

Temettü Politikaları: Hisse Başı Kar ve Piyasa Değeri İlişkisi

Bilal Akkaynak¹

Adem Ruhan Sönmez²

Özet

Finans yöneticileri yatırım, finansman ve kâr dağıtımı (temettü) olmak üzere üç temel karar alanıyla karşı karşıyadır. Şirket, kâr elde ettiğinde, elde edilen kârın otofinansman ya da hissedarlara temettü olarak dağıtılması arasında bir tercih yapılması gerekir. Temettü, hissedarlara yapılan kâr payı ödemesidir ve temettü politikası şirketin finansal sağlığını ve istikrarını yansıtır. Yöneticiler, büyüme ve yatırımlar için elde tutulacak kâr ile hissedarlara dağıtılacak temettü arasında denge kurmak zorundadır. Temettü politikasının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi literatürde tartışmalıdır. Bazı görüşler optimal bir temettü oranının varlığını savunurken, bazıları temettü ödemelerinin hisse senedi fiyatlarını doğrudan etkilediğini öne sürmektedir. Bu çalışma ile düzenli temettü ödeyen işletmelerin hisse başı kar dağıtımları ile işletme piyasa değeri arasında nedensellik ilişkisinin varlığı araştırılmıştır. Ayrıca düzenli temettü ödeyen işletmeler örnekleminde işletme piyasa değerinin bağımlı değişken ve hisse başı kar, aktif karlılık, büyüme olanakları, kaldıraç oranı ve cari oran değişkenlerinin ise bağımsız değişken olduğu bir panel model yardımı ile temettü ödemelerinin işletme piyasa değeri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Analiz sonucunda temettü ödemeleri ile işletme piyasa değeri arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin varlığı anlamlı bulunmuş olup temettü ödemelerinin işletme piyasa değeri ile pozitif yönlü ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Ayrıca aktif karlılık, büyüme olanakları ve kaldıraç oranı değişkenlerinin işletme piyasa değeri ile pozitif ilişkili olduğu sonucu elde edilmiştir.

1 Doç. Dr., EBYÜ İİBF İşletme Bölümü, bakkaynak@erzincan.edu.tr, 0000-0003-1300-2112

2 Dr. Öğr. Üyesi, EBYÜ İİBF Bankacılık ve Finans Bölümü, aruhan.sonmez@erzincan.edu.tr, 0000-0002-6494-6482

1. GİRİŞ

Finans yöneticileri iki temel yönetim kararını oluşturan yatırım (sermaye bütçelemesi) ve finansman kararları ile karşı karşıyadırlar. Sermaye bütçeleme kararları, bir firmanın hangi reel varlıklara yatırım yapması gerekliliği ile ilgilenirken finansman kararları ise elde edilecek bu varlıkların nasıl finanse edileceği ile ilgilenmektedir. Ancak, bir firma kar elde etmeye başladığında üçüncü bir karar ortaya çıkmaktadır. Bu durumda, yöneticiler firmanın karlarını yeni yatırımları finanse etmek için kullanacak veya bunları kısmen veya tamamen hissedarlara dağıtmak arasında bir seçim yapmak sorunu ile karşılaşabilirler. Yöneticiler finansal kararlar alırken hissedar servetini maksimize edecek şekilde hareket ederek, firmanın karlarının ne kadarının yatırım için gerekli olduğuna değil, aynı zamanda kararlarının hissedar fiyatları üzerindeki potansiyel etkisini de dikkate alarak hareket etmelidirler (Dağlı vd., 2021).

Temettü, bir şirketin özsermayesine yaptığı yatırım karşılığında hissedarlara ödenen gelir veya kar miktarıdır. Temettü politikası geliştirilirken, yöneticiler ne kadar ödeme yapılacağına ve ne kadarının hayatta kalma, büyüme, genişleme ve çeşitlendirme için rezerv olarak tutulacağına karar vermelidir. Temettü, bir şirketin finansal sağlığını etkiler ve finansal istikrarını yansıtan bir unsurdur. Kar maksimizasyonu ile servet maksimizasyonu arasında doğru dengeyi bulmak bir kuruluş için çok önemlidir. Bu yüzden yöneticiler sadece elde tutulan kazançları değil, kararlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki muhtemel etkisini de dikkate almalıdır (Saraf ve Kaur, 2014).

Finansal yönetimde kilit rol oynayan temettü politikası, şirketlerin gelecekteki karlılık beklentileriyle bağlantılıdır. Kar hedeflerine ulaşan veya istikrarlı karlılık gösteren şirketler genellikle daha düzenli temettü ödeyebilme kapasitesine sahip olabilmektedir. Bu nedenle, temettü politikasındaki değişiklikler, şirketin mevcut ve gelecekteki kazançları dikkate alınarak uzun vadede değerlendirilmelidir. Ancak, işletme sahipleri genellikle karları işletme bünyesinde tutmayı ve uzun vadeli planlar dahilinde yatırımları finanse etmek için kullanmayı tercih ederken, iş ortakları daha kısa vadeli planlar dahilinde kar dağıtımını ve düzenli temettü ödemeleri isteyebilirler. Bu nedenle, işletmeyi yönetenler, işletmenin çıkarları ve hissedar beklentileriyle uyumlu bir temettü politikası seçmelidir (Kılıç vd., 2016).

Şirket hisse senedi fiyatları için temettü politikasının önemi konusunda önemli tartışmalar yaşanmıştır. Bir görüş, şirketlerin hissedar servetini maksimize etmek için optimal bir temettü ödeme oranına sahip olup olmadığına yoğunlaşırken diğer bir görüş ise temettü politikasının hisse senedi fiyatları üzerinde güçlü bir etkiye sahip olduğudur. Farklı görüşler

ise, diğer tüm faktörler eşit olduğunda, yatırımcıların nispeten yüksek temettü ödemesi yapan şirketleri tercih etme eğiliminde olduğunu; nispeten yüksek ödeme yapan şirketlerin nispeten yüksek hisse senedi fiyatlarına sahip olacağını, nispeten düşük ödeme yapan şirketlerin ise nispeten düşük hisse senedi fiyatlarına sahip olacağını öne sürmektedir (Bello vd., 2020).

