

Kârlılık ve Finansal Kaldıracın Firmaların Büyüme ve Yatırım Kararları Üzerindeki Etkisi: Döviz Kuru ve Enflasyonun Rolünün Analizi

Araştırma Makalesi /Research Article

Şafak Sönmez SOYDAŞ¹
Hikmet AKYOL²

ÖZ: Bu araştırma Türkiye için imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 37 firma için karlılık ve finansal kaldıracın büyüme ve yatırım kararları üzerindeki uzun dönemli etkilerini incelemiştir. Bu çerçevede 2015-2023 arasındaki dönem Koenker-Bassett (1978) tarafından önerilen, Koenker (2004) tarafından panel verilere uyarlanan panel kantil tahmincisi kullanılarak tahmin edilmiştir. Tahmin sonuçları finansal kaldıracın düşük kantillerde temettü getirileri üzerindeki etkisinin pozitif, orta ve yüksek kantillerde ise önemsiz olduğunu göstermiştir. Buna göre firmaların düşük düzeylerde borçlanma ile yatırımlarını finanse etmesi ve bu sayede özkaynak kârlılığını arttırması temettü getirilerini olumlu etkilerken, artan borçlanma temettü getirileri üzerinde anlamlı herhangi bir etkiye sahip değildir. Karlılık rasyosu ve reel efektif döviz kurunun temettü getirileri üzerindeki etkisi bütün kantillerde pozitif çıkmıştır. Karlılık rasyosu, firmaların kaynaklarını ne ölçüde verimli kullandığını göstermektedir. Sonuçlar artan karlılığın temettü getirilerini teşvik ettiğini ortaya koymuştur. Benzer şekilde reel efektif döviz kurundaki olumlu gelişmeler temettü getirilerini arttırmıştır. Sonuçlar, orta ve yüksek kantillerde artan enflasyonun firmaların temettü getirilerini düşürdüğünü ortaya koymuştur. Firma yöneticileri büyüme ve yatırım kararlarını alırken enflasyon ile gelecek beklentilerini dikkate almalıdır.

Anahtar Kelimeler: Temettü Getirileri, Finansal Kaldıraç, Karlılık, Reel Efektif Döviz Kuru.

The Effect of Profitability and Financial Leverage on Firms' Growth and Investment Decisions: An Analysis of the Role of Exchange Rate and Inflation

ABSTRACT: This research examined the long-term effects of profitability and financial leverage on growth and investment decisions for 37 firms operating in the manufacturing industry sector in Turkey. In this context, the period between 2015 and 2023 was estimated using the panel quantile estimator proposed by Koenker-Bassett (1978) and adapted to panel data by Koenker (2004). The estimation results showed that the effect of financial leverage on dividend yields was positive in low quantiles and insignificant in medium and high quantiles. While the fact that firms finance their investments with low levels of borrowing and thus increase their return on equity has a positive effect on dividend yields, increased borrowing does not have any significant effect on dividend yields. The effect of the profitability ratio and the real effective exchange rate on dividend yields were positive in all quantiles. The profitability ratio shows the extent to which firms use their resources efficiently. The results revealed that increased profitability stimulated dividend yields. Similarly, positive developments in the real effective exchange rate increased dividend yields. The results showed that rising inflation in the medium and high quantiles reduced firms' dividend yields. Company managers should consider inflation and future expectations when making growth and investment decisions.

Keywords: Dividend yields, Financial leverage, Profitability, Real effective exchange rate.

Geliş Tarihi / Received: 23/04/2025

Kabul Tarihi / Accepted: 06/07/2025

¹Dr. Öğr. Üyesi, Gümüşhane Üniversitesi, İrfan Can Köse MYO, safaksoydas@gumushane.edu.tr; <https://orcid.org/0000-0002-7174-8652>

² Doç. Dr. Gümüşhane Üniversitesi, Sağlık Bilimleri Fakültesi, Acil Yardım ve Afet Yönetimi, hikmetakyo176@gmail.com; <https://orcid.org/0000-0001-9119-7416>

1. Giriş

Temettü politikası, karın ne kadarlık bölümünün yeniden yatırım için firmaya bırakılması gerektiğinin ve yatırım yapanlara cari veya biriken karlardan hangi fonların verileceğinin belirlenmesidir, ancak bu fon çıkışının karmaşık yapıda olması finans dünyasını bu konu üzerinde şaşırtmaya devam etmektedir (Kania, 2005). Alınan temettü ödeme kararları hem pay sahiplerinin mal varlıklarını hem de karlarını elde tutma becerilerini etkileyen bir çeşit finansman yönetimidir ve temettü politikası ise, belirli bir zaman aralığında pay sahiplerine ödenen kar tutarını ve şeklini belirleyen ödeme yöntemidir (Labhane ve Das, 2015). Bu kararların pay senedi fiyatı üzerindeki etkisi, genel finans literatüründe hala kapsamlı bir şekilde değerlendirilmektedir. Bu konu ile ilgili bazı iddialar, ödenen temettü miktarlarının hisse değerlemesi üzerine hiçbir etkisi olmadığı yönünde iken, bazı iddialar göre ise ödenen temettü tutarlarındaki yükselişin firmanın değerlemesini artırdığını yönündedir (Anupam, 2012 aktaran; Banerjee, 2017). Modigliani ve Miller (1961) göre ödenen temettülerin hisse senedi fiyatlarının artırması bakımından ilgisiz olduğu görüşünü öne sürmektedir. Asquith ve Mullins (1983), Grinblatt vd., (1984) ise ödenen temettülerin sinyal görevi gördüğü ve hisse fiyatlarını artıracığı görüşünü savunmaktadırlar.

Firmanın gelecek vizyonu şiddetli rekabetin olduğu piyasada sürekli gelişimi artırmak ve varlığını devam ettirebilmek olduğunda, elde ettiği karları pay sahiplerine dağıtılsın veya dağıtılmasın bu konunun dikkatli bir şekilde idare edilmesi önemlidir. Kar dağıtım stratejisi bir şirketin ölçeğinin artmasını olumlu ya da olumsuz etkilemektedir. Bir firma karının önemli bir parçasını dağıtılmamış kâr olarak şirket içerisinde tutmak isterse, bu durum karlılık ödemelerinin daha az olmasına sebep olacak, dolayısıyla şirketin ilan ettiği kar dağıtım miktarı ne kadar yüksek olursa şirketin iç finansmanının da o kadar az olacağı değerlendirilmektedir. Bunun sonucu olarak yüksek kar dağıtımı ile şirkete yeniden yatırım yapılmama ihtimalini ortaya çıkarmakta ve şirketin gelişimini azaltmaktadır. Firmanın yeni projelere yönelmesi bir şirketin büyümesi ve hayatta kalabilmesi için kritik bir konudur. Çünkü yeni projeler ile firmanın hasılatı ve dolayısı ile değerinin artacağı beklenmektedir. Yatırımcılar açısından bakıldığında, pay sahipleri şirkete yatırdıkları sermaye nedeniyle yüksek kâr payı ödemesi almayı düşünmektedirler (Vickery vd., 2004; Riyanto, 2011: 266; aktaran Hayati, 2017).

Bu araştırma Türkiye için imalat sektöründe faaliyet gösteren 37 firmanın karlılık ve finansal kaldıraç oranlarının büyüme ve yatırım kararları üzerindeki etkilerini ele almıştır. Bu çerçevede firmaların büyüme ve yatırım stratejilerini temsilen temettü politikaları kullanılmıştır. İmalat sektörü bir ekonominin üretim düzeyi ve ekonomik büyümesinin önemli bir bileşenidir. Bu nedenle borçlanmanın ve karlılığın, firmaların yatırım ve büyüme kararlarını yansıtan temettü politikaları üzerindeki uzun dönemli etkilerinin ortaya konulması sanayi sektörünün istikrarı ve bir ekonominin sürdürülebilir ekonomik büyüme açısından önemlidir. Firma kararları üzerinde döviz kuru ve enflasyonun belirleyici bir etkisi vardır. Kur artışı,

imalat sektörü için maliyetleri arttırmaktadır. Benzer şekilde yüksek enflasyon geleceğe ilişkin belirsizlikleri arttırdığından, firma yöneticileri büyüme yatırım kararları noktasında daha temkinli davranmaktadır. Bu bakımdan araştırma çerçevesinde karlılık ve finansal kaldıraçın temettü getirileri ile olan ilişkilerinde döviz kuru ve enflasyonun etkisi tespit edilmiştir.

Temettü politikası ile firma kârlılığı, finansal kaldıraç ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi anlamlandırmak için çeşitli teorik yaklaşımlar geliştirilmiştir. Ajans teorisine göre, idareciler ve pay sahipleri arasında bilgi asimetrisi sebebiyle oluşabilecek çıkar çatışmalarını en aza indirmek adına firmalar kar dağıtım tutarlarını bir kontrol mekanizması olarak değerlendirilmektedir. Benzer şekilde, serbest nakit akışı teorisi (Jensen, 1986), karlılığı yüksek olan şirketlerin kullanılmayan likit varlıklarını kar dağıtım yoluyla atıl alanlarda değerlendirilmesine mâni olmak için yapılması gerektiğini iddia etmektedir. Finansal kaldıraç açısından ise denge teorisi (trade-off theory), borçluluk seviyesi yükseldikçe risk seviyesinin de arttığını ve bundan dolayı kâr payı dağıtımında bariz bir şekilde azalmalar meydana getireceği düşünülmektedir. Dahası, yaşam döngüsü teorisi, firmanın olgunlaşma dönemine göre kar dağıtım kararlarında değişiklik olabileceğini ifade etmektedir. Makroekonomik boyutta ise, enflasyonun yüksek olduğu ortamlarda ve döviz kurlarının volatil olduğu durumlarda şirketlerin yeni faaliyet alanlarındaki yatırım planlamaları ve temettü ödeme politikaları kayda değer seviyede belirsizlik oluşturmaktadır. Bu kapsamda çalışmada, bahse konu değişkenler arasındaki etkileşim, teorik yaklaşımlar ışığında ele alınarak incelenmiştir.

