



T.C.
ŞIRNAK ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANS ANABİLİM DALI

KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ MİKRO-MAKRO
BELİRLEYİCİLERİ: BIST SİNAİ ENDEKSİ ÜZERİNE
EKONOMETRİK BİR ARAŞTIRMA

(Yüksek Lisans Tezi)

Hazırlayan

Işıl YILDIZ

Danışman

Doç. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU

ŞIRNAK, 2022

T.C
ŞIRNAK ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANS ANABİLİM DALI

KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ MİKRO-MAKRO
BELİRLEYİCİLERİ: BİST SİNAİ ENDEKSİ ÜZERİNE
EKONOMETRİK BİR ARAŞTIRMA

Hazırlayan
Işlay YILDIZ

Tez Danışmanı
Doç. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ŞIRNAK, 2022

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK

Çalışmada yazılı olan tüm bilgilerin akademik ve etik kurallara uygun bir şekilde elde edildiğini beyan ederim. Aynı zamanda bu kural ve davranışların gerektirdiği gibi, bu çalışmanın özüne ait olmayan tüm materyal ve sonuçları olduğu gibi aktardığımı ve referans gösterdiğimi belirtirim.

Tezi Hazırlayan

Işlay YILDIZ



TEZ YAZIM KLAVUZUNA UYGUNLUK

“Kar Payı Dağıtım Politikasının Mikro-Makro Belirleyicileri: BIST SINAİ Endeksi Üzerine Ekonometrik Bir Araştırma” adlı Yüksek Lisans tezi, Şırnak Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Tez Yazım Kılavuzu’na uygun olarak hazırlanmıştır.

Tezi Hazırlayan
Işıl YILDIZ

Danışman
Doç. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU

ÖNSÖZ VE TEŞEKKÜR

Şırnak Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Uluslararası Ticaret ve Finans Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi kapsamında “Kar Payı Dağıtım Politikasının Mikro-Makro Belirleyicileri: BIST SINAİ Endeksi Üzerine Ekonometrik Bir Araştırma” konulu çalışma ile BIST SINAİ endeksindeki şirketlerin finansal oranları temel alınarak kâr payı ödemelerine etki eden makro ve mikro değişkenleri tespit etmek amaçlanmıştır.

Çalışmanın araştırılması, yürütülmesi ve ortaya konulması süresince bilgi, tecrübe ve desteği ile benden yardımlarını ve bilgisini esirgemeyen danışman hocam Doç. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU’na, değerli katkılarından dolayı Doç. Dr. Çiğdem KURT CİHANGİR ve Dr. Öğr. Üyesi Serdar YAMAN hocalarıma teşekkürü bir borç bilirim. Bu süreçte bana güvenen, desteğini esirgemeyen sevgili eşim Serkan YILDIZ’a sonsuz teşekkür ederim.

Tezi Hazırlayan
Işıl YILDIZ

**KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ MİKRO-MAKRO
BELİRLEYİCİLERİ: BIST SINAİ ENDEKSİ ÜZERİNE
EKONOMETRİK BİR ARAŞTIRMA**

Işlay YILDIZ

**Şırnak Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Uluslararası Ticaret ve Finans
Anabilim Dalı**

Yüksek Lisans, 2022

Danışman: Doç. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU

ÖZET

Özel sektörde faaliyet gösteren bir işletmenin amacı, varlıklarını korumak ve işletme sahibine kazanç sağlamak için her dönemin sonunda kar elde etmektir. Kâr, şirketlerin dönemsel olarak mali sonuçlarını görmesine, iş ve işlemleri denetlemesine, işletmenin büyüyerek yoluna devam etmesine olanak sağlamaktadır. Ancak kar tek başına, işletmenin hedeflerine ulaşmasında yeterli değildir. Bu noktada önemli olan karın ne şekilde kullanılacağıdır. Kâr payı kavramının önemi bu noktada karşımıza çıkmaktadır. Kâr payı dağıtım politikası, elde edilen net karın, işletmelere hangi oranda dağıtılacağı ve işletmelerde hangi oranda finansman olarak bırakılacağı kararlarını içermektedir. İşletmelerin performansı ve hedefleri açısından kâr payı dağıtım politikası oldukça önemlidir. Bu sebeple işletmelerin finansman politikasının ayrılmaz bir parçasıdır.

Bu çalışmada, Türkiye’de BIST SINAİ sektöründe faaliyet gösteren işletmelerde kâr payı dağıtım politikasının mikro-makro belirleyicileri araştırılmıştır. İşletmeler kâr payı dağıtımını ile ilgili kararlarını alırken hangi faktörlere dikkat ettikleri ve bu faktörlerin kâr payı dağıtım politikasını nasıl etkilediğini açıklamak amaçlanmıştır. Bu sebeple bu çalışma BIST SINAİ endeksindeki yer alan 20 şirketin

2011-2020 yılları arasında kâr payı ödemelerine etki eden makro ve mikro değişkenleri belirlemek için panel veri analizi yöntemi ile test edilmiştir.

Çalışma sonucunda, işletme büyüklüğü, aktif karlılık, enflasyon, faiz değişkenlerinin işletmelerin nakit kâr payı dağıtım oranlarına etkisi pozitif yönde, finansal kaldıraç, likidite oranı değişkenlerinin ise, etkisi negatif yönde tespit edilmiştir. Döviz kuru ve varlık yapısı değişkenlerinin ise anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kar Payı, Kar Payı Dağıtım Politikası, Panel Veri Analizi.



MICRO-MACRO DETERMINANTS OF DIVIDEND POLICY: AN ECONOMETRIC RESEARCH ON BIST INDUSTRY INDEX

Işlay YILDIZ

**Şırnak University, Graduate Education Institute, Department of International
Trade and Finance**

Master / 2022

Assoc. Prof. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU

ABSTRACT

The objective of a business operating in the private sector is to generate profits at the end of each period to protect its assets and generate profits for the business owner. Profit allows companies to see their financial results periodically, to control business and transactions, and to continue on its way by growing. However, profit alone is not enough for the business to achieve its goals. At this point, the important thing is how the profit will be used. At this point, the important thing is how the profit will be used. The importance of the profit share concept emerges at this point. The dividend policy includes the decisions at what rate the net profit will be distributed to the businesses and at what rate it will be left as financing in the businesses. The dividend policy is very important in terms of the performance and targets of the enterprises. For this reason, it is an integral part of the financial policy of enterprises.

In this study, the micro-macro determinants of the dividend policy in the companies operating in the BIST Industry sector in Turkey were investigated. It is aimed to explain which factors businesses pay attention to when making their decisions regarding dividend and how these factors affect dividend policy. For this reason, in this study, it is tested by panel data analysis method to determine the

macro and micro variables that affect the dividend payments of 20 companies in the BIST Industry index between the years 2011-2020.

As a result of the study, the effect of firm size, return on assets, inflation and interest rates on the cash dividend distribution rates of the enterprises was found to be positive, while the effects of financial leverage and liquidity ratio variables were found to be negative. It was concluded that the exchange rate and asset structure variables did not have a significant effect.

Keywords: Dividend, Dividend Policy, Panel Data Analysis.



İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
ABSTRACT	iii
İÇİNDEKİLER	v
KISALTMALAR VE SEMBOLLER	viii
TABLolar LİSTESİ	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ	x
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM: KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI KAPSAMINDA TEMEL KAVRAMLAR	3
1.1. Kar Kavramı.....	3
1.2. Kar Payı Kavramı.....	4
1.3. Pay Senedi Kavramı	5
1.4. Firma Değeri Kavramı	5
İKİNCİ BÖLÜM: KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI ve TEORİK GÖRÜŞLER	7
2.1. Kar Payı Dağıtım Politikasının Türleri	7
2.1.1. Sabit Miktarlı Kâr Payı Dağıtım Politikası	7
2.1.2. Sabit Miktarlı Kâr Payı ve Ek Kâr Payı Dağıtım Politikası.....	8
2.1.3. Sabit Oranda Kar Payı Dağıtım Politikası	8
2.1.4. İstikrarlı Kar Payı Dağıtım Politikası.....	8
2.2. Kar Payı Dağıtımının Ödeme Şekilleri	9
2.2.1. Nakit Kâr Payı Ödemesi.....	9
2.2.2. Hisse Senedi Olarak Kâr payı Ödenmesi	10
2.2.3. Aynı Olarak Kar Payı Ödemesi	10
2.2.4. İntifa Senedi Olarak Kar Payı Ödemesi	10

2.2.5. Şirketin Kendi Hisselerini Satın Alarak Kâr Payı Ödemesi.....	10
2.3. Kar Payı Dağıtım Politikasını Etkileyen Faktörler	11
2.3.1. Yasal Mevzuat ve Esas Sözleşme Hükümleri.....	11
2.3.2. Vergi Faktörü	12
2.3.3. İşletmenin Likidite Durumu.....	12
2.3.4. Yeni Yatırım Fırsatları	13
2.3.5. İşletmenin Büyüme Oranı	13
2.3.6. Pay Sahiplerinin Vergi Durumu.....	13
2.3.7. Şirketlerin Kar Dağıtım İstikrarı	14
2.3.8. Şirketlerin Borçluluk Durumu.....	14
2.4. Kar Payı Dağıtımında Teorik Görüşler.....	14
2.4.1. İlintisizlik Teorisi.....	15
2.4.2. Eldeki Kuş Teorisi.....	16
2.4.3. Vergi Etkisi Teorisi.....	16
2.4.4. Müşteri Etkisi Teorisi.....	17
2.4.5. Sinyal Etkisi Teorisi.....	18
2.4.6. Temsil Maliyeti Teorisi.....	19
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ MİKRO- MAKRO BELİRLEYİCİLERİ ÜZERİNE LİTERATÜR TARAMASI.....	20
3.1. Gelişmiş Ülkelerde Yapılan Çalışmalar.....	20
3.2. Gelişmekte olan Ülkelerde Yapılan Çalışmalar	24
3.3. Türkiye’de Yapılmış Olan Çalışmalar	27
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ MİKRO- MAKRO BELİRLEYİCİLERİ: BIST SINAİ ENDEKSİ ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ARAŞTIRMA	33
4.1. Araştırmanın Amacı.....	33
4.2. Araştırmanın Önemi.....	33

4.3. Araştırmanın Veri Seti	33
4.4. Araştırmanın Kısıtları.....	35
4.5. Araştırmanın Yöntemi.....	35
4.6. Araştırmanın Bulguları.....	37
SONUÇ.....	56
KAYNAKÇA	60
EK.....	68



KISALTMALAR VE SEMBOLLER

MM	: Modigliani-Miller
CEO	: Chief Executive Officer
K-W	: Kruskal-Wallis
F/K	: Fiyat/Kazanç
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
BIST	: Borsa İstanbul
BUY	: İşletme Büyüklüğü
FINK	: Finansal Kaldıraç
LKDT	: Likidite
ROA	: Aktif Karlılık
VY	: Varlık Yapısı
DK	: Döviz Kuru
MFAİZ	: Mevduat Faizi
ENF	: Enflasyon Oranı
NKPDO	: Nakit Kar Payı Dağıtım Oranı
VIF	: Variance Inflation Factor

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Analize Dahil Edilen Firmalar.....	34
Tablo 2: Analizde Kullanılacak Değişkenler Ve Açıklamalar.....	34
Tablo 3: Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler.....	37
Tablo 4: Model 1 Değişkenlerine Ait Korelasyon Katsayıları.....	39
Tablo 5: Model 2 Değişkenlerine Ait Korelasyon Katsayıları.....	40
Tablo 6: Model 1 Değişkenlerine Ait VIF Testi.....	41
Tablo 7: Model 2 Değişkenlerine Ait VIF Testi.....	41
Tablo 8: Model 1 Değişkenlerine Ait İçsellik Testi.....	42
Tablo 9: Model 2 Değişkenlerine Ait İçsellik Testi.....	43
Tablo 10: Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları.....	45
Tablo 11: Değişkenlerdeki Homojenliğin Test Edilmesi.....	46
Tablo 12: Model 1 İçin CIPS Panel Veri Kök Testi Sabit Ve Sabit/Trend.....	48
Tablo 13: Model 2 İçin CIPS Panel Veri Kök Testi Sabit Ve Sabit/Trend.....	49
Tablo 14: IPS Birim Kök Test Sonuçları.....	50
Tablo 15: Model Belirleme Ve Diagnostik Test Sonuçları.....	51
Tablo 16: Model 1 Tahmin Sonuçları.....	53
Tablo 17: Model 2 Tahmin Sonuçları.....	54

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Model 1 Değişkenlerine Ait Serpilme Diyagramı	44
Şekil 2. Model 2 Değişkenlerine Ait Serpilme Diyagramı	44



GİRİŞ

Yöneticilerin asıl amacı, varlıklarını korumak kar elde etmek ve işletmelerinin değerlerini maksimum seviyeye çıkarmaktır. Bu hedefe ulaşmak için işletmeler maliyetlerini en aza indirmek ve satış fiyatlarını en üst düzeye çıkarmak isterler. Şirketler bu amaca ulaşmak için, en uygun yatırım alanlarına ve üretim konularına yönelirler. Bir şirketin bir yıllık faaliyetleri sonucunda gerçekleştirdiği performansı ortaya koyan en önemli gösterge şirketin karıdır. Fakat kar, işletmenin hedeflerine ulaşmasında tek başına bir etken değildir. İşletmelerin elde ettiği karı ne amaçla kullanacağı oldukça önemlidir. Kâr payı dağıtım politikası, elde edilen karın işletmeler tarafından ne oranda pay sahiplerine dağıtılacağını ne oranda ise finansman amacıyla kullanmak için işletmede bırakılacağını gösteren kararlardır. İşletmelerin geleceği için çok önemli olan bu kararı yöneticiler belirlemektedir. İşletmelere en fazla fayda sağlayacak kâr payı dağıtım şeklini ve zamanını tercih etmektedirler. Kâr payı dağıtım politikasına etki eden tüm faktörleri analiz edip en doğru kararı vermek işletme yöneticilerinin görevidir.

Bu çalışmada, Türkiye’de BIST SINAİ sektöründe faaliyet gösteren işletmelerde kâr payı dağıtım politikasının mikro-makro belirleyicileri araştırılmıştır. İşletmelerin kâr payı dağıtımını ile ilgili kararlarını alırken hangi faktörlere dikkat ettikleri ve bu faktörlerin kâr payı dağıtım politikasını nasıl etkilediğini açıklamak amaçlanmıştır. Bu sebeple bu çalışma BIST SINAİ endeksindeki yer alan 20 şirketin 2011-2020 yılları arasında kâr payı ödemelerine etki eden makro ve mikro değişkenleri belirlemek için panel veri analizi yöntemi ile test edilmiştir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, kâr payı dağıtım politikası kapsamında temel kavramlar ele alınmıştır. Kar ve kâr payı kavramları üzerinde durulmuştur. İkinci bölümde, kâr payı dağıtım politikasının türleri, ödeme şekilleri, kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörler ve kâr payı dağıtım politikası üzerine teorik görüşler açıklanmaya çalışılmıştır. Üçüncü bölümde, gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye’de yapılmış olan çalışmalar incelenmiştir. Dördüncü bölümde, çalışmanın amacı, önemi, veri seti, kısıtları ve bulgularından bahsedilmiştir. BIST SINAİ Endeksindeki 20 işletmenin 2011-2020 yılları arasındaki verileri kullanılarak, işletmelerin kâr payı dağıtım politikalarına

etki eden mikro ve makro değişkenler panel veri yöntemi ile analiz edilmiş ve bu değişkenlerin kâr payı dağıtım oranı üzerindeki etkileri açıklanmaya çalışılmıştır.



BİRİNCİ BÖLÜM: KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI

KAPSAMINDA TEMEL KAVRAMLAR

1.1. Kar Kavramı

Kâr, işletmenin belirli bir süre sonunda elde ettiği katkılı olmayan (net) gelirin toplamıdır. Yani şirketin belirli bir dönem sonunda kazandığı toplam gelir ile yaptığı toplam harcama arasındaki pozitif farktır, bazı dönemlerde bu fark negatif bir sayı olarak kabul edilebilir. Bu olumsuz farka zarar denilmektedir (Karalar, 2004:21).

Hiç şüphe yok ki bir işletmenin amacı, varlıklarını korumak ve işletme ortaklarına kazanç sağlamak için her dönemin sonunda kar elde etmektir. Bunu başarmak için işletmeler maliyetlerini en aza indirmek ve satış fiyatlarını en üst düzeye çıkarmak isterler. Şirketler bu amaca ulaşmak için, en uygun yatırım alanlarına ve üretim konularına yönelirler (Sabuncuoğlu & Tokol, 1997:18-19).

Kâr, şirketlerin dönemsel olarak mali sonuçlarını görmesine, iş ve işlemleri denetlemesine, işletmenin büyüyerek yoluna devam etmesine olanak sağlamaktadır (Mucuk, 2011:27).

Bir şirketin bir yıllık faaliyetleri sonucunda gerçekleştirdiği performansı ortaya koyan en önemli gösterge şirketin karıdır. Kârlar, piyasa ekonomik koşullarından ve iş politikalarından etkilenebilir (Bülbül, 2003:1-4).

Bir işletmede borçların ve diğer masrafların geri ödenmesinden sonra artan miktar kadar kâr, şirkette kalacaktır. Elde edilen kâr, öz kaynağa dâhil edilebilir ve ayrıca net işletme sermayesini korumak veya artırmak için kullanılabilir. Bu nedenle şirketler kendi iç kaynaklarından yararlanabilmektedir (Aksoy & Yalçınar, 2005:21-22).

Kâr, yalnızca işletmenin ayakta kalması, büyümesi ve gelişmesi için gerekli bir araç değil, aynı zamanda mali yıl faaliyetlerini ölçmek ve kontrol etmek için etkili bir araçtır. Ek olarak, bazı şirketler kârlarının bir kısmını dağıtarak çalışanları motive eder. Bu işlev sayesinde kâr, bir prim faktörü olarak da düşünülebilir. Görüldüğü üzere kar, iş dünyası, toplum ve ülke için hayati önem arz etmektedir (Sabuncuoğlu & Tokol, 1997:18-19).

Kâr, işletmelerin belirli bir dönemde gerçekleşen finansal sonuçlarını göstermekle birlikte, bu sonuçlardan yola çıkarak bir sonraki dönemde gerçekleşebilir kârları tahmin etmenin temel göstergelerinden biri olarak kabul edilir.

Finansal kararlar ile "değer" arasındaki ilişkiye ve değer ile "kâr" arasındaki ilişkiye bakıldığında, Kâr ve kâr payı kavramları, işletme kararlarında temel ölçüt olduğu anlaşılmaktadır (Barth, Beaver, Hand, & Landsman, 1999:205-229).

1.2. Kar Payı Kavramı

Kâr payı, şirket kazançlarının şirketin hissedarları arasında, orantılı olarak dağıtılması anlamına gelmektedir (Frankfurter & Wood, 2003:3). Başka bir ifade ile kâr payı, bir işletmenin faaliyet dönemi sonunda kazandığı dönem net karından çıkarılması gereken yasal karşılıkları çıkardıktan sonra dağıttığı, her bir hisse sahibinin şirkete koyduğu sermayesine karşılık olarak kazandığı getiridir (Süsay, 2018:31).

Şirketler, hisse senetlerinin piyasa değerini artırmak veya korumak için ortaklarının beklentilerine göre belirli bir miktar kâr payı dağıtmakla yükümlüdür. Dağıtım nakden veya yeni hisseler çıkarılıp, eski hissedarlara bedelsiz hisse dağıtılması şeklinde olabilir (Özdemir, 1999:417-418).

Kâr payı dağıtımı şirketin geleceği için çok önemlidir. Bu, kâr dağıtımının şirket, hissedarlar ve yatırımcılar üzerindeki etkisine dayanmaktadır. Kâr payı dağıtımı, hissedarların ve yatırımcıların bir şirkete yatırım yapma kararını etkileyen faktörlerden biri olmakla birlikte, şirket için otofinansman meselesidir (Kartal, 2017:452).

Kâr payı dağıtım politikası, sadece şirket açısından değil, yöneticiler, ortaklar, çalışanlar ve işletme karlarından toplanan vergiler açısından da finansal yönetimin en önemli konularından biridir. Şirketler büyüme için değişken bir kâr payı politikası yerine sürekli büyüyen bir kâr payı politikasını tercih ederler. Öte yandan hissedarlar da yatırımlarının bir an önce istikrarlı bir yıllık kâr dağıtımı elde etmesini beklemektedirler (Erdaş, 2017:51).

Kâr payı kavramı ekonomik açıdan değerlendirildiğinde özellikle hissedarlar, alacaklılar ve şirketler için farklı anlamlar taşıdığı görülmektedir. Nitekim şirket yönetimine katılım, özellikle küçük hissedarlar için çok önemli olmayabilir. Genellikle bu hissedarlar için yılsonunda alacakları kâr payı daha önemlidir. Dolayısıyla bu hissedarlar, bir yatırım şirketi seçerken hangi şirketin karı hangi oranda dağıtacağını ön planda tutacaklardır. Ayrıca şirket faaliyetlerinin aktif olarak sürdürülmesi alacaklılar için bir garanti yaratır. Alacaklı açısından net dönem karının

hissedarlara kâr payı olarak dağıtılmasındansa, karın yedek akçe olarak ayrılması daha iyi bir seçenektir (Von Steiger,1968:2-6).

1.3. Pay Senedi Kavramı

Pay senetleri, bir iş ortaklığını temsil eden bir sözleşme olarak tanımlanır. Hissedarlar, yeni çıkarılan hisseleri ve şirketten aldıkları kar paylarını öncelikli olarak satın alma hakkına sahip olurlar (Seyidoğlu, 2013:402). Piyasada eylem, esham olarak da adlandırılan pay senetlerinin en önemli özelliği çıkarıldığı andan itibaren şirket sermayesinin pay hakkını temsil etmesidir. Bu nedenle, hisse senedi, şirketin sermayesinin belirli bir sayıya ve aynı nominal değere bölünmüş bir parçasını temsil etmekle birlikte bu pay hakkını elinde bulunduran şahıslara da paydaşlık sıfatı kazandırır (Akbulut, 2020:3). Pay senedi elinde bulunan kişinin, söz konusu şirket sermayesi üzerinde, pay senedinin üzerinde yazan tutar kadar pay hakkı ve sorumluluğu bulunmaktadır (Ataman & Kibar, 1999:29-30).

Genel olarak, halka açık şirket sahipliğini temsil eden pay senetleri hissedarlara şirketin karından pay alma ve sermaye kazançlarından faydalanma hakkı sağlar. Şirketin para kaybetmesi durumunda, hissedarların zarara uğraması ve sermaye kayıplarını paylaşmaları mümkündür (Gürsoy, 2012:294).

Pay senedi piyasalarının bir ülkenin ekonomik kalkınmasına büyük katkısı olduğunu söylemek mümkündür. Pay senedi piyasalarında şirketler büyük miktarda öz sermaye elde ederken, ülkeler ise dış piyasalardan döviz temin etmektedir. Bir şirket pay senedi ihraç ederek, yeni hissedarları sayesinde öz sermaye sağlayabilmektedir. Öz sermaye yolu ile finansman sağlamak bir şirket için riski minimum finansman yöntemlerinden biridir (Sarıgüzel, 2019:24).

1.4. Firma Değeri Kavramı

İşletmeler kâr dağıtım politikalarını belirlerken, işletmenin piyasa değerini yani işletme ortaklarının refahını maximum düzeye çıkarmayı hedeflerler. Kar Dağıtım politikası, yatırımcıların işletmeyi nasıl gördükleri ve işletmeyi nasıl değerlendirdikleri hakkında işletme yöneticilerine bilgi verir. Bu nedenle, şirket önce hedef sermayesini netleştirecek ve dağıtılmamış karların ne kadar öz sermaye finansmanı sağlayacağına ve bu sermayeyi elde etmek için ne kadar iç kaynak

kullanılacağına karar verecektir. Bu karar kâr dağıtım politikasının temelini oluşturmaktadır (Kendirci, 2020:4-5).

Bir firmanın değerini belirlerken, şirketin büyüme potansiyeli, risk profili ve nakit yaratma yeteneklerinin yanı sıra dikkate alınması gereken birçok faktör vardır. Değerleme, şirketin hisse ihracı veya geri satın alma, potansiyel satın alma, şirkete yatırım veya herhangi bir yatırımla ilgili karar verme sürecinde hayati bir rol oynar. Firma değerlemesinde, sadece geçmiş finansal performans değil, aynı zamanda geleceğe yönelik beklentiler de dikkate alınmalıdır. Bu durumda firma değerlemesinin amacı, gelecek dönem için güçlü beklentileri olan sektördeki en iyi şirketi belirlemek olarak düşünülebilir. Ek olarak, firma değeri gelecekteki nakit yaratma yeteneklerinin bir işlevi olarak görülebilir (Chambers, 2009:5-6).

İKİNCİ BÖLÜM: KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI ve TEORİK GÖRÜŞLER

2.1. Kar Payı Dağıtım Politikasının Türleri

İşletmeler kâr payı dağıtım kararı verirken kendi finansal sistemlerini ve gelecekteki yatırım planlarını göz önüne alarak istikrarlı bir şekilde kâr payı dağıtmayı sürdürmek isterler. İşletmeler kendi hedefleri ve gelecek planları doğrultusunda kâr payı dağıtım politikalarını belirlemektedirler (Demir, 2001:56-57).

