ilişkinin varlığı önermesini destekler. Bu önermenin hipotezi ise kurumsal yönetimin temettü ödemesi ile ilişkisi şeklinde oluşturulup test edilebilir:

H<sub>2N</sub>: Kurumsal yönetim ile temettü ödemesi arasında ilişki yoktur

H<sub>2A</sub>: Kurumsal yönetim ile temettü ödemesi arasında ilişki vardır

Kurumsal yönetim faktörü bağlamında üç değişken belirlenmiştir. Bunlar, firmanın kurumsal yönetim endeksinde olma durumu, ortaklık yoğunlaşması ve kurumsal sosyal sorumluluk değeridir. Bu üç değişkenin seçilme sebepleri arasında kurumsal yönetimi en iyi temsil eden değişkenler olmasıdır. Sözgelimi, bir firma



Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girebilmesi için belli bir denetimden geçip derecelendirilmesi gerekmektedir. Bununla beraber kurumsal sosyal sorumluluk uygulamaları özellikle ortaklardan ziyade paydaşlara verilen önemi göstermesi açısından önemlidir. Ortaklık yoğunlaşması ise ayrıca yazında ele alınan değişkenlerden birisidir (Chen vd., 2005). Bu değişkenler, araştırmanın kısıtları kapsamında ele alınan değişkenler olmakla beraber daha fazla sayıda değişkenin de ele alınabileceği söylenebilir.

Araştırma modelinin üçüncü hipotez grubu ise akademik yazında derinlemesine araştırılan bir konudur. Temettü ödemeleri ile firma değeri ilişkisinin nasıl oluştuğudur. Yazın taraması bölümünde değinilen bazı teorilerin söz konusu ilişkinin olmadığını (ilintisizlik teorisi) veya pozitif anlamda olduğunu (eldeki kuş teorisi) söyleyen yaklaşımlar açıklanmıştır. Bu iki yaklaşım farklı varsayımlar temelinde oluşturuldukları için farklı sonuçlara varmışlardır. Araştırma kapsamında bu hipotez geliştirmekte olan bir ülke niteliğindeki Türkiye piyasasında Borsa İstanbul'da işlem gören üretim firmaları üzerinde test edilecektir. Ancak temettü politikalarının firma değeri ilişkisi kısa veya orta vadeli araştırmalarda yanıltıcı sonuçlar verebilir. Bu araştırma döneminin de beş yıl olması sebebiyle ortaya çıkacak sonucun dikkatli yorumlanması gerekmektedir. Benzer zaman dönemlerini kullanan çalışmalarda da söz konusu hipotezin test sonuçlarının dikkatli yorumlanması gerekir. Bu açıdan bakıldığında bu hipotez sonuçlarının akademik yazında farklı sonuçlar vermesi temelde bu ve benzeri faktörlerin etkisinden kaynaklandığı söylenebilir (Miller ve Scholes, 1978,1982; Bernstein, 1996; Baker ve Powell, 1999; Casey ve Dickens, 2000; Fisher, 1961; Baker, Powell ve Veit, 2002). Araştırma modeli kapsamında temettü politikaları ile firma değeri ilişkisi şeklinde oluşturulup test edilebilir:

H<sub>3N</sub>: Temettü ödemesi ile firma değeri arasında ilişki yoktur

H<sub>3A</sub> Temettü ödemesi ile firma değeri arasında ilişki vardır

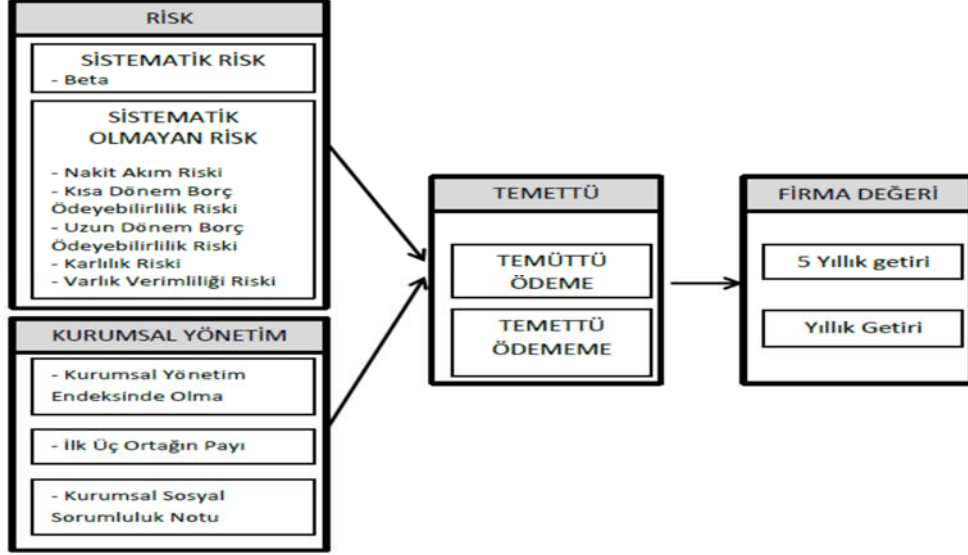
Temettü politikaları bir değişken olarak sınırlı bir çerçevede kategorik bir yapıda yapılandırılmıştır. Buna göre, firmalar temettü ödeyen ve ödemeyen olarak

## Ş. ÇELİK. – S. YENİCE – O. K. KANAT

iki gruba ayrılmıştır. Ancak bu yapılandırma özellikle zaman döneminin kısa olmasından ötürüdür. Temettü politikaları ikiden fazla grup da oluşturabilir. Söz gelimi, düzenli temettü ödeyenler, düzensiz temettü ödeyenler ve temettü ödemeyenler şeklinde olabilir. Bununla beraber, temettü politikaları temettü verimi değişkeninin hesaplanması suretiyle sürekli bir değişken yapısıyla da incelenebilir. Firma değeri değişkeni için ise araştırma kapsamında iki değişken hesaplanmıştır. Bunlar yıllık ve beş yıllık temettü ve hisse bölünmelerine uyarlanmış hisse senedi getirileridir. Bundaki gerekçe ise değer ve temettü politikası ilişkisi o yıl gerçekleşen değerden ziyade birikimsel bir değerden etkilenebilme olasılığında ileri gelir.

### 3.2. Değişkenler, Örneklem Yapısı ve Tanımlayıcı İstatistikler

Araştırma modelindeki faktörlerin temsil edileceği değişkenler ve ilgili özellikler Tablo 1’de görülmektedir. Risk faktörü, sistematik risk ve sistematik olmayan risk boylamında kavramsallaştırılarak sistematik risk için bir değişken ve sistematik olmayan risk için de beş değişken belirlenmiştir. Sistematik risk, en basit ifade ile tüm firmaları etkileyen risk olarak tanımlanmaktadır (Poyraz, 2011). Bu kavram, Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli’ndeki (Sharpe,1964) beta katsayısı ile temsil edilmektedir. Beta katsayısı, firma hisse senedinin piyasa portföyü temsilci değişkeni olarak seçilen Borsa İstanbul 100 Endeksi’ne olan hassasiyetini ölçmektedir. Bu noktada beta katsayısını sistematik risk temsilcisi olarak kullanan tüm çalışmalarda varsayılan makroekonomik veya sistematik risk tanımına uyan tüm faktörlerin ilgili çalışmada kullanılan borsalarda fiyatlandırıldığıdır. Söz gelimi, devlet faktörü bir sistematik risk unsuru olabilir ancak piyasa bu faktörü fiyatlıyor ise bu noktada betanın kullanılmasında bir sakınca yoktur. Başka bir ifade ile piyasa sistematik risk faktörlerine göre etkin ise beta katsayısı anlamlılık kazanır. Daha önceki çalışmalarda da beta katsayısının sistematik risk göstergesi olarak kullanılması ve bu çalışmanın kapsamında sistematik risk faktörü olan betanın anlamlılık düzeyinin ölçülmesi (piyasa etkinlik testi (Atan vd., (2009)) olmadığından bir varsayım olarak betanın sistematik risk göstergesi olduğu kabul edilecektir.