Temettüyü önemseyen görüşe göre; bir ekonomideki yatırımların belirsizlik tarafından domine edildiği ancak belirsizliğin zamanla artacağı ve gelecek için en bariz olan şeyin belirsizlik olacağını iddia etmişlerdir. Şirketler temettü ödemesi yapabilmek için nakde ihtiyaç duyduklarından ilk yıllarda yatırımlardan elde edilecek nakit akışı sonraki yıllar için neredeyse kesindir. Bu nedenle, beklenen temettü ödeme tarihinden ne kadar uzaklaşırsa, belirsizlik o kadar artar. Yatırımcılar için tek seçenek ya şimdi temettü almak ya da gelecekte temettü artışlarını beklemektir. Yatırımcılar riskten kaçınan kişiler olduğundan, artan riski üstlenmek veya gelecekteki temettüleri beklemek yerine garantili temettü almayı tercih edeceklerdir (Bello vd., 2020).

Bu çalışmada temettü teorileri hakkında bilgi verildikten sonra bu teorilerin literatürde yer alan örneklerine yer verilecektir.

2. Temettü Teorileri

2.1. Temettü İlişiksizliği Teorisi

Temettü ilişiksizliği teorisi, şirketin uyguladığı temettü politikasının firma değeri ile ilişkili olmadığı yani firma değerinin belirlenmesinde uygulanan temettü politikasının önemi olmadığını savunmaktadır. Bu teori Modigliani ve Miller'in 1958 ve 1961 yıllarında yaptıkları çalışmalar tarafından da desteklenmiştir. Bu yazarlar tarafından ortaya atılan teori kurumsal finansın temellerini oluşturmuştur (Saraf ve Kaur, 2014).

Modigliani ve Miller, temettü politikasının firma değeri ile ilişkili olmadığını savunurken firma değerinin temettü ve elde tutulan kar arasındaki gelir dağılımından ziyade varlıklardan elde edilen getiriye bağlı olduğunu savunmuşlardır. Bu bağlamda bir firmanın elde ettiği kazancını dağıtım şeklinin değerlemede belirleyici bir unsur olmadığını belirtmişlerdir. MM teoremleri, yatırım politikasının sabit olduğu mükemmel piyasalarda, tüm uygulanabilir sermaye yapısı ve temettü politikalarının optimal olduğunu bundan dolayı hiçbirinin hissedar servetini etkilemediğini ve bu nedenle aralarındaki seçimin önemsiz olduğunu vurgulamaktadır. Genel olarak MM teorileri, mükemmel piyasalarda hissedar servetini yalnızca yatırım politikasının belirlediği ve değeri maksimize eden bir yatırım programı

verildiğinde kaldıraç ve temettü kararlarının firma değeri üzerinde hiçbir etkisi olmadığı ancak firmanın değerinin, yatırım politikasından kaynaklanan firma kazançlarına bağlı olduğunu savunmaktadır (Said, 2024; Bello vd., 2020; De Angelo ve De Angelo, 2006).

MM, temettü dağıtım kararlarının ancak sermaye piyasalarına yeni bilgiler ilettiği takdirde anlamlı olduğunu savunmaktadır. Şirketlerin uzun vadeli temettü ödeme oranı hedefleri olduğu varsayıldığında, dağıtılan temettülerdeki değişiklikler, yöneticilerin şirketin gelecekteki nakit akışlarında değişiklikler beklediğini sermaye piyasalarına işaret edebilir. Ancak bu durumda bile, hisse senedi fiyatındaki değişikliklerin temel itici gücü temettü ödeme oranlarındaki farklılıklar değil, şirketin gelecekteki karlılığına ilişkin beklentilerdeki değişikliklerdir (Bello vd., 2020).

MM Modeli belirli varsayımlara dayanmaktadır (Modigliani ve Miller, 1961). Buna göre;

- Mükemmel sermaye piyasaları vardır ve yatırımcılar rasyoneldir.
- Vergi yoktur, temettüler ve sermaye kazançları üzerindeki vergi oranları arasında fark yoktur.
- Şirketin sabit bir yatırım politikası vardır ve bu politika değişmeyecektir. Bu nedenle, elde tutulan kazançlar yeniden yatırılırsa, şirketin riskinde herhangi bir değişiklik olmayacaktır.
- Halka arz maliyetleri sıfırdır.
- Çok sayıda işlem vardır ve bilgi serbestçe mevcuttur.
- İşlem maliyetleri sıfırdır, menkul kıymetler bölünebilir ve hiçbir yatırımcı hissenin piyasa fiyatını etkileyemez.
- Belirsizlik riski yoktur.

MM teorisinin varsayımları genel olarak değerlendirildiğinde; firma elde ettiği kazançlarını temettü olarak dağıtmazsa hissedarların elde tutulan kazanca eşit miktarda sermaye artışından faydalanacağını, eğer tam tersi olarak kazancın temettü olarak dağıtılması durumunda hissedarlar şirket tarafından elde edilen kazancı elde tutmayı tercih ederse sermayenin artacağı miktara eşit temettü miktarından faydalanacaktır. Bundan dolayı da temettüler ve elde tutulan kazançlar arasındaki kazanç dağılımı, hissedarlar açısından önemsiz olacaktır (Modigliani ve Miller, 1961).

