

## **FİRMALARDA TEMETTÜ POLİTİKALARINI ETKİLEYEN UNSURLAR: BİST SANAYİ İŞLETMELERİ ÜZERİNE BİR PANEL VERİ UYGULAMASI<sup>1</sup>**

### ***DETERMINANTS of DIVIDEND POLICY: A PANEL DATA STUDY on INDUSTRIAL FIRMS LISTED in ISE***

**Berk YILDIZ**

Bülent Ecevit Üniversitesi, Z. Sağlık Yüksekokulu, ZONGULDAK, (berkyz@yahoo.com)

**Rasim İlker GÖKBULUT**

Bülent Ecevit Üniversitesi, İİBF, ZONGULDAK, (rigokbulut@gmail.com)

**Turhan KORKMAZ**

Mersin Üniversitesi, İİBF, MERSİN, (korktur@yahoo.com)

### **ÖZ**

Temettü politikası kurumsal finansın önemli bir konusudur. Şirketlerin temettü politikalarını etkileyen finansal unsurlar hakkında çok sayıda araştırma olsa bile, bu konuda hala ortak bir sonuç bulunmamaktadır. Bu çalışmada, Borsa İstanbul'da sanayii sektöründe işlem gören 118 şirketin temettü politikasını etkileyen finansal unsurlar, 2003-2010 döneminde, 8 yıllık bir süre için analiz edilmiştir. Çalışmada temel olarak, panel veri analizi kullanılarak karlılık, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü, finansal kaldıraç, halka açıklık oranı, vergi, yatırım, likidite, yönetim bağımsızlığı, serbest nakit akışı ve faaliyet riskleri gibi değişkenlerin sanayii işletmelerinin nakit temettü dağıtım kararları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Yapılan araştırmalar sonucunda firmaların nakit temettü ödeme politikaları üzerinde; vergi, karlılık, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü, kaldıraç ve likidite değişkenlerinin etkili olduğu gözlemlenmiştir. Bu değişkenlerden sadece firmaların finansal kaldıraç oranları ile nakit temettü dağıtım oranları arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

**Anahtar Sözcükler:** Nakit temettü politikası, Sanayi firmaları, BİST, Panel veri

### **ABSTRACT**

*Dividend policy is a significant concern of corporate finance. Even though there is an extensive amount of research about determinants of the companies' dividend policy, there is still no uniform result. This study investigates the determinants of dividends policy of 118 industrial companies listed in the Istanbul stock exchange for a period of 8 years from 2003 to 2010. The paper was basically modeled to examine the effects of profitability, growth opportunities, firm size, financial leverage, free floating rate, tax, investment, liquidity, board independence, free cash flow and operational risk on the cash dividend payout decisions of firms listed in industrial sector, using the panel regression analysis method. The study provides evidence that taxes, profitability, growth opportunities, firm size, leverage and liquidity are the most important considerations of dividend payout decisions for Turkish firms. It is found that only leverage has a negative effect on the dividend policy.*

**Keywords:** Cash dividend policy, Industry firms, ISE, Panel data

<sup>1</sup> Bu çalışmaya Prof. Dr. Turhan Korkmaz danışmanlığında Berk Yıldız'ın "Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: İMKB Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması" başlıklı doktora tez çalışması temel oluşturmuştur (BEÜN, SBE, 2012).

## 1. Giriş

Finansal yönetimin temel amacı bilindiği üzere; işletmenin piyasa değerini veya işletme hissedarlarının servetini maksimize etmektir. Bu açıdan finansal yönetimin alacağı temel kararları; “finansman”, “yatırım” ve “temettü (kâr payı)” politikaları başlıkları altında toplamak mümkündür. Literatürde finansal yönetimin temel politikaları arasında yer bulan; finansman ve yatırım politikaları alanında yapılan çalışmalar sonucunda birçok hipotez, teori ve açıklama üzerinde uzlaşma sağlanmış olunmasına rağmen, temettü politikaları üzerinde net olarak bir fikir birliği bulunmamaktadır.

Bu nedenle, firmaların izlemeleri gereken temettü politikalarının belirlenmesine yönelik yapılan araştırmalar, finans literatüründe önemli bir yere sahiptir. Çünkü firmaların elde ettikleri kazançları yeni yatırımların finansmanında kullanmak veya hissedarların beklentileri doğrultusunda temettü olarak dağıtmak arasındaki tercihlerini etkileyen bu politikalar, aynı zamanda firma değerini de yakından ilgilendirmektedir. Bununla birlikte, küresel boyutta yaşanan krizlerin sermaye piyasaları ve firmalar üzerindeki olumsuz etkileri nakit akışlarının önemini bir kez daha ortaya koymuştur. Bunun sonucunda, firmaların mevcut piyasa değerlerini en azından muhafaza edebilmeleri noktasında, faaliyetler sonucunda elde ettikleri pozitif nakit akışlarını rasyonel bir biçimde kullanmaları gerekliliğinin mali tablolar düzeyinde de takip edilmesi ile ilgili yasal zorunluluklar doğmuştur. Dolayısıyla, uluslararası boyutta uygulama alanı bulan muhasebe standartlarının amaçları ve yaptırımları çerçevesinde yürütülen faaliyetler ile firmaların elde ettikleri kârlar ve bağlantılı olarak sağladıkları nakit akışları denetim altına alınmak istenmektedir. Bu perspektif doğrultusunda bir değerlendirme yapıldığında, firmaların izleyecekleri temettü politikalarının başta hissedarlar olmak üzere, yöneticiler, yatırımcılar, kredi kuruluşları, rakip firmalar ve kamunun beklentileri ile yakından ilgili olduğunu ileri sürmek yanlış bir ifade olmayacaktır.

Lintner'in (1956) firmaların temettü politikalarını etkileyen faktörlerin tespiti üzerine yaptığı araştırma bu konuda yapılan ilk çalışmalardan birisidir. Bu çalışmanın peşi sıra, finansal yönetimin temel politikaları arasında yer alan “temettü politikaları”na etki eden faktörlerin belirlenmesi ve firmaların izledikleri temettü politikaları ile firma değerinin maksimize edilmesi arasındaki ilişkiyi açıklamaya yönelik birçok teori ve yaklaşım geliştirilmiştir.

Modigliani ve Miller (1961) tarafından öngörülen İntisizlik Teorisi'nde, tam rekabet koşullarında ve verginin olmadığı bir ortamda, kâr dağıtımının firma değerine ve firmanın sermaye yapısına etkisinin olmayacağı savunulmaktadır. Bu teoride, firmanın yatırım ve finansman kararlarının temettü politikasından bağımsız olarak belirlendiği varsayılmaktadır (Günalp vd., 2010:47-69). Başka bir ifadeyle, firmanın finansman yönteminin farklılıklar arz etmesi piyasa değerinde bir değişiklik yaratmamaktadır. İntisizlik Teorisi'nin mimarları olan MM'e göre, bir firmanın değeri varlıklarının kazanma gücü, firmaya ilişkin risk düzeyi ve firmanın yatırım politikası tarafından belirlenir.

İntisizlik Teorisi'ne göre, yatırımcılar firmalarca elde edilen kârın, temettü olarak dağıtılması veya dağıtılmayarak firmada kalması sonucunda oluşacak sermaye kazancı arasında kararsızdırlar (Günalp vd., 2010:47-69). Çünkü yatırımcılar, firmada kalan kâr sonucunda ortaya çıkabilecek sermaye kazancına ellerindeki hisse senetlerini satarak ulaşabilecekler, diğer taraftan, kârın temettü olarak dağıtılması durumunda ise, likidite ihtiyacı bulunmayan tasarruf sahipleri ellerindeki nakitle firmanın hisse senedini alabileceklerdir. Böylece de, yaptıkları tercihler

doğrultusunda yatırımcılar firmanın temettü politikasına kendilerini uyarlayabilmektedirler. Modigliani ve Miller (1961), sermaye piyasalarının mükemmel, yatırımcıların rasyonel, gelecekle ilgili olayların bilindiği ve firmaların yatırım politikalarının değişmediği, piyasalarda vergi ve işlem maliyetlerinin bulunmadığı, piyasadaki tüm yatırımcılar ve yöneticilerin firma hakkında her türlü bilgiye sahip olduğu varsayımlarından hareket etmektedirler (Ceylan ve Korkmaz, 2006:274).

Özetlemek gerekirse, Modigliani ve Miller, temettü dağıtım kararlarının yalnızca sermaye piyasalarına yeni bilgi aktardığı takdirde önemi olduğunu öne sürmektedir. Çünkü firmaların uzun dönemli temettü dağıtım oranı hedefleri bulunduğu varsayımı altında, dağıtılan temettülerde değişiklik olması, sermaye piyasalarına, yöneticilerin firma ile ilgili gelecekte bekledikleri nakit akışlarında değişiklik olduğunun işaretini verebilmektedir. Ancak, bu durumda bile hisse senetlerindeki fiyat değişikliklerinin arkasında yatan asıl sebep, dağıtılan temettü oranlarının farklılaşması değil, firma ile ilgili gelecekteki getiri beklentilerinin değişikliğe uğramasıdır (Akyol, 2007:70-71).

Temettü dağıtımına ilişkin teorik yaklaşımlardan biri de literatürde "eldeki kuş" (bird in the hand) olarak anılan ve öncülüğünü Myron Gordon ve John Lintner'in yapmış oldukları yaklaşımdır. Lintner (1962) ve Gordon (1963), temettü dağıtımına ilişkin olarak savundukları teorileri ile MM'in görüşlerinin tersine, temettü dağıtım politikasının firmanın değerini etkilediğini ifade etmişlerdir. Gordon (1963) ve Lintner'in (1962) savunduğu bu görüşe göre, sermaye kazancı üzerindeki belirsizlik temettü kazançları için geçerli olmadığından temettü kazancı, sermaye kazancına kıyasla daha üstündür. Başka bir deyişle, temettü kazançlarının, yatırımcılar için sermaye kazançlarından daha risksiz olması nedeniyle yatırımcılar gelecekteki sermaye kazançları yerine bugünden temettü almayı tercih etmektedirler. Bu yaklaşımda, optimal temettü dağıtım politikası, firmanın yeni yatırımlarının kârlılığı ( $r$ ) ile hissedarların yatırımlarından bekledikleri kârlılık oranı ( $k$ ) arasındaki ilişkiyle belirlenir (Aydın vd., 2007:426).