Şekil 1. Araştırma Modeli

Sistemik olmayan risk boyutu için ise Çelik (2013)'in üretim sektörü özelinde belirlediği beş değişken kullanılmıştır. Bu risk, firmanın kendi özelliklerinden kaynaklı riskleri kapsar. Buna göre, sistemik olmayan risk boyutu beş alt boyuttan oluşmaktadır. Bunlar, Nakit Akım, Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik, Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik, Karlılık ve Varlık Verimliliği riskleridir. Bu boyutları temsilen seçilen değişkenler de söz konusu boyutlar için akademik yazında en çok kullanılan rasyolar olarak belirlenmiştir. Bazı çalışmalarda, bu boyutları temsilen kullanılan değişkenler farklı amaçlar çerçevesinde kullanılmışlardır. Bununla beraber, pek çok çalışma belli bir araştırma (kavramsal) modeli önermeden belli sayıda değişkeni analiz edip nispeten anlamlı değişkenlerin raporlanmasına gitmektedirler. Bunun bir başka şekli ise geçmiş çalışmalarda kullanılmış değişkenlerden oluşturulan bir değişken seti ile analiz yapılmasıdır. Her iki durumda da anlamlı veya anlamsız çıkan değişkenlerin, kavramsal bir modele erişme noktasındaki rolü eksik kalmaktadır.

Kurumsal yönetim faktörüne ilişkin olarak üç değişken belirlenmiştir. Bunlar, bir firmanın kurumsal yönetim ilkelerini ne derece uyguladığını göstermeleri açısından seçilmişlerdir. Bundan dolayı, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim

## Ş. ÇELİK. – S. YENİCE – O. K. KANAT

Endeksi'nde olma durumu bir değişken olarak alınmıştır. Bu değişken analize tabi olan tüm firmaları kapsamadığından kategorik bir yapıda analize dahil edilmiştir. Bu değişken öncelikli olarak firma iç dinamiklerini yansıtması bakımından önemlidir. Bununla beraber firmaların sosyal sorumluluk düzeyleri özellikle firma dış dinamikleri olan hissedarlar dışındaki paydaşları da kapsadığından ikinci bir değişken olarak analize dahil edilmiştir. Türkiye'de Kurumsal Sosyal Sorumluluk Endeksi olmadığından Çelik ve Güleç (2013) ile Altuner vd. (2015)'nin çalışmalarından yararlanılarak kurumsal sosyal sorumluluk ölçümü yapılmıştır. Bu ölçüm kurumsal sosyal sorumluluk kavramını beş alt boyutta değerlendirerek ölçmektedir. Bu boyutlar, (i) Kurumsal Strateji, Yönetim ve Süreçler (%10), (ii) Ekonomik Etki (%30), (iii) Sosyal Etki (%30), Çevresel Etki (%25) ve Raporlama ve Denetim (%5) şeklindedir (Her bir boyutun endeks içerisindeki ağırlığı farklıdır). Her firmanın bu boyutlarda bir projesi var ise ilgili ağırlığı ile çarpılmak suretiyle endeks puanı hesaplanmaktadır. Kurumsal yönetim boyutunun üçüncü değişkeni ise sermaye yoğunluğudur. Bu değişken de özellikle ilgili yazında üzerinde durulan bir konudur. Bunun temel nedeni ise sermaye yoğunluğunun kurumsal yönetim açısından bir etkiye sahip olduğu düşüncesidir.

Araştırma modelindeki temettü politikaları değişkeni ise kategorik bir yapıda ele alınmıştır. Buna göre temettü ödeyen ve ödemeyen firmalar iki farklı grubu temsil ettiği varsayılarak söz konusu grup üyeliğini etkileyen faktörler şeklinde analize dahil edilmişlerdir. Temettü politikaları araştırma modelinde hem bağımlı hem bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak kullanılması temettü politikalarını etkileyen değişkenlerin belirlenmesi; bağımsız değişken olarak kullanılması ise firma değeri ile ilişkisinin ortaya konması açısından uygun görülmüştür. Analiz döneminin beş yıl gibi kısa olması sebebiyle zaman etkisinin göz ardı edilmesinden dolayı temettü politikaları ödeyen ve ödemeyen şeklinde belirlenmiş olup daha uzun süreli analizlerde bu durum düzenli temettü ödeyen, düzensiz temettü ödeyen ve ödemeyen şekline çevrilebilir. Bununla beraber, temettü verimi değişkeninin hesaplanması suretiyle de analizler gerçekleştirilebilir.

Araştırmanın firma değeri faktörünü temsilen ise akademik yazında da çokça kullanılan hisse senedi getirileri kullanılmıştır. Bu noktada iki getiri değişkeni hesaplanarak temettü politikaları ile olan ilişkisi incelenmiştir. Birinci değişken yıllık getiri oranıdır. Bu oran ilgili yıldaki temettü politikası ile getiri oranını karşılaştırmaya olanak vermektedir. Bu duruma yazında koşulsuz (unconditional) karşılaştırma denilmektedir. İkinci değişken olan beş yıllık getiri ise koşullu (conditional) karşılaştırmaya olanak vermektedir. Buna göre önceki yıllarda gerçekleşmiş getiri performansı ile karşılaştırmayı sağlar. Buna karşın analizin zaman kısıtından dolayı temettü politikası değişkeni bir araç değişkeni (instrumental variable) olarak incelememiştir. Başka bir ifade ile önceki yıl yapılan temettü ödemesi de bir bağımsız değişken olarak düşünülüp diğer bağımsız değişkenlerle analize dahil edilmemiştir. Yazında bu durum bir önceki yıl yapılan temettü ödemesinin bir sonraki yıl yapılan temettü ödemesini etkilediği düşüncesiyle kullanılmaktadır. Özellikle zaman aralığı genişletilerek bu durumun da etkisi incelenebilir. Her iki getiri değişkeni firmaların temettü ödemeleri ile hisse bölünmelerine uyarlanmış aylık getiriler üzerinden aşağıdaki formül ile hesaplamıştır (Çelik vd., 2009:309):

$$G_i = \frac{F_i \times (BDL + BDZ + 1) - R \times BDL + T - F_{i-1}}{F_{i-1}} \quad (1)$$

$G_i$  : “i” ayına ait getiri;  $F_i$  : “i” ayına ait en son kapanış fiyatı; BDL : Ay içinde alınan bedelli pay; BDZ : Ay içinde alınan bedelsiz pay adedi; R : Rüçhan hakkı kullanma fiyatı; T : Ay içinde 1.000,-TL/1 TL nominal değerli paya ödenen net temettü tutarı;  $F_{i-1}$  : “i” ayından bir önceki aya ait en son kapanış fiyatı.

Araştırmada kullanılan faktör ve temsili değişken yapıları Tablo 1’de görülmektedir.