2.2. Eldeki Kuş Teorisi

Eldeki kuş teorisi toplam getirinin sermaye kazançları ve temettü verimine eşit olması nedeniyle temettünün firma ve piyasa değeri ile ilişkili olduğunu savunmaktadır. Yani temettünün sermaye kazancına nazaran üstünlüğünün bulunduğunu dolayısıyla sermaye kazancı üzerindeki belirsizliğin temettüde olmadığını savunulmuştur. Bu görüş, sermaye piyasalarında, temettünün dağıtılmayan karlara nispetle üstün olduğunu ve yatırımcıların temettü dağıtım oranı yüksek olan firmalara ait hisse senetlerini tercih ettiğini ve sermaye kazançlarının gelecek dönemde beklenen ve cari kardan daha riskli olduğu düşünüldüğünde yatırımcılar temettü ödemesi yapan şirketlere daha yüksek fiyat ödeyecek ve bu durum da şirketin değerinin artmasına neden olacaktır (Said, 2024).

Eldeki kuş teorisi, vergi, bilgi asimetrisi ve işlem maliyetlerinin bulunduğu piyasaları kusurlu olarak kabul etmektedir. Söz konusu varsayımlara göre, temettü politikasının firma değeri üzerinde etkisinin olabileceğini belirtmiştir. Bu bağlamda belirsizlik ve bilgi asimetrisi koşullarında, nakit temettüler ve gelecekteki sermaye kazançları farklı şekilde değerlendirilir. “Eldeki kuş daldaki iki kuşa bedeldir” ilkesine dayanarak, yatırımcılar gelecekteki nakit akışlarının belirsizliği nedeniyle sermaye kazançlarına kıyasla nakit temettüleri tercih etme eğilimindedir (Al-Malkawi, 2007: 46).

Gordon ve Lintler tarafından savunulan bu teori, temettü ödemelerinin azaltılmasının sermaye maliyetini düşüreceğini ifade etmektedir. Bu görüşe göre, yatırımcılar temettü gelirini sermaye kazançlarından daha az riskli algıladıklarından dolayı temettü verimini eldeki bir kuşa, sermaye kazançlarını ise daldaki kuşa benzetirler. Bu teoriye göre, bir şirket temettü ödemeleri yerine otofinansmanı tercih ederse, kazanç elde etmek için geçen süre uzayacak ve hissedarların beklenen getirileri (öz sermaye maliyeti) artacaktır. Beklenen getirideki bu artış, hisse senedi fiyatlarında bir düşüş olarak yorumlanacaktır. Bu nedenle, temettü ödemesi öz sermaye maliyetini düşürdüğünden dolayı için yüksek oranda temettü ödemesi önerilir (Pekkaya, 2006). Sonuç olarak bu teori hissedarların cari dönemde elde ettiği geliri ileride miktarı belli olmayan bir gelirden daha önemli olduğunu savunmaktadır (Apak ve Demirel, 2013).

Bu yaklaşımın temel varsayımları şöyledir; (Brealey vd., 2007).

- Her firmanın uzun vadeli kar payı dağıtım oranına ilişkin hedefi mevcut olup belirlenen bu oran, kardan kar payı olarak hissedarlara ödenen yüzdesidir.

- Firma yöneticileri kar paylarında meydana gelen değişimlere önem vermektedir.
- Kar payında meydana gelen değişimleri kar miktarındaki kısa vadeli değişimlerden ziyade, kar düzeylerindeki uzun vadeli değişimleri izler.
- Yöneticilerin kar payı ödemelerini karlarda meydana gelen geçici değişimlere paralel olarak değiştirmesi mümkün olmamaktadır.
- Yöneticiler, planlanan kar payının değiştirilmesini istemezler.

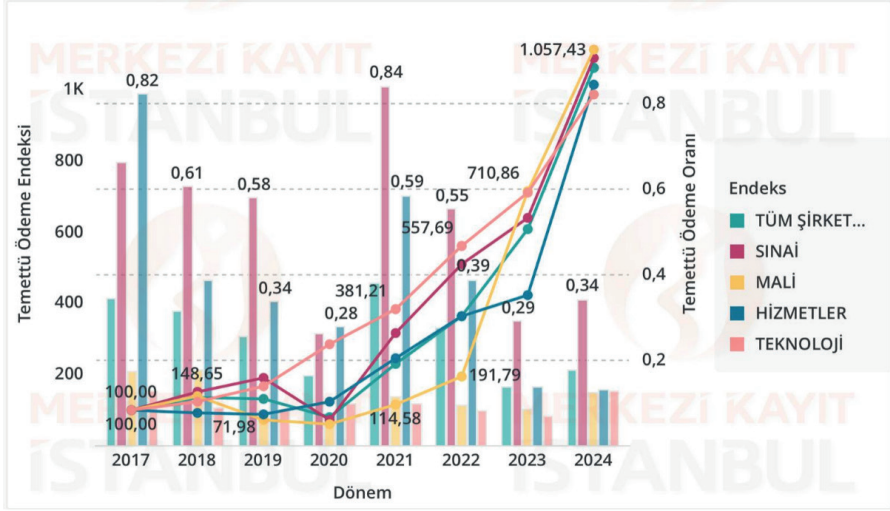
2.3. Sinyalizasyon Teorisi

Sinyal teorisi yöneticiler ve şirket sahipleri arasında bilgi asimetrisinin bulunduğunu bu yüzden yöneticileri firma değeri hakkında dışarıdaki hissedarların sahip olmadığı bilgiye sahip olabileceğini savunmaktadır. Yöneticiler bu bilgi açığını kapatmak için temettü ödeme beyanlarını firmanın gelecekteki karlılığı hakkında dışarıdaki yatırımcılara sinyal olarak kullanır. Sinyalin olumlu algılanması sonucunda hisse senedinin fiyatında artış olacaktır. Bu teori, temettü ödemelerinde meydana gelen değişikliklerin firmanın gelecek döneme ilişkin kazançları hakkında bilgi sağladığını savunmaktadır. Buna göre, şirketlerin temettü politikalarını değiştirmeleri durumunda bu değişiklik şirketin gelecekteki kazançları hakkında bilgi sağlar. Yöneticiler temettü ödemelerini kullanarak yatırımcıları şirketin gelecekteki karlılığı ve nakit akışları hakkında bilgilendirme amacıyla kullanır (Wansley ve Lane, 1987; Chen vd., 2009).