Büyüme eğilimi olan firmalarda, genellikle  $r > k$  olduğundan, hisse senedi sahipleri kârın daha büyük bir kısmının firmada bırakılmasını isteyebilirler. Çünkü, piyasaya ilişkin beklentiler arasında daha kârlı bir yatırım fırsatı bulunmamaktadır. Dolayısıyla, yıllık net kâr dağıtılmayıp, firmada bırakılan kısım arttıka, hisse senedinin değeri de artar. Diğer bir ifadeyle, hisse senedinin değer ve firmanın özkaynağı, temettü dağıtımından etkilenir.

Gelişme potansiyeli yaratamayan ve bu sebeple yatırım kârlılığı yüksek olmayan firmalarda ise,  $r < k$  durumu gözlemlenmektedir. Bu durumda, hissedarlar için kârın firmada bırakılması temettü yoluyla dağıtılmasına göre daha risklidir. Dolayısıyla, hissedarlar kâr ödeme oranı düşük olan firmaların hisse senetlerini yüksek iskonto oranıyla, kâr ödeme oranı yüksek olan firmaların hisse senetlerini de düşük iskonto oranı ile değerlendireceklerdir.

Gordon ve Lintner'e göre, piyasadaki belirsizlik ve diğer etkenler, hisse senetleri fiyatlarında dalgalanmalara yol açacağından; yatırımcıların gözünde, riskli hale gelen sermaye kazancı yerine nakit olarak dağıtılan kâr payları, gelecekte gerçekeşecek sermaye kazancından daha değerli olmaktadır.

Bununla birlikte, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde faaliyet gösteren firmaların fon kaynakları nitelik ve nicelik bakımından farklılıklar göstermektedir. Özellikle gelişmiş ülkelerde, sermaye piyasaları daha etkin olduklarından, firmaların fon sağlama olanakları gelişmekte olan piyasalara kıyasla daha uygundur. Dolayısıyla, fon kaynaklarının göreceli olarak sınırlı

olduğu gelişmekte olan piyasalara ilişkin bir değerlendirme yapıldığında, firmaların faaliyetleri sonucunda yarattıkları kit kaynakları değerlendirme noktasında, temettü politikalarının ilişkin kararların ne kadar önem arz ettikleri de kolayca anlaşılabilir. Bu nedenle, bu çalışma ile gelişmekte olan piyasalar arasında yer alan Türkiye’de faaliyet gösteren sanayi firmalarının temettü politikalarına etki eden faktörlerin tespit edilmesi amaçlanmıştır.

Bu amaç doğrultusunda; dünyanın en büyük yirmi ekonomisi arasındaki Türkiye’de, hisse senetleri BİST’de işlem gören sanayi firmalarının temettü politikalarına etki eden faktörlerin belirlenmesi ve bu faktörlerin araştırma kapsamındaki firmaların temettü politikalarına hangi ölçüde etki ettikleri, ekonomik modellerin analizinde en uygun yöntemlerden biri olan panel veri analizi yöntemi ile test edilmiş ve elde edilen bulgular ile finans literatüründeki boşlukların doldurulması ve bundan sonra yapılacak olan çalışmalara yol gösterilmesi amaçlanmıştır.

Çalışma toplam dört bölümden oluşmaktadır. İzleyen bölümde, finans yazınında firmaların temettü politikalarına etki eden faktörlerin belirlenmesine ilişkin çalışmalarda kullanılan modellerin test edildiği bilimsel çalışmalar incelenmiş ve incelenen bu çalışmalar gerek değişkenlerin seçiminde gerekse hipotezlerin oluşturulmasında araştırmaya yön vermiştir. Üçüncü bölümde araştırmanın veri seti, modeli ve sınanacak hipotezler hakkında bilgiler verilmiş ve elde edilen sonuçlar tablolar yardımıyla gösterilmiştir. Son bölümde ise yapılan çalışma sonucunda elde edilen bulgular literatürde yapılan çalışmalar ile kıyaslanarak, genel bir değerlendirme yapılmıştır.

## **2. Temettü Politikalarına Etki Eden Faktörlere İlişkin Literatür Araştırması**

Finans literatüründe firmaların temettü politikalarını belirleyen faktörlerin tespiti üzerine yapılan çalışmalar arasında ilklerden biri olma özelliğini taşıyan araştırma Lintner (1956)’e aittir. Bu araştırmanın ardından, finansal yönetimin temel politikaları arasında yer alan “temettü politikaları”na etki eden faktörlerin belirlenmesi ve firmaların izledikleri temettü politikaları ile firma değerinin maksimize edilmesi arasındaki ilişkiyi açıklamaya yönelik birçok teori ve yaklaşım geliştirilmiştir. Piyasa değeri maksimizasyonu amacının gerçekleştirilmesi üzerine odaklanılan ve bu kapsamda firmaların izlemeleri gereken temettü politikalarının belirlenmesine yönelik yapılan araştırmalar, finans literatüründe önemli bir yere sahiptir. Çünkü firmaların elde ettikleri kazançları yeni yatırımların finansmanında kullanmak veya hissedarların beklentileri doğrultusunda temettü olarak dağıtmak arasındaki tercihleri etkileyen bu politikalar aynı zamanda firma değerini de yakından ilgilendirmektedir. Dolayısıyla, firmaların temettü politikalarına olan etkilerinin araştırıldığı ve finans literatüründe yer alan birçok çalışmada da açıkça ortaya konulan bulgular doğrultusunda genel olarak aşağıdaki faktörlerin temettü politikaları üzerinde etkili oldukları tespit edilmiştir. Bu nedenle, bu çalışmanın kapsamında yer alan BİST’de işlem gören sanayi firmalarının temettü politikalarının, genel olarak literatürde elde edilen sonuçlarla paralellik gösterip göstermediğinin test edilmesine karar verilmiş ve aşağıda kısaca açıklanan faktörler araştırmanın temelini oluşturan finansal modele eklenerek test edilmişlerdir.

### **2.1. Kârlılık**

Literatürde firma kârlılığı, temettü politikalarına etki eden en önemli faktörlerden birisi olarak kabul edilmekte ve yüksek kârlılık oranına sahip firmaların yüksek miktarda temettü dağıtımını gerçekleştirecekleri beklenmekte olup, temettü politikaları ile aktif kârlılığı arasındaki ilişkinin

incelendiği birçok çalışmada; firmaların temettü dağıtım oranları ile firma kârlılığı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir (Amidu ve Abor, 2006; Naceur vd., 2006; Al-Malkawi, 2007; Ahmed ve Javid, 2009 ve Gill vd., 2010).

## **2.2. Büyüme Fırsatları**

Firmaların büyüme fırsatları ile temettü politikaları arasında da önemli bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü, yoğun rekabet koşulları içinde firmalar bir büyüme fırsatı yakaladıklarında değerlendirmek ve rakiplerine üstünlük sağlamak istemektedirler. Bunun için net bugünkü değer (NBD) pozitif olan projelere yatırım yapılması gerekmektedir. Ancak, fırsatların değerlendirilmesi aşamasında NBD'si pozitif olan yatırım projelerinin finansmanı için firmaların önemli miktarda nakit gereksinimleri ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte, büyümeyi sağlayacak fırsatlar, başka bir deyişle projeler ne kadar fazla ise, firmalar için fon gereksinimi de projelerin büyüklüğü ile paralel olarak artacaktır. Dolayısıyla, firmalar söz konusu yatırım projelerinin finansmanını sağlamak için öncelikle faaliyetler sonucunda elde edilen içsel kaynakları, başka bir ifadeyle kârları, dağıtmayarak firmada alikoyma eğilimi gösterecektir. Bu kapsamda, temettü politikaları ile büyüme fırsatları arasındaki ilişkinin ölçülmesi için birçok çalışmada piyasa değer/defter değer (PD/DD) değerkeninin kullanıldığı tespit edilmiştir. PD/DD parametresinin firmaların temettü politikaları üzerindeki etkilerinin araştırıldığı çalışmalarda, (Chang ve Rhee, 1990; Smith ve Watts,1992; Gaver ve Gaver, 1993; Gul,1999; Ho, 2003 ve Anil ve Kapoor, 2008); firmaların temettü dağıtım oranları ile firmaların büyüme fırsatlarının göstergesi olan PD/DD arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Aivazian vd., (2003), Al Shubiri (2011) ise çalışmaları sonucunda PD/DD faktörü ile firmaların temettü politikaları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin var olduğunu saptamışlardır.

## **2.3. Firma Büyüklüğü**

Büyük firmalar, küçük firmalara kıyasla daha yüksek temettü dağıtım eğilimindedirler. Bunun nedeni, büyük firmaların küçük firmalarla karşılaştırıldıklarında, daha yüksek likiditeye sahip olmalarıdır. Başka bir deyişle, küçük firmalar düşük likidite düzeyi ile faaliyetlerini devam ettirmek mecburiyetinde kaldıklarından, nakit akışlarında bir düzensizlik olduğunda finansal sıkıntı ile karşı karşıya kalma riskleri büyük firmalara kıyasla daha fazladır. Dolayısıyla, firmadan nakit çıkışına sebep olan temettü dağıtımı, küçük firmaların fon gereksinimlerini daha da arttıracadığından, ek fonlara ihtiyaç duyulduğunda sermaye piyasalarına daha kolay erişebilme olanağına sahip büyük firmalara göre küçük firmalar daha az temettü dağıtım eğilimi göstermektedirler.

Literatürde temettü politikaları ile firma büyüklüğü arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışmada; Redding (1997), Juma'h ve Pacheco (2008), Ramli (2010) Al-Shabibi ve Ramesh (2011), Rafailov ve Trifonova (2011) ve Rafique (2012) firma büyüklüğü ile temettü politikaları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir.

## **2.4. Kaldıraç**

Literatürde temettü politikaları ile finansal kaldıraç oranı arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışmada, firmaların temettü politikalarını etkileyen faktörler arasında yaygın olarak kullanılan bir etken olduğu tespit edilmiştir.

Finansal riskin bir ölçüsü olan finansal kaldıraç oranı, faiz ve vergiden önceki kârlarda meydana gelen değerliğliğin hisse başına kârlarda yaratacağı etkinin göstergesidir. Yüksek finansal kaldıraç

oranına sahip firmalarda, gelirlerdeki dalgalanmaların artması, firmaların mevcut temettü politikalarını devam ettirebilmeleri için ihtiyaç duydukları kaynakların bazı dönemlerde yetersiz kalmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle, firmalar mevcut temettü politikaları ile var olan nakit temettü dağıtım miktarlarında bir azaltıma giderek, hissedarlar veya yatırımcılar tarafından negatif algılanabilecek bir işaret vermek istemediklerinden, nakit temettü dağıtım oranlarını daha düşük belirlemeyi tercih etmektedirler.