Ş. ÇELİK. – S. YENİCE – O. K. KANAT

Tablo 1. Araştırmada Kullanılan Faktör ve Değişken Yapıları

Faktör	Temsil Değişken	Değişkenin Förmülü	Analizdeki Kodu
<b>Risk (sistemantik)</b>	Beta	COV (Piyasa Getirisi; Firma X Getirisi)/VAR (Piyasa Getirisi)	<b>SR</b>
<b>Risk (sistemantik olmayan)</b>	Nakit Akım	Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akım / Toplam Borçlar	<b>SOR1</b>
	Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik	Kısa Dönemli Varlıklar / Kısa Dönemli Borçlar	<b>SOR2</b>
	Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik	Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar	<b>SOR3</b>
	Karlılık	Net Kar / Toplam Satışlar	<b>SOR4</b>
	Varlık Verimliliği	Satışlar / Toplam Varlıklar	<b>SOR5</b>
<b>Kurumsal Yönetim</b>	Kurumsal Sosyal Sorumluluk Notu	Kurumsal sosyal sorumluluk endeks değeri	<b>KY1</b>
	İlk Üç Ortağın Payı	İlk üç en büyük ortağın sermaye yapısındaki payı	<b>KY2</b>
	Kurumsal Yönetim Endeksinde Olma	1 ise endekste; 0 ise değil.	<b>KY3</b>
<b>Temettü</b>	Temettü Ödemesi	1 ise ödeyen; 0 ise ödemeyen	<b>DP</b>
<b>Getiri</b>	Yıllık	Formül 1	<b>R1</b>
	Beş Yıllık		<b>R2</b>

Not: COV: Covariance; VAR: Variance.

Analiz, 2007 ile 2011 yıllarını kapsadığından ötürü hem yıl bazlı hem de beş yıllık dönemi kapsayan değişkenlere ait gözlem ve ortalama değerleri hesaplanmıştır (Tablo 2). Araştırmanın analiz dönemi kısıtı, analize dahil edilen bazı değişkenlerin (kurumsal sosyal sorumluluk notu, hisse bölünmesi ve temettü ödemeleri içeren getiri serileri gibi) hesaplanma süresinin uzun sürmesi mevcut çalışmanın daha uzun bir dönem aralığında test edilmesine engel olmuştur. Bununla beraber, kullanılan değişken sayısına ilişkin de bir kısıt bulunmaktadır. Örneğin, bir değişken olarak kullanılan kurumsal yönetim endeksinde bulunma durumuna ek olarak ilave kurumsal yönetim değişkenlerinin de ileriki çalışmalarda test edilmesi öngörülmektedir. Temettü politikasının kategorik bir değişken yapısında olması sebebiyle tüm diğer değişkenler temettü ödeyen (269) ve ödemeyen firmalar (467) açısından da gösterilmiştir. Bu gösterimin amacı logit ve probit modellerle yapılmak istenen sınıflama tahmini için ön fikir vermektir.

Tablo 2 incelendiğinde SR (sistemik risk değişkeni, beta) değişkeninin tüm dönem düşünüldüğünde temettü ödemeyen firmaların (0,83) temettü ödeyen firmalara (0,77) göre daha yüksek değer aldığı (riskin yüksek olduğu) görülmektedir. Sistemik olmayan değişkenlerden SOR1 (nakit akım riski) değişkeni temettü ödemeyen firmaların (0,13) ödeyen firmalara (0,51) oranla daha düşük değerde çıktığı görülmektedir. SOR1 değişkeninin düşüklüğü firmanın nakit akım düzeyinin düşük olduğunu göstermesi açısından düşük değer yüksek risk anlamına gelmektedir. Buna göre temettü ödemeyen firmaların ödeyen firmalara oranla daha fazla nakit akım riskine sahip oldukları görülmektedir. Sistemik olmayan değişkenlerden SOR2 (kısa dönem borç ödeyebilirlik riski) değişkeni başka bir ifade ile cari rasyo oranı temettü ödemeyen firmaların (1,83) ödeyen firmalara (2,98) oranla daha düşük çıktığı (riskin yüksek olduğu) görülmektedir. Sistemik olmayan değişkenlerden SOR3 (uzun dönem borç ödeyebilirlik riski) değişkeni temettü ödemeyen firmaların (0,64) ödeyen firmalara (0,37) oranla daha yüksek çıktığı görülmektedir. Buna göre temettü ödeyen firmaların uzun dönem borçluluk durumunun ödemeyen firmalara göre çok daha iyi bir durumda olduğu söylenebilir. Sistemik olmayan değişkenlerden SOR4 (karlılık riski) değişkeni başka bir ifade ile kar marjı temettü ödemeyen firmaların (-0,24) ödeyen firmalara (0,25) oranla daha düşük çıktığı (riskin yüksek olduğu) görülmektedir. Bu da karlılık durumunun çok net bir ifade ile temettü ödemeyen firmalarda ödeyen firmalara göre düşük olduğunu gösterir. Sistemik olmayan değişkenlerden sonuncusu olan SOR5 (varlık verimliliği riski) değişkeni temettü ödemeyen firmaların (0,91) ödeyen firmalara (1,07) oranla daha düşük çıktığı (riskin yüksek olduğu) görülmektedir. Risk göstergelerinin tamamı beş yıllık analiz dönemi içerisinde ödeyen firmalar ile ödemeyen firmalar arasında anlamlı bir şekilde dağılım göstermektedir. Özellikle yazında da yapılan ve önerilen yüksek risk ile düşük temettü ilişkisi bu araştırma kapsamında risk göstergeleri olarak tanımlanan değişkenlerin ortalama değerleri açısından tutarlılık gösterir.

Kurumsal yönetim değişkenlerinin analiz dönemi boyunca genel dağılımı incelendiğinde birinci değişken olan KY1 (kurumsal sosyal sorumluluk notu)

### Ş. ÇELİK. – S. YENİCE – O. K. KANAT

değişkeni temettü ödemeyen firmaların (0,33) ödeyen firmalara (0,61) oranla daha düşük çıktığı görülmektedir. Buna göre, sosyal sorumluluk projeleri temettü ödeyen firmalarda çok daha yoğun bir şekilde gerçekleştiği söylenebilir. Kurumsal yönetim değişkenlerinden ikincisi olan KY2 (ilk üç ortağın payı, ortaklık yoğunluğu) değişkeni temettü ödemeyen firmaların (0,61) ödeyen firmalara (0,68) oranla daha düşük çıktığı görülmektedir. Bu da temettü ödemeyen firmaların ilk üç ortak baz alındığında ortaklık yoğunluğunun daha düşük olduğu söylenebilir. Kurumsal yönetimin üçüncü ve son değişkeni olan kurumsal yönetim endeksinde olma durumu da temettü ödeyen firmalar (33) arasında endekste olmanın ödemeyen firmalara (22) göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu da endeksteki firmaların temettü ödeme eğiliminin daha yüksek olduğunu gösterir.

Temettü politikalarının firma değeri ilişkisi açısından durumuna bakıldığında temettü ödeyen ve ödemeyen firmaların hem bir yıllık hem de beş yıllık getirileri hesaplanmıştır. Firma değeri değişkenlerinden R1 (bir yıllık getiri) değişkeni temettü ödemeyen firmaların (2,26) ödeyen firmalara (2,02) oranla daha yüksek çıktığı görülmektedir. Buna karşın R2 (beş yıllık getiri) değişkeni temettü ödemeyen firmaların (2,01) ödeyen firmalara (2,45) oranla daha düşük çıkması aynı faktörün iki değişkeninin farklı sonuçlar ortaya koyduğunu gösterir. Ancak, bu durum ortalamalar üzerinden bir karşılaştırma olması ve özellikle temettü ödemeyen firmaların bazı yıllarda anormal yükseklikte getiriler elde edebilmeleri yıllık getiri değişkeninin bu şekilde çıkmasına sebep olmuş olabilir. Bu açıdan bakıldığında beş yıllık dönemi yansıtan getiri oranının daha sağlıklı bir değişken olduğu söylenebilir.