Bu çalışma, Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren imalat sanayinde düzenli temettü ödemesi gerçekleştiren firmalar arasında 2015–2023 dönemine ait finansal verilerini kullanarak, temettü politikalarının belirleyicilerini kantil regresyon yaklaşımıyla analiz etmeyi amaçlamıştır. Diğer çalışmalardan farklı olarak bu çalışma karlılık ve kaldıraç oranlarının etkilerini kantil regresyon çerçevesinde incelemesi ve enflasyon ve döviz kurları gibi makro değişkenleri modele dâhil ederek bu değişkenlerin firmaların temettü ödeme kararlarına olan etkilerinin daha detaylı bir şekilde analiz edilmesine imkân sunması bakımından literatüre önemli bir katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Ayrıca firmaların yatırım politikaları, finansman kararları, firma ölçeği ve makroekonomik belirsizliklerin kar dağıtım politikaları üzerindeki etkilerinin farklılaştırılmasına imkân sağlayacağı düşünülmektedir. Analiz çıktıları ile paralel olarak bu çalışmanın finans literatürüne yönetsel ve bağlamsal olarak pozitif bir katkı sunacağı düşünülmektedir. Çalışmanın diğer bölümlerinde sırasıyla veri seti, kullanılan yöntem ile analiz bulguları açıklanarak analiz sonuçları yorumlanacaktır.

Araştırma altı kısım olarak tasarlanmıştır: Birinci kısım *Giriş* bölümüdür. İkinci kısımda araştırmanın kavramsal çerçevesi ortaya konulmuştur. Üçüncü kısım olan *Literatür Taramasında* daha önce yapılmış ampirik çalışmalar incelenmiş ve bu kapsamda araştırmanın ampirik literatürle hangi kısımlarda örtüştüğü ve ayrıştığı

ortaya konulmuştur. Dördüncü kısımda araştırmanın veri seti ve örneklemini tanıtarak, kullanılan ekonometrik yöntemler açıklanmıştır. Beşinci kısımda uygulanan ekonometrik analizler neticesinde elde edilen bulgular verilmiştir. *Sonuç* kısmında ise araştırmanın sonuçları tartışılmış ve politika çıkarım ve önerilerinde bulunulmuştur.

2. Kavramsal Çerçeve

Bu kısımda araştırmanın kavramsal çerçevesi alt başlıklar halinde verilmiştir. Bu bağlamda kaldıraç oranları, karlılık, enflasyon ve döviz kurları ile temettü ödemeleri arasındaki ilişkinin kavramsal çerçevesi incelenmiştir.

2.1.Kaldıraç ve Temettü Ödemesi

Toplam borç toplam sermaye oranı, sermaye yapısı uygulamalarında sıklıkla kullanılan bir belirleyici olarak karşımıza çıkmaktadır. Kaldıraç veya borç oranı olarak da ifade edilen bu kavram, toplam borçların toplam varlıklara oranlanması ile bulunmakta ve bu oranın şirketin tüm faaliyetleri üzerinde dikkat edilmesi gereken bir konu olduğu görülmektedir. Şirketleri içerisinde fazla kaldıraç oranlarına sahip olması, kaynaklarının finansmanı konusunda çoğunlukla dış kaynaklardan fon sağlama yolunu tercih ettiklerini ve bundan dolayı çıkar çatışmalarında döğen giderlerini en aza indirdikleri anlaşılmaktadır. Kar dağıtımı konusunda dış kaynak kullanan şirketlerin yatırımcıları ve ticari işlem yaptığı paydaşlarına şirketin faaliyetlerine devam edebileceği ve itimat edilebilirliğini hususunda taraflara sermaye piyasası denetimi altında oldukları izlenimi verdiği için daha fazla kar payı dağıtma söz konusu olmaktadır. Ayrıca, dış kaynak kullanım oranı, kar dağıtım stratejilerini önemli ölçüde etkilediği için şirketin finansal sıkıntı durumunu değerlendirmek için de önemli bir orandır (Pruitt ve Gitman, 1991; Jahankhani ve Ghorbani, 2005; Parsian ve Koloukhi, 2014).

Kaldıraç oranı ile temettü politikaları arasındaki ilişki, çeşitli kuramsal yaklaşımlar çerçevesinde değerlendirilmektedir. Örneğin, serbest nakit akışı teorisine göre şirketlerin elinde fazla nakit bulunması, yöneticilerin bu kaynakları verimsiz projelerde kullanma riskini artırabilir. Fakat kaldıraç ve temettü kararları arasındaki bağlantı yalnızca klasik teorilerle ifade edilemeyecek kadar çok yönlüdür. Bilhassa tam olarak gelişmemiş ülkelerde faaliyette bulunan şirketler için piyasa hareketleri, yatırımcı tutumları ve sektörel değişiklikler de bu ilişkiyi biçimlendirmektedir. Örneğin, Türkiye sermaye piyasalarında uygulanan araştırmalar, aşırı borçlanmanın temettü dağıtımını çoğunlukla negatif etkilediğini açıklamaktadır (Yüksel, 2021; Gökbulut, 2020). Sanayi alanında yer alan şirketler, yoğun sermaye yapıları ve iç finansman eksikliği sebebiyle borçlanmaya karşı daha hassas olup bu husus karar alma aşamalarına doğrudan tesir etmektedir (Karataş ve Aydın, 2022). Dahası kurumsal yönetim çalışmaları, idarecilerin karar alma işleyişlerini biçimlendirerek temettü dağıtımını yönlendirebilmektedir (La Porta vd., 2000). Davranışsal finans teorisine göre, idarecilerin fazla özgüven gibi psikolojik yönelimleri ve yatırım yapanların temettüye olan akıl dışı reaksiyonları da stratejik

kararlarına tesir etmektedir (Baker ve Wurgler, 2004). Firmaların bazıları ise yüksek kaldıraç seviyelerine rağmen kar dağıtarak piyasaya güçlü oldukları yönünde sinyal vermeyi düşünmekte, bu durum da “sinyal etkisi teorisi” çerçevesinde anlaşılmaktadır (Bhattacharya, 1979). Jensen (1986), dış kaynaklarla finanse edilen nakit varlıkların öncelikle borç servisinde kullanılacağını, bu nedenle temettü ödemeleri için ayrılacak fonların sınırlanabileceğini belirtmektedir. Aynı zamanda yüksek borçlanma, yöneticileri daha disiplinli hareket etmeye zorlayarak kaynakların daha üretken alanlara yönlendirilmesine katkı sağlayabilir. Benzer şekilde, Rozeff (1982) tarafından geliştirilen denge teorisi, yüksek borçlanmanın firma riskini artıracak ve bu artan riski dengelemek amacıyla şirketlerin temettü ödeme düzeylerini sınırlama eğiliminde olacağını öne sürmektedir. Bu bağlamda temettü politikası, sermaye yapısındaki değişimlere duyarlı ve stratejik bir araç haline gelmektedir. Ajans teorisi perspektifinden bakıldığında ise, yöneticiler ile hissedarlar arasında yaşanan çıkar çatışmalarını azaltmak için temettü ödemeleri önemli bir kontrol mekanizması olarak işlev görmektedir (Easterbrook, 1984; Jensen ve Meckling, 1976). Özellikle yüksek borç yükü altındaki firmalarda elde edilen nakdin temettü yerine borç ödemelerinde kullanılması, bu teorik çerçevenin uygulamadaki karşılığı olarak değerlendirilebilir. Ayrıca yöneticilerin hisse başına kazancı artırma motivasyonu doğrultusunda, faiz ve vergi öncesi kâr tahminlerine dayalı kaldıraç hesaplamaları yapmaları, şirketin temettü stratejilerini doğrudan etkileyebilmektedir (Farahani ve Jhafari, 2014).

2.2.Karlılık ve Temettü Ödemesi

Şirketlerin karlılığı hem idareciler hem de ortaklar için bir kaygı oluşturmaktadır ve doğal olarak şirketin kar dağıtım politikası için temel kriterlerden en önemlisini oluşturmaktadır. Bir şirketin karlılığının performans, gelişimini ve faaliyetlerine devam etmesine katkı sayılabilecek bir kâr elde etme becerisini ifade etmektedir. Doğal olarak yüksek karlılığa sahip şirketlerin daha fazla temettü ödeme tercihleri söz konusudur. Yani şirket kârlılığı ile kar dağıtım miktarları arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir. Ayrıca, karlı şirketlerin başarılı olup olmadığını değerlendirmek açısından tek başına yeterli olmamakla beraber belirli bir dönemdeki performansı ile gösterge olabilmektedir (Fasfus, 2020). Temettü ve karlılık arasında literatürde tartışılmış teoriler bulunmaktadır.

Yaşam döngüsü teorisine göre şirketlerin yaşam eğrilerinde bulundukları konumları kar dağıtım konusunda belirleyici olmaktadır. Yaşam eğrilerinin başlarında olan şirketler mevcut karlarını potansiyeli yüksek yatırımlarda kullandıklarından ya çok az kar dağıtımını yaparlar ya da hiç kar dağıtmazlar. Belirli bir olgunluğa erişmiş karlı şirketler ise oluşturdukları yüksek nakit akışı sayesinde kar dağıtım konusunda daha esnek davranmaktadırlar. Yani karlılığın artması ile kar dağıtım oranlarının artacağı düşünülmektedir (DeAngelo, DeAngelo ve Stulz, 2006).