Rozeff (1982)'e göre, firmaların temettü dağıtım oranları ile sermaye yapıları içerisindeki finansal kaldıraç oranı arasında negatif yönde bir ilişki olması gerekmektedir. Çünkü finansal kaldıraç oranının yüksekliği firmanın dışarıdan kaynak sağlama ihtiyacı duyma ihtimalini ve maliyetini artırmaktadır. Easterbrook (1984)'e göre ise, finansal kaldıraç yüksek olduğu firmalarda, yöneticilerin kontrolünde bulunan içsel kaynakların boyutu genel olarak küçük olmaktadır. Dolayısıyla, finansal kaldıraç yüksek olan firmalarda, yüksek oranlarda temettü dağıtımına gerek bulunmamaktadır. Bununla birlikte, Kouki ve Guizani (2009) yaptıkları çalışmalarında, yüksek finansal kaldıraç oranına sahip firmaların düşük temettü dağıtım eğiliminde olduklarını belirtmişlerdir. Dempsey ve Laber (1992) ile Moh'd vd., (1995) firmaların temettü dağıtım oranları ile hem finansal hem de faaliyet kaldıraç derecesi arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu belirlemişlerdir. Gul (1999) yaptığı çalışmada, finansal kaldıraç ile temettü dağıtım oranları arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığını tespit etmiştir. Ayrıca, Eriotis (2005), Statescu (2006), Atmaja (2009), Al-Kuwari (2009), Moradi (2010), Asif vd., (2011), Hashami ve Zadeh (2012) çalışmalarında, firmaların temettü politikaları ile kaldıraç faktörü arasında negatif yönlü bir ilişki bulunduğunu saptamışlardır.

## 2.5. Halka Açıklık Oranı

Etkin piyasa teorisi, piyasadaki mevcut tüm bilgilerin kullanılması suretiyle kâr elde etme olanağının bulunmadığı varsayımına dayanmaktadır. Bu teorinin temelinde rasyonel beklentilere sahip piyasa katılımcılarının, elde ettikleri her yeni bilgiyi hemen fiyatlara yansıttığı düşüncesi bulunmaktadır. Başka bir deyişle, yeni bilgi daha önce elde edilen bilgilerin bir fonksiyonu değildir. Dolayısıyla, beklenen ekonomik kârların sıfır olması halinde, menkul kıymet fiyatlarındaki değişimler zaman içerisinde bağımsız tesadüfi seçimler gibi hareket eder. Böylece, etkin piyasada oluşan fiyatlar, piyasadaki tüm bilgiyi içermektedir (Başoğlu vd., 2009:164).

Modigliani ve Miller (MM), firmaların temettü politikaları, büyüme ve hisse senedi değerlemesi hususlarını içeren 1961 yılında yapmış oldukları çalışmalarında, vergilerin ve işlem maliyetlerinin olmadığı bir ortamda, firma değerinin temettü politikalarından etkilenmediğini savunmuşlardır (Akkum, 1998:12). Bununla birlikte, MM'nin aynı çalışmada ortaya koydukları varsayımlar arasında, tüm yatırımcıların firma ile ilgili her türlü bilgiye aynı anda ulaştıkları (etkin piyasalar) ve bu bilgileri aynı düzeyde anlama ve analiz etme kabiliyetinde olmaları nedeniyle, aynı bakış açısına sahip oldukları görüşü de yer almaktadır. Ancak MM, temettü dağıtım politikalarının her ne kadar firma değerine ve sermaye yapısına etkisi olmadığını ileri sürmekte olsalar da, aynı zamanda, firma yöneticilerinin cari döneme ait temettü politikalarını oluştururlarken, firmanın gelecekle ilgili kârlılık ve nakit akışlarına ilişkin beklentileri üzerinde sahip oldukları içsel bilgileri de kullandıklarını ve dolayısıyla da temettünün bilgi içeriği olduğunu kabul etmektedirler. MM'in çalışmalarının son bölümünde "sermaye piyasalarına yeni bilgi aktarma" olarak vurguladıkları bu kriter, temettü politikası teorisi alanında asimetric bilgi ortamında temettü dağıtım vasıtasıyla sermaye piyasalarına işaret verilmesi (dividend-signaling) teorisinin gelişmesine zemin hazırlamıştır (Akyol, 2007:77).

Sinyal etkisi teorisi; temettü dağıtımlarındaki değişikliklerin, firmaların gelecekteki kazançları hakkında piyasalar ve yatırımcılar için bilgi içerdiği temeline dayanmaktadır. Bu yaklaşıma göre, firma yöneticileri, temettü dağıtımına ilişkin aldıkları kararlar ile firmanın gelecekteki kârlılığı ve nakit akışları hakkında yatırımcılara bilgi vermektedirler. Başka bir ifadeyle, asimetrik bilgi ortamında firmalar sermaye yapısı kararlarının yanı sıra, temettü politikalarını da kullanarak sermaye piyasalarına bilgi aktarabilmekte ve piyasaların firmayla ilgili sevgilerini değiştirebilmektedir. Bunun sonucunda ise, firma değeri bu duruma bağlı olarak etkilenebilmektedir. Çünkü, asimetrik bilginin hakim olduğu günümüz piyasa koşullarında, yatırımcılar için firmaların gelecekte elde edecekleri kârlara ait beklentileri ile yine firmaların karşı karşıya oldukları risklere ilişkin belirsizlikler farklılıklar içermektedir.

Diğer yandan, firmaların sahiplik yapısı ve asimetrik bilgi ile sinyal teorisi arasında bir ilişki bulunmaktadır. Sahiplik ve kontrol yapısı firmaların temettü politikaları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Aynı zamanda, temsil maliyetleri ile de firmanın sahiplik yapısı arasında da sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Firmaların sahiplik yapılarını oluşturan hissedarlar, sahip oldukları hisse oranlarına göre yönetime katılma, karar alma ve alınan kararların yürütülmesi süreçlerinde farklı haklara sahiptirler. Sahip oldukları hisse miktarları bir ölçü olarak ele alındığında, toplam hisse sayısına oranla küçük ve bölünmüş paylara sahip olan hissedarlar hak sahibi olmakla birlikte, bu hissedarlardan hiçbirinin, çoğunluğu elde edecek miktarda hisseyi elinde bulunduramaması durumunda, firmanın karar alma ve yürütme faaliyetlerine doğrudan müdahale etme olanakları da bu hissedarlar için ortadan kalkmaktadır. Bu durum, firma üzerinde hak sahibi olanların çıkarlarının, firmanın çoğunluk hissesine sahip bulunan ve yönetim fonksiyonunu yürütme gücünü elinde bulunduran hissedarlar tarafından temsil edilmeleri sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Özellikle sermayesi geniş kitlelere yayılmış firmalarda, yönetici ve büyük hissedarlar ile küçük paya sahip hissedarlar ve piyasadaki mevcut potansiyel yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi oldukça önemli boyutlardadır. Dolayısıyla, yöneticiler ve firmaya ait özel, içsel bilgilere ulaşabilme gücü olan büyük paylara sahip hissedarlar tarafından azınlık haklarına sahip küçük hissedarlar ile potansiyel yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinin ortadan kaldırılmasında temettü politikaları önemli bir araç olarak kullanılmaktadır.

Pettit (1972) ile Aharony ve Swary (1980) araştırmalarında; firmaların temettü dağıtımı yapacaklarına ilişkin açıklamalarının piyasa tarafından değerli bir bilgi olarak değerlendirildiğini ifade etmişlerdir. Ayrıca, piyasa tarafından, temettü dağıtım miktarında artırıma gideceğini ilan eden firmaların hisse senedi fiyatlarına pozitif yönde, azaltıma gideceğini açıklayan firmaların hisse senedi fiyatlarına ise negatif yönde bir reaksiyon verildiğini tespit etmişlerdir. Asquith ve Mullins (1983) ise yaptıkları çalışmalarında; temettü artırım miktarının büyüklüğu ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu saptamışlardır. Bununla birlikte, Amihud ve Murgia (1997) ile Nissim ve Ziv (2001) ise ampirik araştırmaları sonucunda, firmaların temettü dağıtım politikalarında yaptığı değişiklikler aracılığıyla yatırımcılara veya hissedarlara bilgi aktardıklarını destekleyen önemli bulgular elde etmişlerdir.

## **2.6. Vergi Faktörü**

Her ülkenin kendi sosyal, ekonomik ve siyasal yapısının özelliklerini ve düzeyini yansıtan ayrı birer vergi sistemi vardır. Vergi sistemi dinamik bir kavramdır. Mali, iktisadi, sosyal, politik ve hukuki faktörlere tabi olarak bir ülkeden diğerine değişiklikler gösterdiği gibi, zaman faktörünün etkisiyle de devamlı bir değişme ve gelişme hali arz eder. Bir ülkede, belirli bir zamanda yan yana uygulanan vergilerin bütünü ise vergi sistemini oluşturur (Büyükçulcu, 2006:1).

Bu sistem içinde faaliyette bulunan firmalar, yatırımcıların bireysel olarak hareket etmek yerine bir araya gelmek suretiyle tüzel kişilik vasfında yürüttükleri faaliyetler sonucunda elde ettikleri kârı paylaşma amacına hizmet ederler. Firmaların hesap dönemlerinin kazançlı geçmesi ise kârdan pay alacak olanlar için önem arz etmektedir. Öte yandan, ortağın sahip olduğu müktesep (kazanılmış) hak niteliğindeki kâr payını talep edebilmesi bunun bir alacak hakkına dönüşmesine, diğer bir ifadeyle anonim şirketin kazancını dağıtma yönünde bir karar almış olmasına bağlıdır. Firmanın kazancı üzerinde yapacağı tasarrufla çoğu kez firma ile bu kazanç üzerinden pay alma hakkına sahip ortağın çıkarları çelişmektedir. Zira firmanın menfaati hesap dönemi sonunda oluşan kârı büyüme ve gelişmesinin gerçekleşmesi bakımından mümkün olduğu kadar kendi bünyesinde tutarak pay sahiplerine dağıtmamaktır. Buna karşılık, firmada pay sahibi olanların menfaati ise ortaklık payının hukuki semeresini mümkün olduğu kadar çok almaktır (Ateşgözoğlu, 2012:1).

Ülkelerin makroekonomik ve vergi politikaları çerçevesinde, sermaye kazançları ve temettü gelirleri farklı oranlarda vergilendirilebilmektedir. Eğer bir ülke, firmaları sermaye birikimine özendirmek istiyorsa, temettü kazançlarına uyguladığı vergiyi yüksek tutarak firmaları temettü dağıtmamaya yönlendirebilir. Diğer yandan, yatırımcıları temettü geliri elde etmeleri konusunda teşvik etmek istiyorsa, dağıtılmamış kârlardan alınacak vergi oranlarını yüksek tutarak bu durumu sağlayabilir. Söz konusu durumların firma değerini etkilediği literatürde vergi etkisi teorisi çerçevesinde ele alınmaktadır.