İşletmelerin firma değeri açısından kâr payı dağıtımının türünün iyice analiz edilmesi ve en doğru kararın verilmesi oldukça önemlidir. Bu sebeple işletmeler farklı kar payı dağıtım politikaları tercih ederler. Bu kar payı dağıtım politikası türleri; Sabit miktarda kâr payı dağıtım politikası, sabit miktarda kâr payı ve ek kâr payı politikası, sabit oranda kâr payı dağıtım politikası, istikrarlı kâr payı dağıtım politikasıdır (Kaya, 2014:27).

2.1.1. Sabit Miktarlı Kâr Payı Dağıtım Politikası

Bu kâr payı dağıtım politikası kâr payının hisse başına yıllar boyunca aynı miktarı ödenmesini amaçlayan politikadır (Gönenli, 1988:391). Ele geçen kâr, önceki yıla kıyasla düşük veya yüksek de olsa ödenen kâr payı miktarı sabit kalmaktadır (Bolak, 1988:258).

Şirketin elde ettiği kar düşmesine rağmen, ödenen kâr payı miktarının aynı kalması, yatırımcıların şirkete olan güveninin devam etmesini sağlar. Sabit tutarda kâr payı dağıtılması, yatırımcı için riski düşük ve geleceğin belirsizliğinin azaltılması yönünden cazip gelmektedir. Bu sebeple yatırımcı için bu politika, pay senetlerini sabit bir gelir sağlayan menkul kıymete dönüştürmektedir (Lease R. v., 2000).

Risk oranı çok düşük olduğu için getiri oranı da bu seviyede düşecektir. Bu politikayı benimseyen şirketlerin hisse senetlerinde çok az dalgalanma olacaktır. Sürekli olarak belirli fiyat aralığında işlem sağlanacaktır. Bu nedenle, sermaye getirisi çok düşüktür ve sermaye getirisi hedefleyen yatırımcıların bu hisse senetlerine yönelmesi beklenmemektedir (Akgüç, 1998:790).

2.1.2. Sabit Miktarlı Kâr Payı ve Ek Kâr Payı Dağıtım Politikası

Şirket, kâr elde etme döneminde her ay veya altı ayda bir düzenli kâr payı ödemesi yapmanın yanı sıra, ilave kâr dağıtım duyuruları ile de şirketin nakit dağıtımını artırabilir. Bu politika, özellikle kar miktarı dönemlere göre istikrarsız olan şirketler için uygundur (Ünsal, 1998:63).

Sabit miktarlı kâr payı ve ek kâr payı dağıtım politikası, sabit kâr payı dağıtımlarının olumsuz etkilerini azaltmak ve sabit kâr payı dağıtan şirketlerin hisselerini daha çekici hale getirmek için tercih edilen bir politikadır (İleri, 2016:21).

Şirket, ilave kar dağıtım duyuruları ile yatırımcıların belirlenen kâr payı oranında artış beklemesini engellemeye çalışmaktadır. İlave kâr payı ödemesi duyurusu, özellikle dalgalı-istikrarsız gelire sahip şirketler için elverişlidir (Fama & French, 2001:43).

2.1.3. Sabit Oranda Kar Payı Dağıtım Politikası

Sabit oranda kâr payı dağıtım politikası, daha çok halka arz olmamış aile şirketlerinde görülen, halka arz olmuş şirketlerde fazla uygulanmayan kâr payı dağıtım politikasıdır (Ceylan, 2003:236).

Sabit oranda kâr payı dağıtım politikası, ele geçen kârın belirli bir yüzdesinin dağıtılmasını esas alan bir politikadır. Bu politika dağıtılacak karın belirli bir yüzdesini temsil ettiğinden doğası gereği değişken ve kardaki dalgalanmalara benzer bir görünüme sahiptir. Bu nedenle, şirketin karı ile aynı güvensizlik risklerini taşımaktadır (Yüksel, 1982:289).

Şirketin izlediği dağıtım politikasında, şirketin ortaklarına dağıttığı kâr payları yıllık kâra göre değişmektedir, belirli dağıtım dönemlerinde ortaklara ödenen kâr payı oranı azalacak, belirli dönem dağıtımların da ise hissedarlara ödenecek kâr payı artacaktır (Türko, 2002:528).

2.1.4. İstikrarlı Kar Payı Dağıtım Politikası

Birçok yatırımcı ve işletmeci istikrarlı kâr payı dağıtım politikasını tercih etmektedir. Yatırımcılar için elde edecekleri kâr payının bir dönem çok yüksek bir dönem çok düşük olması cazip gelmemektedir. Eğer yatırımcı, yüksek bir kâr payı beklentisi varken düşük bir kâr payı ile karşılaşarsa elinde tuttuğu hisseyi satacak ve kendine daha cazip gelen hisselerle yönelecektir (Erdoğan, 1990:147).

Karları ve satışları istikrarsız olan şirketlerle, istikrarlı şirketler karşılaştırıldığında, istikrarlı şirketler kârlarının çoğunu kâr payı olarak dağıtabilmektedir. Öte yandan, karları istikrarsız olan şirketlerin, bir sonraki dönemde hedef karlarına ulaşip ulaşamayacaklarını belli olmadığı için, kârlarının yüksek olduğu dönemlerde kârlarının çoğunu yedek akçeye ayırır ve küçük bir bölümünü kâr payı olarak dağıtabilmektedirler (Akgüç, 1998:786).

Şirketlerin çoğu, istikrarlı kâr payı dağıtım politikasını benimsemektedir. Çünkü kâr payı dağıtımını istikrarlı tutan şirketler, istikrarsız kâr payı dağıtan şirketlere göre sermaye piyasasında daha değerlidir (Solomon, 1971:131).

2.2. Kar Payı Dağıtımının Ödeme Şekilleri

Kâr payı ödemesi, şirketin kendi tercihlerine ve faaliyetlerine göre farklılık göstermektedir. Her şirket ve hissedar, kârını dağıtımına uygun olarak belirledikleri ödeme şekline göre dağıtır ve bu kardan paylarını almaktadırlar. Birçok kâr payı dağıtım yöntemi olması ile birlikte temel olarak 5 yöntem aşağıda açıklanmıştır. Bu yöntemler; Nakit Kâr Payı Ödemesi, Hisse Senedi Olarak Kâr payı Ödenmesi, Aynı Olarak Kar Payı Ödemesi, İntifa Senedi Olarak Kar Payı Ödemesi, Şirketin Kendi Hisselerini Satın Alarak Kâr Payı Ödemesidir.

2.2.1. Nakit Kâr Payı Ödemesi

Kâr payı ödeme yöntemlerinde ilk akla gelen nakit kâr payı ödeme şeklidir. Şirketler tarafından hissedarlara ödenen en yaygın kâr payı ödeme şekli nakit dağıtımdır. Bu ödeme yöntemi şirket için nakit çıkışını zorunlu kılmasıyla birlikte şirketin likiditesi söz konusu olduğunda bu yöntemin seçilmesi önem arz etmektedir (Myers, Marcus, & Brealey, 1997:438-445).

Nakit kâr payı dağıtımını şirketlerin varlıklarında azalma, ortakların varlıklarında ise artmaya sebep olur. Şirketler dönem boyu tasarruflarını çoğu zaman nakit olarak muhafaza etmek istemezler. Kur değeri kaybını önlemek veya faaliyetlerinin devamlılığını sağlamak amacıyla bazı gerekli aktiflere nakit bağlamış olmaları mümkündür. Bu durumda şirketlerin nakit olarak kâr payı dağıtması, şirketin likiditesini ciddi şekilde olumsuz etkileyebilecektir (Demirel, 2014:37).

2.2.2. Hisse Senedi Olarak Kâr payı Ödenmesi

Şirketler her zaman nakit kâr payı ödemek zorunda değildir. Ayrıca hisse şeklinde kâr payı ödeyebilirler. Hisse senedi olarak Kâr payı ödemesi, iş ortaklarına nakit yerine, hisse şeklinde yapılan ödemeleri ifade etmektedir (Kaya, 2014:45).

Başka bir ifade ile hisse senedi olarak kâr payı ödemesi, bir şirketin kazancında veya riskinde değişiklik yapmadan şirketlerin dolaşımdaki pay senedi miktarını artırmasıdır (Shastri, Copeland, & Weston, 2005:687).

Şirketler genellikle nakit kâr payı dağıtamayacakları zaman veya piyasadaki hisse senetlerinin daha fazla yükselmemesi için bu kâr payı ödeme yönteminden faydalanırlar. Bu durum yatırımcının hisselerinin değerinde bir düşüş yaratmaz. Buna rağmen çok fazla tercih edilen bir ödeme yöntemi değildir. Çünkü yükselmesi engellenen düşüş yaşayan hisse senetleri piyasada hızlı dolaşımını sayesinde dalgalanmalara sebep olabilir (Özlü, 2020:38).

2.2.3. Aynı Olarak Kar Payı Ödemesi

Aynı olarak kâr payı dağıtımında şirketler hissedarlarına nakit kâr payı ödemesi vermek yerine tahvil, hazine bonosu gibi varlıklarını kâr payı ödemesi olarak verebilmektedir. Ancak bu ödeme yöntemine uygulamada çok rastlanılmamaktadır (Ceylan, 2003:239).

Bu tür bir kâr payı dağıtımında amaç, eldeki nakit fonları daha iyi bir şekilde değerlendirmek için muhafaza etmektir (Belkayalı, 2004:118).

2.2.4. İntifa Senedi Olarak Kar Payı Ödemesi

Uygulamada çok sık kullanılmasa da şirketler kar paylarını intifa senedi olarak ödeyebilmektedirler (Ceylan, 2003:239).

İntifa senetleri, sahibine temel sermayeye iştirak hakkı tanımadan, çıkarılacak yeni hisseler satın almasına, net kâra ya da tasfiye bakiyesine katılmasına imkân veren kıymetli evraklardır. İntifa senetleri, yatırımcıya hissedarlık niteliği kazandırmaz ve şirkette bir hisse temsil etmezler (Altaş, 2014:87).

2.2.5. Şirketin Kendi Hisselerini Satın Alarak Kâr Payı Ödemesi

Şirketlerin kâr payı ödemelerinin bir diğer türü ise kendi hisse senetlerinin geri satın alımını yapmalarıdır. Kâr payı ödemesi yerine hisse senedi geri satın

alımları hissedarın vergi yükünü azaltmaktadır (Baker, Powell, & Veit, 2002:249-252).

Kâr payı ödemesi ve hisse senedi geri satın alımları kıyaslandığında, hisse senedi geri satın alımlarının işlem maliyeti daha düşüktür. Ayrıca hissedarlara hisse senedini satıp satmayacağı, ne kadar satacağı konusunda esneklik sağlamaktadır (Wiemer & Diel, 2008:299).

2.3. Kar Payı Dağıtım Politikasını Etkileyen Faktörler

İşletme yönetimi, kâr payı dağıtımını hakkında karar verirken, firma içi ve dışını ilgilendiren bazı zorlukları ve sınırlandırmaları dikkate almak zorundadır. Ancak bununla birlikte işletmeler kâr payı dağıtım politikaları belirlenirken sadece firma içi ve dışı hususlara değil diğer birçok faktörü de göz önünde bulundurmalıdır (Demirel, 2014:20).

Bir işletme kâr payı dağıtımına karar verirken işletmeyi etkileyebilecek tüm faktörleri olumlu olumsuz yönleriyle inceleyip öyle karar vermelidir. İşletmenin kâr payı dağıtım politikasına etki edebilecek faktörler firma içi veya dışı olabilir. İşletme kâr payı dağıtım kararı alırken dikkatlice düşünmeli, araştırmalı ve öyle karar vermelidir (Ünal, 2020:34).

Genel olarak kâr payı dağıtım politikasına etki eden faktörler yasal mevzuat ve esas sözleşme hükümleri, vergi faktörü, işletmenin likidite durumu, yeni yatırım fırsatları, işletmenin büyüme oranı, pay sahiplerinin tercihleri, şirketlerin kar dağıtım istikrarı, şirketlerin borçluluk durumu olarak sayılabilir.

2.3.1. Yasal Mevzuat ve Esas Sözleşme Hükümleri

İşletmeler kâr payı dağıtım politikalarını seçerken faaliyet gösterdiği ülkenin yasal mevzuat ve esas sözleşme hükümlerine uymakla mükelleftir. Bu yasal mevzuat çerçevesinde Türkiye’de kâr payı dağıtımını net kar ve yedek akçeden yapılabilir. Başka bir ifadeyle işletmeler faaliyet gösterdikleri yılda ya da geçen yıllarda ele geçen kardan kâr payı dağıtımını yapabilirler. Burada önemli olan üç temel ilke vardır. İlki, net kâr ilkesidir. Bu ilkede önemli olan husus geçen yılki zarardan önce ve vergiden sonraki net karıdır. İkinci ilke; esas sermayenin korunmasıdır. Bu ilkede önemli olan husus kar dağıtımından esas sermayenin negatif etkilenmemesi gerekliliğidir. Diğer bir deyişle, kâr payı dağıtımını sadece şirketin cari

dönemi sonunda ele geçen safi kârından ya da geçen yıllarda ele geçen kârlardan saklanan yedek akçelerden yapılmalıdır. Bunun sonucunda esas sermaye negatif yönde etkilenmemiş olur. Üçüncü ilke ise kâr payı dağıtacak şirketin borçlarını ödeyebilme yeterliliğine sahip olmasıdır. Bu ilke kapsamında, bir işletmenin borcu net aktif tutarından fazla ise bu işletmeler kâr payı dağıtamazlar (Karyağdı, 2014:54).

2.3.2. Vergi Faktörü

Vergiler, firmaların kâr payı ve bireysel yatırım kararlarında önemli bir etkiye sahiptir. Bir pay senedinin piyasa değeri pay senedi sahibinin kazanması olası nakit akışlarına eşittir. Piyasa değeri nakit akışlarının vergi sonrasında iskonto edilmesidir. Sermaye kazançları ve kâr payı gelirleri farklı oranlarda vergilendirilebilmektedir bu da yatırımcının vergi sonrasındaki gelirinde etki yaratmaktadır. Diğer bir ifadeyle vergi oranlarındaki farklılıklar yatırımcıların kâr payı dağıtım kararlarını ve bu yöndeki taleplerini etkileyecektir (Lease, John, Kalay, Loewenstein, & Sarig, 2000:51).

Bir ülke kâr payı gelirlerine uyguladığı vergiyi arttırdığında işletmeler kâr payı dağıtmaktan geri çekilecek ve sermaye birikimi yapmaya yönlenecektir. Diğer yandan, ülke sermaye kazançlarından alınacak vergiyi arttırsa yatırımcılar kâr payı geliri elde etmeye yöneleceklerdir (Yıldız, Gökbulut, & Korkmaz, 2014:269).

2.3.3. İşletmenin Likidite Durumu

Bir işletmede kâr payı kararlarında en önemli unsur işletmenin likiditesidir. Kâr payı dağıtım politikaları, nakit çıkışı, nakit pozisyonu ve işletmenin likidite durumunu temsil ettiği için, kâr payı dağıtım politikalarında güçlü bir yere sahiptir (Horne & Wachowicz, 2001:499).

Kâr payı dağıtımında belirleyici unsurun işletme kazançları olduğu yönünde güçlü bir kanı olsa da daha belirleyici bir unsur nakit akışlarıdır (Brigham & Houston, 2014:517).

İşletmenin bilançosunda yüksek oranda kar olması o işletmenin mali yapısının kâr payı ödemeye elverişli olduğu anlamına gelmemektedir. İşletmenin likiditesi, o işletmenin karından bağımsız olmasıyla birlikte işletme ne kadar kârlı olursa olsun likidite sıkıntısı yaşayabilmektedir. Uygulanan kâr payı ödemeleri

genelde işletmeden nakit çıkışı gerektirir ve bu durum işletmeler için likidite konusunu önemli bir hale getirir (Kaplıanoğlu, 2005:64).

2.3.4. Yeni Yatırım Fırsatları

Şirketin kabul edilebilir bir yatırım planı varsa, bu proje önemli gelir getirecekse ve erteleme işlevi yoksa şirket kâr payı dağıtım oranını düşük tutmalıdır. Ancak bu yatırım gecikmeli bir proje ise, bu durumda ticaret ortaklarına ödemeyi azaltmamalıdır (Besley & Brigham, 2008:546).

İşletmelerin en önemli amaçlarından biri yeni yatırımlar yapmaktır. Şirketler bu amaçlara ulaşmak için ihtiyacı olan kaynakları şirket içinde dağıtmadıkları karlardan elde ederler. Kar dağıtılmamasının temel nedeni, yapılacak yeni yatırımların şirketin gelecekteki piyasa değerini ve hissedarların karlarını olumlu etkilemesi ile ifade edilebilir. Ancak şirketlerin yeni yatırım olmasa bile kâr payı dağıtmamaları yatırımcıları olumsuz etkilemektedir (Aydın, Başar, Coşkun, Ceylan, & Başar, 2005:294).

2.3.5. İşletmenin Büyüme Oranı

İşletmelerin finansal ihtiyaçları, varlıkların beklenen büyüme oranıyla bağlantılıdır. İşletme büyüme aşamasındaysa, bu büyümeyi finanse etmek için daha fazla fon gerekecektir (Gitman, 1991:594). İşletmenin büyüklüğü arttıkça fon ihtiyacı artacak ve kaynaklarını dağıtım yerine finansmanda kullanacak, dolayısıyla kar dağıtımını sınırlayacak ve daha az kâr payı dağıtan bir politika izleyecektir (Brealey, Myers, Allen, & Mohanty, 2012:411).

Diğer bir deyişle, pazardaki payı büyük olan ve artık büyüme kapasitesine sahip olmayan işletmelerde büyüme hızı yavaş olacağından, bu tür işletmeler kârlarını elde tutmayı değil hissedarlarına dağıtmayı tercih edeceklerdir (Lerner & Carleton, 1966:120-121).

2.3.6. Pay Sahiplerinin Vergi Durumu

Şirketler tarafından elde edilen karlar dağıtılmayıp şirket içinde tutulduğunda, dağıtılan karlar üzerinden nispeten daha düşük vergiler ödenecek ve bu da şirketleri düşük tutarda kâr payı dağıtımına yönlendirecektir. Ayrıca yüksek gelir dilimindeki hissedarların, aldıkları kâr payı üzerinden ödeyeceği gelir vergisi oranı yükselecektir.

Ancak kar şirkete kalırsa, hissedarlar daha düşük vergi oranı öderler. Bu durum ise şirketleri düşük kâr payı dağıtımına yönlendirecektir (Bolak, 2014:265).

2.3.7. Şirketlerin Kar Dağıtım İstikrarı

Yatırımcılar, kâr payı oranından ziyade şirket tarafından tutarlı olarak kâr payının dağıtılıp dağıtılmadığını dikkate alır. Tutarlı bir kâr payı dağıtımının hisse fiyatında artışa yol açacağına anlaşılması, kâr payı politikasında verilen kararlarda istikrarın önemini de ortaya koymaktadır (Usta, 2002:46).

İstikrarlı geçmiş kazançları ve satışları olan firmalar, gelecekteki kazançlarını daha doğru varsayabilir ve kazançlarını doğru bir şekilde tahmin edebilen firmalar kazançlarında istikrarsızlık olan firmalarla karşılaştırıldığında, kazançlarının daha büyük bir kısmını pay sahiplerine kâr payı olarak dağıtırlar. Kazançları değişken olan firmalar, kazançlarının yüksek olduğu yıllarda, gelecekteki kazançlarından emin olmadıkları için kazançlarının büyük bir kısmını yedek fonlara ayıracaklardır; Kârın düşük olduğu dönemlerde de yedek fonlarından kâr payı dağıtımında yararlanabileceklerdir (Karaca, 2007:136).

2.3.8. Şirketlerin Borçluluk Durumu

Şirketlerin daha önceden almış oldukları borçlarını ödemeleri için iki alternatif bulunmaktadır: Birincisi eski borçlarını yeni borçlar olarak ödemek, ikincisi ise şirketin faaliyeti ile elde edilen fonları borçları ödemek için kullanmaktır. Bu nedenle şirketler borçlarını eldeki kaynaklarla ya da kullanıma sunacakları yeni dış kaynaklar ile ödemeyi tercih etmelidir. Ağır borçlu şirketler için elde edilen kaynakları borçlarını ödemek için kullanmaları ve borç yükünü azaltma yolunu kâr dağıtımına tercih etmeleri şirketlerin geleceği ve varlığı kapsamında daha sağlıklı bir seçim olacaktır (Akgüç, 2013:785).

2.4. Kar Payı Dağıtımında Teorik Görüşler

Araştırmalar, bazı şirketlerin neden kâr payı dağıtıp diğerlerinin yapmadığına dair birçok açıklama sunmuştur. Pek çok farkı ve sağlam teoriye rağmen, mevcut literatürde bu tartışma hakkında bir fikir birliği yoktur. Bu bölüm, bu konuyla ilgili ana teorileri gözden geçirmektedir. Teoriler, aşağıda olduğu gibi sınıflandırılan Baker ve Weigand'ın eserlerindedir (Baker & Weigand, 2015:126-144).

2.4.1. İlintisizlik Teorisi

Merton Miller ve Franco Modigliani firma değerlemesi alanında kapsamlı bir araştırma tasarlamış ve firmaların kullanmakta oldukları kâr payı politikası ve borç-öz sermaye karışımının firma değerini etkilemediğini öne sürmüşlerdir. Ayrıca, 1961'de ki çalışmalarında, firmaların kâr payı ödeme politikasının, firmaların değeriyle ve sermaye yapısıyla ilgisiz olduğunu savunmuşlardır. Yöneticilerin yatırım kararları, firmaların değerini etkileyen tek faktör olurken, kâr payının bir parçası olarak görüldüğü finansman kararları önemsiz olduğu görüşünü savunmuşlardır. (Miller & Modigliani, 1961:429).

Kâr payı hisse fiyatını belirleyen ana faktör olarak temel alan Gordon Büyüme modeli, MM'nin meşhur kâr payı ilgisizlik teoremini türetmesi için başlangıç noktasını oluşturmuştur. Firmaların toplam değerinin borç ve öz sermaye yapılarından bağımsız olduğu sonucuna vardıkları ve bir firma için optimal sermaye yapısının daha az önemli olduğunu ima ettikleri sonucuna varmışlardır. Çalışmalarında Kaldıraç kullanan bir firma ile tamamen öz sermayeye sahip bir firmanın karşılaştırıldığı farklı sermaye yapılarına sahip iki firma örneği vermişlerdir. Bu firmalara yatırım yapan hissedarların ve tahvil sahiplerinin kâr payı aldıklarını ve tahvil ihraçlarından faizin karşılaştırmalı bir çerçevede daha iyi veya daha kötü olmadığını ve yatırımcıların her iki firmayı seçmede kayıtsız kaldığını kanıtlamışlardır (Miller & Modigliani, 1958: 261-297).

Modigliani ve Miller (1961)'in öngördüğü ilintisizlik teorisi, tam rekabet koşulları altında ve vergilerin olmadığı bir ortamda, kâr payı dağıtımının firmanın değeri ve sermaye yapısı üzerinde hiçbir etkisinin olmayacağını ileri sürer. Bu teoride, firmanın finansman ve yatırım kararlarının kâr payı dağıtım politikasından bağımsız bir şekilde belirlendiği öne sürülmektedir. Firmanın finansmanının pay senedi satılması ya da borçlanma ile gerçekleşmesi fark yaratmamaktadır. Teoriye göre, yatırımcılar şirketin elde ettiği karın, kâr payı olarak dağıtılması ya da dağıtılmayarak şirket içinde kalması sonucunda meydana gelecek sermaye kazancı arasında karara varamamışlardır. Çünkü yatırımcılar, hisselerini satarak şirketin kalan karından kaynaklanabilecek sermaye kazancını gerçekleştirebilecek ve böylece nakit akışı ihtiyaçlarını karşılayabileceklerdir. Öte yandan, kâr, kâr payı şeklinde dağıtılsa, nakde ihtiyacı olmayan yatırımcı, şirketin hisselerini eldeki nakit ile satın alabilecektir (Günel, Kadioğlu, & Kılıç, 2010: 47-69).

2.4.2. Eldeki Kuş Teorisi

Gordon (1963) ve Lintner (1962) tarafından savunulan Eldeki Kuş Teorisine göre, hissedarlar kâr payını sermaye kazançlarına tercih ederler. Yatırımcılar için kâr payı eldeki kuştur, sermaye kazançları çalılarıdaki kuştur. Onlara göre eldeki kuş, çalılıktaki iki kuştan her zaman daha iyidir. Bu yaklaşımda yatırımcılar, yöneticilerin sermaye kazancını karlı yatırım alanlarını finanse etmeye yönlendirip yönlendirmeyeceği net olmadığı için şirkette kalan karlarını kâr payı şeklinde dağıtmayı tercih ediyor. Yatırımcılar, yatırımları finanse etmek için nakit tutmanın bir sonucu olan daha yüksek ancak belirsiz bir gelecek getirisi tercih etmezler. Başka bir deyişle, bu teori, daha yüksek kâr payı ödemelerinin veya istikrarlı kâr payı ödemelerinin kesinlik nedeniyle firma değerini artırdığını iddia eder (Baker, 2009:179-199).

Bu teoriye zemin hazırlayan iki çalışma bulunmaktadır. Lintner (1956), kâr payı politikalarını araştırmak için özenle seçilmiş 28 firmadan oluşan bir örnekleme incelemiştir. Anket, kâr payı politikası hakkında bazı stilize gerçekler önermektedir. İlk olarak, firma yöneticileri yeni kâr payı oranını belirlerken mevcut kâr payı oranına önem verirler. Hissedarların istikrarlı kâr payını tercih ettiğini düşündükleri için mevcut kâr payını önemli ölçüde değiştirmek konusunda isteksizdirler. İkincisi, kâr payı kararı, çoğunlukla, mevcut kâr paylarında bağdaşmayan kazançlardaki büyük değişikliklere dayanmaktadır. Yatırım gereksinimleri, kâr payı politikasını önemli ölçüde etkilemez. Üçüncüsü, firmalar uzun vadede ödeme oranını hedefler. Kısa vadede kâr payını buna göre değiştirirler (Lintner, 1956: 99-103).

