

KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARININ FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ: BİST 30 ENDEKSİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA¹

THE EFFECT OF DIVIDEND DISTRIBUTION POLICIES ON FIRM VALUE: A RESEARCH ON BIST 30 INDEX

Murat KAYA*

Özgün ŞANLI**

Öz



Günümüzde işletmelerin nihai amacı sadece kâr elde etmek değil, aynı zamanda firma değerini maksimum yapmaktır. Firma değeri maksimizasyonu, hem işletmenin hem de işletme ile ilişkisi bulunan kişi ve kuruluşların menfaatine bir durumdur. Türkiye’de son yıllarda borsa işlem hacmi artmış ve bu durum temettü dağıtımı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi önemli hale getirmiştir. Çalışmanın amacı, BİST 30 Endeksi’ne kayıtlı işletmelerin kâr payı dağıtım politikaları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi belirlemektir. İki değişken arasındaki ilişkinin incelenmesinde Dumitrescu & Hurlin panel nedensellik testi kullanılmıştır. Çalışmada uygulanan analizler sonucunda; işletmelerin kâr payı dağıtım politikaları ile firma değeri arasında herhangi bir ilişkiye rastlanamamıştır.

Anahtar Kelimeler: Temettü Politikası, Firma Değeri, BİST 30 Endeksi, Panel Nedensellik Testi

Abstract

Today, the ultimate goal of businesses is not only to profit, but also to maximize firm value. Firm value maximization is a situation that is in the interests of both the business and the individuals and organizations associated with the business. In recent years, stock trading volume in Turkey has increased and this situation has increased the importance of the relationship between dividend distribution and firm value. The aim of this study is to determine the relationship between dividend distribution and firm value of business registered in BIST 30 Index. The Dumitrescu & Hurlin panel causality test has been used to examine the relationship between the two variables. As a result of the analysis carried out in the study, a relation between dividend policy and firm value has not been found.

Keywords: Dividend Policy, Firm Value, BIST 30 Index, Panel Causality Test

*  Dr. Öğr. Üyesi, Burdur Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, mkaya@mehmetakif.edu.tr
**  Bağımsız Araştırmacı, ozgunsanli@hotmail.com

¹ Bu çalışma Dr. Öğr. Üyesi Murat KAYA danışmanlığında Burdur Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü’nde yürütülen Özgün Şanlı’nın “İşletmelerde Kâr payı Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerine Etkisi: BİST 30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama” başlıklı yüksek lisans tezinden türetilmiştir.

EXTENDED SUMMARY

Background

Today, the ultimate goal of businesses is not only to profit, but also to maximize firm value. Firm value maximization is a situation that is in the interests of both the business and the individuals and organizations associated with the business. In recent years, stock trading volume in Turkey has increased and this situation has increased the importance of the relationship between dividend distribution and firm value.

Purpose

The aim of this study is to determine the relationship between the dividend policies and the firm value of the enterprises which are registered to the BIST 30 Index and operate continuously in the stock market between 2007-2016.

Method

Dumitrescu&Hurlin panel causality test has been used to determine the relationship between dividend policy and firm value. Before the causality test, CDLM cross sectional dependence test and Pesaran (2007) panel unit root test were applied to the data set.

Findings

Dumitrescu&Hurlin panel causality test was decided as a result of panel unit root and cross sectional dependence tests applied to the data set of the study. As a result of the analysis carried out in the study, a relation between dividend policy and firm value has not been found.

GİRİŞ

Sermaye piyasalarında faaliyette bulunan yatırımcılar, ortağı oldukları işletmelerden iki tür maddi beklenti içerisindedirler. Söz konusu beklentiler; kâr payı ve sermaye kazancıdır. Sermaye kazancı; yatırımcının daha önceden almış olduğu pay senedinin piyasa değerinin sermaye piyasalarında yükselmesi sonucunda, alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki pozitif farktır. Kâr payı (Temettü) ise; işletme ortaklarının sermaye olarak işletmeye koymuş oldukları değerlere karşılık olarak, işletmenin elde etmiş olduğu kârlardan hisseleri oranında paylarına düşen değerler olup kâr payı ödemeleri, hesap dönemi bitimini izleyen birkaç ay içerisinde ve işletmelerin elde ettiği dönem kârından, vergi ve geçmiş yıllar zararları gibi bazı unsurlar düşüldükten sonra artakalan ve dağıtılabilir kâr olarak nitelendirilen tutarlardan yapılmaktadır. Kâr payı dağıtım politikası ise, işletmelerin bir faaliyet dönemi sonunda elde etmiş oldukları kârların, ne kadarının ortaklara dağıtılacağı ve ne kadarının yatırımların finansmanında kullanılmak üzere firmada bırakılacağı ile ilgili kararları içerir.