Temettü politikalarına ilişkin yatırımcı davranışlarını açıklayan teorik yaklaşımlar, firma kararlarını etkileyen önemli zihinsel çerçeveler sunmaktadır. Bu bağlamda,

yatırımcıların risk algısı ve zaman tercihi üzerine odaklanan eldeki kuş teorisi, temettü ödemelerinin firma değeri üzerindeki olumlu etkisini savunmaktadır. Bu yaklaşıma göre, yatırımcılar gelecekte elde edilecek belirsiz kazançlar yerine mevcut kârın dağıtılmasını tercih etmekte ve bu durum firmaların hisse senedi fiyatlarını olumlu yönde etkileyebilmektedir (Gordon, 1963). Diğer taraftan, şirketlerin nakit yönetimi ve dağıtım kararlarına yönelik açıklamalar sunan serbest nakit akışı teorisi, firmaların bünyelerinde tuttıkları fazla nakdin pay sahiplerine temettü yoluyla aktarılmasının, kaynakların verimsiz alanlarda kullanılmasını engelleyeceğini savunmaktadır. Bu yaklaşım, yöneticilerin kontrolündeki nakit fazlasının sınırlandırılmasının, paydaşlar açısından daha güvenilir bir yönetim stratejisi oluşturduğunu ileri sürmektedir (Jensen, 1986). Finansman kaynakları arasındaki tercih sırasını açıklayan finansal hiyerarşi teorisine göre ise şirketler önce iç kaynaklara, ardından borçlanmaya, en son olarak da hisse senedi ihraç etmeye yönelmektedir. Bu yapı içerisinde kârlılığın artması, şirketin dış finansman ihtiyacını azaltmakta ve elde edilen kârın bir kısmının doğrudan temettü olarak dağıtılmasına imkân sağlamaktadır (Myers ve Majluf, 1984). Son olarak, ajans teorisi çerçevesinde yüksek kârlılık düzeyine sahip firmaların dağıtım politikaları, yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarını azaltmaya yönelik stratejik bir araç olarak değerlendirilmektedir. Kârın dağıtılması, yöneticilerin eldeki nakdi kendi çıkarlarına hizmet edebilecek verimsiz projelere yönlendirme riskini sınırlandırmakta ve kurumsal şeffaflığı artırmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976).

Kârlılık ve temettü ödemeleri arasındaki ilişki yalnızca teorik modellerle değil, aynı zamanda farklı ülke örnekleri ve sektör dinamikleriyle de desteklenmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren firmalar için kur riski, enflasyon oranları ve finansal erişim düzeyi gibi makroekonomik unsurlar, kârlı olmalarına rağmen temettü ödeme eğilimlerini sınırlayabilmektedir (Al-Najjar ve Kilincarslan, 2016). Örneğin Türkiye'deki üretim firmaları üzerinde yapılan çalışmalar, kârlılığın temettü kararları üzerinde pozitif ve anlamlı etkisinin olduğunu ortaya koymaktadır (Yurtoglu, 2003; Ararat, Black ve Yurtoglu, 2021). Ancak bu ilişki, firma büyüklüğü, yönetim yapısı ve kurumsal şeffaflık düzeyi gibi mikro düzeydeki faktörlerden de etkilenmektedir. Kurumsal yönetim uygulamaları güçlü olan firmaların daha öngörülebilir ve yatırımcı dostu temettü politikaları benimsediği görülmektedir (La Porta vd., 2000).

Ayrıca davranışsal finans yaklaşımları, yöneticilerin ve yatırımcıların akıl dışı davranışlarının temettü kararlarını etkileyebileceğini öne sürmektedir. Örneğin, yatırımcıların sabit ve düzenli temettüye karşı duyarlılığı, yöneticilerin kâr dalgalanmalarına rağmen temettü miktarlarını koruma eğiliminde olmalarına yol açmaktadır (Baker ve Powell, 1999). Bu durum, piyasa değerini korumaya çalışan firmaların temettü ödeme davranışlarını biçimlendirmekte; bu bağlamda kârlılığın yanı sıra temettü istikrarı da dikkate alınmaktadır.

2.3.Enflasyon ve Temettü Ödemesi

COVID-19 pandemisinin küresel çapta arz-tedarik zincirlerinde neden olmuş olduğu hasar, Ukrayna-Rusya Savaşının enerji fiyatlarını yükseltmesi, iklim krizinin artan etkileri ve ticaret savaşları, dünya genelinde enflasyon sorununu tetiklemiştir. Enflasyonun artması imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların temettü politikalarını çeşitli yönlerden etkileyebilmektedir. Birincisi, petrol, kira, emtia vb. artan girdi maliyetleri firmaların nakit akış dengesini ve sermaye getiri beklentilerini olumsuz etkileyebilmektedir. Zira artan enflasyon nedeniyle firmaların sermaye kazançları ve temettü getirileri düşebilmektedir (Khan vd., 2013). Bu nedenle yüksek enflasyon ortamında firmalar sermaye getiri beklentilerini değiştirmek zorunda kalmaktadır (Crown, 2023). Firmalar finansal istikrarlarını muhafaza edebilmek saikiyle ve daha fazla büyüme amacıyla temettü ödemelerini düşürerek, gelirlerinin büyük bir kısmını ellerinde tutabilmektedir (Ardanishwara vd., 2024:220). İkincisi, yüksek enflasyon bireysel tüketicilerin satın alma gücünü düşürdüğünden, tüketim mallarına olan talebi düşürmektedir. Bu durum firmaların karlılık beklentilerini düşürmektedir. Dahası yüksek enflasyonun olduğu bir ortamda uygulanan sıkılaştırıcı para politikaları firmaları daha fazla nakit bulundurmaya teşvik edebilmektedir. Bu durum hissedarlar açısından temettü ödemelerinin düşmesi anlamına gelebilmektedir. Enflasyonun temettü politikaları üzerindeki etkisi sadece maliyet artışlarıyla sınırlı olmayıp, şirketlerin risk algısı, büyüme stratejileri ve yatırımcı beklentileri ile de yakından ilişkilidir. Özellikle gelişmekte olan ekonomilerde faaliyet gösteren firmalar, enflasyonist ortamlarda riski azaltmak ve paydaşlara güven vermek amacıyla temettü politikalarında istikrar arayışına gidebilmektedir (Tran ve Nguyen, 2021). Bu bağlamda, temettü ödemeleri sadece kârlılık değil, aynı zamanda stratejik sinyal verme aracı olarak kullanılmaktadır. Ayrıca, davranışsal finans literatürü, yüksek enflasyon dönemlerinde yatırımcıların nakit temettü beklentilerinin arttığını ve bu durumun temettü ödeyen firmaların hisse performansını olumlu etkileyebileceğini ortaya koymaktadır (Baker vd., 2012). Ülke bazlı farklılıklar da göz önünde bulundurulduğunda, para politikasının sıkılığı, enflasyon hedeflemesi uygulamaları ve yatırım ortamına olan güven gibi faktörler, firmaların temettü kararlarını şekillendiren önemli değişkenler arasında yer almaktadır (Al-Najjar ve Kilincarslan, 2016).

Bununla birlikte ampirik literatürde enflasyon ve temettü getirileri arasında pozitif bir ilişki olduğunu gösteren çalışmalar söz konusudur (Basse ve Reddemann, 2011; Bergeron, 2024). Basse ve Reddemann (2011) göre, enflasyon ve temettü getirileri arasındaki pozitif ilişki iki farklı şekilde yorumlanabilir: Birincisi, firma yöneticileri, yatırımcılarına ödenecek reel temettü gelirinin arzu edilen bir seviyede olduğuna inanarak optimal olarak algılanan bir temettü politikası izlemeye çalışabilir. İkincisi ise enflasyon sadece firma kazançlarının nominal değerini ve ödenen temettüleri artırabilir.

2.4.Döviz Kurları ve Temettü Ödemesi

Döviz kurlarının artması imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların üretim maliyetlerini arttırmaktadır. Bunun yanında enerji ve emtia fiyatları yükseldiğinden bu durum firmaların sermaye getirisi beklentileri aşağı yönlü etkileyebilmektedir. Özellikle kur artışlarının enflasyon ve borçlanma maliyetlerini yukarı yönlü teşvik etmesi temettü getirilerini olumsuz etkileyebilmektedir. Diğer taraftan ihracat odaklı firmalar açısından kur artışı, uluslararası ticarete rekabeti olumlu etkileyerek, firma karlılığını ve temettü getirilerinin artmasına neden olabilmektedir.

Döviz kuru dalgalanmalarının temettü politikaları üzerindeki etkisi yalnızca üretim maliyetleri ile sınırlı kalmamaktadır. Finansal istikrarı temin etme hedefi doğrultusunda firmalar, kur oynaklığına karşı tedbir olarak temettü ödemelerinde temkinli bir tutum benimseyebilir. Özellikle dövizle borçlanması yüksek olan firmalar için kur artışları, faiz giderlerini ve borç geri ödeme maliyetlerini yükselterek kârlılığı ve temettü ödeme kapasitesini doğrudan etkileyebilir (Bartram, Brown ve Stulz, 2012). Kur şoklarının firma bilançosundaki etkisi, firma türüne, ithalat-ihracat dengesine ve sektörel hassasiyetine göre farklılaşmaktadır. Örneğin, ihracat ağırlıklı sektörlerde faaliyet gösteren firmalar için kur artışları kısa vadede avantaj yaratabilirken, yerli girdilere dayalı sektörlerde maliyetleri artırıcı etkisi baskın olabilir (Yalçınkaya ve Kaya, 2020). Ayrıca, davranışsal finans yaklaşımı kapsamında döviz kuru riskinin temettü politikası üzerindeki etkisi, yöneticilerin risk algısı ve yatırımcıların döviz bazlı getiri beklentileriyle de şekillenebilir (Baker, Bloom ve Davis, 2016). Son olarak, döviz kuru volatilitésinin artması durumunda, firmalar likidite koruma stratejileri kapsamında daha az temettü dağıtmayı tercih ederek, sermayeyi elde tutma eğilimi gösterebilir (Ismail ve Masih, 2015).