Gordon, hissedarların kâr payını sevdiğini belirtmiştir. Yatırımcılar, kâr payı ödemeleri alma beklentisiyle bir firmanın hissesini satın alırlar. Gordon hisse senetlerini değerlemek için bir model formüle etmiştir. Model değişken olarak sadece kâr payı ve iskonto oranlarını içermektedir. Formül, Gordon büyüme modeli olarak bilinir. Bu modele göre, kâr payı ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki vardır. Kâr payı ne kadar yüksek olursa, hisse fiyatı o kadar yüksek olur (Gordon, 1959: 99-101).

2.4.3. Vergi Etkisi Teorisi

Vergi Etkisi Teorisi, düşük bir kâr payı oranı uygulamasının sermaye maliyetini düşürdüğünü ve dolayısıyla pay senetlerinin piyasa fiyatlarının artmasına

neden olduğunu varsayar. Başka bir ifadeyle, düşük bir kâr payı oranı, şirketlerin değerini maksimize etmede güçlü bir role sahiptir. Bu görüş, kâr payı üzerindeki vergilerin sermaye kazançları üzerindeki vergilerden daha yüksek olduğu varsayımına dayanmaktadır. Çünkü vergileri dikkate almanın özellikle yatırımcıların varlıkları üzerinde önemli iki etkisi vardır: Bu etkilerden ilki, kâr payı geliri oranlarının sermaye kazançlarından alınan oranlardan daha yüksek ve farklı olabilmesidir. Diğeri ise, kâr payının elde edildiği dönemde kâr payı üzerinden alınan gelir vergisinin; sermaye kazançlarının nakde çevrildiği dönemde ise, Sermaye kazançları vergisinin tahsil edilmesidir. Yani hisselerin elden çıkarılmasına kadar, sermaye kazancı oluşmaz ve sonuç olarak bu sermaye kazançları üzerinden vergi alınmaz (Akyol, 2007:71).

Allen ve Michaely 2002 yılındaki çalışmalarında, en zengin ve muhtemelen en yüksek vergi dilimine sahip yatırımcıların kâr payının büyük kısmını aldığını sonucunu bulmuştur. Bu, vergilerin kâr payını etkilemek için birinci dereceden belirleyici olduğu konusunda bazı şüpheler uyandırmaktadır. Ayrıca, kâr payının nispi vergisi sermaye kazançlarından daha yüksek olduğunda kâr payı ödemenin daha maliyetli olduğuna, dolayısıyla vergi oranı düşük olduğunda kâr payı ödemesine piyasa tepkisinin daha güçlü olması gerektiğine işaret etmektedirler (Allen & Michaely, 2002:22).

Brown, Liang ve Weisbenner, 2003 yılında ABD'de vergi indiriminden sonra daha yüksek mülkiyete sahip yöneticilerin kâr payını artırma olasılığının daha yüksek olduğunu, ancak vergi oranı yüksek olduğunda hiçbir ilişkinin devam etmediğini sonucunu bulmuşlardır (Brown, Liang, & Weisbenner, 2007: 1963).

Sermaye kazancının kâr payı kazancından daha yüksek vergilendirildiği zamanlarda, pay sahipleri şirketlerin nakit kâr payı dağıtmaktan ziyade pay senedi geri alımı ile daha az oranda vergi ödeyebilirler. Kâr payı dağıtmak yerine pay senedi geri alım politikası neticesinde vergiden tasarruf edilecek ve şirket değeri artacaktır. Dolayısıyla, bu durumda en faydasal kâr payı politikası hiç nakit kâr payı ödemesi gerçekleştirilmemektir (Berk & DeMarzo, 2007:543).

2.4.4. Müşteri Etkisi Teorisi

Modigliani ve Miller kâr payı dağıtım politikası kapsamında müşteri etkisi konusuna odaklanmışlardır. Modigliani ve Miller, bir şirketin spesifik bir kâr payı

dağıtım politikası stratejisi izlemesi durumunda, bu politikayla yatırımcıları çekeceğini iddia etmektedirler. Ortaya çıkan kâr payı dağıtım stratejisi ile şirketin kendine çektiği yatırımcılar, bir anlamda şirket stratejisini onaylayanların yatırımcılar olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durumda öğrenci veya emekli bir yatırımcı cari geliri tercih ederken, bazı yatırımcılar sermaye getirisi yerine yüksek kâr payı dağıtımını tercih edebilmektedir (Kaya, 2019:14).

Elton ve Gruber 1970 yılındaki modellerinde müşteri etkisini ele almışlardır. Model, kâr payı ödeyen hissedeki fiyat düşüş oranının vergi farkı oranına eşit olması gerektiğini iddia eder. Öte yandan, örneğin, kâr payı geliri üzerindeki vergi oranı, sermaye kazancı oranından yüksekse, kâr payı dışı fiyat düşüşü, ödenen kâr payından daha küçük olmalıdır. Elton ve Gruber'in 1966 ve 1969 yılları arasında ABD firmalarını inceleyen ampirik kanıtları, kâr payı üzerinden alınan verginin sermaye kazançları üzerinden alınan vergiden daha yüksek olduğunu gösteriyor. Çünkü kâr payı dağıtım gününde fiyat düşüşü kâr payı ödemesinden daha küçüktür. Bulguları, müşteri etkisi ile tutarlı olarak, düşük vergi dilimlerindeki bireylerin yüksek kâr payını tercih ederken, daha yüksek vergi dilimlerindeki yatırımcıların düşük kâr payını tercih ettiğini ortaya koymaktadır (Elton & Gruber, 1970:73).

Pettit, ilk yaklaşımın ilk örneklerinden biri olarak müşteri etkisi portföylerini araştırmak için regresyon tekniğini kullanmıştır. Pettit, daha genç, daha zengin ve sermaye kazançlarından daha yüksek vergilendirilen olağan gelirleriyle karşı karşıya kalan yatırımcıların, daha fazla kâr payı ödeyen firmaların hisselerini elinde tutma eğiliminde olduğunu tespit etmiştir. Çalışma Sonuçları müşteri etkisini destekler niteliktedir (Pettit, 1977:420).

2.4.5. Sinyal Etkisi Teorisi

Miller ve Rock tarafından geliştirilen model, firma yöneticilerinin dış yatırımcılardan daha fazlasını bildiğini varsayar. Bu varsayıma dayanarak, yöneticiler ve dış yatırımcılar arasında bir bilgi asimetrisi vardır ve kâr payı politikasındaki değişiklik bir finansal politika kararıdır. Firmalar kâr payı ödemelerini değiştirmek konusunda isteksiz olduklarından, yatırımcılar kâr payı politikasında beklenmedik bir değişikliği firmanın uzun vadeli finansal durumunun güçlü bir sinyali olarak algılamaktadır (Ofer & Siegel, 1987:890).

Sinyal Etkisi Teorisine göre; Yatırımcılar, kâr payı dağıtım duyuruları ile yapılan mevcut politikalara devam edileceğine veya kâr payı politikalarında değişiklik yapılacağına dair duyuruları değerlendirir ve bu değerlendirmeleri şirketlerin geleceğe dair beklentilerinin olumsuz ya da olumlu olduğunun bir işareti olarak görmektedir. Gelecekte büyüme fırsatları ve beklenen karlar konusunda olumsuz öngörülerini olan işletme yöneticileri, kâr payı ödemelerini artırarak finansal piyasalara aktaracağı bilginin yanlış olmamasına özen göstermelidir. Çünkü şirketlerce yapılan kâr payı duyurularıyla iletilen bilgilerin güvenilirliği, yatırımcılar tarafından kısa bir süre içinde değerlendirilmekte ve kâr payı artışına dair duyurulara olumlu, azalışlara ise olumsuz tepkiler gerçekleşmektedir (Ang & Peterson, 1985:537- 548).

2.4.6. Temsil Maliyeti Teorisi

Temsil Maliyeti Teorisi, kökünü Jensen ve Meckling'de 1976'daki çalışmalarından almıştır. Teoriye göre, kamuya ait bir firmanın yatırımcıları ve yöneticileri farklı çıkarlara sahip olabilir. Yatırımcılar firmanın değerini maksimize etmesini isterken yöneticiler kendi gelirlerinin maksimize edilmesini ister. Kâr payı ödemesi, yöneticilerin kötüye kullanımına harcanan fazla nakdi azaltır ve şirketi dış kontrole daha açık hale getirir. Azalan fazla nakit, firmayı yeni yatırımlar yaparken dış finansman, yani borç kullanmaya zorlayacaktır. Firma, izlemeye daha açık olacak ve yöneticiler, firmaya değer katacak yatırımcıların çıkarlarına yönelik faaliyetlerde bulunacaklardır. Dolayısıyla, kâr payı artışlarına piyasa olumlu tepki verecektir. Öte yandan, aşırı yatırım sorununun yükselişini ima eden piyasa, kâr payı ödemesindeki azalmaya olumsuz tepki verecektir (Jensen, 1986:324).

Yöneticilerin hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmesinin birkaç yolu vardır. Örneğin cezalandırmalar, teşvik programları, kısıtlamalar. Bu tür uygulamalar mevcut olsa bile, pay sahiplerinin yöneticilerin eylemleri üzerinde tam kontrole sahip olmaları henüz mümkün değildir. Hissedarların ek kontrol mekanizmalarına ihtiyacı vardır. Tabii ki, bu ek kontrollerin bir bedeli var. Bu maliyetler literatürde temsil maliyeti olarak adlandırılmaktadır (Kırbaş, 2015:65).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ MİKRO-MAKRO BELİRLEYİCİLERİ ÜZERİNE LİTERATÜR TARAMASI

Nakit kâr payı politikasının belirleyicileri bu bölümde üç başlık halinde sunulmuştur; gelişmiş ülkelerde çalışmalar, gelişmekte olan ülkelerde çalışmalar ve Türkiye'de çalışmalar.

3.1. Gelişmiş Ülkelerde Yapılan Çalışmalar

Lintner (1956), 1947-1953 yıllarını baz alan çalışmada ABD'de bulunan 28 firmanın verilerini kullanarak kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri analiz etmiştir. Bu çalışmada ampirik analiz ve anket yöntemi bir arada kullanılmıştır. Çalışmasının sonucunda, şirketlerin kâr payı tutarını artıracaklarına ilişkin açıklamalarına piyasaların olumlu tepki verdiği, buna karşılık olarak kâr payını azaltılacağına ilişkin açıklamalarına ise piyasaların olumsuz tepki verdiği yer almaktadır.

Rozeff (1982), 1974-1980 yıllarını baz alan çalışmasında 64 sektörü içeren 1000 firmanın verilerini kullanarak firmaların kâr payı dağıtım politikaları ile temsil maliyetleri arasındaki ilişkiyi çoklu regresyon yöntemi ile analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda kâr payı dağıtım oranı ile firmaların temsil maliyetlerinin etkisini belirleyen pay sahibi yöneticilerin pay oranı, satış gelirlerindeki büyüme hızı ve satış gelirlerinde beklenen büyüme hızı ile negatif, pay sahibi sayısı değişkeni ile ise pozitif ilişki tespit edilmiştir.

Baker ve Powell (2000), 1983 ile 1997 yıllarını baz alan çalışmasında New York Borsasında bulunan 73 firmanın verilerini kullanarak kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda, kar dağıtım politikası ve hisse senedi fiyatlarının volatilitesi arasında güçlü ve pozitif bir ilişki bulunurken, finansal kaldıraç oranı ve işletme büyüklüğü ile hisse senedi fiyatı volatilitesi arasında güçsüz ve negatif bulunmuştur.

Ooi (2001), 1986 ve 1998 yıllarını baz alan çalışmasında Londra borsasında bulunan 460 firmanın verilerini kullanarak kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda, kâr payı ile karlılıktaki değişim

oranı ve toplam varlıklar arasında pozitif ilişki; yatırımın geri dönüş oranı ve likidite arasında ise negatif ilişki bulmuştur.

Lobo & Zhou (2001), 1990-1995 yıllarını baz alan çalışmasında Hong Kong Borsası'nda bulunan 803 şirketin verilerini kullanarak, çoklu regresyon yöntemi uygulayarak kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda; kâr payı dağıtım politikası ve büyüklük arasındaki ilişki pozitif, bilgi açıklama politikası arasındaki ilişki negatif olarak bulunmuştur.

Ho (2003), 1992-2001 yıllarını baz alan çalışmasında Avustralya (ASX-200 Index) borsasında bulunan 140 firma ve Japonya (Nikkei 225 Index) borsasında bulunan 192 firma verilerini kullanarak karşılaştırmalı panel veri yöntemi analizi uygulamıştır. Çalışmanın sonucunda; kanunen avantajlı bir vergi rejiminin olduğu Avustralya'da faaliyet gösteren şirketlerin Japon şirketlerine göre daha yüksek kâr payı dağıtım eğiliminde olduğunu göstermektedir. Avustralya'da faaliyet gösteren şirketlerin uyguladığı kâr payı politikaları büyüklük faktöründen olumlu etkilenirken, Japonya'da faaliyet gösteren şirketler likidite düzeyinden olumlu ve risk faktöründen olumsuz etkilenmektedir. Avustralya ve Japonya'da faaliyet gösteren şirketlerin kâr payı politikalarının belirlenmesinde sinyal, temsil ve işlem maliyetleri teorisinin geçerliliğini desteklemektedir.

Grullon vd. (2005), 1963 ile 1997 yıllarını baz alan çalışmasında Amerika borsasında bulunan 28 firmanın verilerini kullanarak kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda, kâr payı ile karlılıktaki değişim oranı ve toplam varlıklar arasında pozitif ilişki; yatırımın geri dönüş oranı ve likidite arasında ise negatif ilişki bulmuştur.

Chen vd. (2007), 1998 ile 2003 yıllarını baz alan çalışmasında Amerika borsasında bulunan 28 firmanın verilerini kullanarak kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda, kâr payı ile karlılıktaki değişim oranı ve toplam varlıklar arasında pozitif ilişki; yatırımın geri dönüş oranı ve likidite arasında ise negatif ilişki bulmuştur.

Kang (2006), 1986-1995 yıllarını baz alan çalışmasında Avustralya'da 43, İngiltere'de 53, Fransa'da 53 ve ABD'de faaliyette bulunan 88, toplamda 237 firmanın kâr payı dağıtım verileri ile çoklu lojistik regresyon yöntemini uygulayarak analizini yapmıştır. Çalışmanın sonucunda; ülke bazında elde edilen bilgilerden hareketle her ülkedeki şirketlerin kâr payı dağıtım oranlarının, şirketlerin mali

yapılarındaki farklılıkların etkilerinden dolayı farklı faktörlerden etkilendiği tespit edilmiştir. Avustralya'da faaliyet gösteren şirketlerin kâr payı ödeme oranları; cari kazançlardan, gelecekteki kazançlardan, büyüme oranı, iş riski, geri alınan hisse senetlerine uygulanan kâr payı ödeme yönteminden ve sektör türleri değişkenlerinden etkilenmektedir. Fransa'da faaliyet gösteren şirketlerin kâr payı dağıtım oranı; cari kazançlardan, şirketin büyüklüğünden, şirketin yönetiminin hissedarlardan oluştuğu hissedar-yönetici olarak düzenlenen yönetim yapısından, ticari riskten, geri alınan hisse senetlerine uygulanan kâr payı ödeme yönteminden, likidite, amortisman ve endüstriyel değişkenlerden etkilenmektedir. İngiltere'de faaliyet gösteren şirketlerin kâr payı dağıtım oranı cari kazançlardan, gelecekteki kazançlardan, büyüme oranı, iş riski ve amortismanlardan etkilenirken, ABD'de faaliyet gösteren şirketlerin kâr payı dağıtım oranı; cari kazançlardan, şirketin yönetiminin hissedarlardan oluştuğu hissedar-yönetici olarak düzenlenen yönetim yapısından, büyüme oranı, endüstriyel değişkenlerden ve geri alınan hisse senetlerine uygulanan kâr payı ödeme yönteminden etkilenmektedir.

Stacescu (2006), 2000-2003 yıllarını baz alan çalışmasında İsviçre borsasında bulunan 175 firmanın verilerini kullanarak kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri analiz etmiştir. Çalışması sonucunda gelişmiş bir pazar olan İsviçre'de faaliyet gösteren şirketlerin kâr payı politikaları karlılık, şirket büyüklüğü ve ortaklık yapısı değişkenlerinden olumlu, PD/DD değişkenlerinden, iş risklerinden ve kaldıraç oranından olumsuz etkilendiği tespit edilmiştir.

Hanlon vd. (2007), 2004 ile 2009 baz alan çalışmasında Amerika borsasında bulunan 28 firmanın verilerini kullanarak kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda, kâr payı ile karlılıktaki değişim oranı ve toplam varlıklar arasında pozitif ilişki; yatırımın geri dönüş oranı ve likidite arasında ise negatif ilişki bulmuştur.

Juma'h & Pacheco (2008), 1994-2003 yıllarını baz alan çalışmasında ABD borsasında bulunan 132 firmanın verilerini kullanarak regresyon yöntemi ile imalat sektöründeki firmaların kâr payı dağıtım politikasını uygulayıp uygulamadıkları ve kâr payı dağıtım politikasında yöneticinin şahsi görüşünün etkisini analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonucunda; karlılık oranları, likidite oranları ve nakit kâr payı ödemesi kararında şirketin büyüklüğü en önemli faktörlerdir. Ayrıca uygulamada iş riskinin bir ölçüsü olarak kullanılan beta değişkeni verileri incelendiğinde, kâr payı dağıtım

politikası uygulayan şirketlerin, yatırımcılar tarafından söz konusu politikayı uygulamayan diğer şirketlere göre daha düşük riskli şirketler olarak görüldüğü tespit edilmiştir.

Al-Kuwari (2009), 1999 ile 2003 yıllarını baz alan çalışmasında Amerika borsasında bulunan 112 firmanın verilerini kullanarak kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda, kâr payı ile karlılıktaki değişim oranı ve toplam varlıklar arasında pozitif ilişki; yatırımın geri dönüş oranı ve likidite arasında ise negatif ilişki bulmuştur.

Gill vd. (2010), 2007 yılını baz alan çalışmasında ABD'deki imalat ve hizmet sektöründe bulunan 266 firmaya ait verileri kullanarak firmaların kâr payı dağıtım politikalarına etki eden faktörleri analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda şirketlerin kâr payı dağıtım oranlarının karlılık, büyüme ve finansal kaldıraç faktörlerinin fonksiyonu olarak tespit edilmiştir. İmalat şirketlerinin kâr payı ödeme oranları ile karlılık arasındaki ilişki negatif, vergi ile PD/DD faktörleri arasındaki ilişki pozitif olarak tespit edilmiştir.

Gugler ve Yurtoğlu (2011), 2004 ile 2009 yıllarını baz alan çalışmasında Almanya borsasında bulunan 28 firmanın verilerini kullanarak kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda, kâr payı ile karlılıktaki değişim oranı ve toplam varlıklar arasında pozitif ilişki; yatırımın geri dönüş oranı ve likidite arasında ise negatif ilişki bulmuştur.

Braggion ve Moore (2011), 1895 ve 1905 yıllarını baz alan çalışmasında İngiltere borsasında bulunan 460 firmanın verilerini kullanarak kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda, kâr payı ile karlılıktaki değişim oranı ve toplam varlıklar arasında pozitif ilişki; yatırımın geri dönüş oranı ve likidite arasında ise negatif ilişki bulmuştur.

Deshmukh, Goel ve Howe (2013), çalışmasında Amerika borsasında bulunan şirketlerin verilerini kullanarak kâr payı dağıtım politikası ile CEO'ların ileri özgüveni arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analize göre ileri özgüvenli CEO'ların bulunduğu şirketlerin diğer şirketlere göre daha düşük seviyede kâr payı ödemesi yaptığı sonucuna varılmıştır. Bununla birlikte ileri özgüvene sahip CEO'ların bulunduğu şirketlerde kâr payı ödemesi ile nakit akışı arasındaki ilişki pozitif tespit edilmiştir.

Ali vd. (2015), 2004 ile 2009 yıllarını baz alan çalışmasında Almanya borsasında bulunan 28 firmanın verilerini kullanarak kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda, kâr payı ile karlılıktaki değişim oranı ve toplam varlıklar arasında pozitif ilişki; yatırımın geri dönüş oranı ve likidite arasında ise negatif ilişki bulmuştur.

3.2. Gelişmekte olan Ülkelerde Yapılan Çalışmalar

Pandey (2003), 1993-2000 yıllarını baz alan çalışmasında Malezya borsasında bulunan 248 firmaya ait verileri kullanarak 3 aşamada analizini gerçekleştirmiştir. İlk aşamada firmaların kâr payı ödeme oranlarının sektörlere göre değişiklik gösterip göstermediğini Kruskal-Wallis (K-W) varyans yöntemi ile analiz etmiştir. İlk aşama çalışmanın sonucuna göre; Malezya Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerin kâr payı ödeme oranları arasında istatistiksel olarak önemli farklılıklar vardır. Tarım ve tüketim malları üreten şirketler, sektöre özgü nedenlerden dolayı yetersiz büyüme fırsatları sebebiyle yüksek kâr payı ödeme politikalarını tercih etmektedir. Ticaret ve hizmet sektöründeki şirketler kârlılıklarının düşük olması ve de İnşaat sektöründeki şirketler, büyüme için yatırım fırsatları bulduklarında yüksek finansmana ihtiyaç duyduklarından düşük kâr payı ödeme politikasına daha yatkındırlar. Çalışmanın ikinci aşamasında Firma kazançlarındaki değişimlerin kâr dağıtım politikaları üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Malezya'da faaliyet gösteren şirketlerin gelir farklılıklarına son derece duyarlı olduklarını analiz etmiştir. Çalışmanın son aşaması olan, üçüncü aşamada Lintner (1956) modelini kullanarak panel veri analizi yöntemini uygulayarak incelenen şirketlerin istikrarlı bir kâr payı ödeme politikası uygulayıp uygulamadıklarını kontrol etmiştir. Çalışmanın sonucunda önceki yıllarda dağıtılan kâr payı tutarının ve cari yıl içinde elde edilen gelirin, dönem içinde kâr payının beklenen şekilde ödenmesine ilişkin alınacak kararlarda önemli bir belirleyici olduğu tespit edilmiştir.

Amidu ve Abor (2006), 1998-2003 yıllarını baz alan çalışmasında Gana Borsasında bulunan 22 firmaya ait verileri kullanarak kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri analiz etmiştir. Panel veri analizi ile En küçük kareler yöntemi bu çalışmada kullanılmıştır. Bağımlı değişken, hisse başına kâr payı/ hisse başına kazanç oranı ile ölçülen kâr payı ödeme oranı olup, bağımsız değişkenler ise; ortaklık yapısı karlılık, satışların büyüklüğü, risk, katılım, nakit akışı, kurumlar vergisi ve

piyasa değeri / defter değeri oranı. Çalışma sonucunda kâr payı ödeme oranı ile kârlılık, serbest nakit akışı ve vergi değişkenleri arasındaki ilişki pozitif yönlü, kâr payı ödeme oranı ile risk ve piyasa değeri/defter değeri arasındaki ilişki negatif yönlü tespit edilmiştir.

Naceur vd. (2006), 1996-2002 yıllarını baz alan çalışmasında Tunus Borsasında bulunan 48 firmaya ait verileri kullanarak kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri panel veri analizi yöntemi ile analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda Tunus firmalarının kâr payı dağıtım kararlarında ortaklık yapısı ve finansal kaldıraç faktörlerinin açıklayıcı değişken olmadıkları tespit edilmiştir. Kâr payı ödeme politikaları ile Likidite durumu, firma büyüklüğü faktörleri arasındaki ilişki negatif yönlü tespit edilmiştir.

Al-Malkawi (2007), 1989-2000 yıllarını baz alan çalışmasında Amman Borsası'nda üretim, sigorta, hizmet ve banka sektörlerinde bulunan 160 firmaya ait verileri kullanarak kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri regresyon analizi yöntemi ile analiz etmiştir. Bağımsız değişkenler; karlılık, mülkiyet yapısı, şirket büyüklüğü, büyüme fırsatları, finansal kaldıraç, şirketin yaşı ve vergi oranıdır. Çalışma sonucunda; Kâr dağıtım politikası ile şirket yaşı, şirket büyüklüğü ve kârlılık değişkenleri arasındaki ilişki pozitif, finansal kaldıraç arasındaki ilişki ise negatif olarak tespit edilmiştir.

Al-Kuwari (2009), 1999-2003 yıllarını baz alan çalışmasında Kuveyt, Bahreyn, Umman, Suudi Arabistan ve Katar gibi ülkelerin sermaye piyasasında bulunan, finansal bir işlevi olmayan 191 firmanın verilerini kullanarak temsil ve işlem maliyeti teorisi kapsamında kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri incelemiştir. Çalışmadaki bağımlı değişken kâr payı ödeme oranı, bağımsız değişkenler ise; firma büyüklüğü, ortaklık yapısı, büyüme fırsatları, karlılık, iş riski, finansal kaldıraç, serbest nakit akışıdır. Çalışma sonucunda, kâr payı ödeme oranı ile ortaklığın yapısı, şirket büyüklüğü ve karlılık arasında ilişki anlamlı ve pozitif, finansal kaldıraç etkisi ve kâr payı ödeme oranı arasındaki ilişki negatif bulunmuştur. Büyüme fırsatları, serbest nakit akışı, kâr payı ödeme oranı ve iş riskiyle olan ilişkisi anlamlı bulunamamıştır.