Yapılan literatür taraması sonucunda, firmaların temettü politikaları ile vergilendirme uygulamaları arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışma tespit edilmiştir. Bu çalışmalar, genel olarak temettü politikalarına ilişkin “vergi etkisi teorisi” ve “müşteri etkisi teorisi” kapsamında şekillenmekte ve farklı ülkelerde uygulanan farklı vergilendirme sistemleri içinde değerlendirilmektedirler. Farrar ve Selwyn (1967), temettü gelirlerine ilişkin vergi oranlarının sermaye kazançları üzerinden alınan vergi oranlarına kıyasla daha yüksek olduğu durumlarda, rasyonel yatırımcıların, yüksek temettü dağıtımını yapan firmalara yatırım yapmaktan kaçındıklarını tespit etmişlerdir. Poterba ve Summers (1984), spesifik vergilendirme uygulamaları ile temettü ödemeleri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu saptamışlardır. Bununla birlikte, Pettit (1977), Bajaj ve Vijn (1990), Ang vd., (1991), Denis vd., (1994), Dhaliwal vd., (1999), Ho (2003), Atmaja (2009) ve Gill vd., (2010) ise çalışmalarında; vergi faktörü ile firmaların temettü ödemeleri arasında bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

## 2.7. Yatırım Fırsatları

Sermaye harcaması kavramı, firmaların gelecekte büyüme veya gelişme amacı ile satın almaya karar verdikleri ve ekonomik ömürleri bir yılı aşan makina, teçhizat vb., sabit varlıklara yapılan harcamaları ifade etmektedir. Firmalar için önemli miktarda nakit çıkışlarına yol açan sabit varlık yatırımları, firmaların titizlikle üstünde durmak mecburiyetinde oldukları bir karar sürecini kapsamaktadır. Çünkü firmalar planladıkları yatırımlardan bekledikleri getirileri elde edememe riskini üstlenmekte, dolayısıyla da, bu durum firmaların piyasa değerleri üzerinde bir baskı oluşturmaktadır. Bunun nedeni, sermaye harcaması kararı veren firmaların kontrollerindeki fonları uzun vadeli olarak çeşitli varlıklara bağlamaları sonucunda likidite durumlarının değişen rekabet ve piyasa koşullarındaki esnekliklerini ve kârlılıklarını olumsuz yönde etkileme riski ile karşı karşıya kalmalarıdır. Net bugünkü değerleri pozitif olan yatırımları değerlendirmek ve büyüme fırsatlarını kaçırmak istemeyen firmalar, likidite sorunu ile karşılaşmamak amacıyla kontrollerindeki fonları kaybetmeme arzusundaırlar. Dolayısıyla, yatırım ve büyüme olanağına



sahip firmalar, düşük temettü dağıtma veya mevcut temettü dağıtım politikalarını koruma eğilimi göstermektedirler.

Rozeff (1982), Dempsey ve Laber (1992), Moh'd vd., (1995) ve Gul (1999) araştırmalarında, temettü dağıtım oranları ile yabancı kaynak sağlamanın maliyetini yansıtan geçmiş ve beklenen büyüme oranları arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu belirlemişlerdir. Bununla birlikte, Smith ve Watts (1992), Gaver ve Gaver (1993) ise çalışmalarında, düşük borç/özsermaye oranına sahip, yüksek büyüme fırsatları olan firmaların, yatırım ve büyüme olanakları az olan firmalara kıyasla daha düşük temettü dağıtma eğiliminde olduklarını tespit etmişlerdir. Ayrıca, Kang (2006), Atmaja (2009) ve Patra vd., (2012) çalışmalarını sonucunda, kârlılıkları yüksek, nakit akışları düzenli ve büyüme fırsatları geniş olan firmaların düşük temettü dağıtım politikaları benimsemekte olduklarına ilişkin bulgular elde etmişlerdir.

## **2.8. Likidite**

Firmanın likidite durumu, nakit temettü dağıtım kararlarına etki eden önemli faktörler arasında yer almaktadır. Yüksek likidite mevcudu bulunan firmaların, likidite durumu zayıf firmalara kıyasla daha yüksek miktar ve oranlarda temettü dağıtım olanakları bulunmaktadır. Başka bir ifadeyle, firmanın likidite durumu ile temettü politikası ve firmanın piyasa değeri arasında bir ilişki vardır. Likidite düzeyi yetersiz firmaların yeni yatırımların gerçekleştirilmesi ve temettü politikalarında istikrarlı bir artış yaratılması noktasında başarılı olma ihtimalleri oldukça düşüktür. Bu nedenle, özellikle potansiyel yatırımcıların bu tip firmalara olan ilgileri düşük olmakta, dolayısıyla da likidite durumu zayıf olan firmaların piyasada işlem gören hisse senedi fiyatları önemli değişkenlikler göstermektedir. Nakit temettü dağıtım politikası benimse arzusunda olan bir firmanın özellikle faaliyetleri sonucunda elde ettiği gelirler üzerinden temettü dağıtımlarının yapılacağı göz önünde bulundurulduğunda, firmanın sahip olduğu likidite durumu ile temettü politikaları arasındaki ilişkinin varlığı daha net bir şekilde kavranabilmektedir.

Yapılan literatür taraması sonucunda, temettü politikaları ile likidite durumu arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışma tespit edilmiştir. Ho (2003), Kang (2006), Amidu ve Abor (2006), Juma'h ve Pacheco (2008) Patra vd., (2012) yaptıkları çalışmalarında, firmaların temettü dağıtım oranları ile firmaların likidite durumu arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

## **2.9. Sahiplik ve Kontrol Yapısı**

Literatürde temettü politikaları ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışmada, firmaların sahiplik yapısını temsilen minimum %5 hisseye sahip büyük hissedarlara ait verilerin, çalışmalarda yaygın bir şekilde kullanıldığı ve kurulan hipotezlerde değişken olarak analiz sürecine dahil edildiği tespit edilmiştir. Çünkü sahiplik ve kontrol yapısı firmaların temettü politikaları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Aynı zamanda, temsil maliyetleri ile de firmanın sahiplik yapısı arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Firmaların sahiplik yapılarını oluşturan hissedarlar, sahip oldukları hisse oranlarına göre yönetime katılma, karar alma ve alınan kararların yürütülmesi süreçlerinde farklı haklara sahiptirler. Sahip oldukları hisse miktarları bir ölçü olarak ele alındığında, toplam hisse sayısına oranla küçük ve bölünmüş paylara sahip olan hissedarlar hak sahibi olmakla birlikte, bu hissedarlardan hiçbirinin, çoğunluğu elde edecek miktarda hisseyi elinde bulunduramaması durumunda, firmanın karar alma ve yürütme faaliyetlerine doğrudan müdahale etme olanakları da bu hissedarlar için ortadan kalkmaktadır. Bu durum, firma üzerinde hak sahibi olanların çıkarlarının, firmanın çoğunluk hissesine sahip bulunan ve yönetim

fonksiyonunu yürütme gücünü elinde bulunduran hissedarlar tarafından temsil edilmeleri sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Böyle bir durumda firmada çoğunluk hissesine sahip bulunan hissedarlar temsilci (agent), azınlıkta kalan hissedarlar ise hak sahibi (principal) konumundadırlar.

Rozeff (1982), Dempsey ve Laber (1992) ile Moh'd vd. (1995), temettü dağıtım oranları ile temsil maliyetlerinin boyutunu temsil eden hissedar yöneticilerin paydaşlık oranı arasında negatif, firmanın hisse senetlerinin ne kadar fazla sayıda hissedarla dağıldığını temsil eden hissedar sayısı ile arasında ise pozitif yönde bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Yurtoğlu (2000) çalışmasında, firmalarda yüksek miktarda hisse oranına sahip olan yöneticilerin var olduğu durumlarda, azınlık hissesine sahip yatırımcıların yeterince korunamadığı bir yasal çevreninde eklenmesi ile azınlık hissesine sahip ortakların taleplerini arttırarak risk primlerini yükselttiklerini, dolayısıyla bu durumdan firmaların hisse senedi fiyatlarının negatif yönde etkilendiklerini tespit etmiştir. Başka bir deyişle, yöneticilerin firmalardaki sahiplik oranlarının yüksek olması, firmaların faaliyet performanslarını ve temettü dağıtım oranlarını negatif yönde etkilemektedir. La Porta vd., (2000) ise, azınlık hissesine sahip ortakların etkin bir şekilde korunduğu piyasalarda, firma yöneticilerinin daha yüksek oranlarda temettü dağıtma eğiliminde oldukları sonucuna ulaşmışlardır.

Gugler (2003), sahiplik yapısının firmaların temettü politikaları üzerindeki etkisini araştırdığı çalışmada, firmaların sahiplik yapıları ile temettü politikaları arasında yakın bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Gugler'e göre, özellikle belirli bir ailenin kontrolünde bulunan ve yöneticilerin paydaşlık oranlarının yüksek olduğu firmaların temettü dağıtım oranları, paydaşlık oranları geniş dağılım gösteren firmalara kıyasla daha düşük olmaktadır.

## 2.10. Serbest Nakit Akışları

Firmaların sermaye yapıları hem öz sermaye hem de yabancı kaynaklardan oluşmaktadır. Dolayısıyla, firmaya hem öz sermaye hem de borç olarak fon sağlayanların, firmanın faaliyetleri sonucunda elde edeceği nakit akışları üzerinden beklentileri bulunmaktadır. Ancak, firmaya borç verenler ile öz sermaye şeklinde kaynak sağlayanların firmanın gelirleri ve varlıkları üzerindeki hakları farklılıklar göstermektedir. Firmaya öz sermaye şeklinde kaynak sağlayan hissedarlar veya yatırımcılar, firmaya borç verenlere karşı yükümlülüklerin tamamının yerine getirilmesinden sonra ancak elde edilen kârdan, sahip oldukları hisseleri oranında pay alma hakkına sahiptirler.

