



FİRMA PERFORMANSI İLE TEMETTÜ POLİTİKASI ARASINDAKİ İLİŞKİYE DAİR BORSA İSTANBUL TEMETTÜ ENDEKSİ (XTMTU) FİRMALARIYLA TÜRKİYE'DEN AMPİRİK BİR ÇALIŞMA *

Alev Dilek AYDIN **

ÖZ

Bu çalışmada, Borsa İstanbul Temettü Endeksi'nde (XTMTU) işlem gören ve 2011 ile 2015 yılları arasında düzenli kar payı (temettü) dağıtmış 24 finans dışı firmanın temettü dağıtım kararını etkileyen faktörler panel regresyon yöntemi ile araştırılmıştır. Bağımlı değişken olarak, firma temettü politikasını incelemek için temettü dağıtım oranı seçilmiştir. Firma performans ölçütleri olarak cari oran, özsermaye karlılığı oranı (ROE), aktif karlılık oranı (ROA), borç/özkaynak oranı ve kısa vadeli borç/toplam borç oranları seçilmiştir. Bulgular temettü oranı ile cari oran, özsermaye karlılığı oranı (ROE) ve aktif karlılık oranı (ROA) arasında anlamlı pozitif bir ilişki olduğunu gösterirken, borç/özkaynak oranı ve kısa vadeli borç/toplam borç oranının temettü politikası üzerindeki etkisi negatif/anlamsız çıkmıştır.

Anahtar Sözcükler: Temettü politikası, Borsa İstanbul Temettü Endeksi (XTMTU), firma performansı, panel regresyon.

AN EMPIRICAL STUDY FROM TURKEY ABOUT THE RELATIONSHIP BETWEEN FIRM PERFORMANCE AND DIVIDEND POLICY WITH THE BORS İSTANBUL DIVIDEND INDEX (XTMTU) COMPANIES

ABSTRACT

In this study, the factors affecting the dividend policies of 24 non-financial companies, which were traded at the Borsa İstanbul Dividend Index (XTMTU) and distributed regular dividends between 2011 and 2015, were investigated by panel regression method. As a dependent variable, the dividend distribution ratio was selected to examine the firm dividend policy. As company performance measures, current ratio, return on equity (ROE), return on assets (ROA), debt/equity ratio and short-term debt/total debt ratio were selected. The results indicate that the dividend distribution ratio and the current ratio, ROE and ROA are positively correlated. However, the effect of the debt/equity ratio and the short-term debt/total debt ratio on dividend policy is negative/meaningless.

Keywords: Dividend policy, Borsa İstanbul Dividend Index (XTMTU), firm performance, panel regression.

*Bu çalışma 21 Nisan 2017 tarihinde Doğu Akdeniz Üniversitesi tarafından düzenlenen 2nd International Conference on Banking and Finance Perspectives (ICBFP'2017) adlı bankacılık ve finans konferansında sözlü olarak sunulmuştur.

**Yardımcı Doçent Doktor, Haliç Üniversitesi İşletme Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve İşletmecilik Bölümü, alevdil@yahoo.com

1. GİRİŞ

Kurumsal finansman yöneticileri genelde iki tip işletmecilik kararlarından sorumludurlar: yatırım kararları ve finansman kararları (Baker ve Powell, 2005:36). Yatırım kararları denince akla, firmanın sahip olmaya karar verdiği varlık çeşit ve miktarlarını belirlemek gelmektedir. Finansman kararları ise firmanın operasyon ve yatırım etkinliklerini sürdürebilir kılmak adına gereken fonların borç ya da özkaynak şeklinde elde edilmesidir. Bu çalışmanın konusunu oluşturan ve firmanın temettü politikasına bağlı olarak şekillendirilen temettü dağıtım kararı da yöneticiler açısından önemli bir işletmecilik kararı olmakla birlikte, bir çeşit finansman kararıdır (Baker, 2009:56).

Temettü politikası, finans alanında üzerinde en çok araştırma yapılan konulardan bir tanesidir, çünkü temettü dağıtım kararı finans yöneticileri açısından en kritik kararların başında gelmektedir. Firmanın temettü dağıtım politikası ise ne kadarlık bir temettü miktarının, şirket hissedarlarına ne zaman ve ne şekilde dağıtılacağına dair finansal kararlar bütünü olarak tanımlanabilir (Shleifer ve Vishny, 1986:470). Hissedarlar, şirketin temettü kararını şirketin finansal durumu ve karlılığına dair önemli ipuçları veren bir sinyal olarak algıladıkları için, temettü kararı kurumsal finansman açısından da büyük önem taşımaktadır.

Firma için en uygun temettü politikasına karar vermek, birbirleriyle çıkar çatışması içerisinde olan birçok paydaşı aynı noktada buluşturmayı ve isteklerini tatmin etmeyi gerektirdiği için oldukça zordur. Örneğin bazı yatırımcılar ve hissedarlar daha büyük miktarlarda temettüyü tercih ederken, bazıları ise temettü yerine sermaye kazancına daha büyük önem vermektedirler. Dolayısıyla finans yöneticileri temettü politikalarını belirlerken, yani temettü dağıtım kararı verirken bu durumu göz önünde bulundurarak hareket etmelidirler.

Temettü dağıtım oranının yanı sıra temettü dağıtımının ne kadar istikrarlı yapıldığı da önemli konuların başında gelmektedir. Temettü politikasının istikrarlı olması için öncelikli olarak her yıl düzenli ve çok fazla değişmeyen oranlarda temettü dağıtımını yapılmalıdır. Bu durum hissedarlar açısından olduğu kadar potansiyel yatırımcılar açısından da önemlidir. Bunun nedeni genellikle potansiyel yatırımcıların, özellikle de kurumsal yatırımcıların düzenli temettü dağıtan firmalara yatırım yapmayı tercih etmesidir. İstikrarlı bir şekilde temettü dağıtan firmalar aynı oranda temettü dağıtımının garantisini verdikleri için potansiyel yatırımcılar tarafından bir nevi, yaptıkları yatırıma karşı ileride daha fazla nakit (para) kazanmanın garantisi şeklinde görülmektedirler (Baker, 2009:112).

