



## SAHİPLİK YAPISININ KAR DAĞITIM KARARLARINA ETKİSİ: PANEL TOBİT YÖNTEMİYLE BİR ANALİZ

Koray ÖZVAR\*  
Ersan ERSOY\*\*

### Öz

Bu çalışmanın amacı sahiplik yapısındaki farklılıkların kar dağıtım kararları üzerine etkisini araştırmaktır. Çalışmada Borsa İstanbul'a kote 142 imalat sanayi şirketinin 2009-2014 dönemine ait verilerinden faydalanılmıştır. Analizlerde Rassal Etkili Panel Tobit yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada, Rozeff (1982), Easterbrook (1984) ve Jensen'in (1986) yaklaşımıyla uyumlu olarak sahiplik yoğunlaşması ile kar payı dağıtım oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca yabancı sahipliğin varlığı kar payı dağıtım oranını pozitif yönde etkilerden, halka açıklık oranının negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Aile sahipliğinin ise kar payı dağıtım oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Firmalarda karlılık oranının artması, borçlanma düzeyinin ise düşmesi kar payı dağıtım oranını yükseltmektedir. Bu sonuçlardan yola çıkarak, sahiplik yapısının kar dağıtım politikasını etkilediği söylenebilir.

**Anahtar Kelimeler:** Sahiplik Yapısı, Mülkiyet Yapısı, Temettü Politikası, Kar Dağıtım Politikası, Sahiplik Yoğunlaşması, Yabancı Sahiplik, Aile Sahipliği.

**Jel Kodları:** G32, G35, G39

## OWNERSHIP STRUCTURE AND DIVIDEND POLICY: A PANEL TOBIT ANALYSIS

### Abstract

This paper investigates the effect of differences in ownership structure on dividend payout policy. Our sample consists of 142 manufacturing industry firms listed on the Borsa Istanbul over the period 2009-2014. Panel Tobit model with random effect was used in the analyses. The results show that ownership concentration has a positive effect on the dividend payout in line with Rozeff (1982), Easterbrook (1984) and Jensen (1986). The presence of foreign ownership also affects dividend payout in the positive direction. In

\* Borsa Seans Uzmanı, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş., korayozvar@gmail.com

\*\* Doç. Dr., Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Bankacılık ve Finans Bölümü, ersoy1@yahoo.com

addition, we find that free float rate negatively affects the dividend yield whereas family ownership does not have a statistically significant effect on the dividend yield. Overall, it can be said that dividend payout policy is affected by ownership structure. Besides, companies with higher earnings and/or lower borrowings make higher dividend payout.

**Keywords:** Ownership Structure, Dividend Policy, Dividend Payout, Ownership Concentration, Foreign Ownership, Family Ownership.

**Jel Codes:** G32, G35, G39

## I. Giriş

Kar dağıtım politikası (temettü politikası); temel olarak firmaların faaliyetleri sonucunda elde ettikleri karın, ortaklara dağıtılıp dağıtılmayacağı, kar dağıtımını yapılacaksa, karın ne kadarının ne şekilde ortaklara dağıtılacağı, ne kadarının da firma bünyesinde bırakılacağı ile ilgili kararları kapsar. Ayrıca kar dağıtımını konusunda alınacak kararın, firmanın yatırım ve finansman gibi temel finansal karar alanları ile piyasa değerine etkisinin nasıl olacağını da içerir.

Sahiplik yapısı; dar anlamda öz kaynakların ortaklara oransal dağılımını ifade ederken, geniş anlamda hissedarların niteliksel özelliklerini (aile şirketi mi, yabancı ortağı var mı, şirket yönetimine kim hakim vs.), hissedarların yönetimle olan ilişkisini ve hissedarların şirket kontrolünü ellerinde bulundurup bulundurmadıklarını ifade etmektedir (Sayman, 2012).

İşletmelerin sahiplik yapıları incelendiğinde birbirinden farklı sahiplik yapılarının olduğu görülmektedir. Örneğin özkaynakların büyük kısmı bazı şirketlerde belirli bir aileye ait iken, bazı şirketler bir holdinge veya bir kurumsal yatırımcıya aittir. Bazı şirketlerin özkaynaklarının büyük bir kısmı devlete ait iken, bazı firmalarda yabancı bir kişi veya şirkete ait olmakta, bazı firmalarda ise halka açıklık oranının yüksek olması nedeniyle özkaynakların büyük kısmı geniş bir yatırımcı tabanına yayılmaktadır (Ersay ve Çetenak, 2015).

Finans literatüründe tartışılan konulardan biri de sahiplik yapısındaki farklılıkların, firma performansı, karlılık, yatırım kararları ve kar dağıtım kararları vb. üzerine etkisidir. Sahiplik yapısı ile ilgili tartışmaların, Berle ve Means'ın 1932 yılındaki çalışmasına kadar gittiği söylenebilir. Berle ve Means (1932), sahiplik yoğunlaşması ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki olduğunu ileri sürmüştür. Demsetz ve Lehn (1985) ise Berle ve Means'ın (1932) tersine sahiplik yoğunlaşmasındaki farklılıkların karlılık üzerinde bir etkisinin olmadığını tespit etmiştir.

Firmaların karlılık düzeyi, borçlanma düzeyi, gelecekteki yatırım hedefleri, yasalar, vergilendirme ve likidite durumu gibi kar dağıtım kararlarını etkileyen faktörlerden biri de sahiplik yapısıdır. Nitekim literatürde, kar dağıtım politikasının sahiplik yapısından etkilendiğini ortaya koyan birçok çalışma vardır. Kontrol gücünü elinde bulunduran ortakların niteliği (hakim ortağın aile bireyi, yönetim kurulu üyesi veya yönetici olması gibi), firmaların yönetimini etkileyerek kar dağıtım politikasının farklı biçimlerde şekillenmesine neden olabilecektir (Maury ve Pajuste,

2002). Mancinelli ve zkan'a (2006) göre, sahiplik yoğunlaşmasının olduğu firmalarda büyük hissedarlar kendi menfaatleri için kullanmak amacıyla, kendi kontrolleri altındaki serbest nakit miktarını artırma güdüsüne sahip olabileceklerdir. Dolayısıyla, sahiplik yoğunlaşmasının olmadığı yani dağınık sahiplik yapısına sahip firmalar ile karşılaştırıldığında, sahiplik yoğunlaşmasının olduğu firmalarda daha az temettü yapılmak suretiyle, daha fazla serbest nakit akımı tutulabileceklerdir.

Sahiplik yoğunlaşması, aile sahipliği, kurumsal sahiplik ve yabancı sahipliği gibi farklı sahiplik yapısı türlerinin temettye bakış açıları arasındaki farklılıklar, vergilendirme ve temsil maliyetlerini azaltma isteği gibi nedenler, farklı kar dağıtım politikalarının şekillenmesine neden olabilir. Bu çalışmanın amacı, sahiplik yapısındaki farklılıkların kar dağıtım kararları üzerine etkisini araştırmaktır. Çalışmada, sahiplik yoğunlaşmasının göstergesi olarak da kullanılan en büyük üç ortağın şirket sermayesindeki payı, yabancı sahiplik, aile sahipliği ve halka açıklık oranı olmak üzere dört farklı sahiplik yapısı unsurunun kar dağıtım kararlarına etkisi incelenmiştir. Analizlerde Rassal Etkili Panel Tobit Modeli kullanılmış olup, Borsa İstanbul'a kote 142 imalat sanayi şirketinin 2009-2014 dönemine ait verilerinden faydalanılmıştır. Türkiye zeline sahiplik yapısının kar dağıtım politikasına etkisini inceleyen az sayıda çalışma vardır. Bu çalışmanın, gerek konuyla ilgili teorik yaklaşımlar hakkında bilgi vermesi, gerekse kullanılan veri, yöntem ve değişkenler açısından farklılık yaratarak literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Çalışma 5 bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünü takip eden ikinci bölümde, sahiplik yapısı ile kar dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışan teorik yaklaşımlara ve literatürde yer alan çalışmalardan elde edilen bulgulara yer verilmiştir.. nc bölümde çalışmada kullanılan veriler ve metodoloji açıklanmıştır. Dördüncü bölümde çalışmadan elde edilen ampirik bulgular değerlendirilmiş, beşinci bölümde ise çalışmadan elde edilen sonuçlar sunulmuştur.