3. Literatür Taraması

Kar dağıtım politikaları, uzun yıllardır firma değerlemesi, yatırımcı davranışları ve geleneksel finansman stratejileri kapsamında akademik literatürde detaylı şekilde ele alınan bir konudur. Bu alandaki araştırmalar çoğunlukla şirket içi finansal göstergeler (kârlılık, kaldıraç, nakit akışı vb.) ile kar dağıtım kararları arasındaki ilişkiye dikkat çekerken, son yıllarda makroekonomik değişkenlerin (enflasyon, döviz kuru, faiz oranları) bu ilişki üzerindeki etkileri de çalışmalara konu olmaktadır. Dahası farklı sektör, ülke ve dönem bağlamlarında yapılan çalışmalar temettü politikalarının belirleyicilerinin değişkenlik gösterebildiğini göstermektedir. Aşağıda bu kapsamda yapılmış bazı ampirik çalışmalara değinilmiştir.

Baker vd. (2001), araştırmalarında 188 firma yöneticisi ile anket yöntemi ile firmaların kar dağıtım politikalarını belirleyen etmenleri belirlemeyi hedeflemiştir. Araştırmacılar, firmaların kar dağıtım politikalarını belirleyen en önemli etmenlerin, gelecekteki beklenen karlılık seviyesi, geçmiş dönem kar dağıtım

politikaları ve karlılığın istikrarlı yapısı olduğunu tespit etmiştir. Amidu ve Abor (2006), Gana borsası için 5 yıllık dönemde 20 firmaya ait firma karlılıklarını belirleyen faktörleri panel veri analizi yöntemiyle incelemiştir. Çalışmada kullanılan değişkenler finansal oranlardan oluşmaktadır. Araştırmacılar karlılık, nakit akışı ve kurumsal sahiplik değişkenlerinin kâr payı dağıtımını ile pozitif yönde ilişkili, risk değişkeni, PD/DD oranı, kurumsal mülkiyet ve hasılatındaki artış oranının ise negatif ilişkili olduğunu göstermiştir. Andres vd. (2009), 1984-2005 döneminde iki farklı sektörde faaliyet gösteren mali olmayan 220 firmaya ait kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen değişkenleri panel veri tekniğiyle inceledikleri araştırmalarında nakit akışları düşük firmaların daha az kar dağıttığı sonucuna ulaşılmıştır. Hellström ve Inagambaev (2012), 2006-2010 döneminde mali ve mali olmayan firmalar için Tobit ve en küçük kareler yöntemi ile 87 firmanın kâr payı ödeme oranını etkileyen faktörleri analiz etmişlerdir. Araştırmacılar orta büyüklükteki firmalar için finansal kaldıraç oranı, kârlılık ve firma büyüklüğü değişkenlerinin kar dağıtım oranı üzerinde etkili olmadığını fakat nakit akışı üzerinde pozitif etkili olduğunu, finansal kaldıraç oranı, firma büyüklüğü ve risk değişkenlerinin etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Yıldız vd. (2014), Borsa İstanbul'da imalat sanayisinde faaliyette bulunan 118 firmayı panel veri analizi ile kar dağıtım politikalarını etkileyen değişkenleri incelemiştir. Araştırmacılar firma büyüklüğü, vergi kalkanı, likidite, kârlılık ve büyüme fırsatlarının kar dağıtım oranı üzerinde olumlu etkisinin olduğunu finansal kaldıraç oranının ise olumsuz etkilediğini tespit etmişlerdir. Fettahoğlu (2015), 2010-2013 döneminde BİST'da düzenli kar dağıtımını yapan 32 firmanın mali tablolarından elde ettikleri verileri ile regresyon analizleri kullanarak firmaların kar dağıtımını etkileyen değişkenleri analiz etmiştir. Araştırmacılar firmaların risk seviyeleri ile finansal kaldıraçın doğru orantılı olduğunu, kar dağıtımını gerçekleştiren firmaların dağıtmayan firmalara göre daha fazla net nakit akışının yüksek olduğunu ve kar dağıtımını ile kâr marjı arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermiştir. Çelik vd. (2016), 2007-2011 döneminde BİST'te faaliyet gösteren imalat sanayi firmaları için temettü dağıtım kararları belirleyicileri ve firma değeri arasındaki etkiyi belirlemeyi amaçlamıştır. t- testi, probit, logit ve regresyon tekniklerinin kullanıldığı çalışmada temettü dağıtım oranı ile firma değerinin pozitif ilişkili olduğu, temettü dağıtım oranı ile risk faktörünün negatif ilişkili olduğu ve temettü dağıtım oranı ve yönetim faktörünün pozitif ilişkili olduğu bulunmuştur. Akhtar (2018), 1995-2013 arasında Avustralya da faaliyet gösteren ulusal ve çok uluslu 11.956 firma için kar dağıtım politikasının belirleyicilerini incelemiştir. Değişkenler en küçük kareler regresyon yöntemi ile test edilmiştir. Analiz sonucunda çok uluslu firmaların ulusal firmalara göre daha az kar dağıtımında bulunmasının vergi oranları ile ilişkili olduğu, kar dağıtımında çok uluslu firmaların döviz kuru, politik risk faktörleri, coğrafi çeşitlilik ve vergi değişikliklerinde etkilendikleri sonucuna ulaşılmıştır. Barros vd. (2020), Euronext borsasında faaliyet gösteren mali olmayan 83 firmanın kar dağıtım sürecini etkileyen değişkenleri belirlemeyi amaçlamışlardır. Birbirinden farklı 3 kavram modele dâhil edilmiştir. Araştırmacılar vergi kalkanının kar dağıtım sürecinde önemli bir etkiye sahip olduğuna ulaşmıştır. Sonuçlara göre firmaların büyüklük ve

küçüklük durumları kar dağıtımında etkili olmakta, Firmaların piyasada işlem görmesi de kar dağıtım kararlarını olumlu etkilemektedir. Al-Najjar (2021), İngiltere'de faaliyet gösteren 210 sanayi firması üzerinde yaptığı araştırmada kârlılık, firma büyüklüğü ve kaldıraç oranlarının kar dağıtım kararlarını anlamlı düzeyde etkilediğini bulmuştur. Araştırmacı bilhassa yüksek kârlılığın, firma ölçeğinden farklı olarak temettü ödeme ihtimalini yükselttiği kanısına varmıştır. Öztürk ve Demirel (2021), Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren imalat sanayi şirketleri üzerinde yapılan bu araştırmalarında firma büyüklüğü, kârlılık ve kaldıraç oranlarının temettü ödeme ihtimali üzerindeki etkilerini logit modeliyle analiz etmişlerdir. Araştırmacılar, kârlılığın temettü ödeme kararlarında pozitif, kaldıraç oranının ise negatif etkili olduğunu tespit etmiştir. Iqbal ve Shah (2022), Pakistan Borsası'nda faaliyet gösteren 125 firmayı analiz ederek, makroekonomik dengesizliklerin (enflasyon, döviz kuru dalgalanması) kar dağıtım tutarları üzerinde düşürücü etkiye sahip olduğunu saptamışlardır. Ayrıca kârlılık ile temettü arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir. Kızıldağ ve Özcan (2022), 2020-2021 döneminde BIST 100'de işlem gören şirketlerin mali oranlarının temettü ödeme yönelimi üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Araştırmacılar bilhassa özsermaye kârlılığı ve net kâr marjının pozitif, borç/varlık oranının ise negatif etki gösterdiği bulgusuna ulaşmışlardır. Nnadi ve Akoto (2023), Afrika ülkelerindeki firmaları kapsayan çalışmalarında firmaların finansal kaldıraç seviyelerinin kar dağıtım kararlarını azalttığını tespit etmişlerdir. Araştırma sonuçlarına göre kaldıraç seviyesi yüksek olan firmalar temettü ödemekten kaçınırken, kârlılığı yüksek firmalar daha düzenli kar dağıtım politikaları izlemektedir. Kurt ve Türkmen (2023), 2015-2022 döneminde Türkiye için firmaların temettü politikaları ile döviz kuru ve enflasyon parametreleri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırmacılar, döviz kurunun temettü ödemeleri üzerinde pozitif, enflasyonun ise negatif etkili olduğunu göstermiştir. Özdemir (2023), 2017-2021 döneminde imalat sanayi firmaları üzerinde uygulanan araştırmalarında temettü dağıtım politikalarının kârlılık ve borçluluk seviyesi ile nasıl biçimlendiğini analiz etmişler ve kârlılığın temettü dağıtımına pozitif, borçluluğun ise negatif etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Anggraini ve Raflis (2024), 2020-2022 arasını kapsayan dönemde Endonezya iletişim sektöründe kârlılık, likidite ve kaldıraç oranlarının kar dağıtım kararları üzerindeki etkisini incelemiş ve bilhassa kârlılığın pozitif, kaldıraç oranının ise negatif etkiye sahip olduğunu bulmuşlardır. Hoang vd. (2024), 47.536 firmanın 23 yıllık dönem için temettü ödeme stratejilerini belirleyen faktörleri tespit etmeyi amaçlamıştır. Araştırmacılar, sermaye harcamaları ve yüksek yatırım tercihlerinin firma yöneticileri ile pay sahipleri arasında çatışmalara neden olduğunu, kar dağıtım miktarlarının yüksek olması ise firma paydaşları üzerinde olumlu etkiye sahip olduğunu ayrıca firmanın bulunduğu ülkede oluşabilecek oynaklığın kar dağıtım politikasını kayda değer düzeyde etkilediğini tespit göstermiştir.