Temettü politikası belirlerken yöneticilerin birçok noktayı göz önünde bulundurması gerekmektedir. Bazı durumlarda potansiyel yatırımcılarla mevcut yatırımcılar arasında beklentilerden kaynaklı anlaşmazlık çıkabileceği gibi, yeni yatırımlar için dışsal finansman ihtiyacı doğduğunda da temettü dağıtmak firmalar için lüks haline gelmektedir. Eğer firma yüksek miktarda temettü dağıtırsa, yeni yatırımların finansmanı için dışsal kaynak ihtiyacı artacağından yöneticiler temettü dağıtımına ara verebilmektedirler. Bu durumda ise potansiyel ve mevcut yatırımcıların hayalkırıklığından dolayı firmaya olan ilgi ve talep azalmakta, sonuçta firma hisse fiyatları önemli ölçüde düşebilmektedir. Böyle tartışmalı bir ortamda araştırmacılar firmaların neden temettü dağıttıklarına dair hala ortak bir açıklama geliştirememiş, örneğin Black (1976:6) bu durumu "temettü bilmececi" olarak nitelendirmiştir. Brealey, Myers ve Allen (2005:68) ise temettü politikasını finans alanında çözülememiş ilk on sorun arasında saymışlardır.

Firma pazar değeri ile temettü politikası arasındaki ilişki iki ana görüş ve buna bağlı teoriler etrafında şekillenmektedir. İlk görüşe göre temettü politikası ile firma pazar değeri arasında bir ilişki bulunmaktadır. Bu ilk görüşü destekleyen başlıca temettü politikası teorisi ise

"eldeki kuş" teorisidir. Gordon (1959), Walter (1956) ve Lintner (1963) hisse senedi fiyatı ile temettü politikası arasında pozitif bir ilişki olduğuna dair teorik modeli ortaya atan ilk araştırmacılar. Onlara göre yatırımcılar eldeki nakit, yani temettüyü gelecekte kazanacakları riskli sermayeye tercih etmektedirler. İkinci görüş, temettü politikasının firma değeri üzerinde etkisi olmadığına dair görüştür ve Modigliani ve Miller'ın (1961) temettü ilintisizliği teorisine dayanmaktadır. Modigliani ve Miller (1961) bu teorilerinde, firmanın değerinin ideal şartlar altında temettü politikasından etkilenmeyeceğini, çünkü yatırımcıların firma yatırım politikasını değiştirmedikleri sürece firmadan elde etmek istedikleri naktin temettü ya da sermaye kazancı olmasını önemsemediklerini iddia etmektedirler. Bu teori günümüz koşulları altında araştırmacılar tarafından birçok eleştiriye tabi olsa da, hiç kuşkusuz finans alanında ortaya atılmış en önemli teorilerden bir tanesidir. Firma temettü politikasının firma değeri üzerinde etkili olmadığını savunan bu teoriye yönelik eleştirilerin başında potansiyel yatırımcıların ve yatırım uzmanlarının neden firmanın temettü dağıtım kararıyla bu kadar yakından ilgilendiğini açıklayamaması gelmektedir. Özellikle de bu teorinin mükemmel sermaye piyasaları (perfect capital markets) gibi gerçek hayatta pek rastlanılmayacak varsayımlar içermesi diğer bir eleştiri konusudur.

Her ne kadar temettü politikası araştırmacıların geçmişten günümüze kadar ilgisini çeken bir alan olsa bile, ülkeden ülkeye, özellikle de gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında önemli farklılıklar göstermektedir. Araştırmacılar geçmişte daha çok gelişmiş ülkelerin temettü politikalarını incelemişler, gelişmekte olan ülkelerde izlenen temettü politikasına dair fazla bir araştırma yapmamışlardır. 1980'lerde hızlanan küreselleşme süreciyle birlikte gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları da dünya ekonomisinde önemli rol oynamaya başladıkça, araştırmacılar da dikkatlerini bu ülkelerin finansal piyasalarına çevirmişlerdir. Böylece araştırmacılar gelişmekte olan ülke piyasaları vasıtasıyla finans literatürüne önemli bir zenginlik katmışlardır.

Türkiye'de de her geçen yıl Borsa İstanbul'daki işlem hacmi ve yabancıların borsaya ilgisi artmaktadır. Artık yabancı ve yerli potansiyel yatırımcılar bir hisseye yatırım yaparken birçok faktörü göz önünde bulundurmakta, firmanın temettü politikası da bu faktörlerin başında gelmektedir. Yaşanan bu ilgi sonucu Borsa İstanbul'da 2011 yılının Temmuz ayından itibaren BIST Temettü Endeksi ve BIST Temettü 25 Endeksi olmak üzere iki temettü endeksi hesaplanmaktadır. Böylece yatırımcılar bu endekslere bakarak yatırım kararlarına yön vermektedirler. Kısa vadeli yatırımcılar daha çok hisse fiyatına odaklanırken, uzun vadeli yatırımcılar ise daha çok yüksek kâr sağlayan ve yüksek temettü ödeyen şirketlere odaklanmaktadır. Bu endeksler sayesinde yatırımcıların işi kolaylaşmış, temettü dağıtan firmalar genellikle kar elde eden firmalar olduğu için, bilanço karlılığı yüksek firmalar dendiğinde ilk bakılacak firmalar temettü endekslerinde yer alan firmalar olmuştur.

Bu çalışmanın amacı BIST Temettü Endeksi'ne (XTMTU) kayıtlı ve 2011 ile 2015 yılları arasında her yıl düzenli temettü dağıtmış 24 finans dışı firmanın temettü politikasıyla firma performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmektir. Bu amaçla çalışmanın kalanında ilk olarak temettü dağıtımına ilişkin birbirinden farklı argümanlar sunan çeşitli temettü teorileri hakkında bilgi verilecektir. Literatür taraması bölümünde ise dünyadan ve ülkemizden çeşitli çalışmalar sunulmuştur. Araştırma metodolojisi bölümü kullanılan model, veri seti ve metodolojinin açıklandığı bölüm olup, sonuç bölümünde ise araştırma ile elde edilen bulgular yorumlanarak değerlendirilmiştir.