İşletmeler için kâr elde etmek hayati bir öneme sahiptir. İşletmeler elde etmiş oldukları kârları, gerek bir takım yasal zorunluluklar gerekse yatırımcıların beklentilerini karşılamak için temettü olarak dağıtmaktadır. Temettü dağıtımının istikrarlı olması, işletmenin dağıttığı temettü miktarının birbirini izleyen dönemlerde değişmeden aynı kalması veya söz konusu temettü miktarına yakın rakamlarda seyretmesidir. İstikrarlı olan bir temettü dağıtım politikası piyasalara ve yatırımcılara olumlu sinyaller gönderirken, istikrarlı olmayan bir temettü politikası ise, sermaye piyasalarına işletmenin finansal durumu ile ilgili olumsuz sinyaller göndermektedir. Bu durumların sonucu olarak, yatırımcı davranışları neticesinde işletmelere ait pay senetleri ve firma değerinde artış veya azalış yönlü değişimlerin meydana gelmesi muhtemeldir. Bu amaçla, çalışmada işletmelerin kâr payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerinde etkisinin olup olmadığı incelenmektedir.

1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.1.Kâr Payı Dağıtım Politikasını Etkileyen Faktörler

İşletmelerin likidite durumları, yıllar itibarıyla elde etmiş oldukları kâr rakamlarının istikrarı, işletmelerin karşılaştığı kârlı yatırım fırsatları, işletme hissedarlarının vergi durumu, işletme borçlarının ödenmesi gereği, ortaklık yapısı ve işletmenin faaliyette bulunduğu ülkedeki enflasyon oranları gibi birçok faktör işletmelerin kâr payı dağıtım politikalarını etkilemektedir. Bu bağlamda; işletmelerin hissedarlarına temettü ödemesi, işletmeden fon çıkışına sebep olacağından, temettü dağıtımını işletmelerin likidite durumlarıyla yakından ilgilidir (Ceylan ve Korkmaz, 2012: 265). Bu nedenle, borçlarını vadesinde ödemek ve dolayısıyla mali yapılarını güçlü tutmak isteyen işletmeler, temettü dağıtımında sınırlamalara gitmektedir (Gönenli, 1991: 389). Ayrıca, yıllar itibarıyla elde etmiş olduğu kârları istikrarlı bir dağılım gösteren işletmelerin temettü ödemeleri, satışları büyük dalgalanmalar gösteren işletmelere nazaran daha istikrarlı olmaktadır (Aydın vd., 2010: 467). Yeni yatırım fırsatları da temettü kararları üzerinde etkilidir. Kârlı yatırım fırsatlarını değerlendirmek isteyen ve kredibilitesi düşük olan işletmeler, yatırımlarını otofinsanman yoluyla finanse edebilmektedirler (Okka, 2015: 616). İşletmelerin kâr payı dağıtım politikasını etkileyen bir diğer konu ise vergi faktörüdür. İşletmelerin dönem sonunda elde ettiği kârları dağıtmayarak işletme bünyesinde tutmaları durumunda, dağıtılan kârlara nazaran daha düşük tutarlarda vergi ödenecek olması, düşük miktarlarda temettü dağıtımını teşvik etmektedir (Bolak, 2014: 265). Ayrıca işletmenin ortaklık yapısı da temettü dağıtım politikalarını etkilemekte olup, halka açık nitelikteki işletmelerin kâr payı dağıtım oranları genellikle yüksek olmaktadır (Akgüç, 1998: 788). Son olarak, işletmelerin faaliyette bulunduğu ülkelerdeki enflasyon oranları da kâr payı dağıtım politikasını etkilemekte, bu nedenle enflasyonun yüksek olduğu yıllarda işletmeler, fon ihtiyaçlarını karşılamak için düşük tutarlarda temettü dağıtabilmektedirler (Ceylan ve Korkmaz, 2012: 267).

1.2.Kâr Payı Ödeme Şekilleri

İşletmelerin elde ettikleri ve dağıtım kararı almış oldukları kârları; nakit ya da pay senedi, pay senetlerinin geri satın alınması, melez kâr payı, aynı kâr payı, pay senedi bölünmesi şeklinde dağıtması mümkündür. Nakit ödeme şeklinde, işletmenin ortaklarına dağıtacağı temettü ödemesini nakit olarak

yapması söz konusudur. Benzer şekilde pay senedi şeklinde kâr payı dağıtımında ise temettü ödemeleri, ortakların sermaye üzerindeki payları artırılarak, artan paylara karşılık her ortağa pay senedi verilmesi şeklinde gerçekleşmektedir. Melez kâr payı dağıtımında ise, hem nakit hem de pay senedi şeklinde temettü ödemesi yapılmaktadır. Pay senetlerinin geri satın alınması şeklindeki temettü ödemelerinde, işletme ilgili dönemde elde etmiş olduğu kârlar ile sermaye piyasalarında dolaşımda olan ve kendine ait olan pay senetlerini geri satın alır ve bu durumda, işletmenin sermaye piyasalarında dolaşımda olan pay senedi sayısı azalacağından, pay senetlerinin piyasa fiyatı yükselerek mevcut ortakların sermaye kazançları artmaktadır. Ayrıca ortak sayısı azaldığı için sonraki yıllarda mevcut ortaklara daha yüksek tutarlarda temettü ödemesi yapılabilmektedir. Aynı kâr payı ödemelerinde ise işletme, ortaklarına üretmiş olduğu ürünlerden dağıtarak temettü ödemelerini gerçekleştirmektedir. Son olarak, pay senedi bölünmesi yoluyla temettü dağıtımında, işletmeye ait pay senetlerinin nominal değerleri azaltılarak pay senedi sayısı artırılmaktadır. Pay senedi bölünmesi yoluyla temettü dağıtımında, her bir pay senedinin piyasa fiyatı düşürülerek daha likit hale gelmesi amaçlanmaktadır (Ataş, 2004: 31).