Inuwa Fodio (2009), 1993-2002 yıllarını baz alan çalışmasında Nijerya borsasında bulunan 53 firmaya ait verileri ile regresyon yöntemi kullanarak kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri incelemiştir. Çalışmada bağımlı değişken

kâr payı verimi değişim oranıdır. Firmaların kâr payı dağıtım politikaları ile cari kazançlar, nakit akış faktörleri, geçmiş kâr payı ödemeleri arasındaki ilişki anlamlı ve pozitif bulunmuştur. Bunun yansısı net işletme sermayesi, firma büyüklüğü, yatırım fırsatları parametrelerinin ise firmaların kâr payı verimi üzerinde anlamlı bir etkisi tespit edilememiştir.

Ahmed & Javid (2009), 2001-2006 yıllarını baz alan çalışmasında Pakistan borsasında bulunan 320 firmaya ait verileri kullanarak panel veri yöntemiyle kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri incelemiştir. Çalışmanın sonucunda, firmalar kazançlarını kâr payı şeklinde dağıtmak yerine varlıklarını finanse etmek için kullanmak istediklerinden, firma büyüklüğü, piyasa değeri faktörleri ve kâr payı dağıtım politikaları arasında negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir.

Moradi vd. (2010), 2000- 2008 yıllarını baz alan çalışmasında İran borsasında bulunan 73 firmaya ait verileri kullanarak kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri incelemiştir. Çalışmadaki bağımlı değişken kâr payı ödeme oranı, bağımsız değişkenler ise, karlılık, beta katsayısı firma büyüklüğü, F/K oranı, büyüme ve kaldıraç oranıdır. Çalışmanın sonucunda, kâr payı ödeme oranı ile beta katsayısı, kaldıraç oranı, F/K oranı arasındaki ilişki negatif, Karlılık ve kaldıraç oranı ile arasındaki ilişki pozitif yönlü tespit edilmiştir. Ayrıca firma büyüklüğü, büyüme oranı ile arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Al-Shubiri (2011), 2005-2009 yıllarını baz alan çalışmasında Ürdün borsasında bulunan 60 sanayi firmasına ait verileri kullanarak Tobit ve Logit regresyon yöntemi ile kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri incelemiştir. Çalışmadaki bağımlı değişken, kâr payı dağıtım oranıdır. Bağımsız değişkenler ise; sahiplik yapısı finansal kaldıraç, varlık yapısı, işletme riski, büyüme fırsatı, karlılık ve serbest nakit akışıdır. Çalışmanın sonucunda; kâr payı dağıtım oranı ile sahiplik yapısı, finansal kaldıraç, varlık yapısı değişkenleri, işletme riski arasındaki ilişki negatif yönlü, karlılık, serbest nakit akışı, büyüme fırsatı değişkenlerinin arasındaki ilişki ise pozitif yönlü tespit edilmiştir.

Rafailov ve Trifonova (2011), 2003-2009 yıllarını baz alan çalışmasında Bulgaristan borsasında bulunan 312 firmaya ait verileri kullanarak, eş zamanlı olarak kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri incelemiştir. Çalışmanın sonucunda kâr payı dağıtım politikasının, karlılık, büyüklük, aktif devir hızı, banka gücü, işletme yaşam eğrisi değişkenleri ile arasındaki ilişki pozitif yönlü ve anlamlı

olduğu sonucuna varılmıştır. Diğer bir ifadeyle kar oranı yüksek ve büyük ölçekli işletmeler daha yüksek kâr payı ödemesi yaptığı gözlemlenmiştir.

Mollah (2011), 1988-1997 ve 1999-2003 yıllarını baz alan çalışmasında Bangladeş borsasında bulunan 153 firmaya ait verileri kullanarak 1997-1998 yıllarında meydana gelen Asya Krizinin öncesi ve sonrasında kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri, regresyon analizi yöntemi ile incelemiştir. Çalışma sonucunda, Asya krizi öncesi ve sonrasında kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörlerde önemli bir farklılık gözlemlenmemiştir. Her iki dönem içinde temsil maliyeti ve işlem maliyeti etkisi önemli olmuştur. Ayrıca, finansal kaldıraç, yatırım fırsatları ve işletme büyüklüğü faktörlerinin de kâr payı dağıtım politikasını etkilediği tespit edilmiştir.

Zameer vd. (2013), 2003-2009 yıllarını baz alan çalışmasında Pakistan Borsasında bulunan 27 firmanın verilerini kullanarak kesikli regresyon yöntemi ile kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri incelemiştir. Çalışmadaki bağımlı değişken, kâr payı dağıtım oranıdır. Bağımsız değişkenler ise; büyüklük, likidite, kaldıraç, büyüme, kârlılık, geçen yılki karları, temsil maliyeti, risk yapısı ve sahiplik yapısıdır. Çalışmanın sonucunda kâr payı dağıtım politikasının, sahiplik yapısı, geçen yılki karlar ve kârlılık ile arasındaki ilişki pozitif yönlü bulunurken likidite değişkenleri ile arasındaki ilişki negatif bulunmuştur. Diğer değişkenler ile arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Badu (2013), 2005-2009 yıllarını baz alan çalışmasında Gana Borsası'nda bulunan 11 firmaya ait verileri kullanarak panel veri regresyon yöntemi ile kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörleri incelemiştir. Çalışmadaki bağımlı değişken, kâr payı dağıtım oranıdır. Bağımsız değişkenler ise, kârlılık, kaldıraç, likidite, büyüme teminat kapasitesi ve firma yaşıdır. Çalışmanın sonucunda kâr payı dağıtım politikasının likidite değişkenleri ve firma yaşı ile ilişkisi pozitif yönlü bulunmuştur. Genel anlamıyla Gana borsasındaki firmaların kâr payı dağıtım politikasına firma yaşı, likidite ve teminat kapasitesi olduğu sonucuna varılmıştır.

3.3. Türkiye'de Yapılmış Olan Çalışmalar

Ünsal (1998), Şirketlerin yatırım kararları ve sermaye yapısı kararları sabit tutularak, şirketin değerini belirlemek için kâr payı dağıtım kararlarının şartları ve yönünü incelemiştir. Kâr payı dağıtım politikası açısından farklı amaçlar güden iki

şirket türü belirlemiştir. Bunlar halka açık ve kapalı şirketlerdir. Halka açık şirketler, hisseleri borsada işlem gören işletmelerdir. Kapalı şirketler, hisseleri borsada işlem görmeyen şirketlerdir. Bu nedenle kâr dağıtım politikası, şirketlerin büyüme oranlarını ve şirketlerin piyasa değerini etkileyen, ortakların serveti üzerinde kritik bir etkiye sahip olan bir duruma sahiptir ve şirketler için büyük önem taşımaktadır.

Yücel (2001), 1999-2000 yıllarını baz alan çalışmasında İMKB'de bulunan şirketlerin değerine, sermaye yapısı ve kâr payı ödeme yöntemlerinin etkisini korelasyon ve regresyon yöntemi ile analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda, şirketlerin sermaye yapılarının hisselerin fiyatını/kazançlarını etkilemediği, ancak kâr payı dağıtım yönteminin ve şirketlerin hisse kazançlarının hisse fiyatlarını büyük ölçüde belirlediği sonucuna varılmıştır.

Belkayalı (2004), 1997-2003 yıllarını baz alan çalışmasında İMKB 100 Endeksinde bulunan şirketlerin değerine, kâr payı dağıtım politikalarının etkisi olup olmadığını Brown ve Warner modeli ve t testi ile analiz etmiştir. Çalışma sonucunda, kâr payı ödemesinin açıklanmasıyla birlikte hisse senetleri olumlu etkilenmiş ve yatırımcılar alma eğilimine girmiş ve bu süre kâr payı ödemesi bitene kadar devam etse de daha sonrasında yerini satma eğilimine bırakmıştır.

Pekkaya (2006), 1987-2006 yıllarını baz alan çalışmasında İMKB 30 Endeksinde bulunan 19 firmaya ait verileri kullanarak kâr payı dağıtım politikalarının firma değerine etkisini regresyon yöntemi ile analiz etmiştir. 19 firmadan 5 firmanın sonuçlarının anlamlı olduğu sonucuna varılmıştır. Çalışmanın sonucunda kâr payı dağıtım oranı bazı firmaların değerine etkisi pozitif iken bazı firmaları negatif etkilediği sonucuna varılmıştır.

Yılmaz ve Gülay (2006), 1995-2003 yıllarını baz alan çalışmasında İMKB de bulunan 200 firmanın verileri ile regresyon yöntemi kullanarak sermaye piyasasında kâr payı ödemelerinin pay senedi getirileri ile işlem hacmi ve şirket büyüklüğü ile şirketlerin kâr payı dağıtım oranlarının, yatırımcıların yatırım davranışları üzerinde etkinin olup olmadığını analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda, kâr payı ödemesi yapacağını beyan eden şirketlerin hisse senetlerinin piyasa fiyatları, kâr payı ödemesinden birkaç gün önce yükseliş eğilimi göstermektedir. Kâr payı ödemesi yapılan gün hisse senedi fiyatları düşüşe geçmekte ve takip eden günlerde düşüş artmaktadır. Şirketlerin pay senedi fiyatlarında da olduğu gibi, kâr payı dağıtımının yapılacağına ilişkin kamuya duyurunun yapılmasının ardından kar payı dağıtımı

gününe kadar işlem hacimlerinde artış gözlemlenmiş ve sonraki günlerde de aynı seviyeyi korumuştur.

Kargın (2006), 1998-2003 yıllarını baz alan çalışmasında İMKB de bulunan 99 firmanın verilerini kullanarak kâr payı dağıtım politikalarında işlem ve temsil maliyetin bir etkisi olup olmadığını çoklu regresyon yöntemiyle analiz etmiştir. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre kâr payı dağıtım politikaları işlem maliyeti ve temsil maliyetlerinin bir fonksiyonudur. Şirketler kâr payı dağıtım politikaları ile temsil maliyetlerini düşürmeyi hedeflemektedir. Kar paylarının ödenmesi, şirketlerin temsil maliyetlerini düşürmeleri için önemli bir faktördür. Temsil maliyeti ve işlem maliyetlerinin yapısı kâr payı ödeme oranının belirleyicileridir. Ancak izlenen kâr payı dağıtım politikaları temsil maliyetlerini düşürürken, işlem maliyetlerinin artmasını engelleyememektedir.

Karaca (2007), 2000-2005 yıllarını baz alan çalışmasında İMKB 100 Endeksinde işlem gören Firmaların kâr payı ödeme yöntemlerinin, kâr payı dağıtımının ilan edildiği tarih ile dağıtımın yapılacağı tarihleri esas alarak ödeme tarihinin önce ve sonrasında meydana gelecek hisse senedi fiyatlarını analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda, piyasanın ödeme yöntemlerine göre değişik tepkiler verdiği tespit edilmiştir. Nakit olarak kâr payı dağıtım yönteminin ilan edilmesi yatırımcılar tarafından pozitif etkiye sahiptir. Bedelli, bedelsiz sermaye artırımını ise yatırımcılar tarafından negatif etkiye sahiptir.

Akyol (2007), 1997-2002 yıllarını baz alan çalışmasında İMKB bulunan 108 firmaya ait verileri kullanarak panel veri regresyon yöntemi ile kâr payı dağıtım politikalarında temsil maliyetin bir etkisi olup olmadığını analiz etmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, çalışmadaki bağımlı değişken kâr payı dağıtım oranı ve açıklayıcı değişkenler; Pay sahibi yöneticilerinin pay oranı, büyüme oranı, işletme ölçeği, finansal kaldıraç oranı, serbest nakit akışı, şirket büyüklüğü ile temsil maliyeti teorisi arasında teorinin beklediği gibi bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir. Araştırmada hem ortalama hem de panel veri kullanılan tüm regresyon analizlerinde, kurulan modellerdeki bağımsız değişken katsayıları istatistiksel olarak anlamsız bulunurken, modellerin açıklama gücü düşük seviyede bulunmuştur. Oluşturulan alt hipotezler reddedilmiştir. Dolayısıyla, Hisseleri İMKB'de işlem gören şirketlerin temsil maliyetlerinin kâr dağıtım politikası kararları üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır.

Kaba (2009), 2000-2007 yıllarını baz alan çalışmasında İMKB’de bulunan 222 firmanın verilerini kullanarak kâr payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerine etkisini araştırmıştır. Çalışmasının sonucunda, kâr payı dağıtım oranları ile firmaların pay fiyatları ve İMKB 100 Endeksi arasındaki ilişkiyi analiz etmiş ve aralarında ilişki tespit etmiştir. Kâr payı ödemesini nakit olarak gerçekleştiren firmalar ile pay senedi olarak ödeyen firmaların firma değerlerinin anlamlılığın ölçüldüğü hipotez de t testini uygulamıştır. Kâr payı ödemesini nakit olarak gerçekleştiren firmaların değerinin diğer firmalara göre daha fazla olduğu sonucuna varmıştır.

Günalp vd. (2010), 2003-2007 yıllarını baz alan çalışmasında İMKB’de bulunan 83 firmanın verilerini kullanarak firmaların nakit kâr payı ödemesi beyanının hisse senetleri getirileri üzerinde ciddi bir etkiye sahip olup olmadığını regresyon yöntemiyle analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda 3 önemli konuya ulaşılmıştır. İlki, firmaların nakit kâr payı ödemesi yapınca halka ilan etmeleri sonrasında pay senedi başına nakit kâr payı oranı ile kümülatif normalin üstünde getiri arasında istatistikî, anlamlı ve negatif bir ilişki olmasıdır. Bu sonuca göre pay senedi başına yüksek nakit kâr payı ödemesi ilan eden firmaların pay senetleri, düşük nakit kâr payı ödemesi yapacağını ilan eden firmaların pay senetlerinin piyasa fiyatlarına göre normalin üstünde bir şekilde değeri düşecektir. Dolayısıyla nakit kâr payı ödemesinin hisse senedi değeri üzerinde etkili olduğu sonucuna varmışlardır. İkinci sonuç olarak, fiyatın bilgiye uyarlanması aşamasının nakit kâr payı ödemesinin halka ilan edildiği gün başladığı ve en az olmak üzere 15 gün süre boyunca devam ettiği tespit edilmiştir. Üçüncü olarak ise, nakit kâr payı ödemesinin ilan edilmesi öncesinde anlamlı görünen fiyat hareketlerinin oluşmaması sebebiyle, fiyata etken ve ciddi bir bilgi olan nakit kâr payı ödemesi kararının şirket içerisinden piyasaya aktarılmadığını tespit etmişlerdir.

Yıldız (2012), 2003-2010 yıllarını baz alan çalışmasında İMKB’de bulunan sanayi şirketlerinin verilerini kullanarak kâr payı ödeme yöntemlerine ve yöntemlerin kâr payı ödemesini ne kadar etkilediğini panel veri yöntemi ile analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda, firmaların kâr payı politikalarının ilk sırada vergi faktöründen ve devamında karlılık, şirket büyüklüğü, kaldıraç, likidite değişkenleri ve büyüme fırsatlarından etkilendiği görülmüştür.

Kırbaş (2015), 2009-2014 yıllarını baz alan çalışmasında BİST' de bulunan 136 firmanın verilerini kullanarak kâr payı dağıtım ilanının pay senedi fiyatları üzerinde etkisini regresyon yöntemi ile analiz etmiştir. Çalışmada dağıtım türlerine göre ayrı analizler yapılmıştır. Nakit kâr payı ödemesine yaptığı analizde, dağıtım yapacağını açıkladı gün ve takip eden günlerde kâr payı verimliliği ile normal dışı kazançlar arasında anlamlı, olumlu bir ilişki tespit edilmiştir. Gerçekleşen ilişkinin açıklanan gün başladığı ve ilk iki gün içinde ilişkinin anlam seviyesinin en üst birimde olduğu ayrıca anlamlı ilişki seviyesinin 2 hafta boyunca sürdüğü görülmüştür. Pay senedi olarak kâr payı dağıtımını için yapılan analizde anlamlı sonuçlar görülememiştir.

Mahamoodally (2017), 2005-2015 yıllarını baz alan çalışmasında Türkiye, Amerika, İngiltere borsasında bulunan 60 firmanın verilerini kullanarak finansal krizlerin kâr payı dağıtımını etkileyip etkilemediğini panel veri yöntemi ile analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda belirtilen ülkelerin finansal krizden kâr payı dağıtımlarının düşük seviyede etkilendiği tespit edilmiştir. Ve de 2008 krizinden Türkiye'deki firmaların kâr payı dağıtımda etkilenmediği sonucuna varılmıştır.

Eraslan & Koç (2017), 2005-2015 yıllarını baz alan çalışmasında BİST Çimento Sektöründe bulunan 15 firmanın verilerini kullanarak kâr payı ödemelerinin, ödeme yapılmasından sonraki senelerde şirket karlılığına ve pay senedi başına kâra etkisini panel veri yöntemi ile analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda, kâr payı ödemelerinin pay senedi başına kârı olumlu bir şekilde etkilediği görülmüştür.

Bostancı (2017), 2009-2015 ve 2010-2016 yıllarını baz alan çalışmasında BİST'te bulunan firmaların kâr payı dağıtım politikaları belirleyen etkenleri analiz etmiştir. Kâr payı dağıtım kararlarında pay senedi başına nakit kâr payı dağıtımıyla birlikte karlara ilave bedelsiz kar dağıtımında dâhil eden 2 regresyon denklemi kurmuştur. Çalışmanın sonucunda nakit kâr payı ödemesi %1 anlamlılık seviyesinde olumlu tepki verirken; piyasa değeri/defter değeri oranı ve şirketin bir aile aracılığıyla yönetilmesi %1 anlamlılık seviyesinde negatif tepkiye neden olmaktadır.

Adaoğlu (2000), 1985-1994 ve 1995-1997 yıllarını baz alan çalışmasında İMKB'de bulunan firmaların istikrarlı kâr payı dağıtım politikaları izleyip izlemedikleri panel veri regresyon modeli ile analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda söz konusu yıllarda firmaların istikrarlı kâr payı dağıtım politikası

gerçekleştirmedikleri ve cari dönemde sahip oldukları kazançların kâr payı dağıtım politikasının belirlenmesinde çok önemli bir etken olduğu sonucuna varmıştır. Şirketlerin kazançlarında gerçekleşen en küçük bir değişkenliğin şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkilediğini tespit etmiştir.

Yıldız vd. (2014), 2003- 2010 yıllarını baz alan çalışmasında BIST'te sanayi alanında işlem gören 118 firmaya ait verileri kullanarak panel veri analizi yöntemi ile kâr payı dağıtım politikasına etki eden faktörleri incelemiştir. Çalışmanın sonucunda nakit kâr payı dağıtım politikalarıyla; vergi, büyüme fırsatları, kârlılık, likidite, kaldıraç ve firma büyüklüğü değişkenleri arasında ilişki ve bu değişkenlerin kâr payı dağıtım politikaları etkilediğini tespit etmiştir. Firmaların nakit kâr payı ödeme oranları ile finansal kaldıraç oranları arasında negatif ilişki olduğu sonucuna varmıştır.

Kuzucu (2015), 2006-2013 yıllarını baz alan çalışmasında BIST'te işlem gören 142 firmaya ait verileri kullanarak panel veri analizi yöntemi ile kâr payı dağıtım politikasına etki eden faktörleri incelemiştir. Çalışmadaki bağımlı değişken kâr payı ödeme oranıdır. Bağımsız değişkenler; büyüklük, finansal kaldıraç, aktif kârlılık, büyüme oranı, firma yaşı, fiyat/kazanç oranı ve sahiplik yapısıdır. Çalışmanın sonucunda kâr payı dağıtım oranı, büyüme oranı, finansal kaldıraç, kârlılık ile arasındaki ilişki negatif yönde tespit edilirken, firma yaşı, büyüklük, fiyat/kazanç oranı değişkenleri ile ilişki pozitif yönde tespit edilmiştir.

Erdaş (2017), 2010- 2015 yıllarını baz alan çalışmasında BIST 30 Endeksinde bulunan şirketlerin verilerini kullanarak panel veri analizi yöntemi ile kâr payı dağıtım politikasına etki eden faktörleri incelemiştir. Çalışmadaki bağımlı değişken kâr payı ödeme oranıdır. Çalışmanın bağımsız değişkenleri; şirket büyüklüğü, şirket yaşı, finansal kaldıraç oranı, aktif kârlılık oranı, büyüme olanakları, hisse başına kazanç, nakit oranı, hisse senedi piyasa değeri, hisse senedi işlem hacmi ve de kamuya açıklık oranıdır. Çalışmanın sonucunda kâr payı dağıtım oranı, nakit oranı, hisse senedi piyasa değeri, şirket büyüklüğü ve hisse başına kazanç değişkenleri arasındaki ilişki pozitif yönlü, finansal kaldıraçla ve şirket yaşı ile olan ilişkisi negatif yönlü tespit edilirken, geride kalan değişkenlerin kâr payı dağıtım oranını anlamlı bir şekilde istatistiki olarak etkilemediği sonucuna varılmıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ MİKRO-MAKRO BELİRLEYİCİLERİ: BIST SINAİ ENDEKSİ ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ARAŞTIRMA

4.1. Araştırmanın Amacı

Araştırmanın amacı, BIST SINAİ endeksindeki şirketlerin finansal oranları baz alınarak kâr payı ödemelerine etki eden makro ve mikro değişkenleri tespit etmektir. Bu hususta literatür incelemesi yapılmış gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkeler ve ülkemiz de yapılan çalışmalar araştırılmıştır. Yapılan araştırmalarda nakit kâr payına etki eden daha çok mikro belirleyicilere rastlanılmış, makro belirleyiciler üzerine yapılan araştırmaların sınırlı olduğu tespit edilmiştir. Bu sebeple bu çalışmadaki amaç BIST SINAİ endeksindeki yer alan 20 şirketin 2011-2020 yılları arasında kâr payı ödemelerine etki eden makro ve mikro değişkenleri panel veri analizi yöntemi belirlemektir.

4.2. Araştırmanın Önemi

Bu çalışmada kullanılan firmalar BIST SINAİ Endeksinden tercih edilmiştir. BIST SINAİ Endeksinin seçilmesinin sebebi, kâr payı dağıtım konusunda firmaların işlem hacminin geniş olması ve analizin sonucunun daha anlamlı çıkabileceği düşüncesidir. Nakit kâr payı dağıtım politikası firmaların büyüme potansiyeline olanak sağlamakla birlikte, gelecek için öz kaynak sağlama konusunda da ciddi bir role sahiptir. Bu sebeple bir firmanın kâr payı dağıtım politikasını belirleyen faktörleri tespit etmek ve araştırmak, şirketin etkin bir kâr payı politikası oluşturmasında oldukça önemlidir.

4.3. Araştırmanın Veri Seti

Bu çalışma da BIST SINAİ Endeksinden seçilen şirketlerin mikro değişkenlerinin: işletme büyüklüğü (BUY), finansal kaldıraç (FINK), likidite oranı (LKDT), aktif karlılık oranı (ROA), varlık yapısı (VY) ve makro değişkenlerinin: döviz kuru (DK), mevduat faiz oranı (MFAİZ), enflasyon (ENF) nakit kâr payı dağıtım oranına etkileri (NKPDO) incelenmektedir. Çalışmada zaman serisi "T" (2011-2020) ve yatay kesit "N" (20 adet firma) boyutu olması sebebiyle iki boyutu

da inceleyebildiğimiz panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Analize dâhil edilen firmaların listesi tablo 1'de verilmiştir.

Tablo 1. Analize Dâhil Edilen Firmalar

BIST KODU	FİRMA	BIST KODU	FİRMA
ADEL	Adel Kalemcilik	EREGL	Ereglı Demir Celik
AEFES	Anadolu Efes Biracılık	FMIZP	Federal Mogul İzmit Piston
AKCNS	Akçansa Çimento	FROTO	Ford Otosan
AKSA	Aksa Akrilik	GENTS	Gentaş Genel Metal Sanayi
ALCAR	Alarko Carrier	NUHCM	Nuh Çimento Sanayi
ALKIM	Alkim Alkali Kimya	OTKAR	Otokar Oto. ve Sav. Sanayi
AYGAZ	Aygaz	PETUN	Pınar Ent. Et ve Un Sanayi
CCOLA	Coca-Cola İçecek	PNSUT	Pınar Süt Mamulleri Sanayi
EGEEN	Ege Endüstri	SARKY	Sarkuysan Elkt. Bak. San.
ERBOS	Erbosan Erciyes Bor. San.	TOASO	Tofaş Türk Oto. Fabrikası

Araştırmada kullanılan 20 firmaya ait veriler; www.kap.com.tr ve www.finnet.com.tr üzerinden alınmıştır. İşletme büyüklüğü (BUY), finansal kaldıraç (FINK), likidite oranı (LKDT), aktif karlılık oranı (ROA), varlık yapısı (VY), döviz kuru (DK), faiz oranı (FAİZ), enflasyon (ENF) nakit kâr payı dağıtım oranı (KPDO) olarak ve panel veri analizi yöntemi ile test edilmiştir. Analizler E-views 12 ve Gauss 21 programlarında yapılmıştır. Uygulamada kullanılan değişkenler ve açıklamaları Tablo 2’de gösterilmiştir.