## 2. Ampirik ve Teorik Altyapı

Çalışmanın bu kısmında sahiplik yapısı ile kar dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışan yaklaşımlar ile literatürde yer alan çalışmalardan elde edilen bulgulara yer verilmiştir.

### 2.1. Sahiplik Yapısı - Kar Dağıtım Politikası İlişkisini Açıklayan Yaklaşımlar

Sahiplik yapısı hem yöneticiler ve hissedarlar arasında hem de hakim hissedarlar ile azınlık hissedarlar arasında temsil maliyetlerinin oluşmasına neden olmaktadır (Yılgör ve Yücel, 2012). Firmaların kar dağıtım politikalarının, firma ile ilgili menfaat sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklı temsil maliyetlerini azaltmada önemli bir role sahip olduğu literatürde tartışılmaktadır. Firmaların kar dağıtım politikalarının, beklenen temsil maliyetini azaltmada etkili olmakla birlikte, aynı zamanda sahiplik ve kontrol yapısına da bağlı olduğunu dikkate almak önemlidir. Bu nedenle firmaların sahiplik ve kontrol yapılarının kar dağıtım politikası üzerine etkisini araştıran birçok çalışma yapılmıştır (Mancinelli ve Ozkan, 2006). Ayrıca birçok çalışmada,

sahiplik yapısının kar dağıtım politikası üzerine etkisinin temsil maliyetleri ile de ilişkilendirilerek araştırıldığı görülmektedir.

Sahiplik yapısındaki hakim hissedarların türü (aile, yabancı vb), temsil maliyeti problemleri ve vergi gibi nedenler, kar payı dağıtımı konusunda farklı tercihlerin yapılmasına yol açabilecektir (Maury ve Pajuste, 2002). Short, Zhang ve Keasey (2002), sahiplik yapısının, vergilendirme, kar dağıtım politikasının temsil maliyetini azaltmada bir mekanizma olarak kullanılması ve sinyal etkisi olmak üzere üç farklı yoldan kar dağıtım politikasını etkileyebileceğini belirtmiştir.

Yatırımcıların farklı vergilendirme pozisyonlarına bağlı olarak farklı vergilendirme tercihlerinde bulunacak olmaları nedeniyle, firmaların kar dağıtım politikalarını vergilendirmeye dayanarak net bir biçimde açıklamak son derece zordur. Hissedarlar üç farklı gruba ayrılabilir. Birinci grup, temettü getirisini tercih edenler, ikinci grup temettü getirisi veya sermaye kazancı tercihi konusunda kayıtsız kalanlar (yatırım fonları gibi vergiden muaf yatırımcılar) ve üçüncü grup sermaye kazancını tercih edenlerdir (yabancı yatırımcılar) (Maury ve Pajuste, 2002). Firmalar elde ettikleri kar üzerinden kurumlar vergisi öderlerken, hissedarlar da elde ettikleri kar üzerinden girdikleri vergi dilimine göre gelir vergisi öderler. Bu durum, temettülerin temel olarak iki kez vergilendirilmesi anlamına gelir. Birincisi firmanın karı üzerinden ödenen kurumlar vergisi, ikincisi ise temettü gelirinden ödenen gelir vergisidir. Dolayısıyla yüksek vergi dilimince yer alan hissedarlar karın temettü olarak dağıtılmasındansa firmada bırakılmasını tercih edeceklerdir. Vergiden muaf hissedarlar ise karın temettü olarak dağıtılması veya firmada bırakılması tercihi konusunda kayıtsız kalacaklardır (Short, Zhang ve Keasey, 2002).

Temsil maliyeti teorisi kapsamında, Rozeff (1982), Easterbrook (1984) ve Jensen (1986) kar dağıtım politikasının temsil maliyetini azaltmada kullanılabileceğini ileri sürmüşlerdir. Rozeff (1982), maliyet minimizasyonu yaklaşımı vasıtasıyla firmaların temsil ve işlem maliyetlerinin toplamını minimum düzeye indiren optimal bir kar payı dağıtım oranının olduğunu göstermiştir. Rozeff'e (1982) göre, temettü ödemeleri temsil maliyetlerinin düşürülmesinde kullanılabilir, kar payı dağıtım oranı arttıkça temsil maliyetleri de azalır. Ayrıca, firma dışından yatırımcıların (outside shareholders) özkaynakların önemli bir kısmına sahip olması ve bu yatırımcıların sahipliklerinin dağınık olması durumunda, daha yüksek düzeyde temettü talep edileceği yönündeki hipotezi ile uyumlu sonuçlar elde etmiştir. Ayrıca çalışmasında, kar payı dağıtım oranının, firma içinden yatırımcılar (insider shareholders) tarafından sahip olunan hisse senetlerinin yüzdesinin negatif bir fonksiyonu olduğu, firmanın adi hisse senedi sahiplerinin sayısının ise pozitif bir fonksiyonu olduğu görülmüştür.

Easterbrook (1984), firmaların yeni kaynak bulmak için sermaye piyasalarına başvurmaları durumunda, sermaye piyasalarının gözetimine gireceklerini, bunun da yöneticilerin gözetim maliyetlerinin daha düşük bir düzeyde gerçekleşmesini sağlayacağını ileri sürmüştür. Kar payı dağıtım oranının artırılması halinde, yöneticiler ihtiyaç duyulan kaynakları karşılamak için sermaye piyasalarına daha sık başvurmak zorunda kalacaklar ve dolayısıyla yöneticiler sermaye piyasası tarafından daha sık ve etkin bir şekilde denetlenecekler, izleneceklerdir. Ayrıca yöneticiler, sermaye piyasası tarafından daha fazla gözetim altında olacakları için risk almada daha dikkatli davranmak zorunda kalacaklardır. Sermaye piyasaları tarafından daha etkin bir şekilde

izlenmeleri ve gözetim altında tutulmaları, yöneticilerin hissedarların çıkarlarına zarar verecek kararlar verme olasılıklarını ve dolayısıyla temsil maliyetlerinin azalmasını sağlayacaktır. Ayrıca yöneticiler, sermaye piyasalarında yeni çıkaracakları menkul kıymetlerin daha yüksek bir fiyat-tan işlem görmesini sağlayabilmek için temsil maliyetlerinin azaltılması noktasında daha yüksek bir güdüye sahip olacaklardır.

Jensen (1986), yöneticilerin temettü ödemesi yapmak yerine fonların firma bünyesinde bırakılması yönünde bir tercihte bulunacaklarını ileri sürmüştür. nemli miktarda serbest nakit akımına sahip bir yöneticinin, bu fonların temettü ödemelerini artırmak için kullanmaması durumunda, düşük getirili yatırım projelerinde veya gereksiz harcamalarda kullanabileceğini ifade etmiştir. Dolayısıyla kar payı dağıtım miktarının artırılması suretiyle yöneticilerin kullanabilecekleri serbest nakit akımlarının azaltılması, yöneticilerin bu fonları kendi kişisel çıkarları için, lüks veya gereksiz harcamalarda kullanma olasılıklarını düşürecek ve kaynak kullanım etkinliğini artıracaktır. Sonuç olarak bu durum, yöneticiler ile hissedarlar arasındaki serbest nakit akımlarından kaynaklı temsil problemlerini azaltabilecektir.

Ayrıca La Porta vd. (2000) da temettülerin yatırımcılar arasındaki (corporate insiders and outsiders) temsil problemlerini çözmede faydalı bir rol oynayabileceği belirtilmiştir. Yaptığı çalışmada, hissedarların yasal olarak korunma kalitesi temsil maliyetinin bir göstergesi olarak ele alınmış ve iki hipotez ortaya atılmıştır. İlk hipotezde, temettü ödemeleri hissedarların yasal olarak korunmalarının bir çıktısı olarak ifade edilmiştir. Bu hipoteze göre hissedarlarının haklarının iyi bir şekilde korunduğu yasal rejimlerde, daha yüksek kar payı dağıtım oranı beklenmektedir. İkinci hipotezde ise, temettü ödemelerinin hissedarların yasal korunmasının yerine geçeceği, onu ikame edeceği ifade edilmiştir. Bu hipoteze göre daha yüksek temettü ödemesi yapılarak, hissedarların yasal olarak korunmalarındaki eksikliklerin telafi edileceği beklenmiştir.