Bu yaklaşım, şirketlerin temettü politikalarının piyasa değerini etkilediğini ve temettü duyurularının yatırımcılara şirketin mevcut ve gelecekteki karlılığı hakkında sinyal verdiğini varsaymaktadır. Bir şirketin uzun vadeli temettü ödeme oranı istikrarlı olursa, bu orandaki artış yatırımcılar tarafından gelecekte yüksek nakit akışı beklentisi olarak yorumlanabilir ve bu da hisse senedi fiyatında artışa yol açabilir. Ancak şirket, piyasanın yüksek bir temettü ödemesi beklentisine rağmen, beklenenden düşük bir temettü açıklaması durumunda, bu olumsuz bir sinyal oluşturacak ve hisse senedinin fiyatında potansiyel bir düşüşe işaret edecektir. Başka bir deyişle, temettü açıklamalarındaki bu tür bilgiler, yönetimin yatırımcılara geleceğe dair beklentilerini açıklaması olarak yorumlanabilir. Bunun farkında olan yönetim, şirketin hisselerine olan talebi artırmak ve böylece piyasa değerini yükseltmek için yüksek temettü ödemeleri kullanabilir (Pamukçu, 1999; Aydın vd., 2010).

3. Türkiye’deki Sektörlerin Temettü Ödeme Performansı

Şekil 1’de Türkiye’de faaliyet gösteren sektörlerin temettü ödeme endeksi ve temettü ödeme oranının yıllar itibari ile değişimi verilmiştir. Aslında bu grafik Türkiye’nin yıllar itibari ile sektörler bazında ve genel olarak Türkiye’de faaliyet gösteren şirketlerin temettü ödeme performansları hakkında da bilgi vermektedir.



Şekil 1: MKK Temettü Ödeme Endeksi

Kaynak: mkk.com.tr

Temettü ödeme endeksi ve temettü ödeme oranına ait grafiğe göre, temettü ödeme endeksinin 2017 yılında 100 baz değeri ile başladığı ve 2021 yılından sonra artış trendine girerek 2024 yılı itibarıyla 1.000 seviyesinin üzerine çıktığı görülmektedir. 2017–2019 yılları arasında ise temettü ödeme oranlarının sınırlı olduğu ve sektörler arasında farklılaştığı, özellikle sinai sektörünün daha yüksek oranlarla öne çıktığı, mali, hizmetler ve teknoloji sektörlerinin ise sinai sektörüne göre daha ihtiyatlı bir temettü politikası izlediği görülmektedir. 2020 yılında küresel salgınla birlikte artan belirsizlik ve likidite ihtiyacı nedeniyle temettü ödeme oranlarında genel bir gerileme yaşanmış, firmaların kârları elde tutma eğilimi güçlenmiştir. Buna karşın 2021 ve 2022 yıllarında temettü dağıtımlarında belirgin bir artış olmakla birlikte, temettü ödeme endeksinde de bu dönemde yükselişin olduğu görülmüştür. 2023 ve 2024 yıllarında ise hem endeks hem de temettü ödeme oranları tarihsel olarak yüksek seviyelere ulaşmış, sektörler arası farkların azaldığı ve temettü dağıtımının piyasa genelinde yaygın bir uygulama hâline geldiği

görülmüştür. Özellikle mali ve teknoloji sektörlerinde önceki yıllara kıyasla artışlar yaşanmıştır.

Grafikte yer alan veriler incelendiğinde, 2017 yılında temettü ödeme oranlarının sınai sektörde yaklaşık 0,82, mali sektörde 0,20 civarında, hizmetler sektöründe yaklaşık 0,10 ve teknoloji sektöründe 0,08 düzeyinde gerçekleştiği görülmektedir. 2018 yılında temettü ödeme endeksi tüm şirketler için yaklaşık 148,65 seviyesine yükselirken, temettü ödeme oranları sınai sektörde 0,61, mali sektörde yaklaşık 0,15, hizmetler sektöründe 0,10 ve teknoloji sektöründe ise yaklaşık 0,12 olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında endeks yaklaşık 71,98 seviyesinde yer almış, aynı yıl temettü ödeme oranları sınai sektörde 0,58, mali sektörde 0,10, hizmetler sektöründe 0,12 ve teknoloji sektöründe yaklaşık 0,15 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında temettü ödeme endeksi yaklaşık 114,58 seviyesinde ölçülürken, temettü ödeme oranlarının sınai sektörde 0,28, mali sektörde 0,08, hizmetler sektöründe 0,15 ve teknoloji sektöründe yaklaşık 0,25 olduğu görülmüştür. 2021 yılında temettü ödeme endeksi belirgin bir artışla yaklaşık 381,21 seviyesine çıkmış, temettü ödeme oranları sınai sektörde 0,84, mali sektörde yaklaşık 0,14, hizmetler sektöründe 0,25 ve teknoloji sektöründe yaklaşık 0,30 olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında endeksin 557,69 seviyesine yükseldiği, aynı dönemde temettü ödeme oranlarının sınai sektörde 0,55, mali sektörde 0,20, hizmetler sektöründe 0,39 ve teknoloji sektöründe yaklaşık 0,45 olduğu görülmektedir. 2023 yılında temettü ödeme endeksi 710,86 seviyesine ulaşmış, temettü ödeme oranları sınai sektörde 0,29, mali sektörde yaklaşık 0,60, hizmetler sektöründe 0,42 ve teknoloji sektöründe yaklaşık 0,65 düzeyinde yer almıştır. 2024 yılında ise temettü ödeme endeksinin 1.057,43 seviyesine yükseldiği, temettü ödeme oranlarının sınai sektörde 0,34, mali sektörde yaklaşık 0,85, hizmetler sektöründe yaklaşık 0,80 ve teknoloji sektöründe 0,75 civarında gerçekleşmiştir.