Temettü dağıtımı ile firmanın sahip olduğu varlıklarından firmanın hissedarlarına kaynak aktarımı yapılmaktadır. Bu kaynak aktarımının maliyeti, firmanın toplam değerinin düşmesine neden olmakta, bu düşme ile yaşanan olumsuzluklar hem borç verenler hem de hissedarlar tarafından paylaşılırken, aksine getiri yalnızca paydaşların olmaktadır. Dolayısıyla, temettü dağıtımı borç verenlerin menfaatine bir durum ortaya çıkarmamaktadır. Bu nedenle, firmalara borç olarak kaynak sağlayanlar istikrarlı nakit akışı olan firmalara fon transferi yapmayı nakit akışları düzensiz olan firmalara kıyasla tercih etmektedirler.

Nakit akışları düzenli ve likidite durumları güçlü olan firmalarda, firma yöneticilerinin kontrolünde bulunan fonlar artmaktadır. Bu durum, firma yöneticilerinin güçlü fon kaynaklarını kendi çıkarları doğrultusunda kullanma eğilimlerini arttırmakta ve yöneticiler ile hissedarlar arasında temsil ilişkisine dayanan çıkar çatışmaları daha fazla yaşanabilmektedir. Firma yöneticileri ile yönetim fonksiyonuna sahip olmayan hissedarlar veya yatırımcılar arasında farklı davranışların ortaya çıktığı bu menfaat çatışmalarına ise literatürde öz sermayeye ilişkin temsil sorunu denilmektedir.

Jensen (1986), firmaların serbest nakit akışlarında bir artış olması durumunun özellikle firma yöneticileri ile hissedarlar arasındaki temsil sorununu artıracağını ve bu durumun da firmanın performansını olumsuz yönde etkileyeceğini ileri sürmektedir. Dolayısıyla, hissedarlar faaliyetler sonucunda elde edilen nakit akışlarının firma tarafından temettü olarak dağıtılmasının temsil maliyetlerini azaltıcı bir etkisi olacağına inanmaktadırlar. Yapılan literatür taraması sonucunda, temettü politikaları ile serbest nakit akışları arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışmada; Jensen vd., (1992), Smith ve Watts (1992), Holder vd., (1998), La Porta vd., (2000) ve DeAngelo vd., (2004); firmaların temettü dağıtım politikaları ile serbest nakit akışı faktörü arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca, Bradley vd., (1998) çalışmalarında; istikrarlı nakit akışı sağlayan firmaların yüksek miktarda temettü dağıtımı yaparak, temsil maliyetlerini düşürme eğiliminde olduklarını saptamıştır. Bununla birlikte, Amidu ve Abor (2006) elde ettikleri bulgular doğrultusunda; firmaların temettü dağıtım kararları ile firmaların serbest nakit akışları arasında bir ilişki bulunduğunu belirtmişlerdir. Baker vd., (2007) ise, güçlü ve istikrarlı serbest nakit akışı olan firmaların daha yüksek miktarda temettü dağıtımı gerçekleştirdiklerini yaptıkları araştırma sonucunda tespit etmişlerdir.

### **2.11. Faaliyet Riski**

Faaliyet riski, bir firmanın satışları ve buna bağlı olarak faaliyet gelirleri üzerinde olumsuz etki yapabilecek etmenlerin toplamıdır. Söz konusu etmenler firmaya özgü içsel nedenlerden kaynaklanabileceği gibi yoğun rekabet şartları veya olumsuz ekonomik koşullar vb., dışsal nedenler sonucu da ortaya çıkabilmektedir. Dolayısıyla, firmaların esas faaliyetleri sonucunda elde ettikleri gelirlerin istikrarlı olması, kârlılık ve nakit akışlarını etkileyen faktörler arasında yer almaktadır.

Faaliyet riski ile firmaların temettü politikaları arasında da bir ilişki vardır. Esas faaliyetleri üzerinden elde edilen gelirleri süreklilik arz eden firmaların diğer firmalara kıyasla faaliyet risklerinin daha düşük olduğu, dolayısıyla da, bu tip firmaların daha yüksek miktarda temettü dağıtımı gerçekleştirdikleri ileri sürülmektedir. Bunun nedeni, esas faaliyetlerden elde ettikleri gelirleri devamlılık gösteren, başka bir ifadeyle, düşük riskli firmaların gelecekte elde edecekleri gelirleri doğru bir şekilde tahminleme başarılarının oldukça yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla, yüksek miktarda temettü dağıtımı gerçekleştiren firmaların, faaliyet risklerinin de düşük olduğu öngörülmekte ve bu tip firmaların gelecekteki temettü dağıtım miktarlarında herhangi bir azaltıma gitmeyecekleri veya an azından mevcut temettü dağıtım miktarlarını koruma eğilimi benimseyecekleri ileri sürülmektedir. Çünkü faaliyet riski ile temettü politikaları arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Faaliyetlerine bağlı gelirleri dalgalanmalar veya değişkenlikler gösteren firmaların nakit akışları ve kârlılıkları bu değişkenliklerden olumsuz yönde etkilenmekte, bu nedenle de, bu firmaların risklilikleri artmaktadır.

Yapılan literatür taraması sonucunda, temettü politikaları ile faaliyet riski arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışmada, Chang ve Rhee (1990), Jensen vd., (1992), Holder vd., (1998), Koch ve Shenoy (1999), Ho (2003), Aivazian vd., (2003) ve Al-Najjar (2009); firmaların temettü dağıtım politikaları ile faaliyet riski faktörü arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

### **3. Model ve Veriler**

Çalışmada, Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören sanayi firmalarının temettü politikalarına etki eden faktörler panel veri analizi yöntemi ile incelenmiştir. Araştırmada, gelişmekte olan bir piyasa çerçevesinden hareketle firmaların temettü dağıtım kararlarında hangi faktörlerin daha etkin

oldukları belirlenmeye çalışılmıştır. Bu nedenle, Türkiye ekonomisinin sanayi sektöründe faaliyet gösteren öncü firmalar seçilerek, bu firmaların temettü politikalarına hangi faktörlerin etki ettiği araştırılmıştır. Bunu gerçekleştirebilmek için, BİST'te kayıtlı sanayi firmalarının temettü dağıtım politikalarına etki edeceği düşünülen en önemli faktörler yapılan literatür taraması sonucunda tespit edilip, uygun hipotezler yardımıyla test edilmiştir.

Analiz kapsamındaki firmaların 2003-2010 yıllarına ilişkin mali tablo verileri BİST'den ve kısaca KAP olarak bilinen Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan elde edilmiştir. Bu veriler yardımı ile oluşturulan panel veri setine ilişkin istatistiki modelin test edilmesinde E-Views 7.2 ve Stata 12.1 paket programlarından yararlanılmıştır. Türkiye'de, yüksek enflasyon oranının mali tablolar üzerindeki olumsuz etkilerinin giderilmesine yönelik olarak muhasebe standartlarında önemli reformların yapıldığı yıllar göz önünde bulundurularak, çalışmada 2003 yılı analizin başlangıç dönemi olarak alınmıştır.

### 3.1. Modelin Kurulması

Modele ilişkin denklem teori ve daha önce gerçekleşen çalışmalardan hareketle aşağıdaki gibi oluşturulmuş ve nakit temettü dağıtımı ile firmaların nakit temettü dağıtımlarına etki eden faktörler arasındaki ilişki panel veri analizi yöntemi ile irdelenmiştir.

$$Y_{i,t} = c + \alpha_1 (AK)_{i,t} + \alpha_2 (PD)_{i,t} + \alpha_3 (AB)_{i,t} + \alpha_4 (KLD)_{i,t} + \alpha_5 (HAO)_{i,t} + \alpha_6 (OV)_{i,t} + \alpha_7 (SHA)_{i,t} + \alpha_8 (NO)_{i,t} + \alpha_9 (SY)_{i,t} + \alpha_{10} (NATB)_{i,t} + \alpha_{11} (FVAOK)_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Denklemden;

$Y_{i,t}$  : Nakit Temettü Dağıtım Oranını

AK : Aktif Kârlılığını (FVÖK/ Toplam Aktif)

PD : Piyasa Değer/Defter Değeri Oranını

AB : Aktif Büyüklüğünü (Toplam Varlıkların Doğal Logaritması)

KLD : Finansal Kaldırıcı (Toplam Borçlar/Toplam Aktif)

HAO : Halka Açıklık Oranı (BİST'de İşlem Gören Hisse Senedi Adedi/Toplam Hisse Senedi Adedi)

OV : Ödenen Vergiyi (Ödenen Vergi/Toplam Aktif)

SHA : Sermaye Harcamaları/Toplam Aktif Oranını ( $\Delta$ Sabit Varlıklar/Toplam Aktif)

NO : Nakit Oranı ((Kasa+Banka+Menkul Kıymetler)/Kısa Vadeli Borçlar)

SY : Sahiplik Yapısını (Toplam Hisse Senedi Adedinin En Az %5 Oranına Denk Gelen Hisse Senedi Sayısını Elinde Bulunduran Ortak Sayısı)

NATB : Nakit Akışları/Toplam Borçlar Oranını

(Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akışları/Toplam Borçlar)

FVAOK: Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kâr Marjı ([Esas Faaliyet Kârı veya Zararı]+[Amortisman Giderleri, İtfa ve Tükenme Payları])/Net Satışlar Oranını göstermektedir.

Yukarıda kurulan modelden hareketle, çalışmada sınavacağımız alternatif hipotezler aşağıda verilmiştir:

$H_{a1}$ : Firma kârlılığı ile temettü ödemeleri arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

$H_{a2}$ : Firmanın büyüme fırsatları ile temettü ödemeleri arasında negatif yönlü bir ilişki vardır.

$H_{a3}$ : Firma büyüklüğü ile temettü ödemeleri arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

$H_{a4}$ : Firmanın borçluluk oranı ile temettü ödemeleri arasında negatif yönlü bir ilişki vardır.

$H_{a5}$ : Temettü demeleri yatırımcılara firmanın geleceği hakkında sinyal (bilgi) verir.

$H_{a6}$ : Firmaların esas faaliyetleri sonucunda elde ettikleri gelirler üzerinden ödedikleri vergi tutarları ile temettü politikaları arasında bir ilişki vardır.

$H_{a7}$ : Firmanın yatırım fırsatları ile temettü ödemeleri arasında negatif yönlü bir ilişki vardır.

$H_{a8}$ : Firmanın likidite durumu ile temettü ödemeleri arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

$H_{a9}$ : Sahiplik ve kontrol yapısı firmanın temettü politikasını etkiler ve temettü ödemeleri temsil maliyetini azaltır.

$H_{a10}$ : Firmanın nakit akışlarının yükümlülüklerini karşılama gücü ile temettü ödemeleri arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

$H_{a11}$ : Firmanın faaliyet riski ile temettü ödemeleri arasında negatif yönlü bir ilişki vardır.