4. Veri Seti ve Yöntem

4.1. Veri Seti

Bu araştırma karlılık ve finansal kaldıraçın firmaların büyüme, yatırım kararları ve kar dağıtımını üzerindeki uzun dönemli etkilerini incelemiştir. Bu kapsamda Türkiye’de imalat sektöründe faaliyet gösteren 37 firma için 2015-2023 döneminde karlılık ve kaldıraç oranlarının temettü politikaları üzerindeki etkileri panel veri analizi tahmincileri kullanılarak tahmin edilmiştir. Araştırma örneklemini içeren firmalar ve değişkenler Tablo 1 ve Tablo 2’de sunulmuştur. Borsa İstanbul imalat sanayinde düzenli olarak temettü dağıtan firmalar tercih edilmiştir. Bahse konu yıllar arasında verilerine ulaşamadığımız firmalar ve kapsam dışı tutulmuştur. Araştırmanın analizinde belirlenen değişkenler ise Anggraini ve Rafli (2024) tarafından yapılan çalışmadan referans alınarak kullanılmıştır. Araştırma çerçevesinde karlılık ve kaldıraç oranlarının temettü getirileri üzerindeki etkisini tahmin ederken reel efektif döviz kuru ve enflasyon oranları kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır.

Tablo 1: Araştırma Örneklemi

Firma Adı	Borsa Kodu	Firma Adı	Borsa Kodu
Adel Kalemcilik Ticaret ve Sanayi A.Ş.	✓	Goodyear Lastikleri T.A.Ş.	✓
Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	✓	İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.	✓
Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş.	✓	Kordsa Teknik Tekstil A.Ş.	✓
Alarko Carrier Sanayi ve Ticaret A.Ş.	✓	Nuh Çimento Sanayi A.Ş.	✓
Alkim Alkali Kimya A.Ş.	✓	Otokar Otomotiv Ve Savunma Sanayi A.Ş.	✓
Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.	✓	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.	✓
Avod kuru. Gıda	✓	Pınar Entegre Et ve Un Sanayii A.Ş.	✓
Bak Ambalaj Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	✓	Pınar Entegre Et ve Un Sanayii A.Ş.	✓
Bilici Yatırım Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	✓	Politeknik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.	✓
Bosch Fren Sistemleri Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	✓	Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi ve Ticaret A.Ş.	✓
Coca-cola İçecek A.Ş.	✓	Sodaş Sodyum Sanayii A.Ş.	✓
Çemtaş Çelik Makina Sanayi ve Ticaret A.Ş.	✓	Sumaş Suni Tahta ve Mobilya Sanayii A.Ş.	✓
Ege Endüstri ve Ticaret A.Ş.	✓	Tat Gıda Sanayi A.Ş.	✓
Ege Gübre Sanayii A.Ş.	✓	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	✓
Erbosan Erciyas Boru Sanayi ve Ticaret A.Ş.	✓	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş.	✓
Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	✓	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	✓
Federal Mogul İzmit Piston ve Pim Üretim Tesisleri A.Ş.	✓	Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	✓
Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.	✓	Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	✓
Gediz Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	✓		

Tablo 2: Araştırma Değişkenleri

Bağımlı Değişken	Açıklama	Türü	Veri Kaynağı
TEM	Temettü getirileri	(Temettü Oranı=Temettü / Net Kar)	(Kamuyu Aydınlatma Platformu)
Çekirdek Değişken LEV	Açıklayıcı Kaldıraç oranı	(Borç / Özsermaye Oranı)	(Kamuyu Aydınlatma Platformu)
ASSET	Karlılık	(Aktif Karlılık= Net Kar / Top.Varlık)	(Kamuyu Aydınlatma Platformu)
Kontrol Değişkeni LnREFK	Tüfe bazlı reel efektif döviz kuru	Doğal logaritması alınmıştır	TCMB
TUFE	Enflasyon	Tüketici fiyatlarındaki yıllık yüzde değişim alınmıştır	TCMB

Tablo 2’de verildiği üzere, TEM, bağımlı değişken olan temettü getirilerini temsil ederken, LEV, ASSET, LnREFK ve TUFE kaldıraç oranı, karlılık, döviz kuru ve enflasyon oranının gösterimidir. Tahmin edilen modellerde reel efektif döviz kurlarının doğal logaritması alınmıştır. Temettü getirileri, kaldıraç ve karlılık oranı verileri Kamuyu Aydınlatma Platformu alınmıştır. Döviz kuru ve enflasyon verileri Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının (TCMB) resmi veri tabanından temin edilmiştir.

4.2.Yöntem

Araştırma çerçevesinde değişkenler arasındaki ekonometrik ilişki incelenirken ampirik literatür takip edilmiştir. Bu çerçevede değişkenler arasındaki ilişkinin fonksiyonel gösterimi aşağıda verilmiştir:

$$TEM_{it} = f(LEV_{it}, ASSET_{it}, LnREFK_{it}, TUFE_{it}) \quad (1)$$

Temettü getirileri ve açıklayıcı değişkenler arasındaki ilişkinin doğrusal gösterimi ise aşağıdaki gibidir:

$$TEM_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 ASSET_{it} + \beta_3 LnREFK_{it} + \beta_4 TUFE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Burada i ve t birim ve zaman boyutunun, β_0 ve β sabit eğim ve katsayı parametrelerinin gösterimidir. Tahmin edilen modelde ε hata terimini temsil etmiştir. Değişkenler arasındaki regresyon ilişkisi Koenker-Bassett (1978) tarafından önerilen, Koenker (2004) tarafından panel verilere uyarlanan panel kantil tahmincisi kullanılarak tahmin edilmiştir. Araştırmanın sonraki aşamasında değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkisi panel VAR (PVAR) Granger nedensellik testi kullanılarak incelenmiştir. Değişkenler arasındaki PVAR ilişkisinin gösterimi aşağıdadır (Yerdelen Tatoğlu, 2017:121):

$$Y_{it} = \alpha_0 + \sum_{l=1}^m \alpha_l Y_{it-l} + \sum_{l=1}^m \delta_l x_{it-l} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$X_{it} = \alpha'_0 + \sum_{l=1}^m \theta_l X_{it-l} + \sum_{l=1}^m \delta'_l x_{it-l} + \mu_i + \varepsilon'_{it} \quad (4)$$

Burada Y bağımlı, X ise açıklayıcı değişkenin gösterimidir. PVAR modelinde i ve t birim ve zaman boyutunu, ε hata modelini göstermektedir.

5. Analiz Bulguları

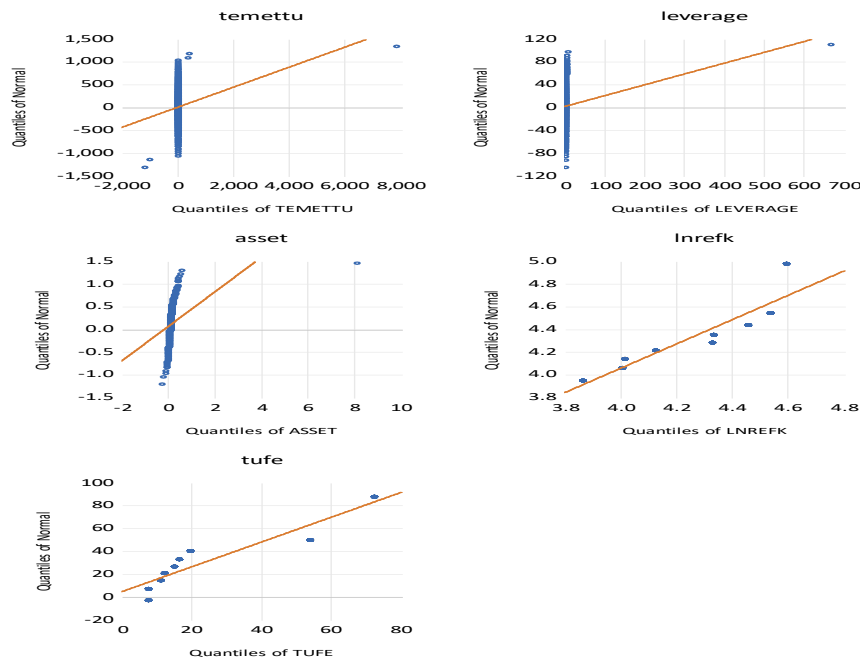
Araştırmada kullanılan serilere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 3'te gösterilmiştir. Araştırma örneklemini 320 gözlemden oluşan ($N \times T$) dengeli bir panel seti olduğu gözlenmektedir. Temettü gelirlerini temsil eden TEM serisinin ortalama değeri 20.441 iken, maksimum değeri 7833.355, minimum değeri ise -1181.357 olarak hesaplanmıştır. Açıklayıcı değişkenler olan, LEV ve ASSET ile gösterilen kaldıraç oranı ve karlılık rasyolarının ortalama değeri 3.250 ve 0.136 olarak bulunmuştur. Bu serilerin maksimum değerleri 666.325 ve 8.095, minimum değerleri ise 0.058 ve -0.290'dır. LnREFK ve TUFİ ile gösterilen reel efektif döviz kuru ve enflasyon serilerinin ortalama değeri 4.254 ve 23.126, maksimum değerleri 4.594 ve 72.308, minimum değerleri ise 3.863 ve 7.670 olarak hesaplanmıştır. Reel efektif döviz kuru bir ekonominin yerel para biriminin değerini, dış ticaret partnerleriyle değişim oranlarına dayanarak ölçen ekonomik bir göstergedir (Midas, 2023). Bu bakımdan reel efektif döviz kurunun artması ülkenin ulusal para biriminin değer kazandığını gösterirken, düşmesi ticaret yaptığı ülkeler karşısında para birimini değerini düşüğünü yansıtmaktadır. Araştırmada kullanılan TUFİ bazlı reel efektif döviz kuru ülkenin uluslararası genel ticaret dengesini ve ekonomik yapının performansını göstermesi bakımından son derece önemlidir. Bunun yanında TUFİ, Türkiye'de genel fiyat dengesinin ve fiyat istikrarının ölçülmesi açısından kullanılan standart bir araçtır. Tablo 3'te görüldüğü üzere araştırma döneminde enflasyon oranları son derece yüksek seyretmiştir. Yüksek enflasyon alım gücünü düşürmesinin yanında firmalar açısından geleceğe dönük belirsizliklerini arttırarak, onların sağlıklı bir yatırım kararı almalarını engellemektedir. Diğer taraftan Tablo 3'te verildiği üzere araştırma serilerinin çarpıklık ve basıklık değerleri serilerin normal dağılım göstermediğine işaret etmektedir. Nitekim Jarque-Bera Prob değerleri serilerde normallik problemi olduğunu göstermektedir.