4. Literatür Taraması

Temettü politikaları ile ilgili geçmişten günümüze hem uluslararası hem de ulusal literatürde gerçekleştirilmiş başlıca araştırmalar kronolojik olarak aşağıda özetlenmektedir.

Walter (1956), temettü dağıtım politikalarının pay senedi değeri üzerindeki etkisini araştırmış büyüme olanaklarına sahip işletmelerin temettü dağıtım noktasında isteksiz olduklarını ve belirli bir büyüklüğe ulaşmış işletmelerin ise temettü dağıtım eğiliminde olduklarını bulgusunu elde etmiştir. Walter (1956)'a göre işletmelerin büyüme hırsı ticari karın otofinansman ile işletme içinde kalması iç güdüsünü doğururken büyük işletmeler ise mutlu paydaş

iç güdüsü ile temettü dağıtma eğilimine yönelirler. Temettü politikaları ile ilgili çalışmalarına 1963 yılında yaptığı işletme değeri ve temettü politikaları arasındaki ilişkiyi araştırarak İşletme değerinin temettü dağıtım politikaları ile ilişkili olduğunu savunmuştur.

Pettit (1972), temettü duyurularının hisse senedi performansı ve sermaye piyasası etkinliğini incelemiştir. NYSE'den lde ettiği veriler ile 1967 ve 1969 yılları arasında 135 temettü duyurusunun hisse senedi performansı üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Pettit'e göre menkul kıymetlerin değeri temettü ödemelerindeki değişiklikleri içeren duyurulardan etkilenmektedir. Ayrıca temettü değişim duyurularını ima eden bilgilerin daha farklı bir anlatımla aktarılmasının işletmenin finansman alternatiflerini güçlendirebilecektir. Ek olarak temettü ödeme duyurularının işletme ile ilgili bilgi yayma aracı olarak kullanılması verimsizdir.

Watts (1973), işletme performansı ve temettü ödemeleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Gelecek dönemki kazançlar işletme performans göstergesi olarak modele eklenmiştir. Watts'a göre işletme performansı ve temettü ödemeleri arasında pozitif bir ilişki vardır ancak ilişkinin kuvveti oldukça zayıftır. Watts'ın bulgularına göre temettü ödemelerinden elde edilen bilgiler gelecek dönemde işletme performansını zayıf düzeyde etkilemektedir.

Charest (1978), temettü politikaları ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analiz sonuçlarına göre temettü duyurusu öncesi hisse senetlerinin değerlerinde ortalama %4 anormal bir değerlenme söz konusu iken temettü ödemelerinde düşüş yaşandığı dönemlerin akabinde %12 civarında bir değer kaybını gözlemlenmektedir. Bu durum temettü duyurularının hisse senedi değeri üzerinde sınırlı bir etkiye sahip olduğu sonucunu doğurmaktadır.

Rozeff (1982), işletmelerin beta, işletme büyüklüğü ve vekalet maliyetleri değişkenlerini temettü dağıtımının bir değişkeni olarak incelemiştir. 1974 ve 1980 yılları arasında 200 işletmenin verileri incelemiştir. Araştırma sonucunda temettü ödemelerindeki artışın vekalet maliyetlerini düşürdüğünü, yabancı kaynak finansmanının ise vekalet maliyetini artırdığını tespit etmiştir.

Easterbrook (1984), temettü duyurularının vekalet maliyetleri ile ilişkisini incelemiştir. Araştırma sonucunda temettü ödemelerinin vekalet maliyetlerini minimize etmekte faydasının olabileceğini öne sürmektedir. Ek olarak temettü ödemeleri, yöneticilerin denetlenmesine ilişkin maliyetleri azaltabilmektedir.

Miller ve Rock (1985), asimetrik bilgi ortamında işletmelerin temettü, yatırım ve finansman kararlarının nasıl etkilenebileceğini incelemiştir.

Asimetrik bilgi ortamının daha düşük yatırım seviyelerine yol açan bir sinyal olduğunu bulgusuna ulaşmışlardır.

Michaely vd. (1995), temettü ödeme duyuru ve iptalleri ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 1964 ve 1988 yılları arasında NYSE, AMEX ve CRSP den elde edilen 1500 temettü duyurusunu incelemişlerdir. Çalışmaları sonucunda temettü dağıtımına ilişkin olumsuz duyuruların olumlulardan daha fazla hisse senedi fiyatları üzerinde bir etkiye sahip olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Bir başka ifadeyle temettü dağıtım iptaline ilişkin kısa vadeli piyasa tepkileri temettü dağıtımına ilişkin tepkilere nazaran daha büyük oranda gerçekleşmektedir.

Benartzi vd. (1997), temettü duyurularının önce ve sonrasının hisse senedi değeri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. NYSE ve AMEX'den elde edilen ve 1979-1991 yılları arasında gerçekleşen 7186 temettü duyurusunu analiz etmişlerdir. Çalışmalarında temettü duyurularının hisse senedi değerine etkisinin bulunduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Dahası olumlu duyuruların etkisinden ziyade olumsuz temettü duyurularının hisse senedi değerini daha fazla oranda etkilediğini tespit etmişlerdir.