1.3.Kâr Payı Dağıtım Politikası İle İlgili Teorik Yaklaşımlar

Kâr payı dağıtım politikası ile firma değeri arasındaki ilişkiyi ele alan literatürdeki yaklaşımlar; kâr payı ilintisizliği teorisi, eldeki kuş teorisi, vergi etkisi teorisi, müşteri etkisi teorisi, sinyal etkisi teorisi ve temsil maliyeti teorisidir.

Modigliani-Miller (MM) tarafından ileri sürülen kâr payı ilintisizliği teorisine göre; işletmelerin uyguladıkları kâr payı dağıtım politikalarının, pay senetlerinin değeri ve sermaye maliyeti üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. Sermaye piyasalarında bulunan yatırımcıların bir kısmı, yüksek tutarlarda temettü dağıtan işletmelerin pay senetlerini tercih ederken, bir kısmı da yüksek sermaye kazancı elde edebilecekleri işletmelerin pay senetlerini tercih etmektedir. Etkin çalışan bir piyasada, bir işletmenin temettü dağıtım politikasını değiştirmesi durumunda, değişiklikten memnun kalmayan bazı hissedarlar ellerindeki pay senetlerini satarken, bu değişikliği kendilerine uygun bulan bazı sermaye piyasası yatırımcıları ise söz konusu hisselerle yatırım yapacaklardır. Etkin çalışan bir piyasada, pay senetleri üzerinde meydana gelen bu el değişimi hızlı bir biçimde gerçekleşeceğinden dolayı, firma değeri temettü dağıtım politikasında meydana gelen değişimlerden etkilenmeyecektir (Ercan ve Ban, 2010: 259). Kâr payı ilintisizliği teorisine göre firma değerini belirleyen asıl etmen, işletme faaliyetlerinden sağlanan nakit girişleridir ve nakit girişlerinin hissedarlar arasındaki bölünme biçimi firma değerini etkilememektedir (Gürsoy, 2012: 610).

Myron Gordon ve John Linter tarafından ileri sürülen eldeki kuş teorisine göre; temettü dağıtım politikasının firma değerini etkilediği savunulmaktadır. Eldeki kuş teorisine göre, temettü ödemelerindeki azalmalara bağlı olarak sermaye maliyeti artmaktadır. Bu teorisin gerekçesi ise, yatırımcıların temettü ödemelerinden beledikleri bir miktar paranın, sermaye kazancından beledikleri aynı miktarda paradan daha değerli oluşudur. Bu değer farkının sebebi ise, temettü getirisinin sermaye kazancına nazaran daha az riskli olması ve sermaye kazancına ağırlık verildikçe sermaye maliyetinin artacak olmasıdır. İşletmelerin otofinansman yoluyla yatırımlarını finanse etmesi durumunda, söz konusu yatırımlardan kazanç elde edilmesi uzun vadelerde gerçekleşecek ve vadenin uzaması yatırımcıların işletmeden olan beklentilerinin artmasına neden olacaktır (Ercan ve Ban, 2010: 262).

Vergi etkisi teorisine göre; düşük tutarlarda temettü dağıtımını sermaye maliyetini azaltmakta ve buna bağlı bir şekilde pay senetlerinin piyasa değeri yükselmektedir. Genellikle temettü gelirlerine uygulanan vergi oranı, sermaye kazançlarına uygulanan vergi oranından yüksektir. Ayrıca ülkemizde pay senetlerinin belli bir süre elde tutulması durumunda, pay senedinin satışından gelen sermaye kazancının vergiye tabi olmamasından dolayı, işletme hissedarlarının temettü gelirlerine soğuk baktıkları fikri ortaya çıkmaktadır (Okka, 2015: 629). Hissedarlarını vergi yükü altına sokmak istemeyen işletmeler, genellikle temettü dağıtımını hisse senetlerinin geri satın alınması yoluyla gerçekleştirmektedirler (Gürel, 2008: 15).

Müşteri etkisi teorisine göre; bazı sermaye piyasası yatırımcıları, hisselerini satın aldıkları işletmelerin elde etmiş olduğu kârları temettü olarak dağıtmalarını isterken, bazı yatırımcılar ise işletmede

alıkonulmasını tercih etmektedir. Müşteri etkisi teorisine uygun bir temettü politikası uygulayan işletmeler, kârın dağıtılması ya da işletmede alıkonulması hususundaki kararı yatırımcıların tercihine göre vermektedir. Hissedarların tercih farklılıkları, kâr payı ile sermaye kazancının farklı vergilendirme uygulamalarına tabi olmalarından ileri gelmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2012: 280).

MM tarafından ileri sürülen sinyal etkisi teorisine göre; işletmelerin hissedarlarına dağıttığı temettü miktarı, işletmenin finansal durumu ile ilgili sermaye piyasalarına sinyal niteliği taşımaktadır. Bu bağlamda, yüksek tutarlarda temettü dağıtan bir işletmenin yönetimi gelecek hakkında iyi beklentilere sahiptir ve bu durum sermaye piyasalarının olumlu bir sinyal olarak algılanmaktadır. Benzer şekilde düşük temettü miktarı ise, sermaye piyasalarının olumsuz bir sinyal olarak algılanır. Sonuç olarak MM sinyal etkisi teorisinde, temettü duyurularının sermaye piyasalarına, işletmenin geleceği hakkında önemli sinyaller ilettiğini ileri sürmüşlerdir (Günay, 2015: 584).