2. TEMETTÜ TEORİLERİ

Temettü politikası teorilerinin ilk olarak ortaya atıldığı 1950'li ve 1960'lı yıllardan itibaren finans alanında yaşanan birçok gelişmeyle birlikte bu yaşanan gelişmeleri açıklayan birçok teori ortaya atılmıştır. Bu teoriler getirdikleri yenilikler ve yaptıkları açıklamalarla finans literatüründeki önemli bir boşluğu doldurmuşlardır. "Eldeki Kuş" ve "Temettü İlintisizliği" teorilerine ek olarak "Asimetrik Bilgi ve Sinyal Teorisi", "Serbest Nakit Akışı Teorisi" ve Yaşam Döngüsü Teorisi" bu teorilerin en önemlileridir.

2.1. Eldeki Kuş Teorisi

Öncülüğünü Lintner (1956), Walter (1956) ve Gordon'un (1959) yapmış olduğu bu teoriye göre yatırımcılar temettüyü sermaye kazancına göre kendileri için daha avantajlı görmekte ve tercih etmektedirler. Başka bir ifadeyle firmanın hisse fiyatıyla temettü dağıtımı arasında pozitif bir ilişki olduğunu öne süren bu teori, yatırımcıların temettü dağıtan hisselerle, dağıtmayanlara göre daha yüksek fiyat ödemeye hazır olduklarını belirtmektedir. Bu durumun temel nedeni ise yatırımcıların risklerini en aza indirmek için eldeki bir değeri, yani temettüyü riskli sermaye kazancına tercih etmekte, böylece riskli sermaye kazancına nazaran nakit olarak dağıtılan temettü yatırımcıların gözünde daha değerli hale gelmektedir. Gordon (1959) ve Lintner'e (1959) göre temettü dağıtımındaki bir azalma belirsizliği arttıracığı için sonunda firmanın hisse değerini de düşürecektir.

Temettü ilintisizliği teorisi eldeki kuş teorisini kıyasıya eleştirse de aslında, eldeki kuş teorisinin özel bir versiyonu olarak da düşünülebilir. Bunun temel sebebi eldeki kuş teorisinin, bir tanesi yatırımcılar, bir tanesi de firma için olmak üzere iki tane fırsat oranı olduğunu öne sürmesinden kaynaklanmaktadır. Buna göre firmanın fırsat oranı, firmanın temettü dağıtmak yerine elde ettiği karın %100'ünü tutması gerektiğine işaret ediyorsa firma temettü dağıtmaz. Ters durumdaysa firma elindeki karı temettü olarak dağıtmalıdır. Eğer fırsat oranları mükemmel sermaye piyasaları durumunda olduğu gibi eşitse zaten temettü dağıtımının da bir önemi yoktur, ki bu da M&M'in "temettü ilintisizliği" teorisine işaret etmektedir.

2.2. Modigliani ve Miller'ın (M&M) Temettü İlintisizliği Teorisi

Modigliani ve Miller (M&M) (1961), temettü ilintisizliğini öne süren ilk kişilerdir. Bu teoriye göre belirli varsayımlar altında temettü dağıtımının firma pazar değeri üzerinde hiçbir etkisi yoktur çünkü hissedarlar firma yatırım politikasını değiştirmedikleri sürece, paylarına düşen nakit akışını temettü ya da sermaye kazancı olarak alıp almama konusunda kayıtsızdırlar.

İkili, firmanın hisse değerinin temettü dağıtımından ziyade kar elde etme kabiliyeti ve hisse tutma riskiyle alakalı olduğunu öne sürmektedirler. Ayrıca onlara göre, yatırımcıların temettü politikası hakkında endişelenmelerine gerek yoktur çünkü istedikleri zaman hisselerini satarak yatırımlarını nakte çevirebilirler.

Aynı ikili, temettü politikasındaki bir değişikliğin hisse senedi piyasasına şirketle ilgili önemli bilgiler taşıyabileceğini de belirtmişlerdir. Buna karşın, temettü politikasındaki herhangi bir değişikliğe tepki vermenin hatalı olduğunu öne sürmüşlerdir. Halbuki temettü ilintisizliği teorisi, firmaların, potansiyel yatırımcıların ve yatırım uzmanlarının temettü politikasıyla neden bu kadar ilgilendiklerini açıklayamadığı gibi, temettü politikasındaki bir değişimin yatırımcılar arasında bir tepkiye yol açmaması gerektiği noktasında da sağlam argümanlar getirememektedir.

2.3. Vergi Tercih Teorisi ve Müşteri Etkisi

Sermaye kazancı üzerindeki vergi, temettüye göre daha az ise, normal şartlar altında rasyonel olarak değerlendirebileceğimiz potansiyel yatırımcıların temettü dağıtımını yerine sermaye kazancını tercih etmeleri gerekmektedir. Vergi tercihi teorisi bu noktada devreye girerek temettünün direkt olarak vergilendirildiğini belirtmekte, sermaye kazancı üzerinden hisse satılana kadar vergi alınmadığına dikkat çekmektedir. Elton ve Gruber (1970), Brennan (1970), Litzenberger ve Ramaswamy (1979) ile John ve Williams (1985) ve Miller ve Rock (1985) gibi araştırmacılar tarafından geliştirilen bu teori, vergiden kaynaklı nedenlerle yatırımcıların sermaye kazancını temettüye tercih edeceklerini öne sürmektedir. Bu teori, temettü gelirleri üzerinden alınan vergi oranının sermaye kazancı üzerinden alınan vergi oranından daha fazla olduğu durumlarda, rasyonel yatırımcıların doğal olarak, daha az temettü dağıtan firmaları daha çok temettü dağıtan firmalara tercih edeceklerini iddia etmektedir.

Teorik olarak normalde kişisel yatırımcılar temettü gelirleri üzerinden sermaye kazancına göre daha çok vergi verdiklerinden, hissedarlarının gelirlerini maksimize etmek adına aslında firmaların temettü dağıtmaması gerekmektedir. Halbuki firmalar bu beklentinin tersine ısrarla temettü dağıtmaya devam etmektedirler. Bu durum da, temettü dağıtım politikasını finans alanında en önemli araştırma konularından biri haline getirmiştir. Black (1976), bu durumu "temettü bilmececi" olarak adlandırmış, araştırmacılar bu durumu açıklamak için çeşirli teoriler geliştirmişler ve konu ile ilgili sayısız çalışmalar yapmışlardır.