Holder vd. (1998), temettü politikalarının belirleyicilerini incelemişlerdir. 1979 ve 1990 yılları arasında 477 işletmenin verilerini incelemişlerdir. Temettü dağıtım oranını bağımlı hissedar sayısı, net gelir, amortisman gideri, faiz gideri, toplam aktif büyüklüğü ve satış gelirleri değişkenlerini ise temettü dağıtımının belirleyicileri olarak modele dahil etmişlerdir. Analiz sonucunda hissedar sayısı, net gelir ve satışların temettü dağıtım oranı ile pozitif ilişkili, işletme büyüklüğünün ise negatif ilişkili olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Pekkaya (2006), temettü dağıtımının işletme piyasa değeri ile ilişkisini incelemiştir. 1987 ve 2006 yılları arasını kapsayan dönemde 19 işletmenin verilerini analiz etmiş ve inceleme sonucunda işletmelerin otofinansmana yönelimlerinin piyasa değerlerini artırdığını buna karşılık temettü dağıtımının belirgin bir sonuç vermediği bulgusuna ulaşmıştır. Bazı işletmelerde temettü dağıtımı işletme değerini olumsuz etkilerken bazı işletmelerde temettü dağıtımı işletme değerini artırıcı bir faktör olarak ortaya çıkmıştır.

Zhou ve Ruland (2006), işletmelerde temettü ödemesi ve büyüme beklentileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Büyüme olanakları olarak kazanç artışı değişkenini modele bağımlı değişken olarak ekledikleri çalışmada temettü ödemeleri, büyüklük, aktif karlılık ve kaldıraç değişkenlerini bağımsız değişken olarak test etmişlerdir. NASDAQ, Amex ve NYSE veri tabanından 1950 ve 2003 yılları arasını içeren veri setinin analiz bulguları

temettü ödeme düzeyi ve büyüme olanakları arasında pozitif bir ilişkiyi işaret etmiştir. Zhou ve Ruland (2006)'a göre temettü ödeme düzeyi yüksek olan işletmeler büyüme olanaklarının da yüksektir.

Amidu (2007) temettü dağıtımının işletme performansını nasıl etkilediğini incelemiştir. 1997 ve 2004 yılları arasında Gana borsasına kayıtlı işletmelerin verilerini incelemiştir. Aktif karlılık, öz sermaye karlılığı, TobinQ değişkenleri bağımlı, temettü dağıtımı, hisse başı temettü, büyüklük, kaldıraç ve büyüme olanakları değişkenleri ise bağımsız değişken olarak kullandıkları araştırma sonucunda işletmelerin temettü dağıtım politikaları ve büyüme olanaklarına sahip olmaları işletme performansını olumlu etkilerken dağıtılan pay başına temettünün artması işletme performansını olumsuz etkilediği bulgusuna ulaşmıştır.

Foong vd. (2007), işletme performansı ve temettü ödemeleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Temettü işletmenin faaliyetlerinin bir sonucudur. Bu bakımdan değerlendirildiğinde temettü hissedar ve olası yatırımcılara işletme performansı ile ilgili bilgiler de sağlayabilmektedir. Faaliyeti etkin yani temettü dağıtabilen işletmeler piyasa tarafından olumlu algılanacak ve hisse değeri de bu durumdan değer artışı olarak payını alabilecektir.

Günalp vd. (2010), temettü ödeme duyurusunun hisse senedi fiyatı ile ilişkisini incelemiştir. 2003 ve 2007 yılları arasında 83 işletmeye ait 321 temettü ödeme duyurusunu inceledikleri araştırmanın sonucunda temettü duyurusu ile pay başına temettü oranı arasında negatif ilişki bulgusuna ulaşmışlardır. Ayrıca pay başına yüksek düzeyde temettü ödeme duyurusu yapan işletmelerde hisse senedi fiyatının normalden fazla değer kaybının yaşandığı ve bu değer kaybının pay başına düşük düzeyde temettü açıklayan işletmelerden daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Mistry (2012), temettü dağıtım politikasının etkilendiği değişkenler incelemiştir. Çalışmada toplam varlıklar, likidite, stok devir oranı, karlılık ve dağıtılmamış karları temettü politikasının belirleyicisi olarak incelemiş ve araştırma sonucunda toplam varlıklar ve karlılık düzeyinin yükselmesinin temettü ödeme düzeyini artırıcı bir etki doğurduğunu likidite, stok devir hızı ve dağıtılmamış karların ise temettü dağıtımını azaltıcı bir etki doğurduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Manos vd. (2012), grup üyeliğinin temettü ödeme kararı ve ödeme düzeyi kararı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. 2000 ve 2006 yılları arasında 8865 işletme ile ilgili verileri Prowes veri tabanından elde etmiş ve incelemişlerdir. İncelme sonucunda grup bağlantılı işletmelerde temettü ödeme düzeyinin bağımsız firmalara nazaran daha yüksek olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Uwuigbe vd. (2012) temettü dağıtım politikalarının işletme performansı ile ilişkisini incelemişlerdir. 2006 ve 2010 yılları arasında 50 işletmenin verilerini incelemişlerdir. İnceleme sonucunda daha büyük ve öz sermaye karlılığı daha yüksek işletmelerin daha fazla temettü dağıtmaya meyilli oldukları bulgusuna ulaşmışlardır.

Çelik (2013), temettü ödemelerinin sınırlandırılmasının bankacılık sektörü işletmeleri özelinde etkisini incelemiştir. Yatırımcı grubuna yapmış olduğu bir anket çalışması ile yatırımcı nezdinde algılanan psikolojiyi ölçmeyi amaçladığı araştırmasının sonucunda mevcut hisse senedi yatırımcılarının potansiyel hisse senedi yatırımcılarına kıyasla temettü ödeme kısıtlamalarına ilişkin daha hassas oldukları bulgusuna ulaşmıştır.