Tablo 2. Araştırmada Kullanılan Faktör ve Değişkenlere Ait Temel Dağılımlar

Yıl		Gözlem	RİSK						KURUMSAL YÖNETİM				GETİRİ		
			SR	SOR1	SOR2	SOR3	SOR4	SOR5	KY1	KY2	KY3		R1	R2	
			Ort.	Ort.	Ort.	Ort.	Ort.	Ort.	Ort.	Ort.	Endekste olmayan	Endekste olan	Ort.	Ort.	
2007	DP	Ödemeyen	82	,78	,11	1,97	,59	,01	1,02	,29	59,96	80	2	3,37	2,90
		Ödeyen	59	,79	,67	2,86	,34	,66	1,17	,54	69,76	57	2	2,19	3,38
2008	DP	Ödemeyen	86	,82	,16	1,58	,66	-,11	,94	,31	61,69	83	3	-5,52	,91
		Ödeyen	57	,75	,46	3,22	,38	,09	1,13	,59	68,91	52	5	-3,54	1,87
2009	DP	Ödemeyen	100	,85	,17	1,79	,60	-,07	,81	,34	61,29	95	5	8,05	2,05
		Ödeyen	45	,74	,68	3,36	,33	,05	,98	,66	71,04	39	6	6,65	2,35
2010	DP	Ödemeyen	101	,82	,13	1,83	,62	-,99	,88	,34	61,89	96	5	3,73	1,92
		Ödeyen	50	,77	,18	2,76	,36	,09	1,00	,67	66,45	40	10	5,38	2,35
2011	DP	Ödemeyen	98	,89	,07	1,98	,75	,00	,93	,38	60,49	91	7	,72	2,29
		Ödeyen	58	,77	,53	2,75	,40	,24	1,02	,62	65,26	48	10	,84	2,26
2007-2011	DP	Ödemeyen	467	,83	,13	1,83	,64	-,24	,91	,33	61,09	445	22	2,26	2,01
		Ödeyen	269	,77	,51	2,98	,37	,25	1,07	,61	68,21	236	33	2,02	2,45

Not: SR (Sistematik Risk): Beta; SOR1 (Sistematik Olmayan Risk): Nakit Akım; SOR2: Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik; SOR3: Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik; SOR4: Karlılık; SOR5: Varlık Verimliliği; KY1: Kurumsal Sosyal Sorumluluk Notu; KY2: İlk Üç Ortağın Payı; KY3: Kurumsal Yönetim Endeksinde Olma; R1: Yıllık hisse senedi getirisi (temettü ve bölünmeler dahil); R2: Beş Yıllık hisse senedi getirisi (temettü ve bölünmeler dahil). DP: Temettü Ödeme.

### 3.3. Ekonometrik Model

Araştırma modelinin tahminlenmesi için önerilen ekonometrik analizler iki kısımdan oluşmaktadır. Birinci kısım temettü politikasını etkileyen faktörler olan risk ve kurumsal yönetim ilişkisinin tahminlenmesidir. Bu tahminleme için bağımlı değişkenin kategorik yapıda olması (bir ve sıfır değerlerinden oluşması) sebebiyle birbirine yakın iki regresyon türü uygulanmıştır. Bunlar logit ve probit regresyonlarıdır. Bu regresyonlarda temel olarak bağımsız değişkenlerin iki gruptan oluşan bağımlı değişkeni birbirinden ayırma etkisi ortaya konmaya çalışılır. Baldemir ve Süslü (2008) çalışmalarında temettü politikalarının etki analizi için Logit modelini kullanmışlardır. İkinci kısımda ise temettü politikası ile firma değeri ilişkisinin tahminlenmesidir. Bu durumda bağımlı değişkenin getiri serileri (sürekli değişken) olması sebebiyle doğrusal (linear) regresyon kullanılmıştır. Bu analize ilaveten bağımsız örneklem t-testi ile de getiri ortalamalarının temettü ödeyen ve ödemeyen firmalar arasındaki farklılığı istatistiksel olarak test edilmiştir.

Birinci kısımda logit ve probit regresyon analizler için tahminlenen genel model (2)'de görülmektedir. Logit ve probit regresyon arasında tek fark tahminlenen dağılımların farklı olmasıdır. Logit modelde logistik dağılım uygulanırken probit modelde normal dağılım uygulanır.

$$TEMETTU\ POLITIKASI = \alpha + \sum \beta \cdot RISK + \sum \beta \cdot KURUMSAL\ YONETIM + \varepsilon \quad (2)$$

Logit model için regresyon tahmini logistik dağılımdan gelen formül (3)'deki yapı ile;

$$P_i = E(DP = 1 | X_i) = \frac{1}{1 + e^{-(\alpha + \sum \beta \cdot RISK + \sum \beta \cdot KURUMSAL\ YONETIM + \varepsilon)}} \quad (3)$$

Probit Model için regresyon tahmini normal dağılımdan gelen formül (4)'deki yapı ile;

$$P_i = E(DP = 1|X_i) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^{\alpha + \sum \beta \cdot RISK + \sum \beta \cdot KURUMSAL \ YONETIM + \varepsilon} e^{-z^2/2} dz \quad (4)$$

gerçekleştirilir.

Logit ve probit modelleri doğrusal olmayan regresyon modelleri olduğundan parametre tahminlemesi en küçük kareler (ordinary least square) yöntemiyle değil maksimum olabilirlik (maximum likelihood) tekniğiyle yapılmaktadır. Araştırma kapsamında tahminlenen logit ve probit model katsayıları da bu teknikle hesaplanmıştır.

Araştırmanın ikinci kısmında ise temettü politikaları ile firma değeri ilişkisi incelenmiştir. Bu inceleme iki türlü yapılmıştır. Birinci türde, doğrusal regresyon analizi, bağımlı değişkenin sürekli bir yapıda olan getiri değişkenleri ile kategorik değişken olan temettü politikası değişkeni arasında yapılmıştır. Bu ilişki aşağıdaki doğrusal regresyon denkleminde görülmektedir.

$$GETIRI = \alpha + \beta \cdot TEMETTU \ POLITIKASI + \varepsilon \quad (5)$$

Denklem (5) ' de getiri verisi sürekli bir değişken iken temettü politikası kategorik bir yapıdadır. Bu doğrusal regresyonun katsayıları en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilmiştir.

İkinci kısımda yapılan ikinci analiz bağımsız örneklem t-testinin uygulandığı aşamadır. Bu analiz iki grup ortalamalarının birbirinden farklılığını test etmek amacıyla yapılmaktadır. Buna göre, temettü ödeyen ve ödemeyen firmalar iki grup oluşturduğundan her iki grubun ortalamaları istatistiksel olarak farklılık testine tabi tutulmuştur. Bağımsız örneklem t-testi bağımlı değişken olan getiri serisinin normal dağılması sebebiyle seçilmiştir. Aksi takdirde normallik varsayımı gerektirmeyen t-testleri de uygulanabilir. Analiz kapsamında uygulanan bağımsız örneklem t-testi aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$t = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{s_p \sqrt{\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}}} \quad (6)$$

Denklem (6)'da,  $\bar{x}_1$  ve  $\bar{x}_2$  temettü ödeyen ve ödemeyen firmaların getiri ortalamaları  $n_1$  ve  $n_2$  bu iki grubun gözlem sayısı ve  $s_p$  (

$$s_p = \sqrt{\frac{(n_1 - 1)s_1^2 + (n_2 - 1)s_2^2}{n_1 + n_2 - 2}} )$$

ise tüm gözlemlerin standart sapmasını temsil etmektedir. Bu test istatistiği hesaplandıktan sonra t dağılımında kritik değer ile karşılaştırılarak iki grubun ortalama farklılığı incelenir. Bu testin uygulanabilmesi için değerlerin normal dağılması gerekirken standart sapmaların aynı olması ve olmaması durumunda da uygulanabilir. Analiz kapsamında her iki grup değerlerinin standart sapma farklılığı hesaba katılmıştır.