Yatırımcılar yatırım kararı alırken, kendi vergi tercihlerini en olumlu etkileyecek şekilde temettü politikası izleyen firmalara yatırım yapmaktadırlar. Bu durum finans literatüründe "müşteri etkisi" (customer effect) dediğimiz durumun temelini oluşturmaktadır. Yöneticiler firma pazar değerini, müşteri etkisi durumunu göz önünde bulunduran bir temettü politikası benimseyerek ve vergi kaynaklı tercihleri diğer firmalar tarafından karşılanmamış bir yatırımcı kitlesini firmaya çekerek arttırabilirler.

2.4. Asimetrik Bilgi ve Sinyal Teorisi

Asimetrik bilgi ve sinyal teorisinin temelleri Lintner'in (1956) hisse fiyatlarının genelde temettü değişikliğine nasıl tepki verdiğiyle ilgili çalışmalarına kadar dayanmaktadır. Bu teori firma yöneticileri ile firma hissedarları arasındaki bilgi asimetrisine dayanmakta ve temettünün, firmanın durumu hakkında içerden önemli bilgiler sağlayarak (insider information) bu bilgi asimetrisinin azalmasına katkıda bulunduğunu iddia etmektedir. Buna göre temettü dağıtımını, şirket içinden hissedarlara önemli bir sinyal gönderme işlevi görerek bilgi asimetrisinin azaltılmasında önemli bir rol oynamaktadır.

Sinyal teorisi, firma çalışanlarının firma nakit akışları konusunda daha iyi bilgiye sahip oldukları göz önünde bulundurulursa, temettü dağıtımının daha önce yatırımcıların sahip olmadığı değerli bilgileri onlara iletmesi fikri üzerine kuruludur. Dolayısıyla temettü dağıtımını aslında yatırımcılara finansal tabloların, çeşitli gelir raporlarının ve finansal duyuruların bile ötesinde bilgiler iletmektedir. Bununla birlikte temettü dağıtım kararının ilk defa alınması yatırımcılar tarafından gayet olumlu olarak algılanırken, temettü dağıtımını sona erdiren ya da temettü oranını azaltan politikalar ise tam tersine yatırımcılar tarafından son derece olumsuz olarak algılanmakta, bu da hisse fiyatına yansımaktadır. (Ross, 1979 ; Bhattacharya, 1979 ; Miller ve Rock, 1985, John ve Williams, 1985).

2.5. Serbest Nakit Akışı Teorisi

Jensen (1986) tarafından geliştirilen serbest nakit akışı teorisine göre yöneticiler şirkette çok fazla nakit bulduğunda gereksiz ve negatif Net Bugünkü Değere (NBD) sahip projelere yatırım yapabilmekte, bu da firmayı zarara sokabilmektedir. Jensen'e (1986) göre gereğinden fazla serbest nakit akışı şirkette yönetsel sorunlara yol açmakta şirket içi verimliliği düşürmektedir. Bu durum aynı zamanda, firma hissedarlarıyla bu hissedarların yetki verdiği kişiler arasında çıkar çatışmalarından kaynaklanan vekalet problemlerinin neden olduğu maliyetler olarak tanımlanan vekalet maliyetini artırarak hissedarlar için ekstra yük getirmektedir.

Serbest nakit akışı teorisinin temeli aslında temettü miktarının, şirketin yatırım kararından sonra artı kalan nakte eşit olduğunu öne süren geleneksel temettü artışı teorisine (residual theory of dividends) dayanmaktadır. Basitçe ifade edersek, firma net bugünkü değeri (NBD) pozitif olan tüm yatırım projelerini finanse ettikten sonra elinde kalan fazla nakit temettü olarak dağıtılmalıdır. Geleneksel temettü artışı teorisi artan temettü oranının sınırlı yatırım fırsatı anlamına geldiğini belirtmekte ve bu durumun hisse fiyatında düşüşe yol açacağını öne sürmektedir. Tam tersine, temettü oranının düşmesi ise firmanın yeni karlı yatırımlar yaptığı anlamına geldiği için firmanın hisse fiyatı bu durumda yükselmelidir. Halbuki bu tür teorik beklentilerle gerçek hayatta olanlar birbirinin tam zıddıdır.

2.6. Yaşam Döngüsü Teorisi

Mueller (1972) tarafından ortaya atılan yaşam döngüsü teorisi yeni kurulan bir firmanın karlı yatırım fırsatlarıyla karşılaştığında tüm finansman ihtiyacını kendi elde ettiği nakitle karşılayamayacağını belirtmektedir. Firmanın kuruluşundan itibaren zaman geçtikçe firma olgunlaşmakta, her ne kadar karlı yatırım fırsatlarını finanse edecek kadar nakte sahip olsa bile, bu sefer de yeni yatırım fırsatları bulamayabilmektedir. Böyle bir durumda mantıksal olarak eldeki nakit temettü olarak dağıtmak en uygun seçenek olarak öne çıkmaktadır.

Tam tersine genç bir firma sermaye çekmekte ve borçlanmakta güçlük yaşayacağından dolayı elde ettiği karı dağıtmayıp şirkette tutma yoluna gidecektir. Bir başka ifadeyle firma olgunlaştıkça yönetim, gelecekteki karlı potansiyel yatırımlar için daha az nakte ihtiyaç duyacağından firma da temettü dağıtmak için daha uygun bir pozisyonda olacaktır.

Kısaca Mueller'e (1972) göre bir firma için en uygun temettü politikası en hızlı büyüme dönemi olan ilk kuruluş döneminde elde ettiği karı saklamak ve gelecekteki olgunluk döneminde temettü olarak dağıtmaktır. Bu durum da bize firma temettü politikası ile firma yaşam döngüsünün doğrudan ilgili olduğunu göstermektedir.

3. LİTERATÜR TARAMASI

Literatürde firmaların performansı ile temettü politikası arasındaki ilişkiyi inceleyen birçok farklı görüş içeren çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmada firmaların neden temettü dağıtım kararı aldıkları incelenmiş fakat ortak bir görüşe varılamamıştır.