### 3.2. Durağanlık Testi Sonuçları

Bütün zaman serilerinde olduğu gibi hem zaman hem de yatay kesit analizini bir arada gerçekleştiren panel veri analizlerinde de değişkenler arasında sahte ilişkilere neden olunmaması için değişkenlerin durağan olması gerekmektedir. Dolayısıyla, alışmada Levin, Lin ve Chu (2002) testi ile ortak birim kök süreçleri araştırılırken, aynı zamanda her bir birim için Im, Pesaran ve Shin (2003) testi ile birim kök süreci test edilmiştir.

**Tablo 1.** Panel Birim Kök Testi İstatistik Sonuçları

Yöntem	NKTEM		AK		Yatay Kesit	Gözlem Sayısı
	İstatistik	P-Değeri	İstatistik	P-Değeri		
Levin, Lin & Chu t* istatistiği	-14.2131	0.0000	-20.7419	0.0000	118	928
Im, Pesaran and Shin W-istatistiği	-4.8626	0.0000	-7.5788	0.0000	118	928
	PD		AB		Yatay Kesit	Gözlem Sayısı
	İstatistik	P-Değeri	İstatistik	P-Değeri		
Levin, Lin & Chu t* istatistiği	-35.7569	0.0000	-68.2074	0.0000	118	928
Im, Pesaran and Shin W-istatistiği	-8.1039	0.0000	-22.2560	0.0000	118	928
	KLD		HAO		Yatay Kesit	Gözlem Sayısı
	İstatistik	P-Değeri	İstatistik	P-Değeri		
Levin, Lin & Chu t* istatistiği	-12.4447	0.0000	-2541.13	0.0000	118	928

Tablo 1 devamı

Im, Pesaran and Shin W-istatistiği	-1.90721	0.0282	-881.385	0.0000	118	928
	OV		SHA		Yatay Kesit	Gözlem Sayısı
	<b>İstatistik</b>	<b>P-Değeri</b>	<b>İstatistik</b>	<b>P-Değeri</b>		
Levin, Lin & Chu t* istatistiği	-119561	0.0000	-104.579	0.0000	118	928
Im, Pesaran and Shin W-istatistiği	-6593.47	0.0000	-26.7213	0.0000	118	928
	NO		SY		Yatay Kesit	Gözlem Sayısı
	<b>İstatistik</b>	<b>P-Değeri</b>	<b>İstatistik</b>	<b>P-Değeri</b>		
Levin, Lin & Chu t* istatistiği	-15.5993	0.0000	-8.75823	0.0000	118	928
Im, Pesaran and Shin W-istatistiği	-5.72691	0.0000	-1.45723	0.0775	118	928
	NATB		FVAOK		Yatay Kesit	Gözlem Sayısı
	<b>İstatistik</b>	<b>P-Değeri</b>	<b>İstatistik</b>	<b>P-Değeri</b>		
Levin, Lin & Chu t* istatistiği	-185.123	0.0000	-124.730	0.0000	118	928
Im, Pesaran and Shin W-istatistiği	-20.5479	0.0000	-13.9921	0.0000	118	928

Her iki testte de hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuştur:

$H_0$ : Seride bir birim kök vardır.

$H_1$ : Seride bir birim kök yoktur.

Tablo 1'den de görülebileceği gibi analizde kullanılan tüm değişkenler için hesaplanan p değerleri 0.05 kritik değerinden daha küçük olduğundan, serilerin birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezleri reddedilmiştir. Bu sonuçlardan görüldüğü üzere serilerde ortak birim kök süreci ve her birim için (firma) birim kök süreci bulunmadığı söylenebilir.

### 3.3. Panel Veri Yöntemi Seçimi (Hausman Testi)

Panel veri modelinin tahmininde havuzlanmış (pooled) regresyon, sabit etkiler (fixed effects) ve rastsal etkiler (random effects) olmak üzere üç yaklaşım vardır. Havuzlanmış (pooled) ve sabit etkiler (fixed effects) regresyon modellerinden hangisinin geçerli olacağına Breusch-Pagan/LM ve F Testi ile karar verilir.

Eğer ihmâl edilmiş rassal etkilerden yatay kesit değişkenlerinin bağımsız olduğu kesin olarak bilinmekte ise, havuzlanmış (pooled) regresyon yaklaşımını kullanmak daha doğru sonuçlara ulaşılmasına imkân vermektedir. Bunun için de, öncelikle Breusch-Pagan LM (B-P/LM) testinin yapılması gerekmektedir. B-P/LM testi ile birim etkilerinin varyansının sıfır olması durumunda rassal etkili modelin havuz modeline dönüşeceği sıfır hipotezi sınanmaktadır. Dolayısıyla hipotezler şu şekildedir:

$H_0$ : Havuz Modeli,  $\sigma_\mu^2 = 0$

$H_1$ : Rassal Etkiler Modeli,  $\sigma_\mu^2 > 0$

**Tablo 2.** Panel Birim Kök Testi İstatistik Sonuçları

$H_0: \text{Var}(u) = 0$
Chi2 (1) = 385.80
Prob > chi2 = 0.0000

Tablo 2'deki sonuçlar incelendiğinde, 0.05 hata payı ile sıfır hipotezinin reddedildiği görülmektedir. Bu nedenle, veri setinin havuzlanamayacağı ve pooled regresyon modelinin kullanılamayacağı sonucuna ulaşılmıştır.

B-P/LM testi ki kare istatistiğine dayandığı için serbestlik derecesi arttıkça hatalı sonuçlar ortaya çıkabilmektedir. Bu nedenle, model sabit etki varsayımı altında tahmin edildiğinde, verilerin havuzlanıp (pooled) havuzlanmayacağı bir de F-testi ile sınanmıştır. F-testi sonuçları Tablo 3'de verilmiştir. F-testi sonuçlarına göre de, veri seti iki boyut için eşanlı olarak havuzlanabileceği hipotezi 0.05 hata payı ile reddedilmiştir.

**Tablo 3.** F-Testi İstatistik Sonuçları

<b>İlişkili Sabit Etkiler Testi - Kesit Veri ve Zaman Sabit Etkiler Testi</b>			
Test zeti	İstatistik	Serbestlik Derecesi	P-Değeri
Yatay Kesit F	5.761	(115,794)	0.0000
Zaman F	1.848	(7,794)	0.0752
Yatay Kesit/Zaman F	5.480	(122,794)	0.0000

Analizde hangi yaklaşımın kullanılacağı ile ilgili olarak karar ise Hausman (1981) testi sonuçlarına göre verilmiştir.

Hausman testinde hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmaktadır:

$H_0$ : Rassal etkiler mevcuttur.

$H_1$ : Rassal etkiler yoktur.

**Tablo 4.** Hausman Testi Sonuçları

<b>İlişkili Rastsal Etkiler – Hausman Testi - Yatay Kesit İçin Rastsal Etki Testi</b>			
Test zeti	Ki-Kare İstatistiği	Ki Kare-Serbestlik Derecesi	P-Değeri
Yatay Kesit Rastsal	13.24	2	0.0000

Hausman test istatistiklerinin sonucunda elde edilen 0.05'in altındaki bir olasılık değeri rassal etkiler modelinin uygun olmayacağı, sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini göstermektedir. Tablo 4'den de görüldüğü zere, yatay kesitler bazında sabit etkili modelin tercih edilmesi gerektiği sonucu ortaya çıkmaktadır.

### 3.4. Otokorelasyon Testi

Bütün regresyon analizlerinde olduğu gibi panel veri analizlerinde de otokorelasyon önemli bir sorundur. Bilindiği zere, regresyon analizlerinin temel varsayımlarından birisi farklı gözlemler için aynı hatalar arasında ilişkinin (korelasyon) olmamasıdır. Eğer, hata terimleri birbirleri ile ilişkili ise bu durum otokorelasyon ya da serisel korelasyon olarak adlandırılır. Panel regresyon

analizlerine geçmeden önce veri setinde otokorelasyonun olup olmadığı Wooldridge (2002) otokorelasyon testi ile araştırılmıştır. Test sonuçları Tablo 5’de gösterilmektedir.

**Tablo 5.** Wooldridge Otokorelasyon Testi İstatistik Sonuçları

Wooldridge Testi	F-Değeri	Olasılık
	15.481	0.0001

Wooldridge (2002) otokorelasyon test istatistiği sonucuna göre, modelde “Otokorelasyon yoktur” şeklinde kurulan boş hipotez reddedilmiştir. Başka bir deyişle, denklemlerdeki hata terimleri arasında otokorelasyon problemi gözlemlenmektedir.

### 3.5. Değişken Varyanslılık Testi

Modelde değişen varyans probleminin gözlenip gözlenmediği ise Wald testi ile sınanmış ve yapılan analizlerde değişen varyans sorunu tespit edilmiştir. Sabit varyans varsayımı üzerine kurulu sıfır hipotezi Tablo 6’dan da görüleceği üzere olasılık değeri 0.05’den düşük olduğundan reddedilmiş ve modelde değişen varyans bulunduğu gözlemlenmiştir.

**Tablo 6.** Wald Değişen Varyans Testi Sonuçları

Wald Değişen Varyans Testi
Chi2 (123) = 2.1e+05
Prob > chi2 = 0.0000

Lineer regresyon modelinin varsayımları sağlandığında bu modelin parametreleri yansız ve doğru sonuçlar vermektedir. Gözlemler arasında hata terimlerinin varyansı farklılaştığında ise değişen varyans sorunu ile karşılaşılır. Eğer hata terimleri değişen varyansa sahip ise, OLS tahmincisi yansızlığını koruyor olsa bile, katsayıların doğruluğu şüpheye yol açmaktadır. Ayrıca, standart hataların tahmincisi de tutarsız olmaktadır. Yatay kesit analizlerinde olduğu gibi panel veri analizlerinde de bu durum ortak bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Sabit ve rassal etkiler modellerinde değişen varyans problemi gözlemlendiğinden bu modellerle tahminde bulunmak yanlış sonuçlara ulaşılmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, bu sorunun ortadan kaldırılabilmesi için hem otokorelasyon hem de değişen varyans sorunu altında parametre tahmini yapılmasına olanak sağlayan Stock ve Watson (2008)’in geliştirdikleri FGLS (Feasible GLS) yöntemi ile model kurulmuş ve aşağıdaki Tablo 7’deki sonuçlara ulaşılmıştır.