Sinyal yaklaşımına göre, hissedarlar ve yöneticiler arasında bilgi asimetrisinin varlığı kabul edildiğinde, sermaye piyasasındaki yatırımcıların firmaların fon bulma ve likiditesine verdiği önemin bir sonucu olarak, temettüler firmaların gelecekteki başarısı hakkında bir sinyal olarak kullanılabilir. Bu yaklaşım, temettü ödemelerindeki değişimlerin, yöneticilerin firmanın gelecekteki kazançları, başarısı hakkında sahip olduğu özel bilgilerin bir sinyali olabileceği düşüncesine dayanmaktadır. Sahiplik yapısındaki farklılıklar, temettülerin firmaların gelecekteki başarısına ilişkin bir sinyal olarak kullanılmasını etkileyebilecektir. Örneğin firmalarda sahiplik yoğunlaşmasının olması, temettülerin firmanın gelecekteki başarısı hakkında bir sinyal olarak kullanımını azaltacaktır (Short, Zhang ve Keasey, 2002). Zeckhauser ve Pound (1990), temettünün başlıca fonksiyonun firmanın gelecekteki başarısı hakkında bir sinyal olduğu varsayıldığında, sahiplik yoğunlaşmasının var olduğu firmalarda temettülerin bir sinyal olarak kullanılma ihtiyacının daha az olabileceğini, firmada hakim hissedarların varlığının firmanın gelecekte sağlayacağı iyi performansın bir işareti olarak kullanılabileceğini ileri sürmüştür. Söz konusu yaklaşım, sahiplik yoğunlaşmasının olduğu firmalarda, sahiplik yoğunlaşmasının olmadığı firmalara kıyasla daha düşük düzeyde temettü dağıtılacağını ifade edilmiştir.

Shleifer ve Vishny (1997), hakim hissedarların yönetime baskı yapabilecek ve hatta yönetimi değiştirebilecek düzeyde yeterli oy hakkına sahip olduklarını belirtmiştir. Hakim hissedarların,

yönetimin daha sıkı denetlenmesi ve gözetilmesi konusunda daha yüksek bir güç ve güdüye sahip olmaları nedeniyle, sahiplik yoğunlaşmasının olduğu firmalarda sahiplik ve yönetim ayrımından kaynaklanan temsil problemlerinin daha az olacağını ileri sürmüştür. Fakat hakim hissedarların çıkarlarının azınlık hissedarların çıkarları ile çatışması halinde, hakim hissedarlar kontrol güçlerini kendi refahlarını maksimize etmek için kullanabileceklerdir. Dolayısıyla bu durum, hakim hissedarlar ile azınlık hissedarlar arasında temsil problemlerinin ortaya çıkmasına neden olabilecektir. Hakim hissedarların varlığı, firma üzerindeki kontrol gücünün kullanılması suretiyle servetin etkin olmayan bir şekilde diğer yatırımcılardan kendilerine doğru yeniden dağıtımının yapılmasına da neden olabilecektir.

## 2.2. Literatürde Yer Alan Çalışmalar ve Elde Edilen Bulgular

Literatürde kar dağıtım kararları ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalarda çelişkili sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Örneğin Stacescu (2012) 2006-2009 döneminde Norveç'te, Thanatawee (2013) 2002-2010 döneminde Tayland'da, Djebali ve Belanes (2015) ise 2006-2010 döneminde Fransa'da sahiplik yoğunlaşması ile kar payı dağıtım oranları arasında pozitif yönlü bir ilişki bulmuştur. Bun karşın, Maury ve Pajuste (2002) 1995-1999 döneminde Finlandiya'da, Mancinelli ve Özkan (2006) İtalya'da, Khan (2006) 1985-1997 döneminde İngiltere'de, Harada ve Nguyen (2006) 1995-2002 döneminde ve yine Harada ve Nguyen (2011) 1995-2007 döneminde Japonya'da firmaların kar payı dağıtım oranları ile sahiplik yoğunlaşması arasında negatif yönde bir ilişki bulmuştur.

Faccio vd. (2001), 1992-1996 döneminde firmalarda birden fazla büyük hissedarın varolmasının, Avrupa'da kar payı dağıtım oranını pozitif yönde, Asya'da ise negatif yönde etkilediğini tespit etmiştir. Gugler ve Yurtoglu (2003) 1992-1998 döneminde Almanya'da en büyük hissedarın sahiplik oranındaki artışın kar payı dağıtım oranını azalttığını, ikinci en büyük hissedarın sahiplik oranındaki artışın ise kar payı dağıtım oranını yükselttiğini tespit etmiştir. Thomsen (2005) Amerika, İngiltere ve Avrupa'da firmaların sahiplik yoğunlaşmasındaki artışın daha düşük temettü ödemesi ile ilişkili olduğunu göstermiştir. Smit ve Eije (2009) 2005-2008 döneminde Almanya'da sahiplik yoğunlaşmasının ne nakit kar payı dağıtımını yapıp yapılmama kararını ne de nakit temettü ödeme miktarını etkilediğine dair bir kanıtı ulaşılamamıştır.

Baba (2009) 1998-2005 döneminde Japonya'da, Chai (2010) 1993-2003 döneminde Kore'de, Jeon, Lee ve Moffett (2011) 1994-2004 döneminde Kore'de, Ullah, Fida ve Khan (2012) 2003-2010 döneminde Pakistan'da, Shukla (2014) ise 2003-2013 döneminde Hindistan'da firmalardaki yabancı sahipliği ile temettü ödemeleri arasında pozitif bir ilişki bulmuştur. Lam, Sami ve Zhou (2012) Çin'de 2001-2006 döneminde yabancı sahipliğinin nakit temettü ödemeleri üzerinde anlamlı bir negatif etkiye sahip olduğunu belirlemiştir. Diğer yandan, Kumar (2003) 1994-2000 döneminde Hindistan'daki firmalar için yabancı sahipliği ile temettü ödemeleri arasında bir ilişki olduğuna dair delil bulamamıştır. Thanatawee (2013) 2002-2010 döneminde Tayland'da, Goergen, Renneboog ve Silva (2005) 1984-1993 döneminde Almanya'da yabancı sahipliğin temettü ödemeleri üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığını tespit etmiştir.

Gugler ve Yurtoglu (2003), 1992-1998 döneminde Almanya'da aile sahipliğinin olduğu firmaların, aile sahipliğinin olmadığı firmalara kıyasla daha az temettü ödeme eğiliminde olduğunu belirlemiştir. Wei, Wu, Li ve Chen (2011) 2004-2008 döneminde Çin'de aile firmalarının diğerk firmalara kıyasla daha düşük nakit temettü dağıtım oranına sahip oldukları sonucuna ulaşmıştır. Djebali ve Belanes (2015) 2006-2010 döneminde Fransa'da aile kontrolünde olan firmaların daha az temettü dağıttıklarına dönük delillere ulaşmıştır. Attig, Boubakri, Ghoul ve Guedhami (2016) 2006-2010 döneminde Doğu Asya ülkelerinde (Hong Kong, Endonezya, Japonya, Kore, Malezya, Filipinleri Singapur, Tayvan, Tayland) temettü ödeme miktarı ile aile kontrolü arasında negatif bir ilişki bulmuştur.

Isakov ve Weisskopf (2015) 2003-2010 döneminde İsviçre'de aile sahipliğinin olduğu firmaların, diğerk sahiplik yapısına sahip firmalara kıyasla daha yüksek oranda temettü dağıttığını tespit etmiştir. Hu, Wang ve Zhang (2008) 2000-2005 döneminde, Smirnova, Tabriztchi ve Lange (2015) ise 1998-2007 döneminde S&P 500 endeksinde yer alan aile firmalarının diğerk firmalara kıyasla daha düşük temettü dağıtım oranına sahip olduklarını, ayrıca Hu, Wang ve Zhang (2008) yönetimin aktif bir şekilde aile bireyleri tarafından yürütülmediği aile şirketlerinin, yönetimin aktif bir şekilde aile bireyleri tarafından yürütüldüğü aile şirketlerine kıyasla daha yüksek temettü dağıtım oranına sahip olduğunu tespit etmiştir.