Tablo 2. Analizde Kullanılacak Değişkenler ve Açıklamalar

Değişken	Değişken Kodu	Açıklama
Nakit Kar Payı Dağıtım Oranı	NKPDO	Nakit Kar Payı Ödemeleri / Donem Net Karı
İşletme Büyüklüğü	BUY	Toplam Aktiflerin Logaritması
Finansal Kaldıraç	FINK	Toplam Finansal Borçlar / Toplam Varlıklar
Likidite oranı	LKDT	(Donen Aktifler– Stoklar) / Kısa Vadeli Borçlar
Aktif Karlılığı (%)	ROA	Net Kar / Toplam Aktifler
Varlık Yapısı	VY	Maddi Duran Aktifler / Toplam Aktifler
Döviz Kuru	DK	$\prod_{i=1}^N \left[\frac{P_{TUR}}{P_i * e_{i,TUR}} \right]^{w_i}$

Enflasyon (%)	ENF	Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından hesaplanan Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) baz alınarak oluşturulmuştur.
Faiz (%)	MFAİZ	Aylık vadeli toplam ağırlıklı ortalama faiz oranı baz alınarak yıllık vadeye çevrilmiştir.

4.4. Araştırmanın Kısıtları

2011-2020 yılları arasında, BIST SINAİ Endeksinde bulunan 20 firmaya ait veriler incelenmiştir. BIST SINAİ Endeksindeki 20 firmanın, 2011-2020 yıllarındaki verileri 200 gözlem sayısı üzerinden, nakit kar pay dağıtım politikalarının makro ve mikro belirleyicileri panel veri analiz yöntemi ile test edilmiştir.

4.5. Araştırmanın Yöntemi

Veri türlerinin farklı özelliklerine göre literatürde çalışmalar incelendiğinde çeşitli ekonomik analiz teknikleri kullanıldığını görmekteyiz. Buna bağlı olarak Ekonomik analizlerde yatay kesit veya zaman serisi verileri daha çok kullanılmaktadır. Yatay kesit analizleri kesit boyutunu dikkate alırken, zaman serisi analizleri zaman boyutunu ile çalışmaktadır. Diğer taraftan her iki boyutu da dikkate aldığı için panel veri analizi yöntemi 2000 yılı itibari ile daha çok kullanılmaya başlamıştır (Çetin, 2010:171).

Panel veriler, 'N' birimleri (örneğin ülkeler, firmalar, haneler, bireyler) ve 'T' periyotlarının birleştirilmesiyle elde edilir, Ekonometrik analizlerde çeşitli sebeplerden zaman serisi ile yatay kesit serileri ayrı kullanılmaktadır. Ya sadece zaman ya sadece kesit boyutu çalışmalara dâhil edilmektedir. Tek bir boyutun kullanılması iktisadi açıdan yetersiz geldiği için her iki boyutu da kullanan panel veri analizi yöntemi gündeme gelmiştir (Tatoğlu, 2018:1).

Panel veri analizinin bazı avantaj ve dezavantajları vardır. Öncelikle avantajları ile başlayacak olursak; (Baltagi, 2005:4-8).

- Birincisi, panel veri analizi, kesit veri ve zaman serisi analizleri ile karşılaştırıldığında çok daha fazla değişkenlik göstermektedir, bu sebeple panel veri analizinde çoklu bağlantı sorunu ile karşılaşma olasılığı daha düşüktür. Diğer yandan panel veri analizinde gözlem sayısı zaman seri ve

yatay kesite göre bir miktar daha fazladır bu da modellerdeki serbestlik derecesinin daha fazla olmasını sağlar.

- İkincisi, panel veri analizleri yatay kesit ve zaman seri analizlerine göre değişim dinamiklerini yansıtmakta daha etkilidir.
- Üçüncüsü, panel veri analizleri, zaman serisi kısa olduğunda ya da yeteri kadar kesit gözlem olmadığında bile analiz yapılmasını mümkün kılar.

Dezavantajlarıyla devam edecek olursak;

- Veri toplama süreci ve panel anketlerinin oluşturulması bazı sorunlar meydana gelebilmektedir. Başlıca sorunlar; kapsama problemi, tepki vermeme, hatırlama, referans dönemi ve görüşme sıklığı olarak sayılabilir.
- Sorulardaki belirsizlik, kasıtlı bir şekilde bozulan tepki, yanlış cevap yazılması, uygun olmayan bilgilendiriciler, mülakatı yöneten kişinin etkileri gibi nedenler panel veri analizinde ölçüm hatalarına sebep olabilir.
- Yatay kesitin (N), zaman serisi (T) den büyük olduğunda bu durum korelasyon sorununa sebep olur.

BIST SINAİ Endeksi'nde araştırmaya konu olan şirketlerin nakit kâr payı dağıtım politikalarının belirleyicileri olan mikro ve makro faktörler için aşağıda görüldüğü üzere iki regresyon modeli oluşturulmuştur. Model 1 olarak adlandırdığımız ilk regresyon denklemimiz bağımsız mikro değişkenlerin bağımlı nakit kâr payı dağıtım oranı olan etkisini ölçme hedefindeyken, Model 2 olarak adlandırılan ikinci regresyon denklemimiz bağımsız makro değişkenlerin bağımlı nakit kâr payı dağıtım oranına etkisini ölçmeyi hedeflemektedir.

Model 1

$$NKPDO_{it} = \beta_1BUY_{it} + \beta_2FINK_{it} + \beta_3LKDT_{it} + \beta_4ROA_{it} + \beta_5VY_{it} + \epsilon_{it}$$

Model 2

$$NKPDO_{it} = \beta_1DK_{it} + \beta_2ENF_{it} + \beta_3MFAİZ_{it} + \epsilon_{it}$$

Regresyon denklemde, $i = 1, 2, 3, \dots, N$ yatay kesit birimlerini, $t = 1, 2, 3, \dots, T$ zaman boyutunu, ϵ ise panel hata terimini simgelemektedir.

Yukarıda iki modele ait denklemler yer almaktadır. Model 1'in bağımlı değişkeni nakit kâr payı dağıtım oranı (NKPDO), bağımsız değişkenleri ise işletme büyüklüğü (BUY), finansal kaldıraç (FINK), likidite oranı (LKDT), aktif kârlılık (ROA) ve varlık yapısı (VY) olarak belirlenmiştir. Model 2'nin bağımlı değişkeni nakit kâr payı dağıtım oranı, bağımsız değişkenleri ise döviz kuru (DK), enflasyon (ENF) ve faiz (MFAIZ)dir.

4.6. Araştırmanın Bulguları

Araştırmada kar payı dağıtım politikalarına etki eden mikro ve makro faktörler incelenmiş, bu bağlamda Model 1 ve Model 2 regresyon denklemleri kurulmuştur. Model 1 ve Model 2'ye ait değişkenlerin tanımlayıcı istatistik verileri Tablo 3'te gösterilmiştir.

Tablo 3. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	NKPDO	BUY	FINK	LKDT	ROA	VY	DK.	ENF	MFAIZ
Ort.	7.7665	9.1451	43.862	1.6293	11.303	43.855	0.0062	0.0315	0.0295
Med.	7.7216	9.1184	39.226	1.1330	8.9803	45.214	0.0315	0.0284	0.0249
Maks.	9.7416	10.788	94.452	9.6350	71.899	78.596	0.5942	0.6002	0.6038
Min.	6.5092	7.4261	8.1746	0.3508	4.09916	7.9013	0.66700	0.60928	0.52647
Std.S	0.7147	0.7374	19.403	1.4723	10.485	19.898	0.1901	0.2193	0.2287
Çarpıklık	0.3315	0.0781	0.4471	3.1459	2.5445	0.13736	0.49398	0.02933	0.0332
Basıklık	2.4861	2.5537	2.3869	13.949	11.653	1.6740	3.8177	2.9033	2.6868
J-B	5.8639	1.8627	9.7953	1329	839	15.279	13.707	0.1064	0.8541
J-B olas.	0.0532	0.3940	0.0074	0.0000	0.0000	0.0004	0.0010	0.9481	0.6524
Gözlem	200	200	200	200	200	200	200	200	200

Tablo 3'te çalışmanın değişkenlerine ilişkin tanımlayıcı istatistiklere yer almaktadır. Tablo incelendiğinde Endekste bulunan şirketlerin ortalama 7.7665 oranında nakit kâr payı dağıtım oranına sahip olduklarını görmekteyiz. Çalışmada yer alan firmalar büyük ölçekli ve kâr payı dağıtım konusunda istikrarlı firmalar olduğu göz önüne alındığında, bu oran ortalama olarak iyi seviyededir. Diğer değişkenlere ait ortalamalar incelendiğinde; işletme büyüklüğünün 9.1451, finansal kaldıraç oranının 43.862, likidite oranının 1.6293, aktif karlılık oranının 11.303, varlık yapısının 43.855, döviz kurununun 0.0062, enflasyon oranının 0.0315, faiz

oranının 0.0295 olduğu görülmüştür. En düşük ortalamaya sahip değişkenin 0.0295 ortalama ile makro değişkenlerden olan faiz değişkeni olduğu görülmüştür. Tanımlayıcı istatistik verileri genel anlamıyla incelendiğinde firmaların varlık yapıları ve aktif karlılıklarının pozitif olduğu, likidite oranları ile işletme büyüklüklerinin yeterli olduğu söylenebilmektedir.

Değişkenlerin normal dağılıp dağılmadıklarını kontrol etmek için çarpıklık, basıklık ve jargue-bera test sonuçları dikkate alınmalıdır. Literatür incelendiğinde, Normal dağılımda kritik değer; Çarpıklık 0, Basıklık 3 kabul edilmekte, Jarque-Bera değeri 5'ten büyük olmaması ve olasılık değerinin de 0.05 değerinden küçük olmaması gerektiği belirtilmektedir. Test sonuçlarına bakıldığında serilerin normal dağılım sergilemediği görülmektedir. Normal dağılım sergilemeyen verilerde çoklu doğrusal bağlantı ve içsellik sorunu olup olmadığı tespiti için Spearman korelasyon testi uygulanmıştır.

Nakit Kâr payı dağıtım oranının mikro belirleyicilerine yönelik korelasyon analizi aşağıda Tablo 4’te verilmiştir.

Tablo 4. Model 1 Değişkenlerine Ait Korelasyon Katsayıları

Korelasyon						
t-İstatistik						
Olasılık	NKPDO	BUY	FINK	LKDT	ROA	VY
NKPDO	1.000000					

BUY	0.879852	1.0000				
	26.05091	-----				
	0.0000	-----				
FINK	0.372165	0.553479	1.0000			
	5.642119	9.351052	-----			
	0.0000	0.0000	-----			
LKDT	-0.315550	-0.444872	-0.689066	1.0000		
	-4.679255	-6.989668	-13.37939	-----		
	0.0000	0.0000	0.0000	-----		
ROA	-0.029843	-0.372242	-0.414811	0.372555	1.0000	
	-0.420110	-5.643470	-6.414843	5.648989	-----	
	0.6749	0.0000	0.0000	0.0000	-----	
VY	0.479234	0.516115	-0.073166	-0.317694	-0.240788	1.0000
	7.683181	8.478945	-1.032301	-4.714606	-3.490890	-----
	0.0000	0.0000	0.3032	0.0000	0.0006	-----

Tablo 4 ’da korelasyon analizi yöntemi kullanılarak bağımsız değişkenler olan mikro faktörlerin arasındaki ilişki incelenmeye çalışılmıştır. Bu çalışma ile bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu olup olmadığı tespit edilmesi amaçlanmıştır. Analiz incelendiğinde kullanılan değişkenler arasında en yüksek korelasyon katsayısı LKDT ve FINK arasında, 0.68 olarak hesaplanmıştır.

Nakit Kâr payı dağıtım oranının makro belirleyicilerine yönelik korelasyon analizi aşağıda Tablo 5’te verilmiştir.

Tablo 5. Model 2 Değişkenlerine Ait Korelasyon Katsayıları

Korelasyon t-istatistik Olasılık	NKPDO	DK	ENF	MFAİZ
NKPDO	1.000000 ----- -----			
DK	0.246875 3.584802 0.0004	1.000000 ----- -----		
ENF	0.243679 3.535446 0.0005	0.695671 13.62680 0.0000	1.000000 ----- -----	
MFAİZ	0.275279 4.029196	0.741498 15.55067	0.865446 24.30711	1.000000 -----

Tablo 4 ’da korelasyon analizi yöntemi kullanılarak bağımsız değişkenler olan makro faktörlerin arasındaki ilişki incelenmeye çalışılmıştır. Bu çalışma ile değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu olup olmadığı tespit edilmiş amaçlanmıştır. Analiz incelendiğinde kullanılan değişkenler arasında en yüksek korelasyon katsayısı ENF ve MFAİZ arasında, 0.86 olarak hesaplanmıştır.

Literatür çalışmaları incelendiğinde bağımsız değişkenler arasında korelasyon katsayısı 0.90’ın üzerinde ise bu durumun çoklu doğrusal bağlantı sorunu yaratabileceği kabul edilen bir görüştür. Bağımsız değişkenleri arasındaki en yüksek katsayılar incelendiğinde Model 1 ve Model 2 içinde çoklu doğrusal bağlantı sorununa rastlanılmadığı söylenebilmektedir. Korelasyon analizinden sonra Varyans Şişirme Faktörü (VIF) değerleri incelenerek çalışmamızda çoklu doğrusal bağlantı sınaması devam etmektedir. Literatür çalışmaları incelendiğinde VIF değeri 5’ten küçük ise, değişkenlerimiz arasında çoklu doğrusal bağlantı sorununa rastlanılmamıştır diyebiliriz.

Tablo 6. Model 1 Değişkenlerine Ait VIF Testi

Değişkenler	Varyans Katsayısı	Merkezi VIF
BUY	0.001602	2.349318
FINK	2.55E-06	2.592314
LKDT	0.000443	2.589663
ROA	6.02E-06	1.786198
VY	2.06E-06	2.204731
C	0.101887	NA

Tablo 6 da Model 1'e yani analizimizin bağımsız mikro değişkenlerine ait VIF değerleri verilmiştir. Değerler incelendiğinde bağımsız değişkenlerin VIF değerleri 1.78 ile 2.59 arasında olduğu görülmektedir. Bu sebeple bağımsız mikro değişkenler arasında çoklu bağlantı sorununa rastlanılmadığını söyleyebilmekteyiz.

Tablo 7. Model 2 Değişkenlerine Ait VIF Testi

Değişkenler	Varyans Katsayısı	Merkezi VIF
DK.	0.158349	2.401763
ENF.	0.173401	3.500553
MFAIZ.	0.187823	4.121659
C	0.002452	NA

Tablo 7 de Model 2'ye yani analizimizin bağımsız makro değişkenlerine ait VIF değerleri verilmiştir. Değerler incelendiğinde bağımsız değişkenlerin VIF değerleri 2.40 ile 4.12 arasında olduğu görülmektedir. Bu sebeple bağımsız makro değişkenler arasında çoklu bağlantı sorununa rastlanılmadığını söyleyebilmekteyiz. Görüldüğü üzere VIF değeri sonuçları korelasyon analizi sonuçlarını destekler niteliktedir.

Panel veri analizinden güvenilir sonuçlar elde edebilmek için bir diğer varsayım içsellik sorununun olup olmadığıdır. Yapılan çalışmalarda bağımsız değişkenler arası korelasyon katsayısı 0.90 ve üzeri olduğunda çoklu doğrusal

bağlantı sorunu verirken, hata terimi ile bağımsız değişken arası korelasyon katsayıları 0.90 ve üzeri olduğunda içsellik sorunu vermektedir.

Tablo 8. Model 1 Değişkenlerine Ait İçsellik Testi

Korelasyon						
t-İstatistik						
Olasılık	HATATERIMI	BUY	FINK	LKDT	ROA	VY
HATATERIMI	1.000000					

BUY	0.091928	1.000000				
	1.299046	----				
	0.1954	----				
FINK	-0.021746	0.553479	1.000000			
	-0.306066	9.351052	----			
	0.7599	0.0000	----			
LKDT	-0.076971	-0.444872	-0.689066	1.000000		
	-1.086307	-6.989668	-13.37939	----		
	0.2787	0.0000	0.0000	----		
ROA	0.216943	-0.372242	-0.414811	0.372555	1.000000	
	3.127132	-5.643470	-6.414843	5.648989	----	
	0.0020	0.0000	0.0000	0.0000	----	
VY	0.047370	0.516115	-0.073166	-0.317694	-0.240788	1.000000
	0.667300	8.478945	-1.032301	-4.714606	-3.490890	----
	0.5054	0.0000	0.3032	0.0000	0.0006	----

Tablo 8 de hata terimi ile bağımsız mikro değişkenlerimiz arasında korelasyon yani değişkenler arasında ilişki olup olmadığı içsellik testi ile gösterilmesi amaçlanmıştır. Analiz incelendiğinde hata terimi ile bağımsız değişkenler arasında en yüksek korelasyon katsayısı 0.21 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla mikro değişkenler için oluşturulan Model 1’de içsellik sorununa rastlanılmadığı söylenebilmektedir.

Tablo 9: Model 2 Değişkenlerine Ait İçsellik Testi

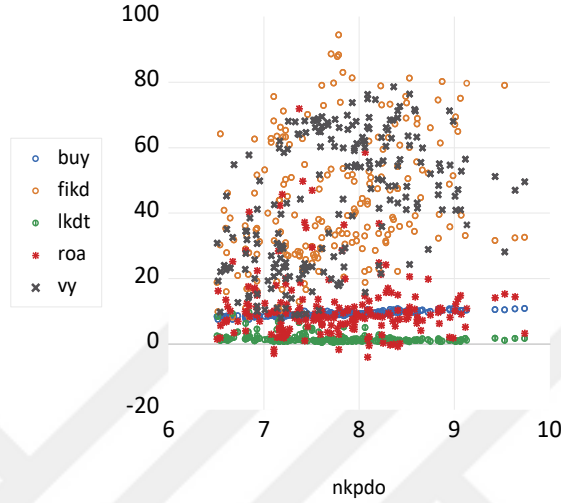
Korelasyon				
t-istatistik				
Olasılık	HATATERIMI	DK.	ENF.	MFAIZ
HATATERIMI	1.000000			

DK	0.048210	1.000000		
	0.679160	-----		
	0.4978	-----		
ENF.	0.007515	0.695671	1.000000	
	0.105751	13.62680	-----	
	0.9159	0.0000	-----	
MFAIZ	0.026093	0.741498	0.865446	1.000000
	0.367288	15.55067	24.30711	-----
	0.7138	0.0000	0.0000	-----

Tablo 9 de hata terimi ile bağımsız makro değişkenlerimiz arasında korelasyon yani değişkenler arasında ilişki olup olmadığı içsellik testi ile gösterilmesi amaçlanmıştır. Analiz incelendiğinde hata terimi ile bağımsız değişkenler arasında en yüksek korelasyon katsayısı 0.04 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla makro değişkenler için oluşturulan Model 2'de içsellik sorununa rastlanılmadığı söylenebilmektedir.

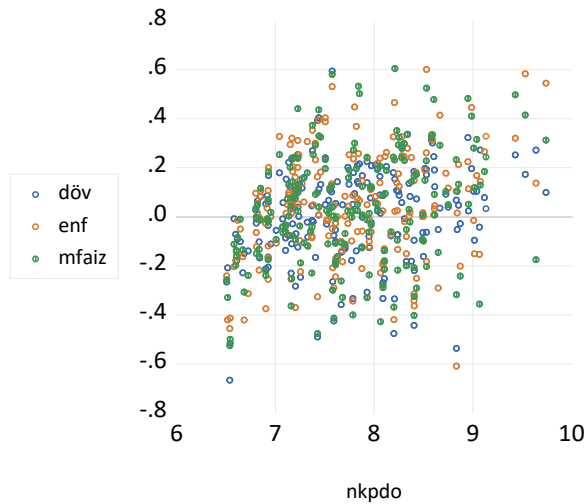
Çoklu doğrusal bağlantı sorunu korelasyon ve VIF testi tespit edilebilirken serpilme diyagramı sayesinde gözlenebilmektedir.

Aşağıda nakit kâr payı dağıtımına etki eden mikro ve makro faktörler için serpilme diyagramı verilmiştir;



Şekil 1. Model 1 Değişkenlerine Ait Serpilme Diyagramı

Şekil 1’de nakit kar payı dağıtım oranı ile mikro değişkenler arasındaki serpilme diyagramı verilmiştir. Grafik incelendiğinde dağınık bir dağılım olduğu görülmektedir. dağılımın negatif veya pozitif olduğunu söylemek mümkün değildir. Genel anlamıyla doğrusal bir ilişki yoktur yorumunu yapmak mümkündür.



Şekil 2. Model 2 Değişkenlerine Ait Serpilme Diyagramı

Şekil 2’de nakit kar payı dağıtım oranı ile makro değişkenler arasındaki serpilme diyagramı verilmiştir. grafik incelendiğinde dağınık bir dağılım olduğu

görülmektedir. dağılımın negatif veya pozitif olduğunu söylemek mümkün değildir. genel anlamıyla doğrusal bir ilişki yoktur yorumu yapmak mümkündür.

Tablo 10. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Değişkenler	Pesaran CD	
	İstatistik	Olasılık
Model 1	0.343627	0.7311
Model 2	27.27641	0.0000
NKPDO	40.74956	0.0000
BUY	40.74956	0.0000
FINK	13.19020	0.0000
LKDT	1.438853	0.1502
ROA	-0.412527	0.6800
VY	11.44608	0.0000
DK	2.783124	0.0054
ENF	11.87663	0.0000
MFAİZ	9.347243	0.0000

H_0 : Yatay kesit bağımlılığı yoktur. H_1 : Yatay kesit bağımlılığı vardır.

Yatay kesit bağımlılığı testinde alınmak istenen asıl sonuç, firmaların herhangi birinde oluşabilecek bir şokun diğer firmaları etkileyip etkilememesi durumudur. Yapılan çalışma sonucunda ortaya çıkan olasılık değeri 0.05'ten küçük ise H_0 reddedilecektir ve bu da panel veri analizine dâhil edilen değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığı olduğu sonucuna varılması anlamına gelmektedir. Analizde N(firma) boyutu T(zaman) boyutundan büyük olduğu için Pesaran (2004) CD testi uygulanmıştır. Model 1 analizi incelendiğinde olasılık değerinin 0.73 olduğu ve H_1 hipotezinin reddedildiği görülmektedir. Dolayısıyla model 1 için değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığına rastlanılmamıştır diyebilmekteyiz. Model 2 analizi incelendiğinde olasılık değeri 0.00 yani H_0 reddedilecektir. Dolayısıyla model 2 için değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığına rastlanılmıştır.

Çalışmada ayrı ayrı değişkenler incelendiğinde; NKPDO, BUY, FINK, VY, DK, ENF, MFAİZ değişkenlerinin olasılık değerleri kritik değer olan 0.05'ten küçük olduğu görülmektedir. Bu sebeple bu değişkenler arasında H_0 hipotezi reddedilerek

yatay kesit bağımlılığı sorunu olduğu anlamına gelmektedir. LKDT, ROA değişkenleri için aynı şeyi söylemek mümkün değildir. Bu değişkenlerin olasılık değeri kritik değer olan 0.05'ten büyüktür. Dolayısıyla H_1 hipotezi reddedilmektedir. Bu iki değişken için yatay kesit bağımlılığı sorunu yoktur diyebilmekteyiz.

Analizin devamında kullanılacak birim kök testleri yatay kesit bağımlılığı sonuçları dikkate alınarak seçilecektir. NKPDO, BUY, FINK, VY, DK, ENF, MFAİZ değişkenleri için yatay kesit bağımlılığı sorunu olduğu dikkate alınarak ikinci nesil birim kök testleri kullanılması uygun olacaktır. LKDT, ROA değişkenleri için yatay kesit bağımlılığı sorunu olmadığı dikkate alınarak birinci nesil birim kök testleri kullanılması uygun olacaktır.

Panel veri analizinde değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığa rastlanılmadığında durağanlık bazında uygulanacak birim kök testini belirleyebilmek adına öncelikle değişkenlere homojenlik testleri uygulanması gerekmektedir.

Tablo 11. Değişkenlerdeki Homojenliğin Test Edilmesi

Değişkenler	$\hat{\Delta}$	Olasılık Değeri	$\hat{\Delta}_{üz.}$	Olasılık Değeri
Model 1	1.797	0.036	2.979	0.001
Model 2	-0.835	0.798	-1.130	0.871
NKPDO	-0.097	0.539	-0.116	0.546
BUY	1.300	0.097	1.554	0.060
FINK	4.050	0.000	4.841	0.000
LKDT	1.896	0.029	2.267	0.012
ROA	2.179	0.015	2.605	0.005
VY	0.454	0.325	0.542	0.294
DK	-0.851	0.803	-1.018	0.846
ENF	-1.848	0.968	-2.208	0.986
MFAİZ	-1.346	0.911	-1.609	0.946

H_0 : Homojenlik vardır. H_1 : Homojenlik yoktur.

Yapılan çalışma sonucunda ortaya çıkan olasılık değeri 0.05'ten küçük ise H_0 reddedilecektir ve bu da panel veri analizine dâhil edilen değişkenler arasında homojenlik olmadığı çalışmanın heterojen olduğu sonucuna varılması anlamına gelmektedir. Yapmış olduğumuz delta testinde Model 1 analizi incelendiğinde olasılık değerinin 0.036 olduğu ve H_0 hipotezinin reddedildiği görülmektedir.

Dolayısıyla Model 1 için değişkenlerde homojenliğe rastlanılmadığı söylenebilir. Model 2 analizi incelendiğinde olasılık değeri 0.798 yani H_1 reddedilecektir. Sonuç olarak Model 2 için oluşturulan analizde homojenliğe rastlanıldığı anlaşılmaktadır.