**Tablo 7.** Nakit Temettünün Bağımlı Değişken Olduğu Denklemin Hata Karelerinin Tahminiyle Modellenmesi

	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	P-Değeri
C	-0.239239	0.169423	-1.41	0.0161
AK	0.194616	0.082790	2.35	0.0020
PD	0.036995	0.020299	1.82	0.0071
AB	0.010352	0.010243	1.01	0.0314
KLD	-0.082494	0.038222	-2.16	0.0033
HAO	0.078920	0.047597	1.66	0.1000
OV	1.438732	0.412644	3.49	0.0001



**Tablo 7 devamı**

SHA	-0.017371	0.028001	-0.62	0.5360
NO	0.002929	0.001427	2.08	0.0400
SY	0.015454	0.041027	0.38	0.7070
FVAOK	0.025921	0.019756	1.31	0.1920
NATB	0.006246	0.004125	1.51	0.1330
R-Kare	0.1254			
P-Değeri (F-istatistiği)	0.000000			

*Bağımlı Değişken: NKTEM, Yöntem: Panel En Kùçük Kareler, Dönem: 2003- 2010*

*Zaman Aralığı: 8, Yatay Kesit (Firma) Sayısı: 118, Paneldeki Toplam Gözlem Sayısı: 928*

#### **4. Sonuç**

Finansal piyasalarda işlem gören firmaların karşı karşıya oldukları "finanslama", "yatırım" ve "temettü" kararlarının alınması ve uygulanması noktasında, firmaların temettü dağıtımlarına ilişkin kararları temettü politikaları çerçevesinde değerlendirilmekte ve söz konusu politika, yatırımcıların firmalara ve finansal piyasalara bakış açılarını ve gelecekle ilgili beklentilerini yakından ilgilendirmektedir. Çünkü, yatırımcılar sınırlı tasarruflarını minimum risk ile maksimum getiriyi elde edecekleri yatırım fırsatları ile değerlendirmek istemektedirler. Ancak, mevcut yatırım alternatifleri arasında verimli ve rasyonel bir seçim yapmak oldukça zordur. Bununla birlikte, menkul kıymet borsalarında işlem gören firmaların hisse senetlerine yapılacak yatırımlar, yatırımcılara hem sermaye kazancı hem de temettü getirisi elde etme olanağı sağlamaktadır. Ancak, yatırımcılar için hisse senetlerine yapılan yatırımlar üzerinden elde edilecek temettü gelirleri, firmalar açısından önemli nakit çıkışlarına sebebiyet vermekte ve firmaları finansal sıkıntılar ile karşı karşıya getirebilecek bir etken olmaktadır. Dolayısıyla, temettü politikalarının oluşturulması noktasında firmaların birçoğ faktörü göz önünde bulundurmaları gerekmektedir.

Bu çalışmada, hem gelişmekte olan piyasalar hem de dünyanın en büyük yirmi ekonomisi arasında yer alan Türkiye açısından bir değerlendirme yapmak amacıyla, hisse senetleri BİST'de işlem gören sanayi firmalarının nakit temettü kararlarına etki eden faktörler panel veri analizi yöntemiyle analiz edilmiştir. Bugüne kadar Türkiye'de yapılan çalışmalarda, firmaların temettü ödemelerine etki eden faktörler üzerine bir çalışma yapılmamış olması ve hem yatay kesit hem de zaman boyutunu dikkate alarak ekonomik modellerin test edilmesine olanak sağlayan panel veri yönteminin kullanılmış olması ise bu çalışmanın özgün yanını oluşturmaktadır.

2003-2010 yılları arasında BİST'de işlem gören sanayi firmalarının temettü politikalarına etki eden faktörlerin araştırıldığı modelin test sonuçları istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır. Elde edilen bulgulara göre, firmaların temettü politikaları üzerinde başta vergi faktörü olmak üzere kârlılık, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü, kaldıraç ve likidite değişkenlerinin etkileri olduğu tespit edilmiştir.

Yapılan analizler sonucunda, bu konuda daha önce yapılan çalışmalarda, firmaların ulaşmış oldukları büyüklük ile sağladıkları verimin ölçülmesinde kullanılan ve firmaların edinmiş oldukları tüm varlıkların hangi oranda etkin kullanıldığını gösteren bir performans ölçütü olarak en çok test edilen faktörlerden birisi olan aktif kârlılığının önemini BİST'de işlem gören sanayi firmaları için de koruduğu belirlenmiştir. Literatürde yapılan çalışmalarda elde edilen bulgulara paralel olarak,

BİST’de işlem gören sanayi firmalarının esas faaliyetleri ile sağladıkları istikrarlı nakit akışlarının da etkisiyle yüksek miktarda temettü dağıtma eğiliminde oldukları tespit edilmiştir. Çalışma dönemi olan 2003-2010 yılları arasında Türkiye ekonomisinin önemli büyüme oranları yakaladığı göz önünde bulundurulduğunda, ülke ekonomisinin parçası olan sanayi firmalarının da bu büyümeye paralel olarak önemli paylar elde ettiklerini söylemek mümkündür. Söz konusu yıllar itibarıyla firmaların elde ettiği kârlar güçlü bir finansal yapı oluşturmalarına zemin hazırlamıştır. Dolayısıyla, aktif kârlılıkları ve buna bağlı olarak likiditeleri artan firmalar, piyasadaki çıkar grupları tarafından daha az riskli ve dengeli firmalar olarak değerlendirilmiş ve bu firmalara yapılan yatırımlar artmıştır. Yatırımcıların aktif kârlılıkları artan firmalara olan bu ilgileri aynı zamanda söz konusu firmaların piyasa değerlerini de olumlu yönde etkilemiştir.

Bilindiği üzere, Gordon ve Lintner’in savunduğu “eldeki kuş” görüşüne göre (bird in the hand theory), büyüme eğilimi olan firmalarda, genellikle yeni yatırımlardan beklenen kârlılığın, hissedarların yatırımlarından bekledikleri kârlılık oranından büyük olduğu durumlarda, hisse senedi sahipleri kârın daha büyük bir kısmının firmada bırakılmasını istemektedirler. Dolayısıyla, yatırım fırsatları ile temettü dağıtım miktar ve oranları arasında negatif yönlü bir ilişki beklenmektedir. Ancak, çalışma sonucunda elde edilen sonuçlar bu teorinin, BİST’de işlem gören sanayi firmaları için geçerli olmadığını göstermektedir. Bu durumu özellikle çalışmaya ilişkin dönemi göz önünde bulundurarak açıklamak mümkündür. Söz konusu dönemde Türkiye’nin elde ettiği büyüme oranlarına paralel olarak, ekonomi içinde aynı yönde büyüyen firmalar güçlü bir yapıya ve istikrarlı nakit akışlarına sahip olmuşlardır. Bu nedenle, sinyal teorisi varsayımlarına da paralel olarak, bu firmaların gelecekle ilgili olumlu beklentileri doğrultusunda nakit temettü dağıtımını artırdıklarını ve benimsedikleri temettü politikaları ile çıkar gruplarına bilgi aktarma eğiliminde olduklarını, bununla birlikte, gün geçtikçe kurumsallaşan ve profesyonel yöneticiler ile çalışan firmaların, temsil maliyetlerinin azaltılması amaçları doğrultusunda davranışlar sergilendiğini de söylemek mümkündür.

Çalışma dönemi olan 2003-2010 yılları arasında bankaların ticari kredilere uyguladıkları faiz oranlarının oldukça yüksek oranlarda seyrettiği tespit edilmiştir. Bu durum, finansal kaldıraçtan faydalanma arzusunda olan firmaların temettü dağıtım miktarlarında etkili olmaktadır. Kullanılan fonlara ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilmesi sürecinde herhangi bir finansal sıkıntı ile karşı karşıya gelmemek isteyen firmaların temettü dağıtım miktarlarını azaltma veya mevcut temettü politikalarını devam ettirme davranışını göstermelerine neden olmaktadır. Başka bir deyişle, firmaların nakit temettü dağıtım kararları ile finansal kaldıraç faktörü arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Analiz sonucunda elde edilen bulgular, literatürde yapılan çalışmalarda elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, BİST’de işlem gören sanayi firmalarının temettü politikalarını etkileyen kaldıraç oranı ile negatif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Esas faaliyetler üzerinden elde edilen gelirler üzerinden ödenen vergi tutarları ile BİST’de işlem gören sanayi firmalarının temettü politikaları arasında ise vergi teorisi varsayımları doğrultusunda literatürde yapılan çalışmalarda elde edilen bulguların aksine pozitif yönlü ve güçlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bu durumu, esas faaliyetlerine bağlı gelirleri yüksek miktarda olan firmaların istikrarlı nakit akışı ve likidite sağlamalarının verdiği güven ile açıklamak mümkündür.

Bununla birlikte, firmaların temettü politikaları üzerinde etkili oldukları ileri sürülen; halka açıklık oranı, yatırım fırsatları, sahiplik yapısı, nakit akışlarının yükümlülükleri karşılama gücü ve faaliyet riski değişkenlerinin çalışma dönemi olan 2003-2010 yılları arasında BİST’de işlem gören sanayi firmalarının temettü politikaları üzerinde bir etkileri olmadığı görülmüştür.

Elde edilen bu sonuçlar, özellikle temettü politikalarının yönlendirilmesi sürecinde hangi faktörlerin göz önünde bulundurulması gerektiği hakkında başta firma sahiplerine ve yöneticilerine faydalı bilgiler sunmaktadır. Ayrıca, akademisyenler ve araştırmacılar açısından, firmaların temettü politikalarına etki eden faktörlerin sanayi firmaları üzerindeki etkilerinin araştırıldığı bu çalışma ile finansal yönetimin temel politikaları arasında yer alan temettü politikaları alanında diğer sektörlerde faaliyet gösteren firmalar açısından yapılacak çalışmalara yol gösterir nitelikte bilgilere ulaşılmıştır. Bununla birlikte, bu çalışma sonucunda elde edilen bulgular, mevcut ve potansiyel yatırımcılar açısından da önemli bilgiler içermektedir. Firmaların temettü politikaları ile gelecekle ilgili beklentileri hakkında önemli işaretler verebileceklerinin, faktörler bazında ortaya konulması Türkiye kapsamında yapılan çalışmalar içinde bir ilk olması nedeniyle önem arz etmektedir.

Diğer yandan, gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren firmaların fon gereksinimlerini karşılamak üzere para piyasalarında faaliyet gösteren kuruluşlara sıklıkla başvurduğu bilinmektedir. Önemli nakit çıkışlarına neden olan temettü politikalarının firmaların likidite durumlarını etkilemesi ise fon sağlayan mali kuruluşların risklerini artırmaktadır. Bu bağlamda elde edilen sonuçlar, firmalara fon sağlayan kredi kuruluşlarına da faydalı bilgiler sunmaktadır.