Goergen, Renneboog ve Silva (2005) 1984-1993 döneminde Almanya'da firmaların aile kontrolünde olmasının kar dağıtım kararlarında anlamlı bir etkiye sahip olmadığını tespit etmiştir. Chen, Cheung, Stouraitis ve Wong (2005) 1995-1998 döneminde Hong Kong'da aile sahipliğii ile kar dağıtım politikası arasında sınırlı bir ilişki bulmuştur. Temettü dağıtımii ile aile sahipliğii arasında, aile sahipliğinin % 10'un üzerinde olduğu firmalarda negatif yönde, aile sahipliğinin %10 ile %35 arasında olduğu firmalarda ise pozitif yönde bir ilişki tespit edilmiştir. Al-Nawaiseh (2013) 2000-2006 döneminde Ürdünde aile sahipliğinin temettü dağıtımii üzerinde negatif fakat anlamsız bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir.

Wen ve Jiãe (2010) göre, sahiplik yoğunlaşmasının olduğu firmalara kıyasla dağınık sahiplik yapısına sahip firmalarda, yöneticilerin etkin bir şekilde denetlenmesinin daha zor olması ve dolayısıyla bu firmalarda temsil maliyetlerinin daha yüksek olabilmesi, temettü ödemelerinin temsil maliyetlerinin azaltılması amacıyla kullanılma ihtiyacını artıracaktır. Yaptıkları çalışmada dağınık sahiplik yapısı ile temettü dağıtımii arasında pozitif bir ilişki olduğu ve bunun daha yüksek temsil maliyetine sahip firmaların daha yüksek temettü ödeme eğiliminde olduğuna dair bir delil olarak kabul etmişlerdir. Al-Nawaiseh (2013) 2000-2006 döneminde Ürdünde hissedar sayısının doğal logaritması ile ölçtüğü dağınık sahiplik yapısının kar dağıtım politikası ile ilişkili olmadığını ortaya koymuştur.

Konuyla ilgili olarak Türkiye'de faaliyette bulunan firmalar için de çalışmalar yapıldığı görülmektedir. Yıldız, Gökbulut ve Korkmaz (2014), 2003-2010 döneminde Borsa İstanbul'da işlem gören sanayi firmalarının kar dağıtım politikalarını etkileyen unsurları araştırmıştır. Çalışmada, halka açıklık oranı ve toplam hisse senedi adedinin en az % 5 oranına denk gelen hisse senedi sayısının elinde bulunduran ortak sayısının, firmaların kar dağıtım politikaları üzerinde bir etkisinin bulunmadığı görülmüştür. Sakinc ve Gungor (2015), sahiplik yoğunlaşmasındaki artışın

nakit temettü dağıtım oranını artırdığını, yabancı sahiplik ve halka açıklık oranı ile temettü dağıtım oranı arasında ise negatif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Ersoy ve Çetenak (2015), 2004-2009 döneminde Borsa İstanbul'a kayıtlı 116 sanayi şirketinin verilerinden faydalanarak sahiplik yoğunlaşmasının (%5'ten fazla paya sahip tüm ortakların toplam payı ile yöneticiler, aile üyeleri, fonlar gibi stratejik diğer tüm ortaklıkların payları ile ölçülen) kar dağıtım kararlarına etkisini incelemiştir. Örneklemin tamamında, sadece temettü dağıtımı yapan firmalardan oluşan örnekleme ve temettü dağıtan ve yüksek hızda büyüyen firmalardan oluşan örnekleme sahiplik yoğunlaşmasının temettü verimini pozitif yönde etkilediği görülmüştür. Temettü dağıtım yapan ve düşük hızda büyüyen firmalardan oluşan örnekleme ise sahiplik yoğunlaşması ile temettü verimi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Aydın (2015), en büyük üç ortağın sahiplik yüzdesi ile ölçtüğü sahiplik yoğunlaşması ve yabancı sahiplik yüzdesi ile temettü dağıtım oranı arasında pozitif bir ilişki bulmuştur. 2004-2012 dönemini kapsayan çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören 78 finansal olmayan firmanın verileri kullanılmıştır. Al-Najjar ve Kilincarslan (2016) 2003-2012 döneminde yabancı sahiplik ve aile sahipliğinin temettü dağıtım oranı ve temettü verimi üzerinde negatif yönlü bir etkiye sahip olduğunu bulmuştur. Abdioğlu (2016), 2005-2013 döneminde temettü dağıtan firmalar örnekleminde temettü dağıtım oranı ile yönetimsel sahiplik arasında negatif yönlü bir ilişki bulurken, tüm örnekleme herhangi bir ilişki bulamamıştır.

### 3. Veri ve Metodoloji

Çalışmada sahiplik yapısının kar dağıtım kararlarına etkisini belirlemek amacıyla Borsa İstanbul'a kote 142 imalat sanayi şirketinin 2009-2014 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Veriler Borsa İstanbul'un ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun internet sitesinden alınmıştır. Çalışmada, Rassel Etkili Panel Tobit Modeli kullanılmıştır. Panel veri analizi, ülkeler, endüstriler, firmalar ve hane halkları gibi yatay kesit verilerinin, belirli bir zaman dönemi içinde bir araya getirilmesi olarak tanımlanabilir (Baltagi, 2005). Panel veri analizi, zaman boyutuna sahip yatay kesit serileri kullanılarak değişkenler arasındaki ilişkilerin tahmin edilmesini sağlayan bir yöntemdir. Panel veri analizi, zaman serileri ile yatay kesit serilerini bir araya getirmek suretiyle hem zaman hem de kesit boyutuna sahip veri setlerinin oluşturulmasını sağlamaktadır (Green, 2003). Dolayısıyla bu analiz, zaman serisi ve yatay kesit serilerini bir araya getirerek iki veri türüyle birlikte çalışma olanağı yaratmaktadır.

Panel veri analizleri, yalnızca yatay kesit veya yalnızca zaman serisi verileri ile karşılaştırıldığında çeşitli avantajlara sahiptir. Panel veri analizinde, hem yatay kesit hem de zaman serilerinin bir araya getirilmesi, daha fazla bilgi kullanımına olanak vermekte ve serbestlik derecesinde artış sağlamaktadır. Ayrıca gözlem sayısındaki artış, ölçülen ilişkiye daha fazla değişkenlik katmak suretiyle çoklu doğrusal bağlantı probleminin ortadan kalkmasını sağlamaktadır (Hsiao, 2003). Sadece yatay kesit veya sadece zaman serisi kullanımına kıyasla gözlem sayısının daha fazla olması, panel veri analizinin daha güvenilir sonuçlar vermesini sağlamaktadır. Ayrıca panel veri analizleri heterojenliklerin kontrol edilmesine imkan vermektedir (Baltagi, 2005).



Çalışmada kullanılan modellerde, temettü verimi değişkeni bağımlı değişken, sahiplik yoğunlaşmasının bir temsilcisi olarak da kullanılan şirket sermayesinde en büyük paya sahip üç ortağın toplam sermaye içindeki payı, halka açıklık oranı, aile sahipliği ve yabancı sahiplik ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Yabancı sahiplik ve aile sahipliği değişkenleri kukla değişken olarak kullanılmıştır. şirketlerin karlılık düzeyleri, borçlanma düzeyleri ve gelecek dönemlerde yapacakları yatırımlar nedeniyle sağlayacakları büyüme, kar dağıtım kararlarını etkileyen en temel unsurlardandır. Bu nedenle, oluşturulan modellerde aktif karlılığı, kaldıraç oranı ve aktif büyüme oranı kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Aşağıdaki tabloda çalışmada kullanılan değişkenlerin tanımları verilmiştir.