Firma performansı ile temettü politikası arasındaki ilişkiye dair çalışmalar finans literatürüne önemli katkılarda bulunmuştur. Özellikle de son yıllarda gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların temettü politikalarını inceleyen çalışmalar bu anlamda önemli bir boşluğu doldurmuştur.

Finansal performans denince akla, firmanın finansal durumunun ne kadar iyi olduğu, bir anlamda varlıklarını daha fazla gelir elde etmek için ne kadar verimli kullandığı gelmektedir.

Her ne kadar finansal performansı ölçmek için birçok teknik kullanılsa da Demsetz ve Lehn'e (1985:1162) göre, finansal tablolarından elde edilmiş finansal oranlar (rasyolar) kullanmak firma performansını ölçmenin en iyi yöntemlerinden birisidir. Yatırımcılar bir firmaya yatırım yaparken finansal oranları da dikkatle inceleyip analiz ederek yatırım yaparlar. Finansal oranlar firmaya dair oranlar olduğundan, yatırımcılara sektörel oranlarla karşılaştırma yapma fırsatı vermektedirler. Bu oranlar genellikle karlılık, likidite, faaliyet, borçluluk (kaldıraç), devir hızı (etkinlik) ve piyasa oranları gibi oranlardan oluşmaktadır. Bu oranlar sayesinde yatırımcılar firmaların finansal durumunu, performansını ve finansal durumlarındaki değişiklikleri analiz ederek daha doğru ve güvenli yatırım yapabilmektedirler.

Firmanın likidite durumu, firma temettü politikası üzerinde etkili olan faktörlerin başında gelmektedir. Yüksek likidite oranına sahip firmalar genellikle bu anlamda zayıf firmalara göre daha yüksek oranlarda temettü dağıtacak şekilde temettü politikalarını oluşturmaktadırlar. Zaten literatürde de firmaların likidite durumlarının temettü politikaları üzerinde pozitif bir etkisi olduğunu gösteren birçok çalışma bulunmaktadır. Bu yönde çalışmalar yapmış ve benzer sonuçlar elde etmiş araştırmacıların başında Ho (2003), Amidu ve Abor (2006), Kang (2006), Al-Najjar (2009) ve Patra (2012) gelmektedir.

Firma performansı ile temettü politikası arasındaki ilişkiyi aydınlatmak açısından temettü politikasına etki eden bir diğer önemli faktör ise karlılıktır. Genelde yatırımcılar arasında yüksek karlılığa sahip firmaların yüksek oranda temettü dağıtacağı beklentisi yaygındır. Yapılan çalışmalar da temettü politikası ile karlılık arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu desteklemektedir. Bu ilişki aslında, karlı firmaların başta potansiyel yatırımcılar olmak üzere ilgili taraflara bu temettü dağıtım kararıyla, şirketin güçlü bir finansal duruma sahip olduğuna dair bilgi aktarması üzerine kurulu sinyal teorisini desteklemektedir. Karlılığa dair literatürde yapılmış ve firma performansı ile temettü politikası arasında pozitif ilişki elde etmiş birçok çalışma bulunmaktadır (Naceur vd., 2006 ; Al-Malkawi, 2007 ; Al-Najjar, 2009 ; Ahmed ve Javid, 2009 ; Gill vd., 2010, Khan 2011, Murekefu ve Ouma 2012).

Literatürde şu ana kadar yapılmış birçok çalışma ile borçluluk (kaldıraç) oranı ile temettü politikası arasında önemli bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Yüksek borçluluk (kaldıraç) oranına sahip firmaların ihtiyaç duydukları kaynakların artmasıyla birlikte, mevcut temettü dağıtım politikalarını sürdürmeleri giderek zorlaşmaktadır. Bu firmalar da yatırımcılara negatif bir sinyal vermek istemediklerinden, temettü politikalarını daha düşük bir temettü dağıtım oranı üzerine belirlemeyi tercih etmektedirler. Konuyla ilgili literatürdeki yaygın görüş borçluluk (kaldıraç) oranının temettü dağıtımını üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğudur. Kuşkusuz bunun sebebi daha az borçluluk oranına sahip firmaların daha fazla temettü dağıtma gücüne sahip olmasıdır. Moh'd vd. (1995), Aivazian vd. (2003), Statescu (2006), Murekefu ve Ouma (2012), Habib vd. (2012), Gul vd. (2012), Rehman ve Hussain (2013), Ajanthan (2013) yaptıkları çalışmalarında borçluluk (kaldıraç) oranının temettü politikası üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

4. ARAŞTIRMA METODOLOJİSİ

4.1. Amaç, Yöntem ve Örneklem

Bu çalışmada, Borsa İstanbul Temettü Endeksi'nde (XTMTU) işlem gören ve 2011 ile 2015 yılları arasında düzenli temettü dağıtmış 24 finans dışı firmanın temettü politikalarında etkili olan faktörler panel regresyon yöntemiyle analiz edilmiştir. Finans firmaları kendilerine özgü temettü politikaları uygulamak durumunda oldukları için araştırma örneğine dahil edilmemişlerdir. Bu noktadan hareketle, Borsa İstanbul Temettü Endeksi'ne (XTMTU) kayıtlı finans dışı firmalarının temettü dağıtım kararı üzerinde etkili olduğu düşünülen

değişkenler, yapılan literatür taramasından sonucu tespit edilerek uygun hipotezler vasıtası ile test edilmiştir.

Analiz kapsamındaki firmaların 2011-2015 yıllarına ilişkin verileri Finnet websitesinden elde edilmiştir. Temettü dağıtım oranlarına ise İş Yatırım websitesinden ulaşılmıştır. Oluşturulan veri seti ile ilgili olarak istatistikî modelin test edilmesinde ise E-Views 7.2 ve Stata 11.0 paket programları kullanılmıştır.