Thanatawee (2013), işletmelerde sahiplik yapısı ve temettü politikaları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 2002 ve 2010 yılları arasında 1927 gözlem üzerinde gerçekleştirdiği inceleme sonucunda yüksek sahiplik düzeyinin ve büyük hissedara sahip işletmelerde temettü dağıtım isteğinin daha yoğun olduğu ve temettü ödeme sıklığı ve temettü ödeme büyüklüğünün de benzer şekilde kurumsal sahiplik ile pozitif ilişkili olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Özetle Thanatawee çalışması ile işletmelerde büyük oranda hisse sahipliğinin beraberinde düzenli ve artan oranda temettü dağıtım alışkanlığını da beraberinde getirdiği bulgusuna ulaşmıştır.

Hunjra vd. (2014), temettü politikası, pay başına kazanç, öz sermaye karlılığı ve net karın hisse senedi fiyatları ile ilişkisini incelemişlerdir. 63 işletmenin 2006 ve 2011 yılları arasındaki verilerini incelemişler ve araştırma sonucunda temettü getirisindeki bir artışın hisse senedi piyasa fiyatını olumsuz etkilediği, buna karşılık temettü ödeme oranındaki bir artışın ise hisse senedi fiyatını artırdığı bulgusuna ulaşmışlardır. Ek olarak net kar ve pay başına kazanç değişkenleri ise hisse senedi fiyatı ve öz sermaye karlılığı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Zeren (2017), temettü dağıtım politikaları ile işletme hisse senedi piyasa fiyatı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 2001-2017 yılları arasında BİST 25 endeksi verilerini incelediği çalışmanın sonucunda temettü dağıtımı ve hisse senedi fiyatları arasında anlamlı bir ilişkinin varlığına rastlanılmadığı ve bu anlamda MM'in kar payı ilişkisizliği teorisinin geçerli olmadığı bulgusuna ulaşmıştır.

Al Najjar ve Kılıçarslan (2018) işletmelerin temettü politikalarının belirleyicilerini incelemişlerdir. 2003 ve 2012 yılları arasında 264 işletme işletmenin verilerini incelemişler ve araştırma sonucunda işletmenin yaşı, karlılık düzeyi, büyüme olanakları, borç düzeyi gibi değişkenlerin temettü

dağıtım politikası üzerinde etkili değişkenler olduğunu karlılık düzeyi yüksek daha yaşlı ve büyük işletmelerde temettü dağıtma isteğinin de yüksek olduğu buna karşılık borçluluk düzeyi yüksek ve büyüme olanaklarına sahip işletmelerde ise temettü dağıtma istek ve arzusunun düşük olduğu bulgularına ulaşmışlardır.

Baker ve Kılıçarslan (2019), temettü ödeme politikası ile ilgili olarak temettü ödemeye gönüllü olmayan işletme yöneticilerinin davranışlarının altında yatan psikolojiyi incelemişlerdir. Araştırma sonucunda BİST’ kote işletmeler nezdinde karlılığın düşüklüğü, büyüme olanaklarına odaklanılması ve finansman maliyeti gibi sıralanabilecek değişkenlerin işletme yöneticilerinin temettü kararlarını etkileyen başlıca unsurlar olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Sörensen ve Deboi (2020), temettü getirisi ve hisse senedi fiyatlarının volatilitesi arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 2010 ve 2019 yılları arasında 52 işletmenin verilerini incelemişler ve araştırma sonucunda temettü getirisi ve hisse senedi fiyatlarının volatilitesi arasında negatif bir ilişkinin bulunduğu bulgusunu elde etmişlerdir. Ek olarak kazançların değişkenliği ve hisse senedi fiyatlarının volatilitesi arasında pozitif bir ilişki söz konusudur. Özetle temettü getirisinin artması hisse senedi fiyatlarının oynaklığını azaltırken kazançlardaki oynaklık da hisse senedi fiyat değişkenliğini artırmaktadır. Ayrıca borçlanma işletme piyasa değeri ve işletme aktiflerinin artışı hisse senedi fiyat oynaklığını azaltıcı bir etki doğurmaktadır.

Lotto (2021), işletmelerin temettü dağıtım politikalarının hisse senedi fiyatları ile ilişkisini incelemişlerdir. 2009 ve 2019 yılları arasında 74 işletmenin verilerini incelemiş ve araştırma sonucunda temettü getirisi ve temettü ödeme oranının hisse senedi fiyatlarının oynaklığı üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu bulgusunu elde etmiştir. Bir başka ifade ile işletmelerde temettü getirisi ve temettü ödeme oranındaki bir artış hisse senedi fiyat oynaklığını azaltmaktadır. Volatilitedeki bu azalmanın işletme hisse senedi fiyat istikrarını da olumlu etkilemesi umulur.

Budhathoki ve Khadka (2024), temettü politikalarının belirleyicilerini incelemişlerdir. 2012 ve 2021 yılları arasında 61 işletme verisini incelemişler ve araştırma sonucunda temettü ödeme oranı ve hisse senedi fiyatı arasında negatif bir ilişkinin bulunduğu ve temettü getirisinin hisse fiyatı ile negatif ilişkili olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

5. Amaç, Yöntem ve Bulgular

Bu çalışmada düzenli temettü dağıtan işletmelerin piyasa değerlerinin belirleyicileri incelenerek hisse başı kar dağıtımları ile piyasa değerleri arasında anlamlı bir nedensellik ilişkisinin varlığının incelenmesi amaçlanmaktadır.

Bu amaçla son 2005 ve 2024 yılları arasında düzenli temettü ödemesi yapan işletmelerin verileri finnet veri tabanından elde edilmiştir. Çalışmada bağımlı değişken olarak işletmelerin piyasa değerlerinin logaritmaları, bağımsız değişken olarak ise hisse başı kar, aktif karlılık, aktif büyüme oranı, kaldıraç oranı ve cari oran değişkenleri kullanılmıştır.