#### 4. ARAŞTIRMA SONUÇLARI

Araştırma kapsamında yapılan logit, probit ve doğrusal regresyon ile t-test analiz sonuçları bu bölümde değerlendirilecektir. Logit ve probit regresyon analizleri öncesi sürekli yapıdaki bağımsız değişkenlerin çoklu bağımlılık (multicollinerity) problemi yaratmaması açısından ve bu değişkenlerin ilişki yönü ve şiddetini belirlemek için de korelasyon analizi yapılmıştır. Bu durum doğrusal regresyonda tek bağımsız değişken olması sebebiyle geçerli değildir.

Korelasyon analizi (parametrik Pearson korelasyonu) sonuçları Tablo 3'te görülmektedir. Bu noktada her bağımsız değişkenin ilişki yönü kavramsal ilişkiyi ile karşılaştırılması açısından önemlidir. Ayrıca korelasyon analizinin bir nedensellik içermediği de dikkate alınmalıdır. Buna göre SR (sistemik risk değişkeni, beta) değişkeninin sistemik olmayan risk değişkenleri (SOR1 (nakit akım riski) ; SOR2 (kısa dönem borç ödeyebilirlik riski) ; SOR3 (uzun dönem borç ödeyebilirlik riski) ; SOR4 (karlılık riski); SOR5 (varlık verimliliği riski)) ve diğer faktör değişkenleri ile istatistiksel olarak anlamlı bir korelasyon değerine sahip olmadığı görülmektedir. Bununla beraber sistemik olmayan risk

değişkenlerinin kendi aralarındaki korelasyonları incelendiğinde SOR1 ile SOR3 değişkeni anlamlı ve negatif bir ilişkide olduğu görülmektedir. Buna göre, nakit akım durumu iyileşen firmaların uzun dönem borçluluk durumunun da iyileştiği söylenebilir. SOR2 değişkeni, SOR3 ve SOR5 ile negatif ve anlamlı ilişkide iken SOR4 değişkeni ile de pozitif ve anlamlı bir ilişkide görülmektedir. Buna göre, cari rasyodaki iyileşme karlılık ile beraber artmakta iken uzun dönem borç ile varlık verimliliğini azaltmaktadır. Toplam borç göstergesi olan SOR3 değişkeninin karlılık değişkeni olan SOR4 değişkeni ile negatif ve anlamlı bir ilişkisi görülmektedir. Başka bir ifade ile uzun dönem borç düzeyi azaldıkça karlılık düzeyi artmaktadır.

Tablo 3. (Parametrik) Korelasyon Analizi

	SR	SOR1	SOR2	SOR3	SOR4	SOR5	KY1	KY2	R1
SOR1	,023								
SOR2	-,021	,060							
SOR3	,008	-,086*	-,312**						
SOR4	,038	,022	,118**	-,192**					
SOR5	-,052	-,008	-,151**	,008	,047				
KY1	-,022	-,013	,073*	-,094*	,048	,145**			
KY2	-,007	,156**	,073*	-,164**	,078*	,136**	,181**		
R1	,035	-,019	,033	-,035	,038	-,046	,040	,023	
R2	,020	,056	,098**	-,157**	,094*	-,037	,116**	,069	,422*

Not: SR (Sistemik Risk): Beta; SOR1 (Sistemik Olmayan Risk): Nakit Akım; SOR2: Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik; SOR3: Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik; SOR4: Karlılık; SOR5: Varlık Verimliliği; KY1: Kurumsal Sosyal Sorumluluk Notu; KY2: İlk Üç Ortağın Payı; R1: Yıllık hisse senedi getirisi (temettü ve bölünmeler dahil); R2: Beş Yıllık hisse senedi getirisi (temettü ve bölünmeler dahil).

Kurumsal yönetim sürekli değişkenlerinden KY1 ve KY2 değişkeni kendi aralarında pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir. Bu da kurumsal sosyal sorumluluk notundaki artışın ortaklık yoğunlaşmasındaki artış ile aynı yönde olduğunu göstermektedir. Bununla beraber KY2 değişkeninin tüm sistemik olmayan değişkenlerle anlamlı bir ilişkiye sahip olduğu görülmektedir. KY2 değişkeni bunlardan sadece SOR3 değişkeni ile işaret yönü negatif iken diğer değişkenlerle

## Ş. ÇELİK. – S. YENİCE – O. K. KANAT

pozitifdir. KY1 değişkeni ise sadece SOR2 (pozitif) ve SOR3 (negatif) değişkeni ile anlamlı ilişkiye sahiptir. Getiri değişkenleri de kendi aralarında anlamlı ve pozitif bir ilişkiye sahip olduğu görülmektedir. Buna karşın R1 değişkeni hiçbir değişkenle anlamlı bir ilişkiye sahip değilken SOR2, SOR4, KY1 değişkenleri ile pozitif ve anlamlı, SOR3 değişkeni ile de negatif ve anlamlı bir ilişkide olduğu görülmektedir.

Tablo 4’de gösterilen sonuçlar çerçevesinde, logit ve probit regresyon modelleri ile hipotez 1 ve 2 test edilmek istenmiştir. Bu iki hipotezin test aşaması öncelikle her iki hipotezin ayrı ayrı olarak test edilmesi ile tüm değişkenlerin aynı anda modele sokularak test edilmesi şeklinde gerçekleştirilmiştir. Buradaki amaç öncelikle risk veya kurumsal yönetimin tek bir faktör değişkenleri gibi modele sokulduğunda nasıl bir etkiye sahip olduklarını görmektir. Bununla beraber, risk faktör değişkenleri modelde iken kurumsal yönetim faktör değişkenlerinin de modeli ilave edilmesi ile modelin açıklama ve sınıflama gücündeki değişimlerin de ortaya çıkarılması istenmiştir.

Hipotez 1’in (risk ile temettü politikası ilişkisi) test sonuçları incelendiğinde, temettü ödeme politikasının, SR (sistemik risk değişkeni, beta) değişkeni ile anlamlı ve negatif; SOR1 (nakit akım riski), SOR4 (karlılık riski) ve SOR5 (varlık verimliliği riski) değişkenleri ile anlamlı ve pozitif; SOR3 (uzun dönem borç ödeyebilirlik riski) değişkeni ile de anlamlı ve negatif bir ilişkiye sahip olduğu görülmektedir. Buna göre, bir firmanın temettü ödeme eğilimlerini sistemik risk ile borçluluk düzeylerinin yüksekliği negatif yönde etkilemektedir. Bu bulgular akademik yazındaki bulgularla paralellik göstermektedir. Li ve Zhao (2008), Patra vd., (2012) ve Chang ve Dutta, (2012) risk ile temettü politikası arasında anlamlı ve negatif bir ilişki bulmuşlardır. Bu ilişkinin sebebi olarak artan risk sebebiyle firmanın ileriki zamanlarda ihtiyacı olabilecek nakdin firmada tutulup temettü olarak ödenmesinin istenmemesi olarak belirtilmiştir. Patra vd.,(2012) ve Fairchild vd., (2014) borç oranı ile temettü ödemesi arasında anlamlı ve negatif bir ilişki bulmuşlardır. Yıldız vd. (2014) çalışmalarında BİST Sanayi sektöründe faaliyet gösteren 118 şirketin finansal kaldıraç oranları ile temettü dağıtım oranı arasında

negatif yönlü bir ilişki bulmuşlardır. Buna karşın, firmanın temettü ödeme eğilimini nakit akım, karlılık ve varlık verimliliği düzeylerindeki artış pozitif olarak etkilemektedir. Bu sonuçlardan nakit akım ve karlılık değişkeni akademik yazındaki sonuçlarla paralellik göstermektedir. Fairchild vd., (2014) ve Papadopoulos and Charalambidis (2007) nakit akım ile temettü ödemesi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. La Porta vd., (2000) karlı firmaların temettü ödemesi yaparak kaliteli olduklarının sinyalini verme eğilimde olduklarını belirterek temettü ödemesi ile karlılık arasından pozitif bir ilişki olduğunu iddia etmişlerdir. Patra, vd.,(2012), Breuer vd., (2014) ve Fairchild vd., (2014) araştırmalarında karlılık ile temettü ödemesi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. Fettahoğlu (2015), Borsa İstanbul'da 32 firma üzerinde yaptığı analizde brüt kar marjı ile kar payı dağıtım oranı arasında negatif ve pay başına kar yedeği ile kar payı dağıtım oranı arasında pozitif ilişki saptanmıştır. SOR2 değişkeni olan cari oran ise istatistiksel olarak Hipotez 1 bağımsız testinde anlamlı çıkmamıştır. Buna karşın Patra vd.,(2012) cari oran ile temettü ödemesi arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Bu sonuçlar göz önüne alındığında bağımsız Hipotez 1 test sonuçları risk ile temettü ödeme politikası arasındaki ilişki yoktur hipotezini ret etmiştir. Bu sonuçlar hem logit hem de probit regresyon sonuçları açısından farklılık göstermemektedir.