Tablo 3: Tanımlayıcı İstatistikler

	TEM	LEV	ASSET	LnREFK	TUFİ
Ortalama	20.441	3.250	0.136	4.254	23.126
Ortanca	0.319	0.737	0.091	4.330	15.176
Max.	7833.355	666.325	8.095	4.594	72.308
Min.	-1181.357	0.058	-0.290	3.863	7.670
Std. Dev.	447.818	37.199	0.459	0.244	21.023
Skewness	16.576	17.780	16.368	-0.159	1.504
Kurtosis	291.608	317.429	284.179	1.649	3.655
Jarque-Bera	1125249.	1335076.	1068446.	25.668	126.465
Prob.	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Gözlem	320	320	320	320	320

Şekil 1’de serilerin 2015-2023 dönemine ait kantil dağılım grafiği verilmiştir. Grafik üzerinden görüldüğü üzere serilerde aykırı ve uç gözlemler söz konusudur. Bu bakımdan kantil dağılım grafiği bulguları çarpıklık ve basıklık verileri ile Jarque- Bera prob değerlerini doğrulamıştır. Normal dağılım göstermeyen serilerle yapılan regresyon tahminlerinde sapmalı ve tutarsız sonuçlara ulaşılabilmektedir. Bu nedenle araştırmanın sonraki aşamasında değişkenler arasındaki regresyon ilişkisi panel kantil tahmincisi kullanılarak tahmin edilmiştir. Tahmin sonuçları Tablo 4’te sunulmuştur.

Şekil 1: Serilerin Kantil Dağılım Grafiği



Tablo 4’te POLS kantil tahmini sonuçları verilmiştir. Açıklayıcı değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkileri 0.80 kantil seviyesine kadar tahmin edilmiştir. Kaldıraç oranlarının düşük kantillerde (temettü getirilerinin düşük oranlarında) temettü getirileri üzerindeki etkisi pozitif yönlü iken, orta ve yüksek kantil seviyelerinde anlamsız bulunmuştur. Buna göre araştırmaya konu olan firmaların düşük düzeylerde borçlanma ile yatırımlarını finanse etmesi ve bu sayede özkaynak kârlılığını arttırması temettü getirilerini olumlu etkilerken, artan borçlanma temettü getirileri üzerinde anlamlı herhangi bir etkiye sahip değildir. Karlılık rasyosu ve reel efektif döviz kurunun temettü getirileri üzerindeki etkisi bütün kantillerde pozitif çıkmıştır. Karlılık rasyosu, firmaların kaynaklarını ne ölçüde verimli kullandığını göstermektedir. Sonuçlar artan karlılığın temettü getirilerini teşvik ettiğini ortaya koymuştur. Benzer şekilde reel efektif döviz kurundaki olumlu gelişmeler temettü getirilerini arttırmıştır. Reel efektif döviz kuru, yerel paranın ticari partner ülkelerin para birimleri karşısındaki gücünü göstermesinin yanında bir ülkenin ticari ve ekonomik istikrarını yansıtmaktadır. Bulgular yerel para birimindeki değerlenmenin firmaların temettü getirileri üzerinde son derece olumlu

ve güçlü bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Aksine enflasyonun temettü getirileri üzerindeki etkisi düşük kantillerde (temettü getirilerinin düşük olduğu) anlamsızken, orta ve yüksek kantillerde negatif olduğu tespit edilmiştir. Enflasyon, bir ülkenin temel makroekonomik göstergelerinden birisi olması nedeniyle reel ve finansal piyasalar ile firma performansı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Yüksek enflasyon, geleceğe dönük belirsizlikleri arttırdığı için firmaların yatırım kararlarını olumsuz etkileyebilmektedir. Tahmin sonuçları orta ve yüksek kantiller için (temettü getirilerinin orta ve yüksek seviyelerinde) artan enflasyonun firmaların temettü getirilerini düşürdüğünü ortaya koymuştur.

Tablo 4: Panel Kantil Tahmini

TEM bağımlı değişkendir.							
	$\tau=0.20$	$\tau=0.30$	$\tau=0.40$	$\tau=0.50$	$\tau=0.60$	$\tau=0.70$	$\tau=0.80$
LEV	0.0006*** (0.000)	0.0006*** (0.000)	0.0005** (0.000)	0.0003 (0.000)	0.0002 (0.000)	8.53e-05 (0.000)	-0.0001 (0.000)
ASSET	0.135*** (0.015)	0.126*** (0.018)	0.117*** (0.020)	0.105*** (0.021)	0.086*** (0.020)	0.076*** (0.018)	0.058*** (0.015)
LnREFK	0.214** (0.102)	0.305*** (0.103)	0.351*** (0.108)	0.387*** (0.113)	0.645*** (0.119)	0.590*** (0.128)	0.591*** (0.206)
TUFE	-0.001 (0.000)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.002** (0.001)	-0.001* (0.001)	-0.002** (0.001)	-0.003** (0.001)
FİRMA	37	37	37	37	37	37	37
GÖZLEM	320	320	320	320	320	320	320

***, ** ve * $p \leq 0.01$, $p \leq 0.05$ ve $p \leq 0.10$ düzeyinde anlamlılığı temsil etmektedir.

Araştırmanın sonraki aşamasında değişkenler arasındaki kısa dönem nedensellik ilişkisi PVAR-Granger nedensellik testi kullanılarak tahmin edilmiştir. Analiz sonuçları Tablo 5'te sunulmuştur. Sonuçlar kısa dönem için açıklayıcı değişkenlerden temettü getirilerine doğru nedensellik olmadığını göstermiştir. Benzer şekilde temettü getirilerinden diğer finansal rasyolara doğru nedensellik olmadığı gözlenmiştir. Buna karşın temettü getirilerinden enflasyon ve döviz kurlarına doğru tek yönlü nedensellik tespit edilmiştir. Benzer şekilde kaldıraç oranları ve karlılıktan enflasyon ve döviz kurlarına doğru tek yönlü nedensellik vardır. Sonuçlar firmaların yatırım kararlarının, karlılık ve finansal borçlanma politikalarının kısa dönemde enflasyon ve döviz kurlarının önemli bir belirleyicisi olduğunu göstermiştir. Analiz sonuçları kaldıraç oranları ve enflasyondan karlılığa, reel efektif döviz kurlarından enflasyona doğru tek yönlü nedensellik olduğunu ortaya koymuştur.

Tablo 5: PVAR Granger Nedensellik Analizi

		WALD (χ^2)	DF	Prob
TEM	ASSET→TEM	0.296	1	0.586
	LEV→TEM	0.210	1	0.647
	LnREFK→TEM	1.098	1	0.295
	TUFE→TEM	0.324	1	0.569
	Hepsi	1.629	4	0.804
ASSET	TEM→ASSET	2.609	1	0.106
	LEV→ASSET	3.975	1	0.046**
	LnREFK→ASSET	0.049	1	0.825
	TUFE→ASSET	8.832	1	0.003***
	Hepsi	9.797	4	0.044**
LEV	TEM→LEV	0.139	1	0.710
	ASSET→LEV	0.143	1	0.705
	LnREFK→LEV	2.603	1	0.107
	TUFE→LEV	0.671	1	0.413
	Hepsi	11.453	4	0.022**
LnREFK	TEM→LnREFK	39.593	1	0.000***
	ASSET→LnREFK	11.021	1	0.001***
	LEV→LnREFK	431.989	1	0.000***
	TUFE→LnREFK	0.004	1	0.949
	Hepsi	3204.761	4	0.000***
TUFE	TEM→TUFE	29.242	1	0.000***
	ASSET→TUFE	4.285	1	0.038**
	LEV→TUFE	214.624	1	0.000***
	LnREFK→TUFE	328.088	1	0.000***
	Hepsi	350.384	4	0.000***

***, ** ve * $p \leq 0.01$, $p \leq 0.05$ ve $p \leq 0.10$ düzeyinde anlamlılığı temsil etmektedir.

6. Tartışma

Bu araştırma Türkiye’de imalat sektöründe faaliyet gösteren 37 firma için 2015-2023 arasını kapsayan dönemde firmaların yatırım kararları üzerinde kaldıraç ve karlılık oranlarının kısa ve uzun dönemli etkilerine odaklanmıştır. Bu çerçevede enflasyon ve döviz kurlarının rolü analiz edilmiştir. Çalışmanın en önemli kısıtını örneklemi oluşturan dönemin kısıtlılığı ve serilerde normal dağılım problemi olmasıdır. Bu nedenle firmaların yatırım kararlarını temsil eden temettü getirileri ve açıklayıcı değişkenler arasındaki uzun dönem regresyon ilişkisi panel kantil tahmincisi kullanılarak tahmin edilmiştir. Kısa dönemde ise değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi PVAR-Granger nedensellik testi kullanılarak incelenmiştir. Uzun ve kısa dönem ilişkisine ilişkin bulgular Tablo 6’da sunulmuştur.