**Tablo 1.** alışmada Kullanılan Değişkenlerin Tanımları

TV	Temettü Verimi (Toplam Net Nakit Temettü/Piyasa Değeri)
EBOP	En büyük üç ortağın toplam sermayedeki payı
YAB	Yabancı sahiplik varsa 1, Yabancı sahiplik yoksa 0
AİLE	Aile şirketi ise 1, aile şirketi değilse 0
HAO	Halka açıklık oranı
ROA	Net Kar/Toplam Aktif
KALD	Toplam Borçlar /Toplam Aktif
BUY	Aktif büyüme oranı

Mancinelli ve zkan (2006) ve Smit ve Eije (2009), kar payı dağıtım oranı hesaplanırken, oranın paydasında yer alan karlılık rakamının çeşitli muhasebe hileleri ile manipüle edilebildiğini belirtmiştir. Bu nedenle yapılacak çalışmalarda, toplam nakit temettünün piyasa değerine oranının kullanılmasının faydalı olacağını ifade etmişlerdir. Ayrıca Schooley ve Barney (1994), Gul (1999) ve Bradford vd. (2013), oran hesaplanırken paydada kar rakamının kullanılmasının, zarar eden firmalarda temettü dağıtım oranının negatif bir değer almasına ve karlılığı sıfıra yakın olan firmalarda kar payı dağıtım oranının çok yüksek değerler almasına yol açacağını, bu nedenle gözlem değerlerinde problemlerin oluşabileceğini, oranın paydasında piyasa değerinin kullanılmasının bu sorunları ortadan kaldıracığını belirtmişlerdir. Bu nedenle çalışmada bağımlı değişken olarak, toplam nakit temettünün piyasa değerine oranı şeklinde hesaplanan temettü verimi oranı kullanılmıştır.

Karlılık, kar dağıtım kararlarını etkileyen en önemli unsurlardan biridir. Diğer koşullar sabitken, karlılığı daha fazla olan firmalar daha fazla temettü deyebileceklerdir (Fama ve French, 2002). Dolayısıyla aktif karlılık oranı ile kar payı dağıtım oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki beklenmektedir. Kar dağıtım kararlarını etkileyen en önemli faktörlerden biri de firmaların borçlanma düzeyleridir (Gugler ve Yrtoglu, 2003). Borçların anapara ve faiz ödemelerinin yaratacağı

finansal yük ve borçların nakit akışlarında yaratacağı daralma nedeniyle, yüksek borçlanma düzeyine sahip firmalar daha az temettü dağıtmak zorunda kalabileceklerdir. Ayrıca firmaların kar payı dağıtım oranını artırması (azaltması), yatırımcılar tarafından firmanın gelecekteki başarısına ilişkin olumlu (olumsuz) bir sinyal olarak algılanabilmektedir. Özellikle satışların dalgalanma gösterdiği dönemlerde, yüksek düzeyli borç ödemeleri nedeniyle kar payı dağıtım oranının düşürülmesi, firmanın gelecekteki başarısı hakkında yatırımcılarda olumsuz bir algı yaratıp piyasa değerinin düşmesine yol açabilir. Dolayısıyla kar payı dağıtımını azaltmanın yaratacağı olumsuz sinyal etkisine maruz kalmamak için firmalar düşük düzeyde kar payı dağıtımını yapacak bir politika benimseyebilirler. Rozeff (1982), diğer koşullar sabitken finansal kaldıraç ve dolayısıyla borçlanma oranı ile kar payı dağıtım oranı arasında negatif bir ilişki olacağını ifade etmiştir. Fama ve French'e (2002) göre kar payı dağıtım oranı ile borçlanma ve yatırım fırsatları arasında negatif yönlü bir ilişki olacaktır.

Firmaların gelecek dönemlerde yapacağı yatırımlar, kar dağıtım kararlarında belirleyici bir faktör olacaktır. Firmaların yatırım kararları, kar dağıtım kararlarını etkileyecektir ve diğer koşullar sabitken daha fazla yatırım yapacak olan firmalar daha az temettü dağıtacaklardır (Rozeff, 1982). Bir firmanın tesis, makine ve cihazlar gibi duran varlıklara yaptıkları yatırımlarını diğer firmalara kıyasla daha fazla artırması, aktif büyüme hızının görece olarak daha yüksek olmasına neden olacaktır. Ancak bu durum, firmanın kaynak ihtiyacını artıracak ve artan nakit çıkışları nedeniyle likidite durumunu olumsuz etkileyebilecektir. Dolayısıyla bu firmalar likidite durumlarını bozmamak, kaynak ihtiyaçlarını karşılamak ve ayrıca satışlarda olumsuz dalgalanmaların yaşandığı dönemlerde kar payı dağıtım oranını düşürmek zorunda kalarak firmanın gelecekteki performansı hakkında yatırımcılara negatif bir sinyal vermemek için kar payı dağıtım oranını düşük tutmayı tercih edebileceklerdir. Sonuç olarak firmaların aktif büyüme oranı ile kar payı dağıtım oranı arasında negatif yönlü bir ilişki beklenmektedir.

Panel Tobit yöntemi kullanılarak, sahiplik yapısının kar dağıtım kararları üzerine etkisini belirlemek amacıyla tahmin edilen modeller aşağıda yer almaktadır;

**Model 1:**

$$TV_{i,t+1} = \beta_1 EBOP_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 KALD_{i,t} + \beta_4 BUY_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

**Model 2:**

$$TV_{i,t+1} = \beta_1 YAB_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 KALD_{i,t} + \beta_4 BUY_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

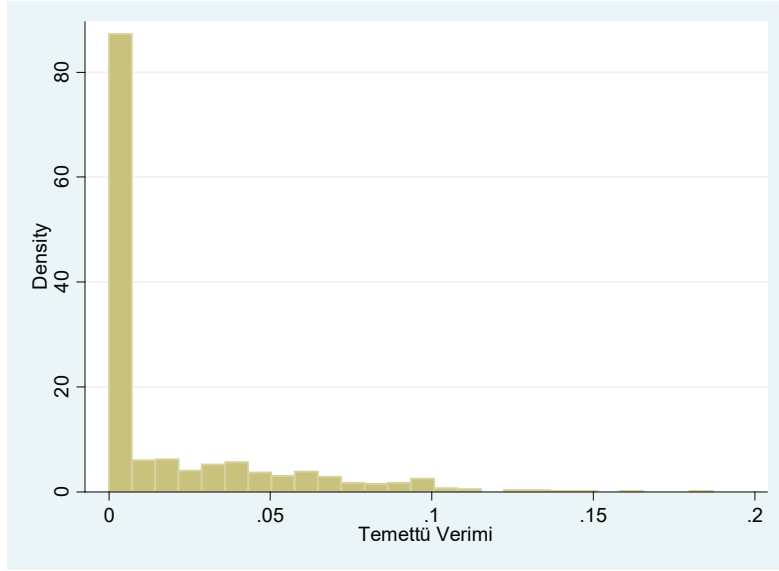
**Model 3:**

$$TV_{i,t+1} = \beta_1 AİLE_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 KALD_{i,t} + \beta_4 BUY_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

**Model 4:**

$$TV_{i,t+1} = \beta_1 HAO_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 KALD_{i,t} + \beta_4 BUY_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

şekil 1'de temettü verimi değişkeninin dağılımı verilmiştir. şekil incelendiğinde, temettü verimi değişkeninin sadece pozitif değerler aldığı, bazı firmaların hiç temettü dağıtmadığı, bazı firmaların ise bazı yıllarda temettü dağıttığı ve bu nedenlerle temettü verimi değişkeninin dağılımında sıfıra doğru sağ tarafta bir yığılma olduğu, temettü verimi değişkeninin sol taraftan kısıtlandığı görülmektedir. Temettü verimi değişkeninin göstermiş olduğu bu özelliklerden dolayı çalışmada Tobit modeli kullanılmıştır.



**şekil 1.** Temettü Verimi Değişkeninin Dağılımı

Çalışmada kısıtlamalı bir regresyon modeli olan Tobit modelinin kullanılmasının bir diğer sebebi de temettü veriminin; hesaplanmasında paydada piyasa değerinin kullanılması nedeniyle, hiçbir zaman negatif değerler almaması, dolayısıyla sıfır veya sıfırdan büyük değerler almasıdır. Tobit modelleri kısıtlamalı, başka bir ifadeyle kısıtlanmış bağımlı değişkenlerin tahmininde tercih edilen modellerdir. Veri seti panel yapıda olmasına rağmen; Tobit modellerde tahmin sırasında en yüksek olabilirlik yönteminin kullanılabilmesi nedeniyle, söz konusu modeli sadece ras-sal etkili kısıtlamalı regresyon modeline uyarlamak mümkündür (Ersoy ve etenak, 2015). Bu nedenle de çalışmada Rassel Etkili Panel Tobit Modeli kullanılmıştır.