Hipotez 2'in (kurumsal yönetim ile temettü politikası ilişkisi) test sonuçları incelendiğinde temettü ödeme politikasının, KY1 (kurumsal sosyal sorumluluk notu) değişkeni ile anlamlı ve pozitif; KY2 (ilk üç ortağın payı, ortaklık yoğunluğu) değişkeni ile anlamlı ve pozitif ve KY3 (kurumsal yönetim endeksinde olma) değişkeni ile anlamsız ve pozitif bir ilişkiye sahip olduğu görülmektedir. Kurumsal yönetim değişkenlerinden KY2 değişkenini kullanan bazı çalışmalarda da destekleyici bulgulara rastlanmıştır. Chen vd. (2005), Gupta and Banga, (2010) ve Fairchild vd. (2014) ortaklık yoğunlaşması ile temettü politikaları arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Bunun sebebi olarak ortaklık yoğunluğu arttıkça kontrolü elinde bulduran ortakların temettü aracılığıyla gelir elde etme eğiliminde olmasına bağlamaktadırlar. Burada özellikle KY3 değişkeni bağımsız

## Ş. ÇELİK. – S. YENİCE – O. K. KANAT

Hipotez 2 testinde çok az farkla anlamsız görülmektedir. Aynı değişkenin bağımlı Hipotez 1 ve 2 testlerinde anlamlı ve pozitif bir etkisi bulunmaktadır. Bu sonuçlar incelendiğinde bağımsız Hipotez 2 test sonuçları kurumsal yönetim ile temettü ödeme politikası arasındaki ilişki yoktur hipotezini ret etmiştir. Bu sonuçlar, Hipotez 1 test sonuçlarında olduğu gibi hem logit hem de probit regresyon sonuçları açısından farklılık göstermemektedir.

Birbirlerine bağımlı olarak Hipotez 1 ve 2 test sonuçları incelendiğinde bağımsız Hipotez 1 ve 2 test sonuçlarından ciddi sapmaların görülmediği ortaya çıkmaktadır. Buna göre risk faktör değişkenlerinin katsayıları ve anlamlılıklarında bir değişiklik olmamakla birlikte sadece SOR4 değişkeninin probit model tahmininde anlamsız çıktığı görülür. Bununla beraber, ifade edildiği üzere, KY3 değişkenin temettü ödeme politikası ile anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu ortaya çıkmıştır. Bağımlı Hipotez 1 ve 2 test sonuçları göz önüne alındığında risk ve kurumsal yönetimin aynı anda da temettü politikaları ile ilişkili olduğu görülmektedir.

Logit ve probit modellerinde bağımlı değişkendeki oynaklığın bağımsız değişkenlerdeki oynaklıkla açıklama göstergesi McFadden R kare istatistiği ile yapılmaktadır. Bu istatistik amaç itibarıyla doğrusal regresyonda kullanılan R kare görevi görür. Buna göre, modelin açıklama gücü risk faktörlerine %16'larda iken kurumsal yönetim faktörlerinde bu %11 düzeyindedir. Buna karşın, her iki faktör yaklaşık %24'lük bir açıklama gücüne sahiptir. Buna ilaveten H-L istatistiğinin %10 anlamlı düzeyinden yüksek çıkması verilerin modellere uygun olduğu anlamında değerlendirilir.

Logit ve probit modellerin en önemli kullanım amaçlarından birisi de bağımsız değişkenlerin her iki grubu birbirinden ayırabilme, gözlemleri sınıflayabilme başarısıdır. Buna göre, salt risk faktörü kullanılan modelde toplam sınıflama başarısı % 73 iken bu durum salt kurumsal yönetim faktörü kullanılan modelde %69 düzeyindedir. Buna ilaveten her iki faktör değişkenlerinin kullanıldığı modelde toplam model sınıflama başarısı %75-76 düzeyindedir.



Tablo 4. Probit ve Logit Regresyon Analizi

	Hipotez 1		Hipotez 2		Hipotez 1 ve 2	
	Probit Model Katsayıları	Logit Model Katsayıları	Probit Model Katsayıları	Logit Model Katsayıları	Probit Model Katsayıları	Logit Model Katsayıları
C	0.355511	0.716892	-1.448479	-2.348469	-0.347035	-0.377363
	(0.1720)	(0.1165)	(0.0000)	(0.0000)	(0.2975)	(0.5208)
SR	-0.624756	-1.136652			-0.782097	-1.331531
	(0.0018)	(0.0008)			(0.0003)	(0.0002)
SOR1	0.111495	0.165218			0.102679	0.150782
	(0.0174)	(0.0539)			(0.0378)	(0.0759)
SOR2	0.005310	-0.002066			0.035187	0.038152
	(0.8539)	(0.9689)			(0.2368)	(0.4836)
SOR3	-1.806349	-3.304845			-1.627791	-3.177658
	(0.0000)	(0.0000)			(0.0000)	(0.0000)
SOR4	0.677906	1.869532			0.373157	1.179158
	(0.0187)	(0.0037)			(0.2312)	(0.0997)
SOR5	0.538100	0.953857			0.412956	0.756391
	(0.0000)	(0.0000)			(0.0002)	(0.0001)
KY1			1.154557	1.896250	0.927538	1.471534
			(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
KY2			0.008364	0.013306	0.004967	0.008072
			(0.0011)	(0.0018)	(0.0892)	(0.0991)
KY3			0.289142	0.486281	0.668575	1.237580
			(0.1191)	(0.1134)	(0.0015)	(0.0008)
McFadden R-kare	0.162147	0.171656	0.112546	0.111605	0.233907	0.239148
H-L Statistic (prob.)	0.1440	0.6830	0.0723	0.1000	0.2727	0.1909
Hata 1 Oranı (%)	14.35	15.05	17.56	15.85	14.58	13.66
Hata 2 Oranı (%)	47.24	44.88	56.51	56.51	41.34	39.76
Başarı Oranı (%)	73.47	73.91	68.21	69.29	75.51	76.68
Obs with Dep=0	432	432	467	467	432	432
Obs with Dep=1	254	254	269	269	254	254

Not: Bağımlı değişken temettü ödemesidir. Parantez içerisindeki değerler katsayıların anlamlılık değerleridir. Logit ve Probit modeller için kesme oranı %50 alınmıştır. SR

## Ş. ÇELİK. – S. YENİCE – O. K. KANAT

(Sistemik Risk): Beta; SOR1 (Sistemik Olmayan Risk): Nakit Akım; SOR2: Kısa Dönem Borç Ödeyebilirlik; SOR3: Uzun Dönem Borç Ödeyebilirlik; SOR4: Karlılık; SOR5: Varlık Verimliliği; KY1: Kurumsal Sosyal Sorumluluk Notu; KY2: İlk Üç Ortağın Payı; KY3: Kurumsal Yönetim Endeksinde Olma; R1: Yıllık hisse senedi getirisi (temettü ve bölünmeler dahil); R2: Beş Yıllık hisse senedi getirisi (temettü ve bölünmeler dahil). H-L Statistic: Hosmer ve Lemeshow Testi.