Tablo 6: Uzun ve Kısa Dönem Bulguları

	Uzun Dönem		Kısa Dönem
	Beklenen	Sonuç	Sonuç
LEV	(-)	(+)	Nedensellik gözlenmemiştir
ASSET	(+)	(+)	Nedensellik gözlenmemiştir
LnREFK	(-)/(+)	(-)	TEM → LnREFK
TUFE	(-)	(-)	TEM → TUFE

Uzun dönem tahmin sonuçları incelendiğinde genel olarak finansal kaldıraç haricindeki bulguların ampirik literatürü desteklediği gözlenmiştir. Sonuçlar karlılık ve temettü getirileri arasında pozitif (Amidu ve Abor, 2006; Andres vd., 2009; Yıldız vd., 2014; Al-Najjar, 2021; Özdemir, 2023), reel efektif döviz kuru (döviz kurunun tam tersi) ve enflasyonun ise temettü getirileri üzerinde negatif (İqbal ve Shah 2022; Kurt ve Türkmen, 2023) etkileri olduğunu göstermiştir. Bu bakımdan sonuçlar mevcut literatürü desteklemiştir. Kaldıraç oranlarının temettü getirileri üzerindeki etkisi ise ampirik literatürün aksine sonuçlar üretmiştir (Yıldız vd., 2014; Öztürk ve Demirel, 2021; Kızıldağ ve Özcan, 2022; Nnadi ve Akoto, 2023; Özdemir, 2023). Ancak araştırmanın kullanılan ekonometrik yöntemi incelendiğinde bulgular son derece özgün sonuçlar ortaya koymuştur. Zira, kantil regresyon sonuçları düşük düzeyde temettü getirileri için kaldıraç oranlarının bir risk teşkil ettiğini ve bu nedenle temettü getirilerini azalttığına işaret etmiştir. Yüksek temettü getirileri seviyelerinde ise borçlanmanın temettü getirileri üzerindeki etkisi anlamsız bulunmuştur.

7. Sonuç

Temettü politikaları, firma karının ne kadarlık bölümünün yeniden yatırım için firmaya bırakılması gerektiğinin ve yatırım yapanlara cari veya biriken karlardan hangi fonların verileceğinin belirlenmesini içerdiğinden firmaların gelecek yatırım ve büyüme kararları üzerinde son derece belirleyici bir etkiye sahiptir. Firmalar, temettü politikaları üzerinden büyüme hedefleri ve yatırımcı beklentileri ile finansal istikrarları arasındaki ilişkiyi dengelemeye çalışır. Bu araştırma Türkiye’de imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 37 firma için finansal kaldıraç ve karlılık oranlarının temettü politikaları üzerindeki etkilerini ele almıştır. Sonuçlar finansal kaldıraç oranlarının düşük kantillerde (temettü getirilerinin düşük oranlarında) temettü getirileri üzerindeki etkisinin pozitif, orta ve yüksek kantillerde ise önemsiz olduğunu göstermiştir. Buna göre araştırmaya konu olan firmaların düşük düzeylerde borçlanma ile yatırımlarını finanse etmesi ve bu sayede özkaynak kârlılığını arttırması temettü getirilerini olumlu etkilerken, artan borçlanma temettü getirileri üzerinde anlamlı herhangi bir etkiye sahip değildir. Finansal kaldıraç, firmaların büyüme, genişleme ve diğer yatırım kararlarında önemli bir strateji aracıdır. İmalat sanayisinde faaliyet gösteren firmalar için özellikle uzun vadeli ve düşük faizli kredi kullanımını içeren politikalar, firma karlılığını arttırarak, reel sektörün gelişimine katkı sağlayabilir. Buna karşın bulgular, yüksek kaldıraç oranlarının temettü getirileri ve politikaları üzerinde önemli olmadığına dair kanıtlar sunmaktadır. 2008 Küresel Finans Krizi, yüksek kaldıraçın kriz

içerisindeki rolünü açıkça ortaya koymuştur. Zira yüksek kaldıraç, riskleri sistematik hale getirerek, iflas olaylarını tetikleyebilmektedir. Bu nedenle firmalar aşırı borçlanma konusunda temkinli olmalıdır. Karlılık rasyosu ve reel efektif döviz kurunun temettü getirileri üzerindeki etkisi bütün kantillerde pozitif çıkmıştır. Karlılık rasyosu, firmaların kaynaklarını ne ölçüde verimli kullandığını göstermektedir. Sonuçlar artan karlılığın temettü getirilerini teşvik ettiğini ortaya koymuştur. Benzer şekilde reel efektif döviz kurundaki olumlu gelişmeler temettü getirilerini arttırmıştır. Reel efektif döviz kuru, yerel paranın ticari partner ülkelerin para birimleri karşısındaki gücünü göstermesinin yanında bir ülkenin ticari ve ekonomik istikrarını yansıtmaktadır. Bulgular yerel para birimindeki değerlenmenin firmaların temettü getirileri üzerinde son derece olumlu ve güçlü bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Aksine enflasyonun temettü getirileri üzerindeki etkisi düşük kantillerde anlamsızken, orta ve yüksek kantillerde negatif olduğu tespit edilmiştir. Enflasyon, bir ülkenin temel makroekonomik göstergelerinden birisi olması nedeniyle reel ve finansal piyasalar ile firma performansı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Yüksek enflasyon, geleceğe dönük belirsizlikleri arttırdığı için firmaların yatırım kararlarını olumsuz etkileyebilmektedir. Dahası yüksek enflasyon üretim maliyetlerini arttırarak, firma karlılığını azaltmaktadır. Tahmin sonuçları orta ve yüksek kantillerde artan enflasyonun firmaların temettü getirilerini düşürdüğünü ortaya koymuştur.

Çalışmadan elde edilen bulgular, ilgili literatürle de büyük ölçüde benzeşmektedir. Kaldıraç oranının temettü getirileri üstündeki etkisinin sadece düşük kantillerde anlamlı olması, Rozeff (1982) ve Parsian ve Koloukhi (2014) gibi araştırmalar da açıklandığı üzere, borçlanmanın sınırlı düzeylerde temettü ödemeye katkıda bulunurken yüksek düzeylerde etkisinin azaldığı yönündeki çıktılar ile benzeşmektedir. Karlılığın bütün kantillerde pozitif etkisinin ortaya çıkması, Amidu ve Abor (2006) ve Akhtar (2018) gibi pek çok çalışmada da üzerinde durulduğu gibi güçlü pozitif ilişki ile bağlantılıdır. Reel efektif döviz kurunun temettü getirileri üzerindeki olumlu etkisi, Barros vd. (2020) ve Akhtar (2018) gibi araştırmalarda bilhassa ihracat merkezli firmalarda kur yükselişlerinin temettü performansına katkıda bulunacağını ifade eden çıktılar ile örtüşmektedir. Enflasyonun orta ve yüksek kantillerde kar dağıtımını negatif etkilemesi ise, Khan vd. (2013), Ardaniswara vd. (2024) ve Bergeron (2024) gibi araştırmalarda üzerinde durulan yüksek enflasyonun firma riskini ve maliyetler üzerindeki baskısını yükselterek kar dağıtım kararlarını negatif etkilediği doğrultusundaki bulgularla benzeşmektedir.

Bu çalışma, Türkiye'deki düzenli kar dağıtımı yapan imalat firmalarında kârlılık ve kaldıraç oranlarının kar dağıtım politikalarına etkisini panel kantil regresyon yöntemiyle inceleyerek, temettü getirilerinin farklı kantillerde değişkenlerin etkilerini vurgulamıştır. Çalışmanın yöntemsel farklılığı sebebiyle literatüre hem sektörel hem de istatistiksel açıdan katkı sunduğu düşünülmektedir. Bulgular, firma yöneticilerinin düşük kaldıraç seviyesiyle finanse edilen plasmanların temettü getirilerini olumlu etkisini dikkate alarak mali yapılarını bu yönde düzenlemeleri

gerektiğine dikkat çekmektedir. Ayrıca yüksek enflasyon ve kur dalgalanmalarının, bilhassa yüksek temettü düzeylerindeki firmalarda dağıtım politikalarını olumsuz etkilediği anlaşılmıştır. Bundan dolayı makroekonomik belirsizliklerin arttığı zamanlarda daha değişken ve tedbirli temettü politikalarının azımsanması tavsiye edilmektedir. Firma yöneticileri büyüme ve yatırım kararlarını alırken enflasyon ile gelecek beklentilerini dikkate almalıdır.

Araştırmanın sonraki aşamasında değişkenler arasındaki kısa dönem nedensellik ilişkisi PVAR-Granger nedensellik testi kullanılarak analiz edilmiştir. Kısa dönemde açıklayıcı değişkenlerden temettü getirilerine doğru istatistiki açıdan herhangi bir nedensellik saptanmamıştır. Benzer şekilde temettü getirilerinden diğer kaldıraç ve karlılığa doğru nedensellik olmadığı tespit edilmiştir. Buna karşın temettü getirilerinden enflasyon ve döviz kurlarına doğru tek yönlü nedensellik tespit edilmiştir. Benzer şekilde kaldıraç oranları ve karlılıktan enflasyon ve döviz kurlarına doğru tek yönlü nedensellik vardır. Sonuçlar firmaların yatırım kararlarının, karlılık ve finansal borçlanma politikalarının kısa dönemde enflasyon ve döviz kurlarının önemli bir belirleyicisi olduğunu göstermiştir. Analiz sonuçları kaldıraç oranları ve enflasyondan karlılığa, reel efektif döviz kurlarından enflasyona doğru tek yönlü nedensellik olduğunu ortaya koymuştur.

Araştırmanın sadece imalat sektörüne ve 2015–2023 dönemine ait olması kısıtlayıcı bir faktör olarak yorumlanabilir. Gelecek çalışmalarda başka sektörler veya uluslararası firmalarla mukayeseli analizlerin uygulanması alandaki bilgi birikimine önemli katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Kaynakça

Akhtar, S. (2018). Dividend Policies Across Multinational and Domestic Corporations – an International Study. *Accounting and Finance*, 58(1), 11-55.

Al-Fasfus, F. S. (2020). Impact of Free Cash Flows on Dividend Pay-Out in Jordanian Banks. *Asian Economic and Financial Review*, 10(5), 547.

Al-Najjar, B. ve Kilincarslan, E. (2016). The Effect of Ownership Structure on Dividend Policy: Evidence from Turkey. *Corporate Governance*, 16(1), 135–161. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2015-0129>.