Temsil maliyeti teorisine göre; işletme üzerindeki hisseleri diğer ortaklara nazaran yüksek olan hissedar-yöneticiler, firma değerini artırmak yerine kişisel servetlerini artırma çabası ile gereksiz harcamalarda bulunabilirler. Hissedar-yöneticiler ile yönetim fonksiyonuna sahip olmayan hissedarlar arasında meydana gelen bu çatışma literatürde öz sermayeye ilişkin temsil sorunu olarak yer almaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2012: 282). Bu çıkar uyumsuzluğunun nedeni ise, ortakların beklentilerini karşılamayan harcamalar ve gerekli olmayan genişleme yatırımlarıdır (Allen ve Michaely, 2002: 63). Temsil maliyetinin düşürülmesinde, uygulanan kâr payı dağıtım politikasının önemli bir rolü bulunmaktadır. İşletmenin temettü miktarını artırması durumunda, firma değeri buna paralel bir şekilde artacak ve artan temettü miktarı ile işletmeden daha fazla fon çıkışı gerçekleşecektir. Bu fon çıkışı işletmenin likit varlıklarının azalmasına neden olacak ve bu durumda işletme yeni yatırımlarını finanse etmek için yabancı kaynaklara ihtiyaç duyacaktır. Temettü miktarını artırmak suretiyle, hissedar-yöneticilerin gerekli olmayan yatırımlara fon aktarmalarının önüne geçilerek, firma değerinin olumlu yönde etkilenmesi sağlanabilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2012:282-283).

2. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ FİRMA DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİ BELİRLEMeye YÖNELİK BİST 30 ENDEKSİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

2.1.Araştırmanın Amacı ve Veri Seti

Çalışmanın amacı; işletmelerin nakit kâr payı dağıtım oranlarının, firma değeri üzerinde etkisinin bulunup bulunmadığını belirlemektir. Bu amaçla; Borsa İstanbul (BİST) 30 Endeksi'ne kayıtlı olan ve 2007-2016 yılları arasında borsada kesintisiz olarak faaliyet gösteren 25 firmanın nakit temettü dağıtım oranlarının firma değeri üzerindeki etkisi incelenecektir.

Kâr payı dağıtım politikasının firma değeri üzerindeki etkisinin incelendiği bu çalışmada, 2016 yılı itibarıyla BİST 30 Endeksi'nde yer alan işletmeler araştırmaya dahil edilmiştir. Veri seti 2007 yılı ile 2016 yılları arasında kapsadığı için, 2007 yılı sonrasında borsaya kote olan 5 işletme araştırmaya dahil edilmemiştir. Çalışmada; firma değeri Tobin Q değeri ile ölçülmüş olup, işletmelerin nakit kâr payı dağıtım oranları ise kâr payı dağıtım politikasını temsil etmektedir. Çalışmanın değişkenlerinden biri olan Tobin Q değerinin hesaplanmasında kullanılan veriler www.finance.yahoo.com ve www.kap.org.tr internet adreslerinden, çalışma kapsamındaki işletmelerin nakit kâr payı dağıtım oranları ise, www.isyatirim.com.tr internet adresinden elde edilmiştir.

2.2.Literatür Taraması

Literatürde kâr payı dağıtım politikası ile firma değeri arasındaki ilişkiyi inceleyen çok sayıda çalışma olmakla birlikte, söz konusu çalışmaların bulguları incelendiğinde kesin olarak bir fikir birliğine ulaşılamadığı görülmektedir. Ancak yine söz konusu çalışmaların bulguları incelendiğinde; “kâr payı dağıtım politikası ile firma değeri arasında bir ilişki vardır” ve “kâr payı dağıtım politikası ile firma değeri arasında bir ilişki yoktur” şeklinde iki genel yargıdan söz etmek mümkündür.

Literatür incelendiğinde, kâr payı dağıtım politikası ile firma değeri arasındaki ilişkiyi ele alan ilk çalışma, Merton Miller ve Franco Modigliani (1961) tarafından yapılmıştır. Çalışmanın sonucunda iki değişken arasında herhangi bir ilişkiye rastlanamamıştır.

Ahorony ve Swary (1980) çalışmalarında; 1963-1976 tarihleri arasında New York borsasına kayıtlı 140 firmayı, temettü dağıtım ilanı tarihinde kâr payının azalacağı ve kâr payının artacağı duyurusunu yapan firmalar olarak iki gruba bölmüşlerdir. Çalışmada kâr payı dağıtımını hususunda yapılan duyuruları takip eden yirmi gün içerisindeki yatırımcı davranışları incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda, kâr payının artırılacağı yönünde ilan yapan firmaların pay senetlerinin değerlerinde yükselme meydana geldiği görülmüştür.