Hipotez 3 (temettü politikası ile firma değeri ilişkisi) testi için geliştirilen doğrusal regresyon ve bağımsız örneklem t-test sonuçları Tablo 5'de görülmektedir. Bu sonuçlara göre, doğrusal regresyon sonuçlarında bağımlı değişkenin R1 (yıllık getiri) olduğu durumda temettü politikası (kategorik değişken) anlamsız çıkmıştır. Buna karşın, bağımlı değişkenin R2 (beş yıllık getiri) olduğu durumda ilişki pozitif ve anlamlı çıkmaktadır. Bu sonuç, özellikle akademik yazında çıkan farklı sonuçlara paralel olarak getiri değişkeninin hesaplanma yönteminin, firma değeri üzerindeki temettü politikası etkisinin farklı çıkabileceğini göstermesi bakımından son derece önemlidir. Bu araştırma kapsamında destekleyici bir analiz olarak ortaya konulmaya çalışılan bağımsız örneklem t-test sonuçları da R1 değişkeni için temettü ödeyen ve ödemeyen firma getiri ortalamalarında anlamlı bir farklılık göstermemektedir. Buna karşın, R2 değişkeninin her iki grup için anlamlı ve farklı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Analiz sonuçları kapsamında Hipotez 3 test sonuçları getiri değişkeninin nasıl hesaplandığına bağlı olarak ilişki yoktur hipotezini kısmi olarak ret ettiği söylenebilir. Ancak bu sonuç temettü politikası ile firma değeri arasındaki ilişkinin daha uzun analiz dönemleri itibarıyla test edilmesi gerçeğini de ortaya koymaktadır. Söz gelimi, beş yıllık getiri verisinin bir bilgi içerdiği gerçeği ile temettü politikası ve firma değeri arasında anlamlı ve pozitif ilişki çıkmış olabilir.

Araştırma sonuçlarının Türkiye'de yapılan çalışmalarla karşılaştırıldığında da farklı sonuçların ortaya konulduğu görülmektedir. Günalp vd. (2010) çalışmalarında nakit temettü bilgisinin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini incelemek amacıyla 2003-2007 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören 83 şirketin verilerini inceleyip nakit temettü dağıtılmasının fiyatı etkileyebilecek önemli bir bilgi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Buna karşın, Pekkaya (2006) kar

dağıtım miktarının, bazı şirketlerin değerini olumlu etkilerken, bazılarını negatif yönde etkilediğini göstermiştir.

Tablo 5. Doğrusal Regresyon ve T-test Analizi

	<b>Hipotez 3</b>			
	<b>Doğrusal Model Katsayısı</b>	<b>Doğrusal Model Katsayısı</b>	<b>Bağımsız Örneklem T- Testi</b>	<b>Bağımsız Örneklem T- Testi</b>
<b>Bağımlı Değişken</b>	<b>R1</b>	<b>R2</b>	<b>R1</b>	<b>R2</b>
C	2.256595 (0.0000)	2.008544 (0.0000)	,491 (,624)	-3,253 (,001)
DP	-0.233212 (0.6273)	0.445582 (0.0023)		
R-kare	0.000321	0.012639		

Not: Parantez içerisindeki değerler katsayıların anlamlılık değerleridir. R1: Yıllık hisse senedi getirisi (temettü ve bölünmeler dahil); R2: Beş Yıllık hisse senedi getirisi (temettü ve bölünmeler dahil). DP: Temettü Ödeme.

## 5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Bu araştırma kapsamında temettü politikalarının belirleyicileri ile firma değeri arasındaki ilişkinin önerilen kavramsal model ile kurgulanıp ekonometrik testleri yapılmıştır. Bu kapsamda üç temel hipotez grubu oluşturulup test edilmiştir. Birinci hipotez grubu risk faktörü ile temettü politikaları; ikinci hipotez grubu kurumsal yönetim faktörü ile temettü politikaları ve üçüncü hipotez grubu da temettü politikaları ile firma değeri ilişkisi şeklinde oluşturulmuştur. Birinci ve ikinci hipotez gruplarının test sonuçları, risk ve kurumsal yönetimin temettü politikaları arasındaki ilişkinin varlığını, analiz edilen veri seti ve zaman aralığı kısıtları çerçevesinde ret edemediği görülmüştür. Başka bir ifade ile araştırma sonuçları risk ile temettü politikaları arasında negatif; kurumsal yönetim ve temettü politikaları arasında pozitif bir ilişkinin varlığını destekler niteliktedir. Buna karşın üçüncü hipotez grubu olan temettü politikası ve firma değeri ilişkisi kısmi olarak ret edilememiştir. Bunun sebebi, firma değeri göstergesi olarak bir yıllık getiri verisi kullanıldığında temettü politikaları ile firma değeri arasındaki ilişki yoktur hipotezinin ret edilememesi; beş yıllık getiri verisi kullanıldığında ise hipotezin ret edilerek pozitif bir ilişkiyi desteklemesidir.

## Ş. ÇELİK. – S. YENİCE – O. K. KANAT

Araştırma kapsamında önerilen kavramsal model akademik yazında ilk defa oluşturulup tahmin edilmesine rağmen önceki çalışmalarda ortak bazı değişkenlerin farklı dayanak noktaları gösterilerek kullanıldıkları görülmüştür. Buna karşın analiz sonuçları önceki çalışmalarda raporlanan sonuçlara paralellik göstermiştir.

Bu araştırmanın önemli kısıtları bulunmaktadır. Bunlar, analiz döneminin kısıtlılığı (beş yıl), araştırma yapılan sektörün aynı olması (üretim) ve bazı değişkenlerin ilk iki kısıta bağlı olarak hesaplanma yöntemidir (temettü politikasının kategorik değişken, sistematik risk göstergesinin beta değişkeni olması ve sistematik olmayan değişkenlerin üretim sektörü özelinde olup diğer sektörlerde kullanıldığında farklı sonuçlar verebilecek olması). Bu araştırma içerdiği kısıtların kaldırılması şekliyle ilerletilebilmesi ileriki çalışmalar için bir ilk adım olabilir.

### KAYNAKÇA

ALLEN, D. E., IZAN, H. Y. (1992), “Dividend Policy: the Issues”, *Managerial Finance*, 18, 1–8.

ALTUNER, D., ÇELİK, S., GÜLEÇ, T.C. (2015), “The Linkages among Intellectual Capital, Corporate Governance and Corporate Social Responsibility”, *Corporate Governance*, 15(4).

ATAN, S.D., ÖZDEMİR, Z.A., ATAN, M. (2009), “Hisse Senedi Piyasasında Zayıf Formda Etkinlik: İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma” *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(2), 33-48.

BAE, S.C., CHANG, K., KANG, E., (2012), “Culture, Corporate Governance, and Dividend Policy: International Evidence”, *Journal of Financial Research*, 35, 298–316.

BAKER, M., WURGLER, J., (2004), “A Catering Theory of Dividends”, *Journal of Finance*, 59, 1125–1165.

BAKER, H. K., POWELL, G.E. (1999), “How Corporate Managers View Dividend Policy”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 38, 17-35.

BAKER, H.K., POWELL, G.E., VEIT, E. T. (2002), “Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy”, *Journal of Economics and Finance*, 26, 267-283.

BAKER, H. K., SMITH, D. M. (2006), “In Search of a Residual Dividend Policy”, *Review of Financial Economics*, 15, 1–18.

BALDEMİR, E., SÜSLÜ, B. (2008), “Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının Değişimine Etkisi: Modigliani-Miller Teoremi” *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26(2), 259-268.