Çalışmada modele ilişkin denklem teori ve literatürden yola çıkılarak aşağıdaki şekilde oluşturulmuş ve firmaların temettü oranına etki eden faktörler arasındaki ilişki panel regresyon metoduyla araştırılmıştır.

$$TO_{i,t} = \alpha + \beta_1 (CO)_{i,t} + \beta_2 (ROE)_{i,t} + \beta_3 (ROA)_{i,t} + \beta_4 (BO)_{i,t} + \beta_5 (KVB)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Tablo 1 : Çalışmada Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

Değişkenler		Açıklama
Bağımlı (TO)	Nakit Temettü Dağıtım Oranı	Nakit Temettü / Toplam Kar
Bağımsız (CO)	Cari Oran (Likidite Oranı)	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar
Bağımsız (ROE)	Özsermaye Karlılığı Oranı(Karlılık Oranı)	Net Kar / Özsermaye
Bağımsız (ROA)	Aktif Karlılık Oranı (Karlılık Oranı)	Net Kar / Toplam Aktifler
Bağımsız (BO)	Borç/Özkaynak Oranı(Borçluluk Oranı)	Toplam Borç / Özkaynak
Bağımsız (KVB)	Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç Oranı (Borçluluk Oranı)	Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç

Modelimizden yola çıkarak çalışmada test edeceğimiz alternatif hipotezler şöyledir:

H_{β_1} = Likidite oranıyla temettü politikası arasında pozitif bir ilişki vardır.

H_{β_2} = Karlılık oranıyla temettü politikası arasında pozitif bir ilişki vardır.

H_{β_3} = Borçluluk oranıyla temettü politikası arasında negatif bir ilişki vardır.

4.2. Durağanlık Testi Sonuçları

Panel veri modellerinde değişkenler arasında sahte korelasyon sorununu göz ardı edebilmek için değişkenlerin durağan olması şarttır. Bu nedenle, çalışmada ortak birim kök süreçlerinin

araştırılması için Levin, Lin ve Chu (2002) testi kullanılmıştır. Her bir yatay kesit için ise birim kök sürecinin sınanması için Im, Pesaran ve Shin (2003) testinden yararlanılmıştır.

Tablo 2 : Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Levin, Lin & Chu İstatistiği	Im, Pesaran ve Shin İstatistiği	P Değeri
TO	-12.2741	-3.12282	0.0000
CO	-37.1478	-9.1524	0.0000
ROE	-20.1854	-7.5836	0.0000
ROA	-67.1245	-5.7294	0.0000
BO	-15.4587	-12.2573	0.0000
KVB	-9.5278	-4.2156	0.0000

Her iki testte de hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuştur:

H_0 : Seride bir birim kök vardır.

H_1 : Seride bir birim kök yoktur.

Tablo 2'den de görülebileceği gibi analizde kullanılan tüm değişkenler için hesaplanan p olasılık değerleri 0.05 eşik değerinden daha küçük olduğundan, serilerin birim kök içermesi anlamına gelen H_0 hipotezleri reddedilmiştir.

4.3. Panel Veri Yöntemi Seçimi (Hausman Testi) ve Otokorelasyon ve Değişen Varyans Testleri

Analizde hangi yaklaşımın kullanılacağını belirlemek içinse Hausman (1978) testi kullanılmıştır.

Hausman testine göre hipotezlerimiz şu şekilde oluşturulmuştur:

H_0 : Rassal etkiler mevcuttur.

H_1 : Rassal etkiler yoktur.

Hausman test istatistiklerinin sonucunda elde edilen 0.05'in altındaki bir olasılık değeri çalışmamızda, sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini göstermektedir.

Panel veri analizinde Wooldridge (2002) otokorelasyon testine göre, modelde “otokorelasyon yoktur” şeklinde kurulan varsayım olan boş hipotez reddedilmiştir. Yani, modeldeki hata terimleri arasında otokorelasyon sorunu vardır. Ayrıca sözkonusu modelde değişen varyans sorunu olup olmadığının belirlenmesi için ise Wald testi kullanılmış ve değişen varyans problemi belirlenmiştir. Sabit varyans varsayımı üzerine kurulan boş hipotez Tablo 3'den de anlaşılacağı gibi olasılık değeri 0.05'den düşük olduğu için reddedilmiştir. Bununla birlikte modelde değişen varyans sorunu tespit edilmiştir.

Tablo 3 : Hausman, Wooldridge ve Wald Testi Sonuçları

Yöntem	İstatistiği	P- değeri
Hausman	$\chi^2=11.24$	0.0000
Wooldridge	F =13.371	0.0000
Wald χ^2	$\chi^2=27.0089$	0.0009

Eğer hata terimleri değişen varyansa sahip ise, Sıradan En Küçük Kareler (Ordinary Least Squares) yani OLS tahmincisi yansızlığını korusa bile güvenilir katsayı tahminleri vermezler. Modelde otokorelasyon problemiyle birlikte değişen varyans sorunu da gözlemlendiğinden, bu sorunların ortadan kaldırılması için her iki sorun birlikte gözlemlendiğinde parametre tahmini yapılmasına olanak sağlayan Stock ve Watson (2008) tarafından geliştirilen Uygulanabilir En Küçük Kareler (Feasible Generalized Least Square) yani FGLS yöntemi ile model kurulmuş ve sonuçlar Tablo 4'e aktarılmıştır.

4.4. Bulgular ve Değerlendirme

Bu çalışmada firmaların temettü politikaları üzerinde etkili olan birçok faktörden üçü olan karlılık oranı, likidite oranı ve borçluluk (kaldıraç) oranı beş adet bağımsız değişken vasıtasıyla analiz edilmeye çalışılmıştır.

Tablo 4'den analiz sonuçlarına bakıldığında, temettü oranı (TO) ile likidite oranı (CO) arasında anlamlı pozitif bir ilişkinin var olduğu görülmektedir. Bu durum, likidite oranıyla temettü dağıtımı arasında pozitif bir ilişki olduğunu belirten H_{β_1} hipotezinin kabulünü gerektirmektedir.

Karlılık oranının temettü politikası üzerindeki etkisini analiz etmek için kullanılan bağımsız değişkenler olan özsermaye karlılığı (ROE) ve aktif karlılığı (ROA) ile temettü politikası arasında gene, literatürdeki beklenti ile aynı doğrultuda pozitif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç da bize H_{β_2} hipotezinin kabuledilmesi gerektiğini göstermektedir.

Son olarak, borçluluk (kaldıraç) oranı ile temettü politikası arasındaki ilişkiyi incelemek için kullandığımız bağımsız değişkenler olan Borç/Özkaynak Oranı (BO) ile Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç Oranı (KVB) ile temettü oranı (TO) arasında negatif ve anlamsız bir ilişki elde edilmiştir. Bu sonuç ile birlikte H_{β_3} hipotezinin anlamsız olduğu ortaya çıkmıştır.