Amidu (2007) yılında yapmış olduğu çalışmada; Gana Borsasına kayıtlı olan firmaların 1997-2004 yılları arasındaki verilerini dikkate alarak, kâr payı dağıtımını ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada aktif kârlılığı oranı, temettü dağıtım oranı ve satışlardaki büyüme oranı kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan sıradan en küçük kareler yönteminden elde edilen sonuçlara göre; temettü politikası ile firma değeri arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığına ulaşılmıştır.

Agyei ve Yiadom (2011) yılında yaptıkları çalışmada; Gana'daki 16 ticari bankanın, 1999-2003 yılları arasındaki verilerini dikkate alarak, kâr payı dağıtımını ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla regresyon analizi kullanılmış ve çalışmanın sonucunda iki değişken arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığına ulaşılmıştır.

Ataş (2004) yılında yaptığı çalışmasında; BİST'e kayıtlı şirketlerden, düzenli temettü ödemesi yapan, hiç temettü ödemesi yapmayan ve düzensiz temettü ödemesi yapan firmalar olarak, toplam 49 şirketten 3 grup oluşturmuş ve bu şirketlerin 1999-2003 yılları arasındaki verilerini ele almıştır. Çalışmanın sonucunda, firmaların kâr payı dağıtım politikalarının pay senetlerinin piyasa değerini olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Pekkaya (2006) çalışmasında; 1987-2006 tarihleri arasında BİST 30 Endeksine kayıtlı olan 19 firmayı incelemiştir. Çalışmada söz konusu 19 firmanın dağıtmadığı temettü miktarı ve dağıtmış olduğu temettü miktarının firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmada kâr dağıtım miktarının firma üzerindeki olası etkisinin belirlenmesi amaçlanmış olup analiz yöntemi olarak regresyon analizi kullanılmış ve analiz sonucunda, sadece 5 firmanın verileri istatistiksel olarak anlamlı düzeyde çıkmıştır.

İleri (2016) çalışmasında; Türkiye otomotiv sektöründe faaliyette bulunan 5 firmayı incelemiş ve çalışmasında söz konusu firmaların 2009-2013 yılları arasındaki verilerini dikkate almıştır. İleri, çalışmasında firmaların nakit kâr payı ödemelerinden önceki ve sonraki tarihlere ait pay senetlerinin piyasa değerlerini karşılaştırmıştır. Çalışmanın sonucunda, sadece bir firma dışındaki tüm firmaların nakit kâr payı dağıtımından sonraki tarihlerde, pay senetlerinin piyasa fiyatının yükseldiği belirlenmiştir.

Zeren (2017) çalışmasında; BİST Temettü 25 Endeksi'ne kayıtlı firmaların 2001-2017 yılları arasındaki verilerini dikkate alarak, nakit kâr payı dağıtım oranları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada analiz yöntemi olarak, panel eşbütünleşme testleri kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, firma değeri ve temettü dağıtımını arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

2.3.Araştırma Hipotezleri ve Metodoloji

İşletmelerin kâr payı dağıtım politikalarının, firma değeri üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla yapılan bu çalışmada araştırma hipotezleri şu şekildedir:

H_0 : Nakit kâr payı dağıtımının firma değeri üzerinde bir etkisi yoktur.

H_1 : Nakit kâr payı dağıtımının firma değeri üzerinde bir etkisi vardır.

Çalışmanın değişkenleri olan Tobin Q değeri ile nakit kâr payı dağıtım oranı arasındaki ilişki, panel nedensellik testi kullanılarak analiz edilecektir. Nedensellik testi yapılmadan önce yatay kesit bağımlılığı ve birim kök testlerinin yapılması; çalışmanın veri setine uygun olan nedensellik testinin belirlenmesi ve dolayısıyla nedensellik testi sonucunda elde edilen bulguların doğruluğu bakımından önem arz etmektedir.

2.3.1. Panel Veride Yatay Kesit Bağımlılığı Testi

Yatay kesit bağımlılığı testi, nedensellik testi yapılmadan önce yapılması gereken ilk ön testtir. Yatay kesit bağımlılığı testi ile paneli oluşturan her bir yatay kesit birimi arasındaki korelasyon ölçülmektedir. Söz konusu test neticesinde elde edilen sonuçlar, kullanılacak olan birim kök ve nedensellik testleri hakkında bilgi vermektedir.

Çalışmanın veri setinin zaman boyutu ($T=10$), birim boyutundan ($N=25$) küçük olduğu için Pesaran vd. (2004) CD_{LM} yatay kesit bağımlılığı testi kullanılacaktır (Çınar ve Özçalık, 2014: 5628).

2.3.2. Panel Birim Kök Testleri

Panel veriler, niteliği itibarıyla içerisinde zaman serilerini de barındırmaktadır. Bu sebepten dolayı panel verilerde bulunan zaman serilerinin test edilmesi gerekmektedir (Bilman, 2014: 168).