#### 4. Ampirik Bulgular

Çalışmada ilk önce, modellerde kullanılan tüm değişkenlerinin ortalama değerleri incelenmiş, daha sonra değişkenler arasındaki korelasyon ilişkisine bakılmış, son olarak da tahmin

edilen modellerden elde edilen bulgular değerlendirilmiştir. Çalışmada kullanılan tüm değişkenlerinin ortalama değerleri Tablo 2'de sunulmuştur.

**Tablo 2.** Çalışmada Kullanılan Değişkenlerin Ortalama Değerleri

Temettü Verimi	0.018159
En Büyük Üç Ortağın Payı	60.04632
Yabancı Sahiplik	0.330986
Aile Sahipliği	0.490141
Halka Açıklık Oranı	30.23872
Net Kar / Toplam Aktif	0.035065
Toplam Borç / Toplam Aktif	0.525610
Büyüme Oranı	0.106385

Tablo 2 incelendiğinde, örnekleme yer alan 142 firmanın ortalama temettü veriminin yaklaşık % 2 olduğu görülmektedir. Firmalarda en büyük üç ortağın sahip olduğu sermayenin toplam sermayedeki payının ortalama değeri % 60'tır. Yabancı sahipliğin olduğu gözlem sayısının ortalama değeri % 33, aile sahipliğinin olduğu gözlem sayısının ortalama değeri ise % 49'dur. Firmaların ortalama halka açıklık oranı % 30, ortalama aktif karlılığı % 3,5, ortalama kaldıraç oranı % 52,6 ve ortalama aktif büyüme oranı % 10,6'dır. Örnekleme yer alan firmalar, 2009-2013 döneminde yaklaşık ortalama % 4 aktif karlılık oranı ile çalışırken, varlıklarının yaklaşık ortalama % 53'ünü borçla, % 47'sini özkaynakla finanse etmişler ve aktiflerinde ortalama % 10,6'lık bir büyüme yaşanmıştır.

Değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarını gösteren korelasyon matrisi Tablo 3'de sunulmuştur. Korelasyon katsayıları incelendiğinde, modellerde kullanılan bağımlı değişken ile bağımsız ve kontrol değişkenleri arasında yüksek düzeyde bir korelasyonun bulunmadığı görülmektedir.

**Tablo 3.** Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları

	TV	EBOP	YAB	AİLE	HAO	ROA	KALD	BUY
TV	1.0000							
EBOP	0.1283	1.0000						
YAB	0.0565	0.4298	1.0000					
AİLE	0.1077	-0.0891	-0.1668	1.0000				
HAO	-0.1160	-0.8171	-0.3412	-0.0731	1.0000			
ROA	0.0939	0.0530	0.0332	0.0135	-0.0318	1.0000		
KALD	-0.1526	-0.0502	-0.0419	0.0145	0.1029	0.1897	1.0000	
BUY	-0.0293	0.0545	0.0755	0.0704	-0.0941	-0.0488	-0.0975	1.0000

Sahiplik yapısının kar dağıtım kararlarına etkisini test etmek amacıyla tahmin edilen modellerden elde edilen sonuçlar Tablo 4'de yer almaktadır. Wald Ki Kare değerinin % 1 önem düzeyinde anlamlı olması, tahmin edilen tüm Rassal Etkili Panel Tobit modellerinin anlamlı olduğunu göstermektedir.

**Tablo 4.** Rassal Etkili Panel Tobit Modeli Tahmin Sonuçları

	Model 1 (Bağımsız Değişken) (EBOP)	Model 2 (Bağımsız Değişken) (YAB)	Model 3 (Bağımsız Değişken) (AİLE)	Model 4 (Bağımsız Değişken) (HAO)
EBOP	1.67* (0.0003355)			
YAB		1.73* (0.0149815)		
AİLE			1.51 (0.0143347)	
HAO				-2.14** (-0.000574)
ROA	3.37*** (0.0587266)	3.52*** (0.061661)	3.69*** (0.0632224)	3.43*** (0.0596825)
KALD	-4.93*** (-0.0910701)	-5.12*** (-0.0949779)	-5.31*** (-0.0982669)	-4.91*** (-0.0905898)
BUY	0.09 (0.0013658)	0.14 (0.0021456)	0.15 (0.0022499)	0.05 (0.0008038)
Sabit	-0.09 (-0.0014523)	1.53 (0.0152665)	1.53 (0.0152852)	3.05*** (0.0350964)
Gözlem Sayısı	567	567	567	567
Sol Sansürlü Gözlem Sayısı	344	344	344	344
Wald Ki Kare	29.77***	29.59***	29.44***	31.35***
Log-Likelihood	232.78416	232.87595	232.49619	233.75189

Not: Parantez içerisinde yer alan değerler tahmin edilen Z katsayıların olasılık değerlerini göstermektedir. \*\*\*, \*\*, \* simgeleri sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tobit modelinden (Model 1) elde edilen tahmin sonuçlarına göre, sahiplik yoğunlaşmasını temsilen kullanılan en büyük üç ortağın payı değişkenine ait katsayı pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu sonuç, temettü verimi ile en büyük üç ortağın payı arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu göstermektedir ve Stacescu (2012), Thanatawee (2013), Djebali ve Belanes (2015), Sakinc ve Gungor (2015), Ersoy ve Çetenak (2015) ve Aydın'ın (2015) çalışmasında elde edilen bulgularla uyumludur. Ayrıca elde edilen bu sonucun, Rozeff (1982), Easterbrook (1984) ve Jensen'in (1986) yaklaşımıyla tutarlı olduğu, sinyal yaklaşımı ile Shleifer ve Vishny'nin (1997) yaklaşımıyla çeliştiği söylenebilir. Rozeff (1982), temettü ödemelerinin temsil maliyetlerinin

düşürülmesinde kullanılabileceğini ve kar payı dağıtım oranı arttıkça temsil maliyetlerinin de azalacağını ileri sürmüştür. Sahiplik yoğunlaşmasının yüksek olduğu firmalarda hakim hissedarlar, yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklı temsil maliyetlerini azaltmak için firma üzerindeki kontrol güçlerini kullanarak daha fazla temettü dağıtımını yapmayı tercih etmiş olabilirler. Easterbrook (1984), kar payı dağıtım oranının artırılması halinde, yöneticilerin ihtiyaç duyulan kaynakları karşılamak için sermaye piyasasına daha sık başvurmak zorunda kalacaklarını ve dolayısıyla sermaye piyasası tarafından daha sık ve etkin bir şekilde denetlenecekleri ve izlenecekleri için de risk almada daha dikkatli davranmak zorunda kalıp hissedarların çıkarlarına zarar verecek kararlar verme olasılıklarının ve dolayısıyla temsil maliyetlerinin azalacağını ileri sürmüştür. Hakim hissedarlar; bu yolu kullanarak yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklı temsil maliyetlerini azaltmak için, firma üzerindeki kontrol güçlerini daha fazla temettü dağıtımını yapılması yönünde kullanma istek ve arzusuna sahip olabilirler. Hakim hissedarların böyle bir motivasyona sahip olması, sahiplik yoğunlaşması ile temettü ödemeleri arasında pozitif yönlü bir ilişkinin ortaya çıkmasında etkili olmuş olabilir. Jensen (1986), temettü dağıtım miktarının artırılması suretiyle yöneticilerin kullanabilecekleri serbest nakit akımlarının azaltılmasının, bu fonların yöneticilerin kendi kişisel çıkarları için, lüks veya gereksiz harcamalarda veya düşük getirili yatırım projelerinde kullanma olasılıklarını düşürüp, kaynak kullanım etkinliğini artıracaklarını ve sonuç olarak da yöneticiler ile hissedarlar arasındaki serbest nakit akımlarından kaynaklı temsil problemlerini azaltabileceğini ileri sürmüştür. Dolayısıyla, hakim hissedarların temsil maliyetlerini azaltma saikiyle daha fazla temettü dağıtımını yapma yönünde bir tercihte bulunmaları, sahiplik yoğunlaşmasıyla temettü ödeme oranı arasında pozitif yönlü bir ilişkinin ortaya çıkmasına katkı sağlayacaktır.