Çalışmada ayrı ayrı değişkenler incelendiğinde; LKDT, ROA FINK, değişkenlerinin olasılık değerleri kritik değer olan 0.05'ten küçük olduğu görülmektedir. Bu sebeple bu değişkenler arasında H_0 hipotezi reddedilerek homojenlik olmadığı anlamına gelmektedir. NKPDO, BUY, VY, MFAİZ, DK, ENF, değişkenleri için aynı şeyi söylemek mümkün değildir. Bu değişkenlerin olasılık değeri kritik değer olan 0.05'ten büyüktür. Dolayısıyla H_1 hipotezi reddedilmektedir. Bu değişkenler için homojenlik vardır diyebilmekteyiz. Test sonuçları durağanlık bazında incelendiğinde yatay kesit bağımlılığı olmayan LKDT ve ROA değişkenlerinin aynı zamanda homojende olmadığı ortaya çıkmıştır. Bu durumda birinci nesil birim kök testi kullanılmasının uygun olacağı sonucuna varılmıştır.

Modelde yatay kesit bağımlılığı tespit edilen değişkenler için Pesaran (2007) tarafından geliştirilmiş olan CADF testi uygulanır. Bu test sayesinde modeldeki değişkenler durağan hale getirilir. CADF testinde yer alan istatistiklerin ortalaması alınır ve CIPS istatistik değerleri ve kritik değer sonuçlarına ulaşılır. Hesaplaması yapılan CIPS istatistik değerleri kritik değerden küçük ise H_0 hipotezi reddedilir ve bu durum modeldeki değişkende birim kök olmadığı anlamına gelir.

Model 1 analizi için yapmış olduğumuz CIPS birim kök testlerine ilişkin sonuçlara Tablo 12’de yer verilmiştir.

Tablo 12. Model 1 İçin CIPS Panel Veri Kök Testi Sabit ve Sabit/Trend

Sabit									
		NKPDO		BUY		FINK		VY	
İst.	t-ist	olas-d	t-ist	olas-d	t-ist	olas-d	t-ist	olas-d	
CIPS	-2.58	<0.05	-2.65	<0.01	-2.42	<0.05	-2.57	<0.05	
T.CIPS	-2.48	<0.05	-1.85	≥ 0.10	-2.31	<0.05	-2.56	<0.01	
Sabit / Trend									
		NKPDO		BUY		FINK		VY	
İst.	t-ist	olas-d	t-ist	olas-d	t-ist	olas-d	t-ist	olas-d	
CIPS	-6.69	<0.01	-4.29	<0.01	-1.76	≥ 0.10	-4.03	<0.01	
T.CIPS	-3.41	<0.01	-2.67	≥ 0.10	-1.76	≥ 0.10	-2.37	≥ 0.10	
Seviye	CIPS	T.CIPS (sabit)	CIPS	T. CIPS (sabit/trend)					
1%	-2.64	-2.56	-3.46	-3.20					
5%	-2.33	-2.29	-3.02	-2.78					
10%	-2.18	-2.15	-2.82	-2.73					

H_0 : Birim Kök Vardır. H_1 : Birim Kök Yoktur.

Model 1 analizi için hesaplanan CIPS test istatistik değerleri incelendiğinde, sabit modelde NKPDP, BUY, FINK, VY değişkenleri için H_0 hipotezi reddedilmiştir. Bu da sabit modelde yer alan değişkenlerin tamamında birim kök olmadığı anlamına gelmektedir. Sabit/trend modelde NKPDP, BUY, VY değişkenleri için H_0 hipotezi reddedilirken FINK değişkeni için H_1 hipotezi reddedilmektedir. Bu da FINK değişkeni için birim kök olduğu anlamına gelmektedir.

Model 2 analizi için yapmış olduğumuz CIPS birim kök testlerine ilişkin sonuçlar Tablo 13'te sunulmaktadır.

Tablo 13. Model 2 için CIPS panel veri kök testi sabit ve sabit/trend

Sabit						
DK.			ENF.		MFAİZ	
İst.	t-ist	olas-d	t-ist	olas-d	t-ist	olas-d
CIPS	-3.60	<0.01	-6.14	<0.01	-2.56	<0.05
T.CIPS	-3.25	<0.01	-3.39	<0.01	-2.53	<0.05
Sabit/Trend						
DK.			ENF.		MFAİZ	
İst.	t-ist	olas-d	t-ist	olas-d	t-ist	olas-d
CIPS	-28.58	<0.01	-5.42	<0.01	-2.79	>=0.10
T.CIPS	-4.03	<0.01	-2.90	<0.05	-2.55	>=0.10
Seviye	CIPS	T.CIPS(sabit)	CIPS	T.CIPS(sabit/trend)		
1%	-2.64	-2.56	-3.46	-3.20		
5%	-2.33	-2.29	-3.02	-2.78		
10%	-2.18	-2.15	-2.82	-2.73		

H_0 : Birim Kök Vardır. H_1 : Birim Kök Yoktur.

Model 2 analizi için hesaplanan CIPS test istatistik değerleri incelendiğinde, sabit modelde DK, ENF, MFAİZ değişkenleri için H_0 hipotezi reddedilmiştir. Bu da sabit modelde yer alan değişkenlerin tamamında birim kök olmadığı anlamına gelmektedir. Sabit/trend modelde DK, ENF, değişkenleri için H_0 hipotezi reddedilirken MFAİZ değişkeni için H_1 hipotezi reddedilmektedir. Bu da MFAİZ değişkeni için birim kök olduğu anlamına gelmektedir.

Yatay kesit bağımlılığı olmayan ve homojenlik testi sonucunda heterojen yapıya sahip olduğu tespit edilen LKDT ve ROA değişkenleri için Im, Pesaran, & Yongcheol (2003) testi ile değişkenlerin durağanlıkları sınanmaktadır. Söz konusu değişkenler için IPS birim kök test sonuçlarına Tablo 14'te yer verilmiştir.

Tablo 14. IPS birim kök test sonuçları

Sabit			
LKDT		ROA	
İst.	olas.d	İst.	olas.d
2.70	0.0035	2.38	0.0087
Sabit/Trend			
LKDT		ROA	
İst.	olas.d	İst.	olas.d
0.83	0.2023	1.48	0.0693

H_0 : Seri durağan değildir. H_1 : Seri durağandır

Tablo 14'te IPS testi sonuçları incelendiğinde, sabit model için LKDT ve ROA değişkenlerinin olasılık değerlerinin 0.05'ten küçük olduğu görülmektedir. H_0 hipotezi reddedilmiştir. Bu da birim kök olmadığı ve serilerin durağan olduğu anlamına gelmektedir. Sabit trend için LKDT ve ROA değişkenlerinin olasılık değerlerinin 0.05'ten büyük olduğu ve H_1 hipotezinin reddedildiği görülmektedir. Dolayısıyla birim kök vardır ve seriler durağan değildir.

F testi, LM (1980) ve Honda (1985) testleri ile model tahminlemede sabit etki, rassal etki ile havuzlanmış model arasından hangisinin kullanılacağına karar verilmiş ve modellerde grup, zaman etkilerinin varlığı sınanmıştır. Tahminleme modeli belirlendikten sonra otokolerasyon ile değişen varyans incelenmiştir. Analiz sonuçlarına Tablo 15'te yer verilmiştir.

Tablo 15. Model belirleme ve Diagnostik test sonuçları

Test	Model 1		Model 2	
	İstatistik	Olas.d.	İstatistik	Olas.d.
F-grup_sabit	10.46125	0.000000	233.4001	0.000000
F-zaman_sabit	1.027363	0.420306	26.98514	0.000000
F-iki yönlü_sabit	7.539066	0.000000	166.9915	0.000000
LM-grup_rassal	132.4109	0.000000	737.0033	0.000000
LM-zaman_rassal	0.656763	0.417705	0.006235	0.937064
LM-iki yönlü_rassal	133.0676	0.000000	737.0095	0.000000
Honda-grup_rassal	11.50699	0.000000	27.14780	0.000000
Honda-zaman_rassal	-0.810409	0.791148	-0.078960	0.531468
Honda-iki yönlü_rassal	7.563626	1.97E-14	19.14056	0.000000
Sabit Etkiler				
Değişen varyans				
LMh_sabit	59.54119	0.000005	-----	-----
Otokorelasyon				
LMp-ist	13.57396	0.000229	-----	-----
LMp*-ist	27.73162	0.000000	-----	-----
Durbin-Watson	1.258798		-----	-----
İki Yönlü Etkiler				
Değişen varyanst				
LMh_sabit	-----	-----	225.6995	0.000000
Otokorelasyon				
LMp-ist	-----	-----	47.32501	0.000000
LMp*-ist	-----	-----	72.54523	0.000000
Durbin-Watson	-----	-----	0.791342	

H₀: Otokolerasyon yoktur. H₀: Değişen varyans yoktur.

H₁: Otokolerasyon vardır. H₁: Değişen varyans vardır.

Model 1 için yapmış olduğumuz analiz sonuçları incelendiğinde, sabit etkiler modeli veya havuzlanmış model arasında seçim yapılabilmesi için F testi yapılmıştır. Test sonucuna göre sadece grup etkisinin olasılık değeri 0.05 ten küçük olması

sebebiyle, Model 1 analizinde yatay kesit etkisinin olduğu tek yönlü sabit etkiler modeli geçerli olarak kabul edilmiştir. Rassal etkiler modeli veya havuzlanmış model arasında seçim yapılabilmesi için LM ve Honda testleri uygulanmıştır. Test sonuçlarında göre sadece grup etkisinin olasılık değeri 0.05 ten küçük olması sebebiyle, Model 1 analizinde tek yönlü rassal etkiler modeli geçerli olarak kabul edilmiştir. Araştırmaya dâhil edilen dönem ve firmalar göz önünde bulundurulduğunda firma sayısı ve dönem uzunluğu belirli olduğu için tahminlemede sabit etkiler modeli seçilmesi çıkacak sonuç açısından daha tutarlı ve etkin olacağı düşünülmektedir (Topaloğlu & Akgüç, 2021:70).

Model 2 için yapmış olduğumuz analiz sonuçları incelendiğinde, sabit etkiler modeli veya havuzlanmış model arasında seçim yapılabilmesi için F testi yapılmıştır. Test sonucuna göre grup ve zaman etkisi bakıldığında olasılık değeri 0.05 ten küçük olması sebebiyle, Model 2 analizinde yatay kesit ve zaman etkisinin olduğu çift yönlü sabit etkiler modeli geçerli olarak kabul edilmiştir. Rassal etkiler modeli veya havuzlanmış model arasında seçim yapılabilmesi için LM ve Honda testleri uygulanmıştır. Test sonuçlarında göre sadece grup etkisinin olasılık değeri 0.05 ten küçük olması sebebiyle, Model 2 analizinde tek yönlü rassal etkiler modeli geçerli olarak kabul edilmiştir.

Sabit etkiler modeli temel alınarak hesaplanan otokorelasyon ve değişen varyans değerleri incelendiğinde LM olasılık değerinin, kritik değer olan 0.05'ten küçük olduğu görülmektedir. H_0 hipotezi reddedilmiştir. Bu da analizde değişen varyans sorununun olduğu anlamına gelmektedir. Otokorelasyon değerleri incelendiğinde, Baltagi ve Li (1991) LM ve Born ve Bretuing (2016) LM olasılık değerlerinin, kritik değer olan 0.05'ten küçük olduğu görülmektedir. H_0 hipotezi reddedilmiştir. Bu da analizde otokorelasyon sorununun olduğu anlamına gelmektedir. İncelemiş olduğumuz literatür çalışmalarına göre Durbin-Watson kritik değerinin 2 civarı olduğunu baz alırsak, yapmış olduğumuz analizdeki Durbin-Watson olasılık değerinin 1.258798 ile kritik değerinin altında olduğu görülmektedir. Bu durum otokorelasyon sorunu olduğu anlamına gelmektedir.

İki yönlü sabit etkiler modeli temel alınarak hesaplanan otokorelasyon ve değişen varyans değerleri incelendiğinde LM olasılık değerinin, kritik değer olan 0.05'ten küçük olduğu görülmektedir. H_0 hipotezi reddedilmiştir. Bu da analizde değişen varyans sorununun olduğu anlamına gelmektedir. Otokorelasyon değerleri

incelendiğinde, Baltagi & Li (1991) LM ve Born & Breitung (2016) LM olasılık değerlerinin, kritik değer olan 0.05'ten küçük olduğu görülmektedir. H_0 hipotezi reddedilmiştir. Bu da analizde otokorelasyon sorununun olduğu anlamına gelmektedir. İncelemiş olduğumuz literatür çalışmalarına göre Durbin-Watson kritik değerinin 2 civarı olduğunu baz alırsak, yapmış olduğumuz analizdeki Durbin-Watson olasılık değerinin 0.791342 ile kritik değer altında olduğu görülmektedir. Bu durum otokorelasyon sorunu olduğu anlamına gelmektedir.

Tablo 16'da nakit kâr payı dağıtım oranına etki eden mikro değişkenlere ilişkin yapmış olduğumuz Model 1 tahmin sonuçları verilmiştir.

Tablo 16. Model 1 tahmin sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Std. Hata	t-İstatistik	Olasılık.
BUY	1.072454	0.095003	11.28869	0.0000
FINK	-0.010220	0.002980	-3.429211	0.0028
LKDT	-0.045890	0.019880	-2.308282	0.0324
ROA	0.013011	0.003852	3.378019	0.0032
VY	-0.006710	0.003679	-1.823867	0.0839
C	-1.370947	0.869984	-1.575830	0.1316
Kök MSE	0.182383		R-kare	0.934569
Ort. Bağımlı Değ.	7.766502		Düzeltilmiş R-kare	0.925596
S.D. Bağımlı Değ.	0.714797		S.H Regresyon	0.194976
Akaike Bilgi Krit.	-0.315414		Öz. Kare Artık	6.652721
Schwarz Bilgi Krit.	0.096875		Log likelihood	56.54144
Hannan-Quinn Bilgi Krit.	-0.148567		F-ist.	104.1495
Durbin-Watson İst.	1.390937		Olasılık(F-ist.)	0.000000

Geliştirmiş olduğumuz modelde BIST SINAİ Endeksi'nde bulunan 20 şirketin 2011-2020 yıllarına ait verileri baz alınmıştır. Model 1'e ait tahmin sonuçları incelendiğinde, modelin tamamı için anlamlılığı temsil eden f istatistik olasılık değeri 0.05 seviyesinde anlamlıdır. Analize dâhil edilen bağımsız değişkenlerin, nakit kâr payı dağıtım oranına etki ettiği değişimin (R^2) %92.55'ini açıkladığı görülmektedir. Model 1 'de BUY, FINK, LKDT, ROA değişkenleri anlamlı sonuçlar vermiştir.

Nakit kâr payı dağıtım oranına en çok etki eden mikro değişkenin işletme büyüklüğü (BUY) olduğu tabloda görülmektedir. İşletme büyüklüğündeki 1 birim

değişim nakit kâr payı dağıtım oranında aynı yönde 1.07 birimlik pozitif etki yaratmaktadır. Finansal kaldıraç oranında (FINK) meydana gelen 1 birim değişim nakit kâr payı dağıtım oranında ters yönde 0.01 birim negatif etki yaratmaktadır. Likidite oranında (LKDT) 1 birim değişim nakit kâr payı dağıtım oranında ters yönde 0.04 birim negatif etki yaratmaktadır. Aktif karlılık oranında meydana gelen 1 birim değişim nakit kâr payı dağıtım oranında aynı yönde 0.01 birimlik pozitif etki yaratmaktadır. Varlık yapısı ve nakit kâr payı dağıtım oranı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Tablo 17’da nakit kâr payı dağıtım oranına etki eden makro değişkenlere ilişkin yapmış olduğumuz Model 2 tahmin sonuçları verilmiştir.

Tablo 17. Model 2 tahmin sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Std. Hata	t-İstatistik	Olasılık
DK	0.196411	0.108895	1.803667	0.0872
ENF	0.379549	0.098285	3.861719	0.0011
MFAİZ	0.498409	0.104325	4.777483	0.0001
C	7.738585	0.001124	6886.433	0.0000
Kök MSE	0.198580	R-kare		0.922432
Ort. Bağımlı Değ.	7.766502	Düzeltilmiş R-kare		0.912790
S.D. Bağımlı Değ.	0.714797	S.H Regresyon		0.211088
Akaike Bilgi Krit.	-0.165246	Öz. Kare Artık		7.886826
Schwarz Bilgi Krit.	0.214060	Log likelihood		39.52465
Hannan-Quinn Bilgi Krit.	-0.011747	F-ist.		95.67551
Durbin-Watson İst.	0.729443	Olasılık(F-ist.)		0.000000

Model 2’ye ait tahmin sonuçları incelendiğinde, modelin tamamı için anlamlılığı temsil eden f istatistik olasılık değeri 0.05 seviyesinde anlamlıdır. Analize dâhil edilen bağımsız değişkenlerin, nakit kâr payı dağıtım oranına etki ettiği değişimin (R^2) %91.27’ünü açıkladığı görülmektedir. Model 2 ‘de ENF ve MFAİZ değişkenleri anlamlı sonuçlar vermiştir.

Nakit kâr payı dağıtım oranına en çok etki eden makro değişkenin faiz (MFAİZ) olduğu tabloda görülmektedir. Faiz oranında 1 birim değişim nakit kâr payı dağıtım oranında aynı yönde 0.49 birimlik pozitif etki yaratmaktadır. Enflasyon

oranında (ENF) meydana gelen 1 birim değişim nakit kâr payı dağıtım oranında aynı yönde 0.37 birimlik pozitif etki yaratmaktadır. Döviz oranı ve nakit kâr payı dağıtım oranı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.



SONUÇ

Kâr, işletmenin belirli bir süre sonunda elde ettiği katkılı olmayan (net) gelirin toplamıdır. Yani şirketin belirli bir dönem sonunda kazandığı toplam gelir ile yaptığı toplam harcama arasındaki pozitif farktır. Kâr, yalnızca işletmenin ayakta kalması, büyümesi ve gelişmesi için gerekli bir araç değil, aynı zamanda mali yıl faaliyetlerini ölçmek ve kontrol etmek için de etkili bir araçtır. Ek olarak, bazı şirketler kârlarının bir kısmını dağıtarak çalışanları motive eder. Bu işlev sayesinde kâr, bir prim faktörü olarak da düşünülebilir. Görüldüğü üzere kar, iş dünyası, toplum ve ülke için hayati önem arz etmektedir

Kâr payı, şirket kazançlarının şirketin hissedarları arasında, orantılı olarak dağıtılması anlamına gelmektedir. Başka bir ifade ile kâr payı, bir işletmenin faaliyet dönemi sonunda kazandığı dönem net karından çıkarılması gereken yasal karşılıkları çıkardıktan sonra dağıttığı, her bir hisse sahibinin şirkete koyduğu sermayesine karşılık olarak kazandığı getiridir. Şirketler, hisse senetlerinin piyasa değerini artırmak veya korumak için ortaklarının beklentilerine göre belirli bir miktar kâr payı dağıtmakla yükümlüdür. Dağıtım nakit olarak veya yeni hisseler çıkarılıp, eski hissedarlara bedelsiz hisse dağıtılması şeklinde olabilir. Kâr dağıtımını şirketin geleceği için çok önemlidir. Bu, kâr dağıtımının şirket, hissedarlar ve yatırımcılar üzerindeki etkisine dayanmaktadır. Kâr payı dağıtımını, hissedarların ve yatırımcıların bir şirkete yatırım yapma kararını etkileyen faktörlerden biri olmakla birlikte, şirket için otofinansman meselesidir.

Firmalar ve yatırımcılar için Kâr payı dağıtım politikası oldukça önem arz etmektedir. Bu nedenle bu çalışma ile BIST SINAİ endeksinde bulunan firmalar üzerinde nakit kâr payı dağıtım politikalarının makro ve mikro belirleyicileri araştırılmıştır. Firmaların kâr payı dağıtımını konusunda karar alırken hangi faktörlerin bu kararlarını daha fazla etkilediği, bu etkilerin ne oranda olduğunu açıklamak amaçlanmıştır. Bu hususta literatür incelemesi yapılmış gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkeler ve ülkemiz de yapılan çalışmalar değerlendirilmiş, BIST SINAİ endeksindeki 20 şirketin 2011-2020 yılları arasındaki verileri araştırmaya konu edilmiştir.

Bu çalışma da BIST SINAİ Endeksinden seçilen şirketlerin mikro değişkenlerinin: işletme büyüklüğü (BUY), finansal kaldıraç (FINK), likidite oranı (LKDT), aktif karlılık oranı (ROA), varlık yapısı (VY) ve makro değişkenlerinin:

döviz kuru (DK), faiz oranı (MFAİZ), enflasyon (ENF) nakit kâr payı dağıtım oranına etkileri (NKPDO) incelenmektedir.

Analiz sonuçlarına göre, Nakit kâr payı dağıtım oranına en çok etki eden mikro değişkenin işletme büyüklüğüdür. İşletme büyüklüğündeki 1 birimlik değişim nakit kâr payı dağıtım oranında aynı yönde 1.07 birim pozitif etki yaratmaktadır. Bu da demek oluyor ki; bir işletme büyüdükçe daha fazla kâr payı dağıtma eğilimine girecektir. Büyük bir işletme küçük bir işletmeye göre daha fazla likidite varlığına sahiptir ve bu yüzden daha fazla kâr payı dağıtmaları olasıdır. Diğer bir değişle, küçük işletmeler daha az likidite düzeyiyle faaliyetlerini sürdürürken minimum riskle karşılaşmak isterler. Dolayısıyla küçük işletmeler, toplam varlıklarında azalmaya sebep olduğu için daha az kâr payı dağıtım eğilimine gireceklerdir. Bu kapsamda Literatür incelendiğinde, Lobo ve Zhou (2001), Ho (2003), Stacescu (2006), Al-Malkawi (2007), Kuzucu (2015) çalışmaları analiz sonucumuzu destekler nitelikte olduğu görülmektedir.

Finansal kaldıraç oranında (FINK) meydana gelen 1 birimlik değişim nakit kâr payı dağıtım oranında ters yönde 0.01 birimlik negatif etki yaratmaktadır. Finansal kaldıraç, finansal riski ölçmek ve faiz ve vergi öncesi kazançlardaki değişikliklerin hisse başına kazanç üzerindeki etkisini ölçmek için bir göstergedir. Finansal kaldıraç oranı toplam finansal borçların toplam varlıklara oranlanması ile hesaplanmaktadır. Bu da bize işletmenin sahip olduğu varlıkların ne kadarlık bir oranının kaynağının borçlar olduğunu bize göstermektedir. Bir işletmenin finansal kaldıraç oranı yüksek ise, gelirlerde artan bir dalgalanma, kâr payı politikalarını sürdürebilmek için ihtiyaç duyduğu kaynakların zaman zaman yetersiz olmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla işletme riske girmek istemeyecek ve dönem sonu karını dağıtmayarak işletme bünyesinde bırakma eğilimine girecektir. Literatür incelendiğinde, Baker ve Powell (2000), Stacescu (2006), Al-Malkawi (2007), Al-Kuwari (2009), Yıldız vd. (2014), Kuzucu (2015) çalışmaları analiz sonucumuzu destekler nitelikte olduğu görülmektedir.

Likidite oranında (LKDT) 1 birimlik değişim nakit kâr payı dağıtım oranında ters yönde 0.04 birimlik negatif etki yaratmaktadır. İşletmelerin bilançolarında bulunan yüksek oranda kârlar her zaman, işletmenin kâr payı ödemeye uygun mali duruma sahip olduğunu göstermemektedir. İşletmenin likidite durumu, bazen işletme karından bağımsız olabileceği gibi, bazen de yüksek kâra sahip olan işletmeler

likidite sorunu yaşayabilmektedir. Özellikle de işletmeler, enflasyon dönemlerinde faaliyetlerini sürdürebilmek için artan çalışma sermayesini de göz önünde bulundurarak, elde ettikleri yüksek karı, işletme bünyesinde tutma eğilimine girebilirler. Bu durumda işletme kâr payı ödemesi yaptığında, bilançodan nakit çıkışı olacağı için, işletmenin likidite durumu olumsuz etkilenecektir. Literatür incelendiğinde, Ooi (2001), Grullon vd. (2005), Chen vd. (2007), Hanlon vd. (2007), Al-Kuwari (2009), Gugler ve Yurtoğlu (2011), Braggion ve Moore (2011), Ali vd. (2015), Naceur vd. (2006) çalışmaları analiz sonucumuzu destekler nitelikte olduğu görülmektedir.

Aktif karlılık oranında (ROA) meydana gelen 1 birimlik değişim nakit kâr payı dağıtım oranında aynı yönde 0.01 birimlik pozitif etki yaratmaktadır. Aktif karlılık oranı işletmenin net kârının toplam varlıklarına oranlanması ile hesaplanır. Bu da bize işletmenin toplam varlıklarını ne oranda karlı kullanmış olduğunu bize göstermektedir. Karlılık, işletmenin faaliyetlerinin sürekliliği için finansman kaynağı olmakla birlikte, pay sahiplerinin refahının artırılmasında önemli bir faktördür. Bu sebeple yüksek kar oranlarına sahip işletmelerin, daha istikrarlı gelir düzeyi ve serbest nakit akışı elde ettikleri için, yüksek oranda kâr payı dağıtması beklenmektedir. Literatür incelendiğinde, Al Malkawi (2007), Yıldız vd. (2014) çalışmaları analiz sonucumuzu destekler nitelikte olduğu görülmektedir.