Tablo 4 : Panel Regresyon Modeli Sonuçları

	Katsayı	Satandart Hata	t-istatistiği	p-değeri
C (Sabit Terim)	- 0.117237	0.199417	-2.41	0.02781
CO	0.057951	0.040482	2.72	0.00514
ROE	0.075589	0.089211	2.472578	0.0053
ROA	0.058930	0.008328	2.203803	0.0078
BO	-0.011258	0.007413	-1.22147	0.1141
KVB	-0.112571	0.004223	-0.14912	0.2713
R-Kare	0.1178			
P-Değeri	0.0000			

Bağımlı Değişken: TO, Yöntem: Panel En Küçük Kareler, Dönem: 2011- 2015, Zaman Aralığı: 8, Yatay Kesit (Firma) Sayısı: 24

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışmanın amacı gelişmekte olan piyasalar arasında önemli bir yere sahip olan Türkiye'de, temettü politikası ile firma performansı arasındaki ilişkiyi çeşitli finansal oranlar (rasyolar) vasıtasıyla analiz etmektir. Bugüne kadar ülkemizde, firmaların temettü dağıtım kararlarına etki eden faktörler üzerinde yeterli araştırma yapılmamıştır. Bu çalışmada hem yatay kesit hem de zaman boyutunu göz önüne bulunduran panel veri metodunun kullanılması mevcut literatüre katkı açısından önemlidir.

Borsa İstanbul Temettü Endeksi'ne (XTMTU) kayıtlı olan ve 2011 ile 2015 yılları arasında düzenli temettü dağıtmış 24 finans dışı firmanın temettü dağıtım kararlarında etkili olan faktörler panel regresyon metoduyla analiz edilmiştir. Böylece firmaların temettü politikalarını oluştururken hangi etmenlerin öne çıktığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Analiz sonuçları cari oran (CO) ile temettü oranı arasında anlamlı pozitif bir ilişkinin var olduğunu göstermektedir. Bu durum, literatürde pek çok araştırmacının tespit ettiği, firmanın likidite durumunun temettü politikası üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucunu bir kez daha doğrulamaktadır. Bu sonuç bize yüksek likidite oranına sahip firmaların bu anlamdaki zayıf firmalara göre daha yüksek oranlarda temettü dağıttığını göstermektedir.

Aynı şekilde özsermaye karlılığı oranı (ROE) ve aktif karlılık oranı (ROA) ile temettü politikası arasında da anlamlı pozitif bir ilişkinin varlığı bulgularımız tarafından tespit edilmiştir. Literatürde de belirtildiği gibi yatırımcılar arasında yüksek karlılığa sahip firmaların yüksek oranda temettü dağıtacağı beklentisi yaygındır. Bu sonuç da bu beklentiyi doğrulamakta ve diğer yapılan çalışmalarda olduğu gibi temettü politikası ile karlılık arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığını desteklemektedir.

Son olarak borç/özkaynak oranı (BO) ve kısa vadeli borç/toplam borç oranının (KVB) temettü politikası üzerindeki etkisi negatif/anlamsız çıkmıştır. Bu anlamsız sonuç ile literatürdeki

beklenti olan borçluluk oranının temettü politikası üzerindeki etkisi negatiftir sonucu desteklenememiştir. Tüm bu sonuçlar bu çalışmada, borçluluk (kaldıraç) oranı haricinde gelişmekte olan piyasalarda yapılan çalışmalarla aynı doğrultuda sonuçların elde edildiğini göstermektedir.

Çalışmayla elde edilen sonuçlar birçok kesime fikir verebilir. Akademisyenler ve araştırmacılar bu çalışmadan yola çıkarak temettü politikası üzerindeki diğer birçok faktörü de araştırmalarına dahil edebilir ve daha geniş kapsamlı çalışmalar yapabilirler. Buna ek olarak, bu çalışmadan elde edilen sonuçlar potansiyel ve mevcut yatırımcılar açısından da önem arz etmektedir. Düzenli temettü dağıtan bu firmaların finansal durumlarıyla temettü politikaları arasındaki ilişki yatırımcılara faydalı bilgiler sağlayabileceği gibi, onlara ilerdeki hisse senedi seçimleri açısından da yol gösterebilir.

KAYNAKÇA

- Ahmed, H. ve Javid, A. (2009), "Dynamics and Determinants of Dividend Policy in Pakistan (Evidence from Karachi Stock Exchange Non-Financial Listed Firms)", *International Research Journal of Finance and Economics*, 25, s.148-171.
- Ajanthan, A. (2015), "The Relationship Between Dividend Payout and Firm Profitability: A Study of Listed Hotels and Restaurant Companies in Sri Lanka", *International Journal of Scientific and Research Publications*, Vol. 3, No. 6.
- Aivazian, V., Booth, L. ve Cleary, S. (2003), "Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S. Firms?", *The Journal Of Financial Research*, Vol. 26, No. 3, s.371-387.
- Al-Kuwari, D. (2009), "Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries", *Global Economy and Finance Journal*, Vol. 2, No. 2, s.38-63.
- Al-Malkawi, H.N. (2007), "Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model", *Journal of Economic Administrative Sciences*, Vol. 23, No. 2, s.44-70.
- Al-Najjar, B. (2009), "Dividend Behaviour and Smoothing New Evidence from Jordanian Panel Data", *Studies in Economics and Finance*, Vol. 26, No. 3, s.182-197.
- Amidu, M. ve Abor, J. (2006), "Determinants of Dividend Policy Ratio In Ghana", *The Journal of Risk Finance*, Vol. 7, No. 2, s.136-145.
- Asif, A., Rasool, W. ve Kamal, Y. (2011), "Impact of Financial Leverage on Dividend Policy: Empirical Evidence from Karachi Stock-Exchange-Listed Companies", *African Journal of Business and Management*, Vol. 5, No. 4, s.1312-1324.
- Baker, H.K. ve Powell, G.E. (2005), *Understanding Financial Management: A Practical Guide*, Molden, MA: Blackwell Publishing.
- Baker, H.K. (2009), *Dividends and Dividend Policy*, New Jersey: John Wiley&Sons, Inc.
- Bhattacharya, S. (1979), "Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird-in-the-Hand Fallacy", *The Bell Journal of Economics*, 10, s.259-270.
- Black, F. (1976), "The Dividend Puzzle", *Journal of Portfolio Management*, 2, s.5-8.
- Brealey, A.R., Myers, C.S. ve Allen, F. (2005), *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill.
- Brennan, M.J. ve Copeland, T.E. (1988), "Stock Splits, Stock Prices, and the Transaction Costs", *Journal of Financial Economics*, Vol 22, No. 1, s.83-102.
- Demsetz, H. ve Lehn, K. (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No 6, s.1155-1177.
- Elton, E. ve Gruber, M. (1970), "Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect", *Review of Economics and Statistics*, 52, s.68-74.
- Gill, A., Bigger, N. ve Tibrewala, R. (2010), "Determinants of Dividend Policy Ratios: Evidence from United States", *The Open Business Journal*, 3, s.8-14.