Sonuç olarak, çalışmada gelişmekte olan piyasalarda yapılan araştırmalara paralel sonuçların elde edildiğini; Türkiye’de faaliyet gösteren ve hisse senetleri BİST’de işlem gören sanayi firmalarının temettü politikalarına etki eden faktörlerin de temel olarak fon gereksinimlerine dayalı değişkenlerden etkilendiğini söylemek mümkündür.

## **Kaynakça**

- Aharony, J., & Swary I. (1980). "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis," *The Journal of Finance*, 35 (1), 1-12.
- Avizian, V., Booth L., & Cleary S. (2003). "Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S. Firms?," *The Journal of Financial Research*, 26 (3), 371-387.
- Akkum, F. T. (1998) *Firmaların Uzun Dönemli Finansman Tercihlerinde Uygulayabilecekleri Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order) Modeli ve Türkiye Üzerine Bir Araştırma*. Yayınlanmamış doktora tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı.
- Akyol, E. (2007) *Temsil Sorunu ve Temettü Politikası Arasındaki İlişkiyi Test Etmeye Yönelik Olarak Türkiye Üzerine Bir Araştırma*. Yayınlanmamış doktora tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı.
- Al Shabibi, B. K., & Ramesh G. (2011). "An Empirical Study on the Determinants of Dividend Policy in the UK," *International Research Journal of Finance and Economics*, 80, 105-120.
- Al-Najjar, B. (2009). "Dividend Behaviour and Smoothing New Evidence from Jordanian Panel Data" *Studies in Economics and Finance*, 26 (3), 182-197.
- Al-Shubiri, F. N. (2011). "Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange," *Far East Journal of Psychology and Business*, 4 (2), 1-15.
- Amidu, M., & Abor, J. (2006). "Determinants of Dividend Payout Ratio in Ghana," *The Journal of Risk Finance*, 7 (2), 136-145.
- Amihud, Y., & Murgia M. (1997). "Dividends, Taxes and Signaling: Evidence from Germany," *Journal of Finance*, 52 (1), 397-408.

- Ang, J. S., Blackwell D. W., & Megginson W. L. (1991). "The Effect of Taxes on the Relative Valuation of Dividends and Capital Gains: Evidence from Dual-Class British Investment Trusts" *Journal of Finance*, 46 (1), 383-399.
- Anil, K., Kapoor S. (2008). "Determinants of Dividend Payout Ratios-A Study of Indian Information Technology Sector," *International Journal of Finance and Economics*, 15, 63-71.
- Asif, A., Rasool W., & Kamal Y. (2011). "Impact of Financial Leverage on Dividend Policy: Empirical Evidence from Karachi Stock Exchange-Listed Companies" *African Journal of Business and Management*, 5 (4), 1312-1324.
- Asquith, P., & Mullins D. W. Jr. (1983). "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth," *The Journal of Business*, 56 (1), 77-96.
- Ateşagaoglu, E. (2012) Vergi Hukuku Bakımından Anonim Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı. İstanbul: Oniki Levha Yayıncılık.
- Atmaja, L. S. (2009). "Dividend Policy in Australia" *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 13 (2), 260-270.
- Aydın, N., Başar M., Coşkun M. (2007) Finansal Yönetim. Eskişehir: Türkiye Bilimler Akademisi.
- Bajaj, M. B., & Vijh A. M. (1990). "Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Changes," *Journal of Financial Economics*, 26 (2), 193-219.
- Baker, H. K., Veit E. T., & Powell G. E. (2001). "Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms," *The Financial Review*, 38, 19-38.
- Başoğlu, U., Ceylan A., Parasız İ. (2009) Finans. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Bradley, M., Capozza D. R., & Seguin P. J. (1998). "Dividend Policy and Cash Flow Uncertainty," *Journal of Real Estate Economics*, 26 (4), 555-580.
- Büyülçulcu, U. (2006) Kurumlar Vergisinin Şirketlerdeki Vergi Yükü Üzerine Bir Değerlendirme Isparta Örneği. Yayınlanmamış doktora tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı.
- Ceylan, A., Korkmaz T. (2006) İşletmelerde Finansal Yönetim. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Chang, R. P., & Rhee S. G. (1990). "The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions," *Financial Management Association*, 19 (2), 21-31.
- DeAngelo, H., DeAngelo L., & Stulz R. M. (2004). "Dividend Policy, Agency Costs and Earned Equity," *Financial Economics Working Paper*, No: 10.
- Dempsey, S. J., & Labe G. (1992). "Effects of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratios: Further Evidence of the Agency-Transaction Cost Hypothesis," *Journal of Financial Research*, 15, 317-321.
- Denis, D. J., Denis D. K., & Sarin A. (1994). "The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment and Dividend Clienteles," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29 (4), 567-587.
- Dhaliwal, D. S., Erickson M., & Trezevant R. (1999). "A Test of the Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies," *National Tax Journal*, 52 (2), 179-194.
- Easterbrook, F. H. (1984). "Two Agency Costs Explanations of Dividends," *The American Economic Review*, 74 (4), 650-659.
- Eriotis, N. (2005). "The Effect of Distributed Earnings and Size of the Firm to Its Dividend Policy: Some Greek Data," *International Business & Economics Journal*, 4 (1), 67-74.
- Farrar, D. E., & Selwyn L. L. (1967). "Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors," *National Tax Journal*, 20, 444-462.

- Gaver, J. J., & Gaver K. M. (1993). "Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies," *Journal of Accounting and Economics*, 16 (1-3), 125-160.
- Gill, A., Biger N., & Tibrewala R. (2010); "Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States," *The Open Business Journal*, (3), 8-14.
- Gordon, M. J. (1963). "Optimal Investment and Financing Policy," *The Journal of Finance*, 18 (2), 264-272.
- Gul, F. A. (1999). "Growth Opportunities, Capital Structure and Dividend Policies in Japan," *Journal of Banking&Finance*, 27, 1297-1321.
- Günalp, B., Kadioğlu E., & Kılıç 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.
- Hafeez, A., & Javid A.Y. (2009). "The Determinants of Dividend Policy in Pakistan," *International Research Journal of Finance and Economics*, (29), 110-125.
- Hashemi, S. A., & Zadeh Z. K. (2012). "The Impact of Financial Leverage, Operating Cash Flow and Size of Company on the Dividend Policy (Case Study of Iran)" *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3 (10), 264-270.
- Ho, H. (2003). "Dividend Policies in Australia and Japan," *International Advances in Economic Research, Auditing & Finance*, 9 (2), 91-100.
- Holder, M. E., Langrehr F. W., & Hexter J. L. (1998). "Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory" *Financial Management Association*, 27 (3), 73-82.
- Im, K. S., Pesaran M. H., & Shin Y. (2003). "Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels," *Journal of Econometrics*, 115 (1), 53-74.
- 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), 247-263.
- Jensen, M. C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers" *The American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Juma'h, A. H., & Pacheco C. J. O. (2008). "The Financial Factors Influencing Cash Dividend Policy: A Sample of U.S. Manufacturing Companies," *Inter Metro Business Journal*, 4 (2), 23-43.
- Kang, B. S. (2006). "Country Influences on Corporate Dividend Policy: Evidence from Australia, France, the U.K. and the U.S.," *Journal of Korea Trade*, 10 (3), 45-74.
- Koch, P. D., & Shenoy C. (1999). "The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies," *Financial Management*, 28 (4), 16-35.
- Kouki, M., & Guizani, M. (2009). "Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from the Tunisian Stock Market" *European Journal of Scientific Research*, 25 (1), 42-53.
- La Porta, R., Lopez de Silanes F., Shleifer A., & Vishny R. (2000). "Agency Problems and Dividend Policies Around The World" *The Journal of Finance*, 55 (1), 1-33.
- Levin, A., Lin C.F., & Chu C. S. J. (2002). "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties" *Journal of Econometrics*, 108, 1-24.
- Lintner, J. (1956). "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes," *American Economic Review*, 46 (2), 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.
- Malkawi, A., & Nizar H.A. (2007). "Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan," *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 23 (2), 44-70.

- Miller, M. H., & Modigliani F. (1961). "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *The Journal of Business*, 34 (4), 411-433.
- Moh'd, M. A., Larry, G. P., & Rimbey N. (1995). "An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy," *The Financial Review*, 30, 367-385.
- Moradi, M., Salehi M., & Honarmand S. (2010). "Factors Affecting Dividend Policy: Empirical Evidence of Iran," *Poslovna Izvrnost Zagreb*, 4 (1), 45-62.
- Naceur, S. B., Goaiad M., & Belanes, A. (2006); "On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy," *International Review of Finance*, 6 (1-2), 1-23.
- Nissim, Y., & Ziv A. (2001). "Dividend Changes and Future Profitability," *The Journal of Finance*, 56 (6), 2111-2133.
- Patra, T., Poshakwale S., & Ow-Yong K. (2012). "Determinants of Corporate Dividend Policy in Greece," *Applied Financial Economics*, 22, 1079-1087.
- Pettit, R. R. (1972). "Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency," *Journal of Finance*, 27 (5), 993-1007.
- Poterba, J. M., & Summers L. H. (1984). "New Evidence That Taxes Affect the Valuation of Dividends," *Journal of Finance*, 39, 1397-1415.
- Rafailov, D., & Trifonova M. (2011). "The Effect of Firm Characteristics on Dividend Decisions of Bulgarian Companies," *Social Science Research Network, Working Paper Series*.
- Rafique, M. (2012). "Factors Affecting Dividend Payout: Evidence from Listed Non-Financial Firms of Karachi Stock Exchange," *Business Management Dynamics*, 1 (11), 76-92.
- Ramli, N. M. (2010). "Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies," *International Review of Business Research Papers*, 6 (1), 170-180.
- Redding, L. S. (1997). "Firm Size and Dividend Payouts," *Journal of Financial Intermediation*, 6, 224-248.
- Rozeff, M. S. (1982). "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios, *The Journal of Financial Research*, 5 (3), 249-259.
- Smith, Jr., Clifford W., & Watts R. L. (1992). "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies," *Journal of Financial Economics*, 32 (3), 263-292.
- Statescu, B. (2006). "Dividend Policy in Switzerland," *Financial Markets and Portfolio Management*, 20 (2), 153-183.
- Stock, J. H., & Watson M. W. (2008). "Heteroskedasticity-Robust Standart Errors for Fixed Affects Panel Data Regression," *Econometrica*, 76 (1), 155-174.
- Wooldridge, J. M. (2002) *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, New York, MIT Press.
- Yurtoğlu, B. B. (2000). "Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms," *Empirica*, 27 (2), 193-222.