Birim kök testleri, panel verilerde veya zaman serilerindeki durağanlığı sınamak için kullanılan testlerdir. Panel veri analizlerinde sahte regresyon sorunundan kaçınabilmek, dolayısıyla güvenilir test sonuçları elde edebilmek amacıyla panel veri setinin durağanlığının incelenmesi önem taşımaktadır. Panel verilerdeki durağanlığı ölçmek amacıyla kullanılan birim kök testleri, birinci ve ikinci nesil birim kök testleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Yalçınkaya ve Kaya, 2017: 284). Yatay kesit bağımlılığı testi sonucunda, yatay kesit bağımlılığının varlığına ulaşılması halinde ikinci nesil panel birim kök testleri; yatay kesit bağımlılığının varlığına ulaşılamaması halinde ise birinci nesil panel birim kök testleri kullanılmaktadır (Çınar ve Özçalık, 2014: 5628). Çalışmanın “Araştırma Bulguları” başlığı altında görüleceği üzere, çalışmanın veri setine uygulanan yatay kesit bağımlılığı testi neticesinde, yatay kesit bağımlılığının varlığına ulaşılmış ve bu durumda ikinci nesil panel birim kök testlerinin kullanılması uygun görülmüştür. Çalışmanın veri seti $N>T$ özelliği taşıdığından dolayı, ikinci nesil panel birim kök testlerinden Pesaran (2007) panel birim kök testi uygulanacaktır.

2.3.3. Panel Nedensellik Testi

Nedensellik testleri, veri setinde bulunan herhangi iki değişken arasındaki nedensellik ilişkisini ve bu ilişkinin yönünü belirlemek amacıyla kullanılan testlerdir. Veri setini oluşturan değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi tek yönlü olabileceği gibi çift yönlü de olabilir (Atay Polat, 2014: 141).

Çalışmanın veri setine uygulanan yatay kesit bağımlılığı testi sonucunda yatay kesit bağımlılığının varlığına ulaşıldığından dolayı, iki değişken arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla Dumitrescu & Hurlin panel nedensellik testi kullanılmıştır. Dumitrescu & Hurlin panel nedensellik testi, hem yatay kesit bağımlılığının olduğu hem de olmadığı durumlarda kullanılabilen bir nedensellik testidir. Ayrıca söz konusu test, hem $T<N$ hem de $N<T$ olduğu durumlarda kullanılabilen bir nedensellik testi olduğu için çalışmada tercih edilmiştir (Alper ve Oransoy, 2015: 80).

2.4. Araştırma Bulguları

Çalışmanın veri setinin $T<N$ özelliği taşıması sebebiyle, Pesaran vd. (2004) yatay kesit bağımlılığı testi kullanılmıştır. Veri setine uygulanan yatay kesit bağımlılığı testi sonuçları Tablo 1’de sunulmuştur.

Tablo 1: Çalışmanın Veri Setine Uygulanan Pesaran (2004) CD_{LM} Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

	CD-Test Değeri	Anlamlılık Değeri
Tobin Q Değeri	5.16	0.000
Nakit Kâr Dağıtım Oranı	3.87	0.000

Not: Pesaran’ın (2004) çalışmasında belirtmiş olduğu kritik değer, 1,96’dır.

Tablo 1 incelendiğinde, çalışmanın her iki değişkeninin anlamlılık değeri genel kabul görmüş 0.05 değerinin altındadır. Ayrıca yatay kesit bağımlılığı testi sonucunda ulaşılan CD-Test değeri Pesaran’ın

(2004) çalışmasında belirtmiş olduğu kritik değerin üstündedir. Bu sonuçlara dayanarak, paneli oluşturan birimler arasında yatay kesit bağımlılığının bulunduğunu söylemek mümkündür.

Panel verilerde yatay kesit bağımlılığının olması durumunda, ikinci nesil panel birim kök testlerinin kullanılması gerekmektedir. İkinci nesil panel birim kök testlerinden olan Pesaran (2007) panel birim kök testi, hem $T < N$ hem de $N < T$ olduğu durumlarda kullanılabilen bir test olduğundan dolayı çalışmada tercih edilmiştir. Çalışmanın veri setine uygulanan Pesaran (2007) panel birim kök testi sonuçları Tablo 2’de sunulmuştur.

Tablo 2: Çalışmanın Veri Setine Uygulanan Pesaran (2007) Panel Birim Kök Testi Sonuçları

	Düzyer Değeri	Birinci Fark
Tobin Q Değeri	-1.051 (0.147)	-3.688 (0.000*)
Nakit Kâr Dağıtım Oranı	-1.825 (0.021**)	-

Not: Parantez içindeki değerler değişkenlerin anlamlılık değerini, parantez dışındaki değerler “Zt-bar” değerini ifade etmektedir. * %1, ** %5, *** %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. CIPS kritik değerleri; %1 anlamlılık düzeyinde -3.88, %5 anlamlılık düzeyinde -3.27, %10 anlamlılık düzeyinde 2.98’dir (Pesaran, 2007:280).

Veri setinin düzyer değerleriyle yapılan birim kök testi sonucunda Tobin Q değerinin durağan olmadığı görülmüş ve bu sebepten, sadece Tobin Q değerinin birinci farkı alınarak durağan hale getirilmiştir. Çalışmanın veri setine uygulanan panel birim kök testi sonucunda elde edilen CIPS değerleri, Pesaran’ın (2007) çalışmasında belirtmiş olduğu kritik değerlerden büyüktür ve istatistiksel olarak anlamlı düzeydedir. Bu sonuçlarına dayanarak veri setinin durağan olduğunu söylemek mümkündür.