Sinyal yaklaşımı çerçevesinde, sahiplik yoğunlaşmasının var olduğu firmalarda temettülerin bir sinyal olarak kullanılma ihtiyacının daha az olabileceği ileri sürülmektedir. Dolayısıyla sahiplik yoğunlaşmasının yüksek olduğu firmalarda, daha düşük düzeyde temettü dağıtılacağı ifade edilebilir. Shleifer ve Vishny'nin (1997) yaklaşımına göre, hakim hissedarlar; sermaye payı oranında temettü dağıtımını yapmak suretiyle karı diğer hissedarlarla paylaşmak yerine, firma üzerindeki kontrol güçlerini kullanarak kendi servetlerini maksimize etmek üzere karın etkin olmayan bir şekilde kendilerine dağıtılmasını sağlayabileceklerdir. Dolayısıyla hakim hissedarların bu tercihi daha düşük düzeyde temettü dağıtılması şeklinde bir sonucun ortaya çıkmasını sağlayabilecektir. Ayrıca zaten sahiplik yoğunlaşmasının yüksek olduğu firmalarda, yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklı temsil maliyetleri daha az olacağı için temettü ödemelerinin temsil maliyetlerini azaltmak amacıyla bir araç olarak kullanılma ihtiyacının daha az olacağı söylenebilir. Dolayısıyla, sahiplik yoğunlaşmasının yüksek olduğu firmalarda temettü dağıtım oranının daha düşük olması beklenebilir.

Yabancı sahipliğin bağımsız değişken olarak kullanıldığı modelden elde edilen sonuçlar, yabancı sahiplik değişkenine ait katsayının pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu sonuç, temettü verimi ile yabancı sahiplik arasında doğrusal ve pozitif yönlü bir ilişkinin olduğuna işaret etmekte ve yabancı sahipliğin varlığı durumunda kar payı dağıtım oranının arttığını göstermektedir. Bu durum, yabancı yatırımcıların daha yüksek düzeyde kar payı dağıtımını yapan firmaları tercih ettiği şeklinde de yorumlanabilir. Elde edilen bu bulgu, Baba

(2009), Chai (2010), Shukla (2014), Jeon, Lee, Moffett (2011), Ullah, Fida, Khan (2012) ve Aydın'ın (2015) alışmasından elde edilen bulgular ile uyumludur.

Aile sahipliği değişkenine ait katsayı istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Dolayısıyla rnekleme yer alan firmalarda inceleme dönemi içerisinde, aile sahipliği ile temettü verimi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Goergen, Renneboog, Silva (2005) ve Al-Nawaiseh (2013) de aile sahipliği ile kar dağıtım politikası arasında anlamlı bir ilişki bulamamıştır.

Halka açıklık oranının bağımsız değişken olarak kullanıldığı Rassal Etkili Panel Tobit modelinden elde edilen sonuçlar, halka açıklık oranı değişkeninin katsayısının negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Sakinc ve Gungor'un (2015) alışmasından elde edilen sonuçlara paralel olarak, Türkiye'de temettü verimi ile halka açıklık oranı arasında negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Dolayısıyla şirketlerin halka açıklık oranı arttıkaa, kar payı dağıtım oranı azalmaktadır. Sakinc ve Gungor (2015), Wei, Zhang ve Xiao (2003) ve Rezaloie, Zarietan ve Bjarkenari (2013) de çalışmalarında benzer sonuçlar elde etmiştir. şirketlerin halka açıklık oranının artması durumunda sermayenin daha fazla tabana yayılacağı ve şirketlerin daha dağınık bir sahiplik yapısına sahip olacağı, dolayısıyla şirketlerin sahiplik yapısındaki yoğunlaşmanın azalacağı kabul edilmektedir. Nitekim Tablo 3'de görüldüğü üzere, halka açıklık oranı ile en büyük üç ortağın payı arasında negatif bir korelasyon (-0.8171) ıkmıştır. Model 1 ve Model 4'n tahmin sonuçlarında, en büyük üç ortağın payı ile temettü verimi arasında pozitif yönlü, halka açıklık oranı ile temettü verimi arasında ise negatif yönlü bir ilişkinin çıkması, korelasyon matrisinde yer alan negatif yönlü ilişkiyi de teyit etmektedir.

Tahmin edilen modellerin tamamında, beklentilerle uyumlu olarak aktif karlılık oranının katsayısı pozitif, kaldıraç oranının katsayısı ise negatif ve istatistiksel olarak % 1 önem düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Dolayısıyla, firmaların aktif karlılık oranı arttıkaa kar payı dağıtım oranı artmakta, borçlanma düzeyleri yükseldikçe de kar payı dağıtım oranı azalmaktadır. Bu durum, firmaların karlılıkları artıp, borçlanma düzeyleri azaldıkça daha fazla temettü dağıtıma eğiliminde olabileceklerine işaret etmektedir. Çalışmada firmaların aktif büyüme oranı ile temettü verimi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

## 5. Sonuç

Bu çalışmanın amacı sahiplik yapısındaki farklılıkların kar dağıtım kararları üzerine etkisini araştırmaktır. Çalışmada Borsa İstanbul'a kote 142 imalat sanayi şirketinin 2009-2014 dönemine ait verilerinden faydalanılmıştır. Analizlerde Rassal Etkili Panel Tobit yöntemi kullanılmıştır. Temettü veriminin bağımlı değişken, sahiplik yapısını temsilen kullanılan şirket sermayesinde en büyük paya sahip üç ortağın toplam sermayedeki payı, halka açıklık oranı, yabancı sahiplik ve aile sahipliği değişkenlerinin bağımsız değişken, aktif karlılık oranı, kaldıraç oranı ve aktif büyüme oranının da kontrol değişkeni olarak kullanıldığı dört farklı model tahmin edilmiştir.

Rassal Etkili Panel Tobit modellerinden elde edilen tahmin sonuçlarına göre, temettü verimi ile en büyük üç ortağın payı ve yabancı sahipliği arasında pozitif, temettü verimi ile halka açıklık oranı arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır. Aile sahipliği ile temettü verimi arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Buna göre, en büyük üç ortağın şirket sermayesindeki payı arttıkça temettü verimi yükselmektedir. Yabancı sahipliğin bulunduğu firmalar daha fazla temettü dağıtmaktadırlar. Firmalarda halka açıklık oranı arttıkça, temettü verimi azalmaktadır. Dolayısıyla diğer koşullar sabitken, sahiplik yoğunlaşmasının yüksek olduğu, yabancı sahipliğin olduğu veya halka açıklık oranının düşük olduğu firmaların daha yüksek oranda temettü dağıttıkları söylenebilir. Firmalarda aile sahipliğinin olması ile kar dağıtım kararları arasında bir ilişki bulunamamıştır.

Tahmin edilen modellerin tamamında, beklentilerle uyumlu olarak aktif karlılık oranının temettü verimini pozitif yönde, kaldıraç oranının ise negatif yönde etkilediği bulunmuştur. Dolayısıyla, firmaların aktif karlılık oranının artması temettü verimini artırırken, borçlanma düzeyinin yükselmesi temettü verimini düşürmektedir. Bu sonuç, firmaların karlılıkları artıp, borçlanma düzeyleri azaldıkça daha fazla temettü dağıtımına eğiliminde olabileceklerine işaret etmektedir.

## Kaynaklar

- ABDİÖĞLU, Nida (2016). On the Determinants of Corporate Dividend Policy: A Tobit Model Approach. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 14(1): 332-345.
- AL-NAJJAR, Basil ve KILINCARSLAN, Erhan (2016). The Effect of Ownership Structure on Dividend Policy: Evidence from Turkey. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 16(1): 135-161.
- AL-NAWAISEH M. (2013). Dividend Policy and Ownership Structure: An Applied Study on Industrial Companies in Amman Stock Exchange. *Journal of Management Research*, 5(2): 83-106.
- ATTIG, Najah, BOUBAKRI, Narjess, EL GHOUL, Sadok ve GUEDHAMI, Omrane (2016). The Global Financial Crisis, Family Control, and Dividend Policy. *Financial Management*, 45(2): 291-313.
- AYDIN, Alev Dilek (2015). Can Ownership Structure Explain Dividend Policies of Non- Financial Firms Registered to Borsa Istanbul (Bist)?: *PARIPEX - Indian Journal of Research*, 4(6): 529-533.
- BABA, Naohiko (2009). Increased Presence of Foreign Investors and Dividend Policy of Japanese Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(2): 163-174.
- BALTAGI, Badi H. (2001). *Econometric Analysis of Panel Data*. Chichester: John Wiley and Sons Inc.
- BERLE, Adolf A. ve MEANS, Gardiner C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- BRADFORD, William, CHEN, Chao ve ZHU, Song (2013). Cash Dividend Policy, Corporate Pyramids, and Ownership Structure: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 27: 445-464.
- CHAI, Dominic H. (2010). Foreign Corporate Ownership and Dividends Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No.40, 1June 2010.
- CHEN, Zhilan, CHEUNG, Yan-Leung, STOURAITIS, Aris ve WONG, Anita W.S. (2005). Ownership Concentration, Firm Performance, and Dividend Policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13: 431-449.