Al-Najjar, B. (2021). Determinants of Dividend Policies in UK Manufacturing Firms. *International Review of Financial Analysis*, 73, 101585.

Andres, C., Betzer, A., Goergen, M. ve Renneboog, L. (2009). Dividend Policy of German Firms. A Panel Data Analysis of Partial Adjustment Models. *Journal of Empirical Finance*, 16(2), 175-187.

Anggraini, A. P. ve Raffles, R. (2024). Pengaruh Rasio Likuiditas, Profitabilitas, Dan Leverage terhadap Harga Saham Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Telekomunikasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2020-2022. *Jurnal Akuntansi Keuangan Dan Bisnis*, 1(4), 796-814.

Amidu, M. ve Abor, J. (2006). Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 7(2), 136-145.

Ararat, M., Black, B. S. ve Yurtoglu, B. B. (2021). Corporate Governance in Turkey: Progress and Challenges. *Corporate Governance: An International Review*, 29(1), 5–27.

Ardaniswara, O., Astutik, K. W. ve Nawirah, N. (2024). Impact of Inflation and Financial Ratios on Dividend Distribution in Healthcare Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange (2020-2022). *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 24(10), 217-228.

Asquith, P. ve D. W. Mullins, (1983). The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth. *Journal of Business*, Vol. 56, No.1, pp.77-96.

Baker, H. K., Veit, E. T. ve Powell, G. E. (2001). Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms. *The Financial Review*, 36(3), 19-38.

Baker, H. K. ve Powell, G. E. (1999). How Corporate Managers View Dividend Policy. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 38(2), 17–35.

Baker, M. ve Wurgler, J. (2004). A Catering Theory of Dividends. *Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165.

Baker, H. K., Powell, G. E. ve Veit, E. T. (2012). Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy. *Journal of Economics and Finance*, 36(1), 1–26.

Baker, S. R., Bloom, N. ve Davis, S. J. (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636.

Bartram, S. M., Brown, G. W. ve Stulz, R. M. (2012). Why are US Stocks more Volatile? *The Journal of Finance*, 67(4), 1329–1370.

Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270. <https://doi.org/10.2307/3003330>.

Banerjee, S. (2017). Determinants of Dividend Policy of Listed Information Technology Companies in India. *SCMS Journal of Indian Management*, 14(3), 54-62.

Barros, V., Verga Matos, P. ve Miranda Sarmiento, J. (2020). What Firms Characteristics Drive the Dividend Policy? A Mixed-Method Study on the Euronext Stock Exchange. *Journal of Business Research*, 115, 365-377.

Basse, T. ve Reddemann, S. (2011). Inflation and the Dividend Policy of US Firms. *Managerial Finance*, 37(1), 34-46.

Bergeron, C. (2024). Inflation, Risk and Dividend Growth. *SN Business & Economics*, 4(7), 75.

Crown, J. (2023). What does a Higher Inflation World Mean for Dividends? Columbia Threadneedle Investments. <https://www.columbiathreadneedle.com/en/gb/intermediary/insights/what-does-a-higher-inflation-world-mean-for-dividends/> (Erişim Tarihi: 11.04.2025).

Çelik, Ş., Yenice, S. ve Onat, O. K. (2016). Temettü Ödemelerinin Belirleyicileri ve Firma Değeri: Kavramsal Bir Model ve Tahminlemesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 31(2), 115-146.

DeAngelo, H., DeAngelo, L. ve Stulz, R. M. (2006). Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.

Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.

Farahani, H. ve Jhafari, G., M. (2014). Impact of Financial Leverage on Dividend Policy at Tehran Stock Exchange: A Case Study in Food Industry. *European Online Journal of Natural and Social Sciences: Proceedings*, 2(3), pp-2788.

Fettahoğlu, S. (2015). *İşletmelerde Kâr Payı Dağıtım Politikasını Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Araştırma*. 14. Ulusal İşletmecilik Kongresi. ss. 1039-1042.

Grinblatt, M. S., Masulis, R. W. ve Titman, S. (1984). The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(4), 461-490.

Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272.

Gökbulut, R. İ. (2020). Kaldıraç Oranının Temettü Politikası Üzerindeki Etkisinin BIST Şirketleri Örneğinde İncelenmesi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 12(22), 45-59.

Hayati, N. (2017). Pengaruh Cash Position, Return On Asset, Return On Equity, Debt To Equity Ratio, Current Ratio, Asset Growth Terhadap Divident Payout Ratio Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri. *Jurnal Ilmiah Bisnis Dan Keuangan*, 6(1).

Hellström, G. ve Inagambaev, G. (2012). Determinants of Dividend Payout Ratios: A Study of Swedish Large and Medium Caps. Umeå School of Business and Economics. <http://www.divaportal.org/smash/get/diva2:538687/fulltext02> (Erişim Tarihi: 10.01.2025).

Hoang, V. A., Nguyen, T. H., Nguyen, M. H. ve Truong, B. T. (2024). Do Prospector Firms Pay More Dividends in Times of High Policy Uncertainty? *Cogent Business & Management*, 11(1), 2332496.

Ismail, M. T. ve Masih, A. M. M. (2015). The Impact of Exchange Rate Volatility on Firm Dividend Policy in Malaysia. *Applied Economics Letters*, 22(11), 866-871.

Iqbal, Y. ve Shah, A. (2022). Macroeconomic Uncertainty and Corporate Dividend Policy: Evidence from Emerging Markets. *Emerging Markets Review*, 52, 100856.

Jahankhani, A. ve Ghorbani, S. (2005). To Identify Determinants of Dividend Policy in Listed Firms of Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 20(1), 27-48.

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.

Jensen, M. C. ve Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Kania, S. L. (2005). What Factors Motivate The Corporate Dividend Decision? (Doctoral dissertation, Nova Southeastern University). *ProQuest Dissertations Publishing*.

KAP (2025). Kamuyu Aydınlatma Platformu BIST Xbank Endeksi. <https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler> (Erişim Tarihi: 11.01.2025).

Karataş, H. ve Aydın, A. (2022). Sermaye Yapısı ile Temettü Politikaları Arasındaki İlişki: Türkiye İmalat Sanayi Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 95, 123-140.

Khan, M. I. K., Meher, M. A. K. M. ve Syed, S. M. K. (2013). Impact of Inflation on Dividend Policy: Synchronization of Capital Gain and Interest Rate. *Pensee Journal*, 75(11).

Kızıldağ, D. ve Özcan, Y. (2022). Finansal Oranların Temettü Dağıtımına Etkisi: BIST 100 Üzerine Bir Araştırma. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 7(1), 49-64.

Koenker, R. ve Bassett Jr., G. (1978). Regression Quantiles. *Econometrica*, 46, 33-50. <http://dx.doi.org/10.2307/1913643>.

Koenker, R. (2004). Quantile Regression for Longitudinal Data, *Journal of Multivariate Analysis*, 91(1), 74-89.

Kurt, M. ve Türkmen, N. (2023). Makroekonomik Değişkenlerin Temettü Politikaları Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği. *Ekonomi ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 9(2), 235-252.

Labhane, N. B. ve Das, R. C. (2015). Determinants of Dividend Payout Ratio: Evidence from Indian Companies. *Business and Economic Research*, 5(2), 217-241.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. ve Vishny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3–27.

MİDAS (2023). Reel Efektif Döviz Kuru Nedir? Midas Blog. <https://www.getmidas.com/blog/reel-efektif-doviz-kuru-nedir/> (Erişim Tarihi: 17.04.2025).

Miller, M. H. ve F. Modigliani, (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(11), 411-433.

Nnadi, M. ve Akoto, L. (2023). Leverage, Profitability, and Dividend Decisions in Sub-Saharan Africa. *Journal of African Business*, 24(2), 215–236.

Özdemir, B. (2023). Firma Performans Göstergeleri ile Temettü Politikası Arasındaki İlişki: BİST İmalat Sanayi Üzerine Bir Araştırma. *Maliye Finans Yazıları*, 37(143), 98–117.

Öztürk, M., ve Demirel, S. (2021). Firma Özelliklerinin Temettü Dağıtımına Etkisi: BİST Üzerine Bir İnceleme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 90, 151–170.

Parsian, D. ve Koloukhi, A. S. (2014). A Study on the Effect of Free Cash Flow and Profitability Current Ratio on Dividend Payout Ratio: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Management Science Letters*, 4, 63-70. Available at:

Pruitt, S. W. ve Gitman, L. J. (1991). The Interactions between the Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major US Firms. *Financial Review*, 26(3), 409-430. Available at: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1991.tb00388.x>.

Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta ve Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.

TCMB (2025). İstatistikler-EVDS. <https://evds2.tcmb.gov.tr> (Erişim Tarihi: 10.02.2025).

Tran, M. D. ve Nguyen, C. C. (2021). Inflation and Dividend Policy: Evidence from Emerging Markets. *Finance Research Letters*, 41, 101847.

Vickery, G., Sakai, K., Lee, I. ve Sim, H. (2004). *ICT, E-business and Smes*. OECD Conference of Ministers Responsible for SMEs. P 46.

Yalçınkaya, E. ve Kaya, M. (2020). Döviz Kuru Değişkenliğinin Firma Kârlılığı Üzerindeki Etkisi: BİST Sanayi Şirketleri Üzerine Bir Analiz. *Maliye ve Finans Yazıları*, 109, 1–22.

Yerdelen Tatoğlu, F. Y. (2017). *Panel Zaman Serileri*, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul.

Yıldız, B., Gökbulut, R. İ. ve Korkmaz, T. (2014). Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: BİST Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(1), s. 185-206.

Yurtoglu, B. B. (2003). Corporate Governance and İmplications for Minority Shareholders in Turkey. *Corporate Ownership and Control*, 1(1), 72–86.

Yüksel, S. (2021). Sermaye Yapısı Kararları ve Temettü Politikası İlişkisi: Türkiye Örneği. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 13(4), 2856–2869.