Nakit kâr payı dağıtım oranına en çok etki eden makro değişkenin faiz (MFAİZ) olduğu görülmektedir. Faiz oranında 1 birimlik değişim nakit kâr payı dağıtım oranında aynı yönde 0.49 birimlik pozitif etki yaratmaktadır. İşletmeler yatırımlarını finanse etmek için öncelikle iç kaynakları kullanmayı tercih etmektedirler. Fakat işletmenin yatırımlarını finanse etmek için yeteri kadar sermayesi bulunmuyorsa, söz konusu finansmanı dış kaynaklar aracılığıyla temin etmek durumunda kalacaktır. Bu durumda işletme, vade sonunda anapara ile borcun maliyetine katlanmakla yükümlüdür. İşletme yatırım kararı alırken, yatırım sonunda beklenen karı, faiz oranından yüksekse işletme yatırım yapmak isteyebilir ve beklenen durum gerçekleşirse katlandığı maliyete rağmen yüksek oranda kâr payı dağıtımını yapabilir.

Enflasyon oranında (ENF) meydana gelen 1 birimlik artış nakit kâr payı dağıtım oranında aynı yönde 0.37 birimlik pozitif etki yaratmaktadır. Enflasyon bir işletmenin çalışma sermayesine olan ihtiyacını yükseltmektedir. Bu sebeple

işletmeler enflasyon dönemlerini dikkate alarak, bir sonraki yılda oluşacak çalışma sermayesi maliyetini de hesaplayıp kâr payı dağıtım planı yapmaktadırlar. Enflasyonist ortamda yapılan kâr payı dağıtımını işletme sermayesinin zayıflamasına neden olduğu gibi, diğer yandan enflasyonist dönemde kar payı dağıtımını yapmayan işletmeler, bünyelerinde tuttukları paranın satın alma değeri düşeceğinden zarara uğrayacaklardır. Sonuç olarak enflasyon oranı arttıkça nakit kar payı dağıtım oranı artacaktır. Literatür incelendiğinde, Basse (2009), Basse T. & Reddemann (2011), Mirbagherijam (2014) çalışmaları analiz sonucumuzu destekler nitelikte olduğu görülmektedir. Döviz oranı ve varlık yapısı ile nakit kâr payı dağıtım oranı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Sonuç olarak çalışma kapsamında, işletme büyüklüğü, finansal kaldıraç, aktif karlılık, likidite, faiz ve enflasyon değişkenlerinin firmaların kâr payı dağıtım oranına etki ettikleri, döviz kuru ve varlık yapısı değişkenlerinin ise etki etmedikleri tespit edilmiştir.

Literatür incelendiğinde Türkiye’de nakit kâr payı dağıtım politikalarının makro ve mikro belirleyicileri üzerine yapılan çalışmaların sınırlı olduğu gözlemlenmiştir. Literatürde daha mikro değişkenler üzerinde durulduğu ve mikro değişkenler üzerindeki etkinin araştırıldığı gözlemlenmiştir. Bu çalışmada ise, mikro değişkenler olduğu gibi makro değişkenlerde ele alınmış ve nakit kâr payı dağıtım üzerindeki etkileri araştırıldığı görülmüştür. Çalışma bu özelliği ile literatürdeki benzer diğer çalışmalardan ayrılmaktadır. Ayrıca çalışma sonucunda ortaya konan veriler sayesinde, firmaların nakit kâr payı dağıtım politikalarını daha etkin bir şekilde yönetebileceği düşünülmektedir. İlerleyen süreçte farklı sektör, dönem, ülkeler araştırmaya dâhil edilebilir. Farklı ekonometrik yöntemler ile araştırma geliştirilebilir.

KAYNAKÇA

- Adaoğlu, C. (2000). Instability in the Dividend Policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations: Evidence from An Emerging Market. *Emerging Markets Review, 1*.
- Ahmed, H., & Javid, A. Y. (2009). The Determinants of Dividend Policy in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics(29)*.
- Akbulut, O. Y. (2020). Finansal Performans ve Pay Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Çok Kriterli Karar Verme Teknikleriyle Analiz Edilmesi: BIST İmalat Sanayi Alt Sektörlerinde Ampirik Bir Uygulama. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finans Bilim Dalı.
- Akgüç, O. (2013). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Yayınları.
- Aksoy, A., & Yalçiner, K. (2005). *işletme sermayesi yönetimi*. Ankara: Gazi kitapevi.
- Akyol, E. (2007). Temsil Sorunu ve Temettü Politikası Arasındaki İlişkiyi Test Etmeye Yönelik Olarak Türkiye Üzerine Bir Araştırma . *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, 71. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ali, A., Sharif, I., & Jan, F. A. (2015). Effect of Dividend Policy on Stock Prices. *Journal Of Management Info, 6(1)*, 55-85.
- Al-Kuwari, D. (2009). Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges. *Global Economy & Finance Journal., 2*, 38-63.
- Allen, F., & Michaely, R. (2002). *Payout Policy* . Wharton: Financial Institutions.
- 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)*.
- Altaş, S. (2014). Sermaye Şirketleri Tarafından İntifa Senedi Çıkarılması. *Bankacılar Dergisi, 25(89)*, 87.
- Ang, J. S., & Peterson, D. R. (1985). Return, Risk and Yield: Evidence from Ex- ante Data . *The Journal of Finance, 40*, 537-548.
- Ataman, Ü., & Kibar, H. (1999). *Hisse Senetlerinin Gerçek Değeri Hesaplanması*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.

- Aydın, N., Başar, M., Coşkun, M., Ceylan, A., & Başar, M. (2005). Eskişehir: Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Baker, H. K. (2009). Dividends and dividend policy. J. W. Sons. içinde
- Baker, H. K., & Powell, G. E. (2000). *Determinants of corporate dividend policy: a survey of NYSE firms*. Financial Practice and education.
- Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate Dividend Policy Revisited . *Managerial Finance*, 41(2), 126-144.
- Baker, H. K., Powell, G. E., & Veit, H. T. (2002). Revisiting the Dividend Puzzle. Do all of the pieces now fit? . *Review of Financial Economics*, 11(4), 249-252.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley and Sons Ltd.
- Baltagi, B. H., & Li, Q. (1991). A Joint Test For Serial Correlation And Random Individual Effects. *Statistics and Probability Letters*, 11(3).
- Barth, M., Beaver, W., Hand, J. M., & Landsman, W. R. (1999). *Accruals, Cash Flows, and Equity Values*. Review of Accounting Studies.
- Basse, T. &. (2011). Inflation and The Dividend Policy of US Firms. *Managerial Finance*, 31(1), 34-46.
- Basse, T. (2009). Dividend Policy and Inflation in Australia: Results from Cointegration Tests. *International Journal of Business and Management*, 4(6), 13-16.
- Belkayalı, N. (2004). Temettü dağıtım şekillerinin firma değerine etkisi ve İMKB 100 endeksindeki firmalar üzerine bir inceleme. *Yüksek Lisans Tezi*, 118. Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2007). *Corporate Finance* (Cilt Pearson International Edition). 1. Baskı:Pearson Edison Wesley.
- Besley, S., & Brigham, E. F. (2008). *Essentials of managerial finance* (14th b.). Mason, OH : Thomson/South-western.
- Bolak, M. (1988). *İşletme Finansı* (1. baskı b.). İstanbul: Birsen Yayınevi.
- Bolak, M. (2014). *İşletme Finansı*. İstanbul,: Birsen Yayınevi,.
- Born, B., & Breitung, J. (2016). Testing For Serial Correlation In Fixed-Effects Panel Data Models. *Econometric Reviews*, 35(7).

- Bostancı, F. (2017). Kâr Dağıtım Kararının Belirleyicileri: Borsa İstanbul şirketleri üzerine dinamik panel veri analizi . *Yayımlanmamış Doktora Tezi*. Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Braggion, F., & Moore, L. (2011). Dividend policies in an unregulated market: The London Stock Exchange. *Review of Financial Studies*, 24(9), 2935-2973.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Mohanty, P. (2012). *Principles of corporate finance*. Tata McGraw-Hill Education.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2014). *Fundamentals of Financial Management*, 8th Edition. *Cengage Learning*, 517.
- Brown, J. R., Liang, N., & Weisbenner, S. (2007). Executive Financial Incentives and Payout Policy: firm Responses to the 2003 Dividend Tax Cut. 52(4), 1963.
- Bülbül, D. (2003). Kâr Ortaklara Dağıtılmayıp Sermayeye İlave Edilirse Vergilendirilir Mi? *Mali Çözüm Dergisi*(65), 1-4.
- Ceylan, A. (2003). *İşletmelerde Finansal Yönetim (8.Baskı)*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Chambers, N. R. (2009). *Firma Değerlemesi*. İstanbul: Beta Basım Yayım.
- Chen, S., Shevlin, T., & Tong, Y. H. (2007). Does the pricing of financial reporting quality change around dividend changes? *Journal of Accounting Research*, 45(1), 1-40.
- Çetin, M. v. (2010). Sağlık Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: OECD Ülkeleri Üzerine Bir Panel Regresyon Analizi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 11(2), 171.
- Demir, Y. (2001). İşletmelerin Kar Payı Dağıtım Politikaları ve Firma Değerliliğinin Vergi Uygulamaları İle İlişkisine Teorik Bir Yaklaşım. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1), 56-57.
- Demirel, E. (2014). Temettü Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve BIST 30 Endeksinde Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*, 37. Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463.
- Elton, E. J., & Gruber, M. (1970). Marginal Stockholder Tax Rate and the Clientele Effect. 52(1), 73.

- Eraslan, M., & Koç, S. (2017). Kar payı ödemelerinin hisse başına kara etkisinin analizi: BIST çimento sektöründe bir uygulama. *Al-Farabi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(2).
- Erdaş, M. L. (2017). Kar Payı Dağıtım Politikasını Etkileyen İşletmelere Özgü Faktörlerin Belirlenmesi: Borsa İstanbul-30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Journal Of Life Economics*, 4(2), 51.
- Erdoğan, M. (1990). *İşletme finansmanı*. Dicle Üniversitesi, Diyarbakır Meslek Yüksekokulu.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). French, Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, 60(3), 43.
- Frankfurter, G., & Wood, B. G. (2003). *Dividend Policy: Theory and Practice*. USA: Elsevier Science.
- Gitman, L. J. (1991). *Principles of Managerial Finance* (Cilt 6th Edition). New York:Harper Collins Publisher.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-101.
- Gönenli, A. (1988). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. İstanbul: Yön Ajans.
- Gugler, K., & Yurtoglu, B. B. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 47(4), 731-758.
- 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.
- Gürsoy, C. T. (2012). *Finansal Yönetim İlkeleri* (2 b.). İstanbul: Beta Basım Yayım.
- Hanlon, M., Myers, J., & Shevlin, T. (2007). , “Are dividends informative about future earnings . *working paper*. Seattle, WA: University of Washington.
- Ho, H. (2003). Dividend Policies in Australia and Japan. *International Advances in Economic Research , Auditing & Finance*, 9(2).
- Horne, V. J., & Wachowicz, J. M. (2001). *Fundamentals Of Financial Management* (11th Edition). *Upper Saddle River N.J.: Prentice Hall*, 499.
- İleri, F. Ş. (2016). Nakit kar payı ödemesinin firma değeri üzerine etkisi: Türkiye' de otomotiv sektörü üzerine bir uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*, 21. Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Im, K., Pesaran, H., & Yongcheol, S. (2003). Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels . *Journal of Econometrics*.
- Inuwa Fodio, M. (2009). The Dividend Policy of Firms Quoted on the Nigerian Stock Exchange: An Empirical Analysis. *African Journal of Business Management*, 3(10).
- Jensen, M. C. (1986). *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers* (Cilt 76). American Economic Review.
- Juma'h, A. H., & Pacheco, C. J. (2008). The Financial Factors Influencing Cash Dividend Policy: A Sample of U.S. Manufacturing Companies. *Inter Metro Business Journal*, 4(2).
- Kaba, F. (2009). Kâr Payı Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama . *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. Sakarya: Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı.
- 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).
- Kaplanoğlu, E. (2005). Temettü Politikası Teorileri Ve İMKB'de Ampirik Bir Çalışma. *Yüksek Lisans Tezi*, 64. Denizli.
- Karaca, S. S. (2007). *Şirketlerin Kâr Dağıtım politikası ve Kâr Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir İnceleme*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Malatya: İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karalar, R. (2004). İşletmelerin Amaçları. *Genel İşletme* (s. 21). içinde Eskişehir: Anadolu Üniveritesi Yayını, No:1268.
- Kartal, M. T. (2017). Kar Dağıtım Politikası. *Finansal Yönetim: Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler* (s. 452). içinde Ankara: Seçkin Kitapevi.
- Karyağdı, N. (2014). *Tüm Yönleriyle Kar Dağıtımı*. İstanbul: Maliye Hesap Uzmanları Derneği.
- Kaya, A. (2014). Kar Payı Dağıtım Kararlarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*, 45. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Kaya, M. (2019). Türkiye'de Halka Açık İşletmelerde Temettü Dağıtım Kararını Etkileyen Faktörler. *Yüksek Lisans Tezi*, 14. İstanbul: Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kendirici, R. (2020). İşletmelerde Kar Dağıtım Politikalarını Etkileyen İşletmeye Özgü VE Makroekonomik Faktörlerin Belirlenmesi: Borsa İstanbul Temettü Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*, 4-5. Konya.
- Kırbaş, A. (2015). Temettü Duyurularının Hisse Senedi Getirilerine Olan Etkilerinin Analizi: Borsa İstanbul Şirketlerinde Bir Uygulama. *Doktora Tezi*, 65. Ankara: Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kuzucu, N. (2015). Determinants of Dividend Policy: A Panel Data Analysis for Turkish Listed Firms. *International Journal of Business and Management*, 10(11).
- Lease, R. C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U., & Sarig, O. H. (2000). *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*. Harvard Business School Press.
- Lerner, E. M., & Carleton, W. T. (1966). *A Theory of Financial Analysis*. New York: Harbrace Series.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 99-103.
- Lobo, J. G., & Zhou, J. (2001). Disclosure Quality and Earnings Management. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 8(1).
- Mahamoodally, A. H. (2017). The extent of financial crisis' impact on the dividend distribution behavior of selected listed financial sector firms: empirical evidence from the US, UK, and Turkey. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: Marmara Üniversitesi.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34(4), 429.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Mirbagherijam, M. (2014). Asymmetric Effect of Inflation on Dividend Policy of Iran's Stocks Market. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 4(2), 337-350.

- Moradi, M. M. (2010). Factors Affecting Dividend Policy: Empirical Evidence of Iran. *Poslovna Izvrnost Zagreb*, 4(1).
- Mucuk, İ. (2011). *Modern İşletmecilik* (17. Basım b.). İstanbul: Türkmen Yayıncılık.
- Myers, S. C., Marcus, A. J., & Brealey, R. A. (1997). *İşletme Finansının Temelleri*. (T. A. Ünal Bozkurt, Çev.) İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Ofer, A. R., & Siegel, D. R. (1987). Corporate financial policy, information, and market expectations: An empirical investigation of dividends. *The Journal of Finance*, 42(4), 890.
- Ooi, J. (2001). Dividend payout characteristics of UK property companies. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 7(2), 133-142.
- Özdemir, M. (1999). *Finansal Yönetim* (2. baskı b.). Türkmen Kitabevi.
- Özlu, H. (2020). Kâr Payı Dağıtım Politikası İle Büyüme Arasındaki İlişkinin Belirlenmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. 38. Aydın: Aydın Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne.
- Pesaran, H. (2007). A Simple Panel Unit Root Test in The Presence of Cross Section Dependence. *Journal of Applied Econometric*.
- Pesaran, M. H. (2004). General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels. *Journal of Financial Risk Management*, 8(2).
- Pettit, R. (1977). Taxes, transaction costs and the clientele effect of dividends. *Journal of Financial Economics*, 5(3), 420.
- Rozeff, M. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial*.
- Sabuncuoğlu, Z., & Tokol, T. (1997). *İşletme I-II*. Bursa: piramit yayınları.
- Sarıgüzel, A. (2019). Faiz Oranı Ve Döviz Kurlarındaki (Euro/Dolar) Değişiminin Banka Pay Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye'de Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama (2002-2018). 24. Sivas.
- Seyidoğlu, H. (2013). *Uluslararası Finans*. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Shastri, K., Copeland, T. E., & Weston, J. F. (2005). *Financial Theory And Corporate Policy*. New York: Pearson Addison Wesley.
- Solomon, E. (1971). *İşletme Finansı Teorisi*. (T. Var, Çev.) Ankara: ODTÜ.
- Stacescu, B. (2006). Dividend Policy in Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*, 20(2).

- Süsay, A. (2018). Kar Payı Dağıtım Politikası Ve Pay Fiyat Oynaklığı: BIST 100 Üzerinde Bir Uygulama. 31. Ankara.
- Tatoğlu, F. Y. (2018). *Panel Zaman Serileri Analizi: Stata Uygulamalı. Beta Basım Yayım.* İstanbul.
- Topaloğlu, E. E., & Akgüç, Z. (2021). Yatırım ve Finansman Politikalarının Finansal Performansa Etkisi: Borsa İstanbul Üzerine Ekonometrik Bir Araştırma. *Bulletın Of Economic Theory And Analysis*, 6(2), 70.
- Türko, R. M. (2002). *Finansal Yönetim.* İstanbul: Alfa Basım.
- Usta, Ö. (2002). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim.* İzmir: Anadolu Matbaacılık.
- Ünal, E. M. (2020). Temettü Dağıtım Politikalarının Finansal Performansa Etkisi: BIST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*, 34. İstanbul.
- Ünsal, N. (1998). İşletmelerde Temettü Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*, 63. Niğde: Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Von Steiger, F. (1968). *İsviçre'de Anonim Şirketler Hukuku* (3.baskı b.). (T. Çağa, Çev.) İstanbul.
- Wiemer, J., & Diel, S. (2008). Strategies for share buybacks. *Journal of Corporate Treasury Management*, 1(4), 299.
- Yıldız, B., Gökbulut, R., & Korkmaz, T. (2014). Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: BIST Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*(10), 269.
- Yüksel, A. S. (1982). *Para Bulma ve Yatırım.* İstanbul: Ar Basım-Yayım A.Ş.

EK

NKPDO Değişkeni İçin ADF Testi Sonucu (Sabit)

Test sonuçları:

İşletme adı	ADF gec.	CADF		T.CADF	
		t-ist	Olas.d.	t-ist.	Olas.d.
ADEL	1	-0.92684	>=.10	-0.92684	>=0.10
AEFES	1	-8.27143	<0.01	-6.19000	<0.01
AKCNS	0	-0.80152	>=.10	-0.80152	>=0.10
AKSA	1	-0.74023	>=.10	-0.74023	>=0.10
ALCAR	1	-1.73782	>=.10	-1.73782	>=0.10
ALKIM	0	-3.87300	<0.10	-3.87300	<0.10
AYGAZ	1	-2.24584	>=.10	-2.24584	>=0.10
CCOLA	0	-1.19292	>=.10	-1.19292	>=0.10
EGEEN	1	-2.34425	>=.10	-2.34425	>=0.10
ERBOS	1	-2.20238	>=.10	-2.20238	>=0.10
EREGL	1	-2.52379	>=.10	-2.52379	>=0.10
FMIZP	0	-5.22212	<0.05	-5.22212	<0.05
FROTO	1	-5.89017	<0.01	-5.89017	<0.01
GENTS	0	-2.54576	>=.10	-2.54576	>=0.10
NUHCM	0	-1.47102	>=.10	-1.47102	>=0.10
OTKAR	1	-1.57655	>=.10	-1.57655	>=0.10
PETUN	1	-2.90045	>=.10	-2.90045	>=0.10
PNSUT	0	-1.77248	>=.10	-1.77248	>=0.10
SARKY	1	-2.76987	>=.10	-2.76987	>=0.10
TOASO	1	-0.62333	>=.10	-0.62333	>=0.10

Kritik değerler:

Level	CADF	Trunc. CADF
1%	-5.78	-5.78
5%	-3.94	-3.94
10%	-3.24	-3.24

NKPDO Değişkeni İçin ADF Testi Sonucu (Sabit ve Trend)

Test sonuçları:

İşletme adı	ADF gec.	CADF		T. CADF	
		t-ist	Olas.d.	t-ist.	Olas.d.
ADEL	1	-2.36023	>=.10	-2.36023	>=.10
AEFES	1	-5.87393	<0.05	-5.87393	<0.05
AKCNS	0	-1.55143	>=.10	-1.55143	>=.10
AKSA	1	-31.78615	<0.01	-6.42000	<0.01
ALCAR	1	-4.27736	<0.10	-4.27736	<0.10
ALKIM	1	0.08368	>=.10	0.08368	>=.10
AYGAZ	1	-6.99549	<0.05	-6.42000	<0.01
CCOLA	1	-40.52664	<0.01	-6.42000	<0.01
EGEEN	1	-8.81075	<0.01	-6.42000	<0.01
ERBOS	1	-0.66375	>=.10	-0.66375	>=.10
EREGL	1	-3.60176	>=.10	-3.60176	>=.10
FMIZP	1	-8.89227	<0.01	-6.42000	<0.01
FROTO	1	-7.22302	<0.05	-6.42000	<0.01
GENTS	1	-3.03877	>=.10	-3.03877	>=.10
NUHCM	1	1.61088	>=.10	1.61088	>=.10
OTKAR	1	-0.92268	>=.10	-0.92268	>=.10
PETUN	1	-5.34304	<0.05	-5.34304	<0.05
PNSUT	0	-1.65886	>=.10	-1.65886	>=.10
SARKY	1	-0.78805	>=.10	-0.78805	>=.10
TOASO	1	-1.26295	>=.10	-1.26295	>=.10

Kritik değerler:

Level	CADF	Trunc. CADF
1%	-7.50	-6.40
5%	-4.89	-4.89
10%	-3.99	-3.99

BUY Değişkeni İçin ADF Testi Sonucu (Sabit)

Test sonuçları:

İşletme adı	ADF gec.	CADF		T. CADF	
		t-ist.	Olas.d.	t-ist.	Olas.d.
ADEL	1	-1.53418	>=.10	-1.53418	>=0.10
AEFES	1	-4.34962	<0.05	-4.34962	<0.05
AKCNS	1	-1.61630	>=.10	-1.61630	>=0.10
AKSA	1	-2.25605	>=.10	-2.25605	>=0.10
ALCAR	1	-1.22507	>=.10	-1.22507	>=0.10
ALKIM	0	-0.26522	>=.10	-0.26522	>=0.10
AYGAZ	1	0.95657	>=.10	0.95657	>=0.10
CCOLA	1	0.39489	>=.10	0.39489	>=0.10
EGEEN	1	-2.52484	>=.10	-2.52484	>=0.10
ERBOS	1	-1.63075	>=.10	-1.63075	>=0.10
EREGL	1	0.23111	>=.10	0.23111	>=0.10
FMIZP	1	-1.81146	>=.10	-1.81146	>=0.10
FROTO	1	-3.81486	<0.10	-3.81486	<0.10
GENTS	0	-1.66851	>=.10	-1.66851	>=0.10
NUHCM	1	-1.37224	>=.10	-1.37224	>=0.10
OTKAR	1	-4.74291	<0.05	-4.74291	<0.05
PETUN	1	0.28304	>=.10	0.28304	>=0.10
PNSUT	1	-1.23602	>=.10	-1.23602	>=0.10
SARKY	1	-2.65493	>=.10	-2.65493	>=0.10
TOASO	1	-22.19856	<0.01	-6.19000	<0.01

Kritik değerler:

Level	CADF	Trunc. CADF
1%	-5.78	-5.78
5%	-3.94	-3.94
10%	-3.24	-3.24

BUY Değişkeni İçin ADF Testi Sonucu (Sabit ve Trend)

Test sonuçları:

İşletme adı	ADF gec.	CADF		T. CADF	
		t-ist	Olas.d.	t-ist.	Olas.d.
ADEL	1	-7.51843	<0.01	-6.42000	<0.01
AEFES	1	-3.21326	>=.10	-3.21326	>=0.10
AKCNS	1	-47.07743	<0.01	-6.42000	<0.01
AKSA	1	-1.00501	>=.10	-1.00501	>=0.10
ALCAR	1	-0.29061	>=.10	-0.29061	>=0.10
ALKIM	0	-0.33236	>=.10	-0.33236	>=0.10
AYGAZ	1	0.00828	>=.10	0.00828	>=0.10
CCOLA	1	-1.36509	>=.10	-1.36509	>=0.10
EGEEN	0	-5.25537	<0.05	-5.25537	<0.05
ERBOS	1	3.03381	>=.10	-6.42000	<0.01
EREGL	1	-2.23109	>=.10	-2.23109	>=0.10
FMIZP	1	-1.19750	>=.10	-1.19750	>=0.10
FROTO	1	-1.08572	>=.10	-1.08572	>=0.10
GENTS	0	-0.87161	>=.10	-0.87161	>=0.10
NUHCM	1	2.48186	>=.10	-6.42000	<0.01
OTKAR	1	-2.41937	>=.10	-2.41937	>=0.10
PETUN	1	-1.22219	>=.10	-1.22219	>=0.10
PNSUT	1	-0.78728	>=.10	-0.78728	>=0.10
SARKY	1	-0.12631	>=.10	-0.12631	>=0.10
TOASO	1	-15.39316	<0.01	-6.42000	<0.01

Kritik değerler:

Level	CADF	Trunc. CADF
1%	-7.50	-6.40
5%	-4.89	-4.89
10%	-3.99	-3.99

FINK Değişkeni İçin ADF Testi Sonucu (Sabit)