- DJEBALI, Raoudha ve BELANÈS, Amel (2015). On The Impact of Family Versus Institutional Blockholders on Dividend Policy. *The Journal of Applied Business Research*, 31(4): 1329-1341.
- DEMSETZ, Harold ve LEHN, Kenneth (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6): 1155-1177.
- EASTERBROOK, Frank H. (1984). Two Agency Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4): 650-659.
- ERSOY Ersan ve ÇETENAK, E. Hüseyin (2015). Sahiplik Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 15(4): 509-521.
- FACCIO, Mara, LANG, Larry H.P. ve YOUNG, Leslie. (2001). Dividend and Expropriation. *The American Economic Review*, 91(1): 54-78.
- FAMA, Eugene F. ve FRENCH, Kenneth R. (2002). Testing Trade- Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1): 1-33.
- GREENE William H. (2003). *Econometric Analysis*. New Jersey: Prentice Hall.
- GOERGEN, Marc, RENNEBOOG, Luc ve CORREIA, da Silva, Luis (2005). When do German firms change their dividends?. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2): 375-399.
- GUGLER, Klaus (2003). Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment. *Journal of Banking & Finance*, 27(7): 1297-1321.
- GUGLER, Klaus ve YURTOGLU, B. Burcin (2003). Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany. *European Economic Review*, 47(4): 731-758.
- GUL, Ferdinand A. (1999). Government Share Ownership, Investment Opportunity Set and Corporate Policy Choice in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(2): 157-172.
- HARADA, Kimie ve NGUYEN, Pascal (2006). Ownership Concentration, Agency Conflicts, and Dividend Policy in Japan. (SSRN No: 953433). Retrieved 2014, July 17, from <http://ssrn.com/abstract=953433>
- HARADA, Kimie ve NGUYEN, Pascal (2011). Ownership concentration and dividend policy in Japan. *Managerial Finance*, 37(4): 362-379.
- HSIAO, Cheng (2003). *Analysis of Panel Data*. Cambridge: Cambridge University Press.
- HU, Yan; WANG, Dechun ve ZHANG, Shaorong (2008). *Founding Family Ownership, Management and Payout Policy*. Financial Management Association International (FMA) Annual Meeting , October 8-11, Grapevine, Texas
- ISAKOV, Dušan ve WEISSKOPF, Jean-Philippe (2015). Pay-out Policies in Founding Family Firms. *Journal of Corporate Finance*, 33:330-344.
- JENSEN, Michael C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2): 323-329.
- JEON, Jin Q., LEE, Cheolwoo ve MOFFETT, Clay M. (2011). Effects of Foreign Ownership on Payout Policy: Evidence from the Korean Market. *Journal of Financial Markets*, 14(2): 344-375.
- KHAN, Tehmina (2006). Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data. *The Economic Journal*, 116(510): 172-189.
- KUMAR Jayesh (2003). Ownership Structure and Dividend Payout Policy in India. India Gandhi Institute of Development Research 1-40.
- LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei ve VISHNY, Robert W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 55(1): 1-33.
- LAM, Kevin C.K., SAMI, Heibatollah ve ZHOU, Haiyan (2011). The Role of Cross-Listing, Foreign Ownership and State Ownership in Dividend Policy in an Emerging Market. *China Journal of Accounting Research*. 5(3): 199-216.

- MANCINELLI, Luciana ve ÖZKAN, Aydın (2006). Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms. *The European Journal of Finance*, 12(3): 265-282.
- MAURY, C. Benjamin ve PAJUSTE, Anete (2002). Controlling Shareholders, Agency Problems, and Dividend Policy in Finland. Stockholm School of Economics No. LTA 1/02. Retrieved 2014, October 10, from [http://lta.hse.fi/2002/1/lta\\_2002\\_01\\_a1.pdf](http://lta.hse.fi/2002/1/lta_2002_01_a1.pdf)
- REZALOIE, Abbas, ZARIEAN, Moein ve BJARKENARI, Mohammad Aghaie (2013). Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy in Iran. *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*, 4(7): 1984-1990.
- ROZEFF, Michael S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *The Journal of Financial Research*, 5(3): 249-259.
- SAKINC, Ilker ve GUNGOR, Selim (2015). The Relationship between Ownership Structure and Dividend: An Application in Istanbul Stock Exchange. *Journal of Economics and Development Studies*, 3(4): 19-30.
- SAYMAN, Yahya (2012). Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB'de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama. Doktora Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Ankara Üniversitesi.
- SCHOOLEY, Diane K. ve BARNEY, L. Dwayne (1994). Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs. *The Journal of Financial Research*, 17(3): 363-373.
- SHLEIFER, Andrei ve VISHNY, Robert W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2): 737-783.
- SHORT, Helen, ZHANG, Hao ve KEASEY, Kevin (2002). The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8(2): 105-122
- SHUKLA, Hitesh (2014). *Ownership Structure and Dividend Policy: Indian Evidence*. International Conference on Law, Humanities, Entrepreneurship and Education (ICLEE'2014) April 15-16, 2014 Johannesburg, South Africa.
- SMIRNOVA, Elena, TABRIZTCHI, Sirousse ve LANGE, Cary (2015). Cash Holdings, Use of Debt and Dividend Structure of Family Firms. *American Journal of Economics and Business Administration*, 7(1): 1-10
- SMIT, Matthias ve EIJE Henk von (2009). Ownership and Dividend Policy: New Evidence from Germany. Retrieved April 2, 2014, from <http://www.fma.org/Hamburg/Papers/OwnershipanddividendpolicynewevidencefromGermany.pdf>
- STACESCU, Bogdan (2012). Can Ownership Structure Explain Dividend Policy in Norwegian Private and Public Firms?. BI Norwegian Business School Master Thesis.
- THANATAWEE, Yordying (2013). Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Finance*, 5(1): 121-132.
- THOMSEN, Steen (2005). Conflicts of Interest Aligned Incentives? Blockholder Ownership, Dividends and Firm Value in the US and EU. *European Business Organization Law Review*, 6(2): 201-225.
- ULLAH Hamid, FIDA, Asma ve KHAN Shafiullah (2012). The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy Evidence from Emerging Markets KSE-100 Index Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*, 3(9): 298-307.
- WEI, Gang and ZHANG, Weiguo ve XIAO, Jason Ze Zhong (2003) Dividends Policy and Ownership Structure in China, (July 2003). EFMA 2004 Basel Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=463924>

- WEI, Zhihua; WU, Shinong; LI, Changqing ve CHEN, Wei (2011). Family Control, Institutional Environment and Cash Dividend Policy: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 4(1-2): 29-46.
- WEN, Yuan ve JIA, Jingyi (2010). Institutional Ownership, Managerial Ownership and Dividend Policy in Bank Holding Companies. *International Review of Accounting, Banking and Finance*, 2(1): 9-22.
- YILDIZ, Berk, GÖKBULUT, Rasim İlker, ve KORKMAZ, Turhan (2014). Determinants of Dividend Policy: A Panel Data Study on Industrial Firms Listed in ISE. *The International Journal of Economic and Social Research*, 10(1): 259-292.
- YILGÖR, Ayşegül ve YÜCEL, Emel (2012). Examination of the Firms' Ownership Structure: Deductions for Ownership and Control Divergence. *International Journal of Management Economics and Business*, 8(16): 41-57.
- ZECKHAUSER, Richard J. ve POUND, John (1990). Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance, pp.149 - 180 (Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment, Editor: R. Glenn Hubbard, University of Chicago Press.)