BECKER, B., IVKOCIV, Z., WEISBENNER, S., (2011), “Local Dividend Clienteles”, *Journal of Finance*, 66, 655–684.

BERNSTEIN, P.L., (1996), “ Dividends: The Puzzle”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 9, 16-22.

BHATTACHARYA, S., (1979), “Imperfect Information, Dividend Policy, and “the Bird in the Hand” Fallacy”, *Bell Journal of Economics*, 10, 259–270.

BLACK, F. (1976), “The Dividend Puzzle”, *Journal of Portfolio Management*, 2, 5–8.

BRAV, A., GRAHAM, J. R., HARVEY, C. R., MICHAELY, R. (2005), “Payout Policy in the 21st Century”, *Journal of Financial Economics*, 77, 483–527.

BREUER, W., RIEGER, M.O., SOYPAK, K.C. (2014), “The Behavioral Foundations of Corporate Dividend Policy a Cross-Country Analysis”, *Journal of Banking & Finance*, 42, 247–265.

CASEY, K. M., DICKENS, R.N., (2000), “The Effect of Tax and Regulatory Changes in Commercial Bank Dividend Policy”, *Quarterly Review of Economics and Finance*, 40, 279-293.

CELİK, S., MANDACI, P. E., MASOOD, O., AKTAN, B., (2009), “The Linkages between Characteristics of Investors and Stock Returns: An Empirical Inquiry in Istanbul Stock Exchange”, *International Conference on Business, Management and Economics Proceedings*, Turkey, (October 22) 304-324.

CELİK, S. (2013), “Micro Financial Credit Risk Metrics: A Proposed Model For Bankruptcy And Its Estimation”, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, DEU SBE.

CELİK, S., GÜLEC, T.C. (2013), “Kurumsal Sosyal Sorumluluk Ölçümü ve İşletme Boyutlarıyla İlişkisi: Üretim Sektörü Uygulaması”, *17. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiri Kitabı*, 154-165, 23-26 Ekim, Muğla.

CHANG, B., DUTTA, S. (2012), “Dividends and Corporate Governance:Canadian Evidence, The IUP” *Journal of Applied Finance*, 18(4), 5-30.

Ş. ÇELİK. – S. YENİCE – O. K. KANAT

- CHEN, Z., CHEUNG, Y.L., STOURAITIS, A., WONG, A.W.S. (2005), “Ownership Concentration, Firm Performance and Dividend Policy in Hong Kong”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 431–449.
- DeANGELO, H., DeANGELO, L. (2007), “Payout Policy Pedagogy: What Matters and Why”, *European Financial Management*, 13, 11–27.
- DESHMUKH, S. (2005), “The Effect of Asymmetric Information on Dividend Policy”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 44, 107–27.
- FAMA, E. F., FRENCH, K.R. (2001), “Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?”, *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- FAIRCHILD, R., GUNEEY, Y., THANATAWEE, Y. (2014), “Corporate Dividend Policy in Thailand: Theory and Evidence”, *International Review of Financial Analysis*, 31, 129–151.
- FETTAHOĞLU, S., (2015), “İşletmelerde Kar Payı Dağıtım Politikasını Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Araştırma”, *14. Ulusal İşletmecilik Kongresi Bildiri Kitabı*, Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü. ,1039 – 1042.
- FRANKFURTER, G. M., WOOD, B. G. (2002), “Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests”, *International Review of Financial Analysis*, 11, 111–138.
- FISHER G.R. (1961), “Some Factors Influencing Share Prices”, *Economic Journal*, 71, 121-141.
- FRIEND, I., PUCKETT, M. (1964), “Dividends and Stock Prices”, *American Economic Review*, 54(5), 656–682.
- GORDON, M.J., SHAPIRO, E. (1956), “Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit”, *Management Science*, 3, 102-110.
- GORDON, M.J. (1959), “Dividends, Earnings and Stock Prices”, *Review of Economics and Statistics*, 41, 99-105.
- GORDON, M.J. (1963), “Optimal Investment and Financing Policy”, *Journal of Finance*, 18, 264-272.
- GUPTA, A., BANGA, C. (2010), “The Determinants of Corporate Dividend Policy”, *Decision*, 37(2), 63-77.

GÜNALP. B., KADIOĞLU. E., KILIÇ, S., (2010), “Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisi Olup Olmadığının İMKB’de Test Edilmesi”, *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 28(2), 47-69.

JENSEN, M.C. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow”, *Corporate Finance, and Takeovers*, *American Economic Review*, 76, 323-329.

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

JENSEN, G.R., SOLBERG, D.P., ZORN, T.S. (1992), “Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 274–263.

KALAY, A., (1982), “Stockholder–bondholder conflict and dividend constraints”, *Journal of Financial Economics*, 10, 211–233.

KUMAR, P. (1988), “Shareholder-Manager Conflict And The Information Content Of Dividends”, *Review of Financial Studies*, 1, 111–36.

La PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R.W., (2000), “Agency Problems and Dividend Policies Around the World”, *Journal of Finance*, 55, 1 – 33.

LI, K., ZHAO, X. (2008), “Asymmetric Information and Dividend Policy”, *Financial Management*, Winter, 673–94.

LINTNER, J. (1956), “Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes”, *American Economic Review*, 46, 97-113.

LINTNER, J. (1962), “ Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations”, *The Review of Economics and Statistics*, 64, 243-269.

MILLER, M. H., MODIGLIANI, F. (1961), “Dividend Policy, Growth, And The Valuation of Shares”, *Journal of Business*, 34, 411–33.

MILLER, M., ROCK, K. (1985), “Dividend Policy Under Asymmetric Information”, *Journal of Finance*, 40, 1031–51.

MILLER, M.H., SCHOLES, M.S. (1978), “Dividends and Taxes”, *Journal of Financial Economics*, 6, 333-264.

MILLER, M.H., SCHOLES, M.S. (1982), “Dividend and Taxes: Some Empirical Evidence”, *Journal of Political Economy*, 90, 1118-1141.

Ş. ÇELİK. – S. YENİCE – O. K. KANAT

MYERS, S. C. (1984), “The Capital Structure Puzzle”, *Journal of Finance*, 39, 575–92.

MYERS, S. C., MAJLUF, N. S. (1984), “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.

PAPADOPOULOS, D.L., CHARALAMBIDIS, D.P. (2007), “Focus on Present Status and Determinants of Dividend Payout Policy: Athens Stock Exchange in Perspective”, *Journal of Financial Management and Analysis*, 20(2), 24-37.

PATRA, T., POSHAKWALE, S., OW-YONG, K. (2012), “Determinants of Corporate Dividend Policy in Greece”, *Applied Financial Economics*, 22, 1079–1087.

PEKKAYA., M. (2006), “Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz”, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(4), 183–209.

POYRAZ, E. (2011), “Sistemik Riskin Konaklama İşletmelerinin Karlılık Oranları Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi (Marmaris Altınyunus Turistik Tesisleri A.Ş. Örneği)” *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26(2), 67-75.

ROZEFF, M.S. (1982), “Growth Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios”, *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259.

SHAO, Y., KWOK, C., ve GUEDHAMI, O., (2010), “National Culture And Dividend Policy”, *Journal of International Business Studies*, 41, 1391–1414.

SHARPE, W. F. (1964), “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk”, *Journal of Finance*, 19(3), 425-42.

SHEFRIN, H.M., STATMAN, M., (1984), “Explaining Investor Preference For Cash Dividends”, *Journal of Financial Economics*, 13, 253–282.

SHEFRIN, H.M., THALER, R., (1988), “The behavioral life-cycle hypothesis”, *Economic Inquiry*, 26, 609–643.

WALTER, J.E. (1963), “Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise”, *Journal of Finance*, 18, 280-291.

YILDIZ, B., GÖKBULUT, R. İ., KORKMAZ, T. (2014), “Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: Bist Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması”, *AİBÜ-İİBF Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*.