Test sonuçları:

İşletme adı	ADF gec.	CADF		T. CADF	
		t-ist	Olas.d.	t-ist.	Olas.d.
ADEL	0	-1.15896	>=.10	-1.15896	>=0.10
AEFES	0	-4.62660	<0.05	-4.62660	<0.05
AKCNS	0	-3.22716	>=.10	-3.22716	>=0.10
AKSA	1	-8.26272	<0.01	-6.19000	<0.01
ALCAR	0	-2.32571	>=.10	-2.32571	>=0.10
ALKIM	0	-1.86483	>=.10	-1.86483	>=0.10
AYGAZ	1	-5.71809	<0.05	-5.71809	<0.05
CCOLA	1	0.57961	>=.10	0.57961	>=0.10
EGEEN	0	-1.67405	>=.10	-1.67405	>=0.10
ERBOS	1	1.79814	>=.10	1.79814	>=0.10
EREGL	0	-0.87717	>=.10	-0.87717	>=0.10
FMIZP	1	-0.69340	>=.10	-0.69340	>=0.10
FROTO	1	-3.26889	<0.10	-3.26889	<0.10
GENTS	1	-4.61351	<0.05	-4.61351	<0.05
NUHCM	1	-1.68579	>=.10	-1.68579	>=0.10
OTKAR	1	-1.39951	>=.10	-1.39951	>=0.10
PETUN	1	-2.05959	>=.10	-2.05959	>=0.10
PNSUT	0	-0.49745	>=.10	-0.49745	>=0.10
SARKY	1	-2.14457	>=.10	-2.14457	>=0.10
TOASO	0	-4.63072	<0.05	-4.63072	<0.05

Kritik değerler:

Level	CADF	Trunc. CADF
1%	-5.78	-5.78
5%	-3.94	-3.94
10%	-3.24	-3.24

FINK Değişkeni İçin ADF Testi Sonucu (Sabit ve Trend)

Test sonuçları:

İşletme adı	ADF gec.	CADF		T. CADF	
		t-ist	Olas.d.	t-ist.	Olas.d.
ADEL	1	-1.75754	>=.10	-1.75754	>=0.10
AEFES	1	-2.22902	>=.10	-2.22902	>=0.10
AKCNS	1	-1.80693	>=.10	-1.80693	>=0.10
AKSA	1	-4.22849	<0.10	-4.22849	<0.10
ALCAR	0	-2.79063	>=.10	-2.79063	>=0.10
ALKIM	1	-0.86330	>=.10	-0.86330	>=0.10
AYGAZ	1	-0.75413	>=.10	-0.75413	>=0.10
CCOLA	1	-0.67918	>=.10	-0.67918	>=0.10
EGEEN	1	-1.97770	>=.10	-1.97770	>=0.10
ERBOS	1	-0.37738	>=.10	-0.37738	>=0.10
EREGL	0	-1.09609	>=.10	-1.09609	>=0.10
FMIZP	1	-2.43473	>=.10	-2.43473	>=0.10
FROTO	1	-0.10214	>=.10	-0.10214	>=0.10
GENTS	1	-3.73280	>=.10	-3.73280	>=0.10
NUHCM	0	-2.54451	>=.10	-2.54451	>=0.10
OTKAR	1	0.17298	>=.10	0.17298	>=0.10
PETUN	1	-1.82342	>=.10	-1.82342	>=0.10
PNSUT	1	-1.64342	>=.10	-1.64342	>=0.10
SARKY	0	-2.59884	>=.10	-2.59884	>=0.10
TOASO	1	-2.05237	>=.10	-2.05237	>=0.10

Kritik değerler:

Level	CADF	Trunc. CADF
1%	-7.50	-6.40
5%	-4.89	-4.89
10%	-3.99	-3.99

VY Değişkeni İçin ADF Testi Sonucu (Sabit)

Test sonuçları:

İşletme adı	ADF gec.	CADF		T. CADF	
		t-ist	Olas.d.	t-ist.	Olas.d.
ADEL	0	-0.25744	>=.10	-0.25744	>=0.10
AEFES	1	-2.74675	>=.10	-2.74675	>=0.10
AKCNS	1	-4.82282	<0.05	-4.82282	<0.05
AKSA	1	-4.23155	<0.05	-4.23155	<0.05
ALCAR	0	-3.95364	<0.05	-3.95364	<0.05
ALKIM	1	-5.46039	<0.05	-5.46039	<0.05
AYGAZ	0	0.54534	>=.10	0.54534	>=0.10
CCOLA	0	-1.99760	>=.10	-1.99760	>=0.10
EGEEN	1	-2.32734	>=.10	-2.32734	>=0.10
ERBOS	1	-0.07920	>=.10	-0.07920	>=0.10
EREGL	1	-2.87742	>=.10	-2.87742	>=0.10
FMIZP	1	-1.32082	>=.10	-1.32082	>=0.10
FROTO	1	-2.84764	>=.10	-2.84764	>=0.10
GENTS	1	-6.32263	<0.01	-6.19000	<0.01
NUHCM	1	-2.32756	>=.10	-2.32756	>=0.10
OTKAR	1	-2.92318	>=.10	-2.92318	>=0.10
PETUN	0	-0.85111	>=.10	-0.85111	>=0.10
PNSUT	1	-1.77072	>=.10	-1.77072	>=0.10
SARKY	1	-1.94673	>=.10	-1.94673	>=0.10
TOASO	1	-2.93356	>=.10	-2.93356	>=0.10

Kritik değerler:

Level	CADF	Trunc. CADF
1%	-5.78	-5.78
5%	-3.94	-3.94
10%	-3.24	-3.24

VY Değişkeni İçin ADF Testi Sonucu (Sabit ve Trend)

Test sonuçları:

İşletme adı	ADF gec.	CADF		T. CADF	
		t-ist	Olas.d.	t-ist.	Olas.d.
ADEL	1	-35.03069	<0.01	-6.42000	<0.01
AEFES	1	0.24062	>=.10	0.24062	>=0.10
AKCNS	1	1.33840	>=.10	1.33840	>=0.10
AKSA	1	-1.91837	>=.10	-1.91837	>=0.10
ALCAR	1	-2.25258	>=.10	-2.25258	>=0.10
ALKIM	1	-3.13281	>=.10	-3.13281	>=0.10
AYGAZ	1	-0.41516	>=.10	-0.41516	>=0.10
CCOLA	0	-2.53406	>=.10	-2.53406	>=0.10
EGEEN	0	-4.47739	<0.10	-4.47739	<0.10
ERBOS	1	-0.74057	>=.10	-0.74057	>=0.10
EREGL	1	-11.05974	<0.01	-6.42000	<0.01
FMIZP	1	-2.05463	>=.10	-2.05463	>=0.10
FROTO	1	-0.97865	>=.10	-0.97865	>=0.10
GENTS	1	-2.58786	>=.10	-2.58786	>=0.10
NUHCM	1	-0.92721	>=.10	-0.92721	>=0.10
OTKAR	1	-1.12101	>=.10	-1.12101	>=0.10
PETUN	1	-3.58225	>=.10	-3.58225	>=0.10
PNSUT	1	-3.05592	>=.10	-3.05592	>=0.10
SARKY	1	-2.22175	>=.10	-2.22175	>=0.10
TOASO	1	-4.20422	<0.10	-4.20422	<0.10

Kritik değerler:

Level	CADF	Trunc. CADF
1%	-7.50	-6.40
5%	-4.89	-4.89
10%	-3.99	-3.99

LKDT Değişkeni İçin ADF Testi Sonucu (Sabit)

İşletme Adı	t-ist.	olas.	E(t)	E(Var)	Gec.	Max	
						Gec.	Göz.
ADEL	-1.5724	0.4551	-1.515	1.385	0	1	9
AEFES	-1.7558	0.3751	-1.515	1.385	0	1	9
AKCNS	-1.9661	0.2935	-1.515	1.385	0	1	9
AKSA	-2.3615	0.1755	-1.515	1.385	0	1	9
ALCAR	-0.6379	0.8140	-1.515	1.385	0	1	9
ALKIM	-4.9649	0.0064	-1.516	1.812	1	1	8
AYGAZ	-3.1393	0.0637	-1.516	1.812	1	1	8
CCOLA	-3.0199	0.0703	-1.515	1.385	0	1	9
EGEEN	-2.1607	0.2302	-1.516	1.812	1	1	8
ERBOS	-3.0667	0.0658	-1.515	1.385	0	1	9
EREGL	-2.4685	0.1550	-1.516	1.812	1	1	8
FMIZP	-0.3321	0.8781	-1.516	1.812	1	1	8
FROTO	-3.0512	0.0673	-1.515	1.385	0	1	9
GENTS	-1.2024	0.6223	-1.515	1.385	0	1	9
NUHCM	-2.4871	0.1482	-1.515	1.385	0	1	9
OTKAR	-2.4978	0.1462	-1.515	1.385	0	1	9
PETUN	-1.5751	0.4539	-1.515	1.385	0	1	9
PNSUT	-3.7675	0.0245	-1.515	1.385	0	1	9
SARKY	-1.6436	0.4234	-1.515	1.385	0	1	9
TOASO	-1.3641	0.5506	-1.515	1.385	0	1	9
Ort.	-2.2517		-1.515	1.492			

LKDT Değişkeni İçin ADF Testi Sonucu (Sabit ve Trend)

İşletme Adı	t-ist.	olas.	E(t)	E(Var)	Gec.	Max	
						Gec.	Göz.
ADEL	-4.7427	0.0302	-2.289	6.415	1	1	8
AEFES	-1.4530	0.7676	-2.225	3.677	0	1	9
AKCNS	-1.8892	0.5786	-2.225	3.677	0	1	9
AKSA	-2.6232	0.2835	-2.225	3.677	0	1	9
ALCAR	-3.4610	0.1180	-2.289	6.415	1	1	8
ALKIM	-3.9475	0.0690	-2.289	6.415	1	1	8
AYGAZ	-2.8341	0.2344	-2.289	6.415	1	1	8
CCOLA	-3.1153	0.1631	-2.225	3.677	0	1	9
EGEEN	-0.0200	0.9836	-2.225	3.677	0	1	9
ERBOS	-3.9868	0.0659	-2.289	6.415	1	1	8
EREGL	-1.7369	0.6515	-2.225	3.677	0	1	9
FMIZP	-4.7030	0.0315	-2.289	6.415	1	1	8
FROTO	-2.1673	0.4499	-2.225	3.677	0	1	9
GENTS	-6.0126	0.0085	-2.289	6.415	1	1	8
NUHCM	-2.3381	0.3780	-2.225	3.677	0	1	9
OTKAR	-3.7128	0.0799	-2.225	3.677	0	1	9
PETUN	-1.4616	0.7646	-2.225	3.677	0	1	9
PNSUT	-1.0541	0.8663	-2.289	6.415	1	1	8
SARKY	-0.8018	0.9204	-2.225	3.677	0	1	9
TOASO	-1.0968	0.8663	-2.225	3.677	0	1	9
Ort.	-2.6579		-2.251	4.773			

ROA Değişkeni İçin ADF Testi Sonucu (Sabit)

İşletme Adı	t-ist.	olas.	E(t)	E(Var)	Max		Göz.
					Gec.	Gec.	
ADEL	0.7139	0.9821	-1.516	1.812	1	1	8
AEFES	-2.1931	0.2198	-1.515	1.385	0	1	9
AKCNS	-1.3155	0.5725	-1.515	1.385	0	1	9
AKSA	-3.4716	0.0371	-1.515	1.385	0	1	9
ALCAR	-4.7085	0.0069	-1.515	1.385	0	1	9
ALKIM	0.0751	0.9421	-1.515	1.385	0	1	9
AYGAZ	-2.0356	0.2688	-1.516	1.812	1	1	8
CCOLA	-2.4463	0.1594	-1.516	1.812	1	1	8
EGEEN	-1.9430	0.3016	-1.515	1.385	0	1	9
ERBOS	-2.0524	0.2635	-1.515	1.385	0	1	9
EREGL	-2.4452	0.1596	-1.516	1.812	1	1	8
FMIZP	-2.1603	0.2295	-1.515	1.385	0	1	9
FROTO	-2.6668	0.1159	-1.515	1.385	0	1	9
GENTS	-5.7283	0.0020	-1.515	1.385	0	1	9
NUHCM	-2.1573	0.2304	-1.515	1.385	0	1	9
OTKAR	-2.1235	0.2411	-1.516	1.812	1	1	8
PETUN	-2.6810	0.1176	-1.516	1.812	1	1	8
PNSUT	-1.0343	0.6900	-1.515	1.385	0	1	9
SARKY	-2.5699	0.1325	-1.515	1.385	0	1	9
TOASO	-0.4397	0.8615	-1.515	1.385	0	1	9
Ort.	-2.1692		-1.515	1.513			

ROA Değişkeni İçin ADF Testi Sonucu (Sabit ve Trend)

İşletme Adı	t-ist.	olas.	E(t)	E(Var)	Gec.	Max	
						Gec.	Göz.
ADEL	-4.3511	0.0378	-2.225	3.677	0	0	9
AEFES	-2.5477	0.3069	-2.225	3.677	0	0	9
AKCNS	-1.6825	0.6750	-2.225	3.677	0	0	9
AKSA	-4.9239	0.0194	-2.225	3.677	0	0	9
ALCAR	-4.3346	0.0385	-2.225	3.677	0	0	9
ALKIM	-3.4235	0.1129	-2.225	3.677	0	0	9
AYGAZ	-0.9643	0.8915	-2.225	3.677	0	0	9
CCOLA	-1.6967	0.6689	-2.225	3.677	0	0	9
EGEEN	-1.6070	0.7084	-2.225	3.677	0	0	9
ERBOS	-2.2609	0.4113	-2.225	3.677	0	0	9
EREGL	-1.4624	0.7643	-2.225	3.677	0	0	9
FMIZP	-3.9711	0.0592	-2.225	3.677	0	0	9
FROTO	-2.0181	0.5172	-2.225	3.677	0	0	9
GENTS	-4.9107	0.0197	-2.225	3.677	0	0	9
NUHCM	-3.1719	0.1525	-2.225	3.677	0	0	9
OTKAR	-2.9035	0.2113	-2.225	3.677	0	0	9
PETUN	-1.5632	0.7269	-2.225	3.677	0	0	9
PNSUT	-2.1115	0.4740	-2.225	3.677	0	0	9
SARKY	-3.9155	0.0628	-2.225	3.677	0	0	9
TOASO	-3.3862	0.1184	-2.225	3.677	0	0	9
Ort.	-2.8603		-2.225	3.677			

DK. Değişkeni İçin ADF Testi Sonucu (Sabit)

Test sonuçları:

İşletme adı	ADF gec.	CADF		T. CADF	
		t-ist	Olas.d.	t-ist.	Olas.d.
ADEL	1	-0.80565	>=.10	-0.80565	>=0.10
AEFES	1	-2.01481	>=.10	-2.01481	>=0.10
AKCNS	0	-3.89281	<0.10	-3.89281	<0.10
AKSA	0	-2.71644	>=.10	-2.71644	>=0.10
ALCAR	0	-3.95354	<0.05	-3.95354	<0.05
ALKIM	1	-10.90656	<0.01	-6.19000	<0.01
AYGAZ	1	-1.56196	>=.10	-1.56196	>=0.10
CCOLA	0	-3.04338	>=.10	-3.04338	>=0.10
EGEEN	0	-4.41796	<0.05	-4.41796	<0.05
ERBOS	0	-0.94583	>=.10	-0.94583	>=0.10
EREGL	0	-3.01514	>=.10	-3.01514	>=0.10
FMIZP	1	-3.54334	<0.10	-3.54334	<0.10
FROTO	1	-8.46553	<0.01	-6.19000	<0.01
GENTS	1	-5.30684	<0.05	-5.30684	<0.05
NUHCM	1	-3.09578	>=.10	-3.09578	>=0.10
OTKAR	1	0.50042	>=.10	0.50042	>=0.10
PETUN	0	-2.58732	>=.10	-2.58732	>=0.10
PNSUT	0	-2.69133	>=.10	-2.69133	>=0.10
SARKY	1	-3.97871	<0.05	-3.97871	<0.05
TOASO	0	-5.51837	<0.05	-5.51837	<0.05

Kritik değerler:

Level	CADF	Trunc. CADF
1%	-5.78	-5.78
5%	-3.94	-3.94
10%	-3.24	-3.24

DK. Değişkeni İçin ADF Testi Sonucu (Sabit ve Trend)

Test sonuçları:

İşletme adı	ADF gec.	CADF		T. CADF	
		t-ist	Olas.d.	t-ist.	Olas.d.
ADEL	0	-34.88095	<0.01	-6.42000	<0.01
AEFES	1	-1.77447	>=.10	-1.77447	>=0.10
AKCNS	1	-2.71640	>=.10	-2.71640	>=0.10
AKSA	1	-2.25884	>=.10	-2.25884	>=0.10
ALCAR	0	-3.45191	>=.10	-3.45191	>=0.10
ALKIM	1	-10.66024	<0.01	-6.42000	<0.01
AYGAZ	1	-4.79055	<0.10	-4.79055	<0.10
CCOLA	1	-4.03823	<0.10	-4.03823	<0.10
EGEEN	1	-3.12556	>=.10	-3.12556	>=0.10
ERBOS	1	-2.74815	>=.10	-2.74815	>=0.10
EREGL	0	-2.71644	>=.10	-2.71644	>=0.10
FMIZP	1	-4.11399	<0.10	-4.11399	<0.10
FROTO	1	-10.16844	<0.01	-6.42000	<0.01
GENTS	1	-3.71728	>=.10	-3.71728	>=0.10
NUHCM	1	-470.69100	<0.01	-6.42000	<0.01
OTKAR	1	6.20264	>=.10	-6.42000	<0.01
PETUN	0	-2.31370	>=.10	-2.31370	>=0.10
PNSUT	0	-2.28114	>=.10	-2.28114	>=0.10
SARKY	1	-9.35824	<0.01	-6.42000	<0.01
TOASO	1	-2.10649	>=.10	-2.10649	>=0.10

Kritik değerler:

Level	CADF	Trunc. CADF
1%	-7.50	-6.40
5%	-4.89	-4.89
10%	-3.99	-3.99

ENF. Değişkeni İçin ADF Testi Sonucu (Sabit)

Test sonuçları:

İşletme adı	ADF gec.	CADF		T. CADF	
		t-ist	Olas.d.	t-ist.	Olas.d.
ADEL	1	-2.15094	>=.10	-2.15094	>=0.10
AEFES	1	-4.09516	<0.05	-4.09516	<0.05
AKCNS	1	-1.81979	>=.10	-1.81979	>=0.10
AKSA	0	-1.79376	>=.10	-1.79376	>=0.10
ALCAR	1	-17.52067	<0.01	-6.19000	<0.01
ALKIM	1	-2.48573	>=.10	-2.48573	>=0.10
AYGAZ	1	-3.88535	<0.10	-3.88535	<0.10
CCOLA	1	-49.46638	<0.01	-6.19000	<0.01
EGEEN	0	-3.75249	<0.10	-3.75249	<0.10
ERBOS	1	-1.66800	>=.10	-1.66800	>=0.10
EREGL	1	-2.57451	>=.10	-2.57451	>=0.10
FMIZP	1	-3.62442	<0.10	-3.62442	<0.10
FROTO	0	-1.96789	>=.10	-1.96789	>=0.10
GENTS	1	-4.46663	<0.05	-4.46663	<0.05
NUHCM	0	-2.93220	>=.10	-2.93220	>=0.10
OTKAR	1	-3.36157	<0.10	-3.36157	<0.10
PETUN	1	-6.39279	<0.01	-6.19000	<0.01
PNSUT	1	-1.28928	>=.10	-1.28928	>=0.10
SARKY	0	-4.11626	<0.05	-4.11626	<0.05
TOASO	1	-3.34097	<0.10	-3.34097	<0.10

Kritik değerler:

Level	CADF	Trunc. CADF
1%	-5.78	-5.78
5%	-3.94	-3.94
10%	-3.24	-3.24

ENF. Değişkeni İçin ADF Testi Sonucu (Sabit ve Trend)

Test sonuçları:

İşletme adı	ADF gec.	CADF		T. CADF	
		t-ist	Olas.d.	t-ist.	Olas.d.
ADEL	1	-0.75843	>=.10	-0.75843	>=0.10
AEFES	1	-2.55636	>=.10	-2.55636	>=0.10
AKCNS	0	-3.14092	>=.10	-3.14092	>=0.10
AKSA	1	-2.33048	>=.10	-2.33048	>=0.10
ALCAR	1	-14.25531	<0.01	-6.42000	<0.01
ALKIM	1	-3.11075	>=.10	-3.11075	>=0.10
AYGAZ	1	-3.47736	>=.10	-3.47736	>=0.10
CCOLA	1	-43.76418	<0.01	-6.42000	<0.01
EGEEN	0	-3.36543	>=.10	-3.36543	>=0.10
ERBOS	1	-0.56222	>=.10	-0.56222	>=0.10
EREGL	1	-1.94091	>=.10	-1.94091	>=0.10
FMIZP	1	-11.55531	<0.01	-6.42000	<0.01
FROTO	1	-3.60980	>=.10	-3.60980	>=0.10
GENTS	1	-3.09982	>=.10	-3.09982	>=0.10
NUHCM	1	-0.32904	>=.10	-0.32904	>=0.10
OTKAR	1	-1.88714	>=.10	-1.88714	>=0.10
PETUN	1	-4.44300	<0.10	-4.44300	<0.10
PNSUT	1	-0.54203	>=.10	-0.54203	>=0.10
SARKY	1	-1.52822	>=.10	-1.52822	>=0.10
TOASO	1	-2.17147	>=.10	-2.17147	>=0.10

Kritik değerler:

Level	CADF	Trunc. CADF
1%	-7.50	-6.40
5%	-4.89	-4.89
10%	-3.99	-3.99

MFAİZ Değişkeni İçin ADF Testi Sonucu (Sabit)

Test sonuçları:

İşletme adı	ADF gec.	CADF		T. CADF	
		t-ist	Olas.d.	t-ist.	Olas.d.
ADEL	0	-2.51626	>=.10	-2.51626	>=0.10
AEFES	1	-5.29011	<0.05	-5.29011	<0.05
AKCNS	1	-0.77118	>=.10	-0.77118	>=0.10
AKSA	0	-2.20192	>=.10	-2.20192	>=0.10
ALCAR	1	-1.58649	>=.10	-1.58649	>=0.10
ALKIM	1	-1.43326	>=.10	-1.43326	>=0.10
AYGAZ	1	-3.76793	<0.10	-3.76793	<0.10
CCOLA	0	-1.83316	>=.10	-1.83316	>=0.10
EGEEN	1	-2.00490	>=.10	-2.00490	>=0.10
ERBOS	1	-1.94090	>=.10	-1.94090	>=0.10
EREGL	1	-1.73363	>=.10	-1.73363	>=0.10
FMIZP	1	-2.99936	>=.10	-2.99936	>=0.10
FROTO	0	-2.23022	>=.10	-2.23022	>=0.10
GENTS	1	-2.92388	>=.10	-2.92388	>=0.10
NUHCM	0	-2.17669	>=.10	-2.17669	>=0.10
OTKAR	1	-6.73676	<0.01	-6.19000	<0.01
PETUN	1	-3.06230	>=.10	-3.06230	>=0.10
PNSUT	1	-1.68820	>=.10	-1.68820	>=0.10
SARKY	1	-1.66509	>=.10	-1.66509	>=0.10
TOASO	0	-2.67880	>=.10	-2.67880	>=0.10

Kritik değerler:

Level	CADF	Trunc. CADF
1%	-5.78	-5.78
5%	-3.94	-3.94
10%	-3.24	-3.24

MFAİZ Değişkeni İçin ADF Testi Sonucu (Sabit ve Trend)

Test sonuçları:

İşletme adı	ADF gec.	CADF		T. CADF	
		t-ist	Olas.d.	t-ist.	Olas.d.
ADEL	1	-1.08550	>=.10	-1.08550	>=0.10
AEFES	1	-4.29845	<0.10	-4.29845	<0.10
AKCNS	1	-0.60744	>=.10	-0.60744	>=0.10
AKSA	1	-1.03103	>=.10	-1.03103	>=0.10
ALCAR	0	-3.58287	>=.10	-3.58287	>=0.10
ALKIM	1	-3.60751	>=.10	-3.60751	>=0.10
AYGAZ	1	-2.38057	>=.10	-2.38057	>=0.10
CCOLA	1	-1.56541	>=.10	-1.56541	>=0.10
EGEEN	1	-2.06360	>=.10	-2.06360	>=0.10
ERBOS	0	-0.71936	>=.10	-0.71936	>=0.10
EREGL	1	-1.36390	>=.10	-1.36390	>=0.10
FMIZP	1	-1.03784	>=.10	-1.03784	>=0.10
FROTO	1	-8.99626	<0.01	-6.42000	<0.01
GENTS	1	-3.53682	>=.10	-3.53682	>=0.10
NUHCM	0	-2.00671	>=.10	-2.00671	>=0.10
OTKAR	1	-8.59982	<0.01	-6.42000	<0.01
PETUN	1	-5.14542	<0.05	-5.14542	<0.05
PNSUT	1	-0.17475	>=.10	-0.17475	>=0.10
SARKY	1	-1.11272	>=.10	-1.11272	>=0.10
TOASO	0	-2.89858	>=.10	-2.89858	>=0.10

Kritik değerler:

Level	CADF	Trunc. CADF
1%	-7.50	-6.40
5%	-4.89	-4.89
10%	-3.99	-3.99