Çalışmanın veri setine uygulanan yatay kesit bağımlılığı testi sonucunda, yatay kesit bağımlılığının varlığına ulaşılmıştır. Panel verilerde yatay kesit bağımlılığının bulunması halinde yapılması gereken nedensellik testi, Dumitrescu & Hurlin panel nedensellik testidir. İşletmelerin kâr payı dağıtım politikaları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla, nakit kâr dağıtım oranının düzyer değerleri ve Tobin Q oranının birinci farkı alınarak bulunan değerler ile yapılan, Dumitrescu & Hurlin panel nedensellik testinin sonuçları Tablo 3’te sunulmuştur.

Tablo 3: Çalışmanın Veri Setine Uygulanan Dumitrescu & Hurlin Panel Nedensellik Testi Sonuçları

Nedenselliğin Yönü	W İstatistiği	Z-bar İstatistiği	Anlamlılık Değeri
Nakit Kâr Dağıtım Oranı → Tobin Q Değeri	1.5836	0.1246	0.9009
Tobin Q Değeri → Nakit Kâr Dağıtım Oranı	1.3914	-0.1618	0.8714

Dumitrescu & Hurlin panel nedensellik testi sonuçlarına göre; çalışmanın değişkenleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Ayrıca “Z-bar İstatistiği” sıfıra yaklaştığından dolayı, Tobin Q değeri ile nakit kâr dağıtım oranı arasındaki etkileşim gücünün düşük olduğunu söylemek mümkündür. Bu sonuçlara dayanarak, çalışmanın “Nakit kâr payı dağıtımının firma değeri üzerinde bir etkisi vardır.” şeklindeki H_1 hipotezi reddedilmiş ve işletmelerin nakit kâr payı dağıtımlarının firma değeri üzerinde bir etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca Tobin Q değerinden, nakit kâr dağıtım oranına doğru herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanamamış olup, firma değerinin de kâr payı dağıtımını etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır.

SONUÇ

Firma değeri maksimizasyonu, işletmelerin kredi kuruluşları nezdindeki itibarını artırması, sermaye piyasalarından yüksek tutarlarda pay senedi ihraç primi elde etmesi, devlete ve ilişkide bulunduğu üçüncü kişilere karşı olan yükümlülüklerini yerine getirmesi ve dolayısıyla ülke ekonomisine katkıda bulunması gibi nedenlerden dolayı, günümüzde, önemi giderek artan kavramlardan biri olmuş durumdadır.

Firma değerini etkileyen birçok faktör olmasına karşın; çalışmada, kâr payı dağıtım politikası ile firma değeri arasındaki ilişkinin incelenmesinin sebebi, Borsa İstanbul’un faaliyet hacmindeki artışlardır. Borsa İstanbul’un yıllar itibarıyla yayınladığı faaliyet raporları incelendiğinde, 2002 yılından 2016 yılına Borsa işlem hacminde %856,6’lık bir büyüme meydana geldiği görülmektedir. Ayrıca Borsa pay piyasasında işlem gören şirket sayısı 288’den 405’e çıkmış olup borsanın piyasa değeri ise 56,4 milyar TL’den 614 milyar

TL'ye yükselmiştir. Bu durum kâr payı dağıtım politikası ile firma değeri arasındaki ilişkinin önemini arttırmıştır.

İşletmelerin kâr payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla yapılan bu çalışmada, 2016 yılı itibarıyla BİST 30 Endeksi'ne kayıtlı olan ve 2007-2016 yılları arasında borsada kesintisiz bir şekilde faaliyette bulunan 25 işletmenin nakit kâr payı dağıtım oranları ile firma değeri arasındaki ilişki incelenmiştir.

Çalışmada, iki değişken arasındaki ilişki Dumitrescu & Hurlin panel nedensellik testi kullanılarak incelenmiştir. Ancak çalışmanın veri setine uygulanan nedensellik testi sonuçlarının güvenilirliği bakımından bazı ön testlerin yapılması gerekmektedir. Bu bağlamda yapılan ön testlerden ilki, yatay kesit bağımlılığı testidir. Çalışmada kullanılan verilerin zaman boyutunun birim sayısından küçük olması sebebiyle Pesaran vd. (2004) CD_{LM} yatay kesit bağımlılığı testi kullanılmıştır. Çalışmanın veri setine uygulanan yatay kesit bağımlılığı testi sonucunda, yatay kesit bağımlılığının varlığına ulaşılmış ve bu sebeple, ikinci nesil panel birim kök testlerinden Pesaran (2007) panel birim kök testi kullanılmıştır. Pesaran (2007) panel birim kök testinin, birim sayısının zaman boyutundan büyük olduğu durumlarda kullanılabilen bir test olması tercih sebebi olmuştur. Pesaran (2007) panel birim kök testi sonucunda, Tobin Q değerinin durağan olmadığı görülmüş ve değişkenin birinci farkı alınarak durağanlaştırılmıştır.