- Gordon, M.J. (1959), "Dividends, Earnings and Stock Prices, Review of Economics and Statistics", Vol. 41, No. 2, s.99-105.
- Gul, F.A. (1999), "Growth Opportunities, Capital Structure and Dividend Policies in Japan", Journal of Banking & Finance, 27, s.1297-1321.
- Gul, S., Sajid, M., Razzaq, N., Iqbal, M.F., ve Khan, M.B. (2012), "The Relationship Between Dividend Policy and Shareholder's Wealth (Evidence from Pakistan)", Economics and Finance Review, Vol. 2, No. 2, s.55-59.
- Habib, Y., Zernigah, I.K. ve Muhammed, A.K. (2012), "Dividend Policy and Share Policy Volatility: Evidence from Pakistan", Global Journal of Management and Business Research, Vol. 12, No. 5, s.78-84.
- Hashami, S.A. ve Zadeh, Z.K. (2012), "The Impact of Financial Leverage, Operating Cash Flow and Size of Company on the Dividend Policy (Case Study of Iran)", Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, Vol. 3, No. 10, s.264-270.
- Hausman, J. (1978), "Specification Tests in Econometrics", Econometrica, Vol. 46, No. 6, s.1251-1274.
- Jensen, M.C. (1986), "The Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers", American Economic Review, 76, s. 323-329.
- Ho, H. (2003), "Dividend Policies in Australia and Japan, International Advances in Economic Research, Auditing and Finance", Vol. 92, No. 2, s.91-100.
- Im, K.S., Pesaran, N.M. ve Shin, Y. (2003), "Testing for Unit Roots in Heterogenous Panels", Journal of Econometrics, Vol. 115, No. 1, s.53-74.
- John, K. ve Williams, J. (1985), "Dividends, Dilution and Taxes: A Signalling Equilibrium", Journal of Finance, Vol. 40, No. 4, s.1053-1070.
- 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, No. 3, s.45-74.
- Khan, K.I., Muhammad, A., Arslan, Q., Adeel, N. ve Maryam, I.K. (2011), "Can Dividend Decisions Affect the Stock Prices: A Case of Dividend Paying Companies of KSE", International Journal of Finance and Economics, 76, s. 67-74.
- Levin, A., Lin, C.F. ve Chu, C.S.J. (2002), "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties", Journal of Econometrics, 108, s.1-24.
- Lintner, J. (1963), "The Cost of Capital and Optimal Financing of Corporate Growth", Journal of Finance, Vol. 18, No. 2, s.292-310.
- Litzenberger, R.H ve Ramaswamy, K. (1979), "The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence", Journal of Financial Economics, 7, s. 163-195.
- Miller, M ve Rock, R. (1985), "Dividend Policy Under Aymmetric Information", Journal of Finance, Vol. 11, No. 4, s.1031-1050.
- Modigliani, F. ve Miller, M.H. (1961), "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", Journal of Business, Vol. 34, No. 4, s.411-433.

Moh'd, M.A., Larry, G.P. ve Rimbey, N. (1995), "An Investigation of the Dynamic Relationship Between Agency Theory and Dividend Policy", *The Financial Review*, No. 30, s.367-385.

Moradi, M., Salehi, M. ve Honarmand, S. (2010), "Factors Affecting Dividend Policy: Empirical Evidence from Iran", *Poslovna Izvrnost Zagreb*, Vol. 4, No. 1, s.45-62.

Mueller, D.C. (1972), "A Life Cycle Theory of the Firm", *Journal of Industrial Economics*, 20, s. 293-315.

Murefeku, T.M. ve Ouma, O.P. (2012), "The Relationship Between Dividend Payout and Firm Performance: A Study of the Listed Companies in Kenya", *European Scientific Journal*, May Edition, Vol. 8, No. 9, s.199-215.

Naceur, S.B., Goaled, M. ve Belanes, A. (2006), "On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy", *International Review of Finance*, Vol. 6, No. 1-2, s.1-23.

Patra, T., Pashakwale, S. ve Ow-Young, K. (2012), "Determinants of Corporate Dividend Policy in Greece", *Applied Financial Economics*, Vol. 22, s.1079-1087.

Rehman, M.U. ve Hussain, A. (2013), "Impact of Dividend Policy on Performance of Firms Having Stocks Listed in An Emerging Stock Market", *Asian Journal of Empirical Research*, Vol. 3, No. 1, s.20-29.

Ross, S. (1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach", *The Bell Journal of Economics*, 8, s.23-40.

Shleiffer, A. ve Vishny, R.W. (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *The Journal of Political Economy*, Vol. 9, No. 3, s.461-488.

Statescu, B. (2006), "Dividend Policy in Switzerland, Financial Markets and Portfolio Management", Vol. 20, No. 2, s.153-183.

Stock, J.H. ve Watson, M.W. (2008), "Heteroskedasticity-Robust Standard Errors for Fixed Affects Panel Data Regression", *Econometrica*, Vol. 76, No. 1, s.155-174.

Walter, E.J. (1956), "Dividend Policies and Common Stock Prices", *Journal of Finance*, s.29-41.

Woolridge, J.M. (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, New York: MITPress.