Yatay kesit bağımlılığı testi sonucunda veri setinde yatay kesit bağımlılığının varlığına ulaşılması sebebiyle, çalışmada Dumitrescu & Hurlin panel nedensellik testi kullanılmıştır. Ayrıca söz konusu test, hem panelin zaman boyutunun birim sayısından büyük olduğu durumlarda hem de küçük olduğu durumlarda kullanılabilir. Yapılan nedensellik testi sonucunda iki değişken arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanamamıştır. Nedensellik testi sonucuna dayanarak, çalışmanın H_1 hipotezi reddedilmiş ve firma değerindeki değişimlerin nedeninin işletmelerin uyguladıkları kâr payı dağıtım politikası olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca çalışmanın veri setine uygulanan nedensellik testi neticesinde ulaşılan bir diğer sonuç ise, firma değerinin kâr payı dağıtımını etkilemediğidir.

Sonuç olarak, analiz edilen dönem ve şirketler dikkate alındığında, işletmelerin kâr payı dağıtım politikaları firma değeri üzerinde herhangi bir etkiye sahip değildir. Çalışmada elde edilen sonuçlar; Pekkaya (2006), İleri (2016) ve Zeren'in (2017) çalışmalarının sonucunda elde ettikleri bulgular ile örtüşür niteliktedir. Ekonomik konjunktür, sermaye piyasalarının spekülasyona açık olması ve yatırımcıların sermaye piyasası ile ilgili davranışlarının temettü kazancı elde etmekten ziyade spekülasyona dayalı sermaye kazancı elde etmeye yönelik olmasının, çalışmanın sonucunda elde edilen bulguların sebebi olduğu düşünülmektedir.

KAYNAKLAR

- AGYEI, S.K. ve YIADOM, E.M., (2011), Dividend Policy and Bank Performance in Ghana, *International Journal of Economics and Finance*, 3(4), 202-207
- AHARONY, J. ve SWARY, I., (1980), Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis, *The Journal of Finance*, 35(1), 1-12
- AKGÜÇ, Ö.(1998), *Finansal Yönetim*, İstanbul: Avcıol Basın Yayım.
- ALLEN, F., ve MICHAELY, R., (2002), Payout Policy, Wharton Financial Institutions Center
- ALPER, A.E. ve ORANSOY, G., (2015), Cari Açık ve Finansal Gelişmişlik İlişkisinin Panel Nedensellik Analizi Ekseninde Değerlendirilmesi, *Uluslararası Ekonomi ve Yenilik Dergisi*, 1(2), 73-85
- AMIDU, M., (2007), How Does Dividend Policy Affect Performance of The Firm on Ghana Stock Exchange?, *Investment Management and Financial Innovations*, 4(2), 103-112
- ATAŞ, F. R., (2004), *Şirket Karlılıklarının ve Temettü Politikalarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İzmir
- ATAY POLAT, M., (2014), *Sürdürülebilir Kalkınmada Elektrik Tüketimi ve Büyüme İlişkisi*, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, Malatya
- AYDIN, N., BAŞAR, M. ve COŞKUN, M., (2010), *Finansal Yönetim*, Ankara: Detay Yayıncılık
- BİLMAN, A.S., (2014), *Ticari Açıklık Büyüme Etkileşimi: Panel Veri Analizi ve Ülkeler Arası Karşılaştırma*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir
- BOLAK, M., (2014), *İşletme Finansı*, İstanbul: Birsen Yayınevi
- CEYLAN, A. ve KORKMAZ, T., (2012), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım
- ÇINAR, S. ve ÖZÇALIK, M., (2014), Gelişmekte Olan Ülkelerde Mali Sürdürülebilirlik: Panel Veri Analizi, *Journal of Yasar University*, 9(33), 5623-5635
- ERCAN, M. K. ve BAN, Ü., (2010), *Finansal Yönetim*, Ankara: Gazi Kitabevi
- GÖNENLİ, A., (1991), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, İstanbul: İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yayın No:143
- GÜNAY, S. G., (2015), *Finansal Yönetim*, Ankara: Paradigma Akademi Yayınları
- GÜREL, E., (2008), *Kar Dağıtım Politikalarının Etkinliği ve İMKB Uygulaması*, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Ankara
- GÜRSOY, C. T., (2012), *Finansal Yönetim İlkeleri*, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım
- İLERİ, F. Ş., (2016), *Nakit Kâr payı Ödemesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Türkiye'de Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Ankara
- MODIGLIANI, F. ve MILLER, M., (1961), Dividend Policy, Growth and The Valuation Shares, *The Journal of Business*, 34(4), 411-433
- OKKA, O., (2015), *Analitik Finansal Yönetim*, Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık
- PEKKAYA, M., (2006), Kâr payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(4), 182-209
- PESARAN, H.M., (2007), A Simple Panel Unit Root Test in The Presence of Cross Section Dependence, *Journal of Applied Econometrics*, 22, 265-312
- PESARAN, H.M., (2004), *General Diagnostic Test for Cross Section Dependence in Panels*, <http://www.econ.cam.ac.uk/research-files/repec/cam/pdf/cwpe0435.pdf> .
- YALÇINKAYA, Ö. ve KAYA, V., (2017), Politik İstikrarın/İstikrarsızlığın Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: Dünyanın En Büyük İlk 20 Ekonomisi Üzerinde Bir Uygulama(1996/2015), *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 13(2), 277-298
- ZEREN, F., (2017), Kâr payı Bilmecesinin Araştırılması: BİST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama, *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(5), 172-183