Araştırmada işletmelerin piyasa değerlerinin belirleyicilerinin belirlenmesi amacı ile aşağıdaki ekonometrik model kurulmuştur:

$$(Pd)_{i,t} = \alpha + \beta_1 Hbk_{i,t} + \beta_2 Roa_{i,t} + \beta_3 Bo_{i,t} + \beta_4 Ko_{i,t} + \beta_5 Co_{i,t} + u_{i,t}$$

Aynı veri setinden yararlanılarak işletme piyasa değerleri ve hisse başı kar değişkenleri arasında nedensellik ilişkisinin araştırılması için Dumitrescu ve Hurlin (2012) tarafından geliştirilen aşağıdaki eşitlikten yararlanılmıştır:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \gamma_i^{(k)} Y_{it-k} + \sum_{k=1}^K \beta_i^{(k)} X_{it-k} + \epsilon_{it}$$

Değişkenlerde homojenlik, yatay kesit bağımlılığının ve birim kök varlığının sınanması hem panel OLS modeli hem de Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testleri öncesi sınanması gereken testlerdir. Bu kapsamda öncelikle tüm değişkenlerin homojenlik testleri Pesaran & Yamagato (2008) testi ile yatay kesit bağımlılıkları ise Pesaran (2015) CD test ile sınanmıştır. Test bulguları Tablo 1’de yer almaktadır.

Tablo 1. Değişkenlerin Homojenlik ve Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Değişkenler	Homojenlik Testi		Yatay Kesit Bağımlılığı
	Pesaran & Yamagato (2008)		Pesaran (2015)
	Delta	Delta adj	CD
Piyasa Değeri	29.137*	31.603*	107.6*
Hisse Başı Kar	24.427*	26.494*	81.12*
ROA	5.275*	5.722*	29.34*
Büyüme Olanakları	8.119*	8.807*	78.18*
Kaldıraç Oranı	16.273*	17.651*	24.77*
Cari Oran	13.267*	14.39*	6.56*

Not: İstatistiksel olarak anlamlılık %1 “”, %5” ***” ve %10 “****” olarak simgelenmiştir.*

Tablo 1’de yer alan sonuçlar incelendiğinde değişkenlerin heterojen yapıda ve yatay kesit bağımlı olduklarına ilişkin tüm test istatistik sonuçları %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Sonuçlara göre değişkenlere uygulanacak birim kök testi ikinci kuşak birim kök testleri arasından tercih edilmelidir. Çalışmada Harris ve Tvazalis birim kök testinin ikinci kuşak versiyonu uygulanmıştır. Test sonuçları Tablo 2’de yer almaktadır.

Tablo 2. Değişkenlerin Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler	Harris ve Tvazalis (2. Nesil)	
	İstatistik	P-Value
Piyasa Değeri	0.1665*	0.0000
Hisse Başı Kar	0.8174**	0.0341
ROA	0.3819*	0.0000
Büyüme Olanakları	-0.0664*	0.0000
Kaldıraç Oranı	0.6976*	0.0000
Cari Oran	-0.0317*	0.0000

Not: İstatistiksel olarak anlamlılık %1 “”, %5” **” ve %10 “****” olarak simgelenmiştir.*

Tablo 2’de yer alan birim kök test sonuçlarına bakıldığında tüm değişkenlerin düzeyde durağan oldukları bulgusuna ulaşılmıştır. Değişkenlerin testleri sonrasında kurulan panel OLS modeli F, LM v ve Hausman testleri ile sınanmalı ve uygun tahminci belirlenmelidir. Bu amaçla gerçekleştirilen F, LM ve Hausman test sonuçları Tablo 3’te yer almaktadır.

Tablo 3. F, LM ve Hausman Test Sonuçları

Model	F Testi	LM Testi	Hausman Testi
Piyasa Değeri	7.9*	450.99*	16.59*

Not: İstatistiksel olarak anlamlılık %1 “”, %5” **” ve %10 “****” olarak simgelenmiştir.*

Tablo 3’te yer alan sonuçlara bakıldığında hem F testi ile hem de LM testi ile klasik modelin dışlandığını ve Hausman testi ile de modelin çözümünde F testinin uygun olduğu anlaşılmaktadır. Bu aamada modelde heterokedastite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığının varlığı sınanmalıdır. Tablo 4’te Wald (W), Durbin Watson (DW), Baltagi Wu Li (BWL) ve Pesaran test istatistik sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4. Heterokedastite, Otokorelasyon ve Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Model	Heterokedastite	Otokorelasyon		Yatay Kesit Bağımlılığı
	W	DW	BWL	Pesaran
Piyasa Değeri	6149.77*	0.8411	1.4852	54.477*

Not: İstatistiksel olarak anlamlılık %1 “*”, %5” * ve %10 “****” olarak simgelenmiştir.**

Tablo 4’te yer alan sonuçlara bakıldığında modelde heterokedastite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığının varlığı bulunmaktadır. Bu aşamada veri seti bu etkilerden arındırılmalı ya da bu etkilerin varlığında tahmin gerçekleştirebilen dirençli bir tahminci kullanılmalıdır. Bu çalışmada bu üç etki varlığında tahmin sonucu verebilen Drisc/Kraay dirençli tahmincisi kullanılmıştır. Tablo 5’te elde edilen panel regresyon sonuçları yer almaktadır.

Tablo 5. Panel Regresyon Test Sonuçları

Değişkenler	Drisc/Kraay Test Bağımlı Değişken Piyasa Değeri	
	Stat	P-Value
Hisse Başı Kar	0.0234*	0.000
ROA	0.0791***	0.057
Büyüme Olanakları	0.0059***	0.05
Kaldıraç Oranı	0.0732***	0.084
Cari Oran	0.0019	0.477
F	0.6271*	0.000
R2	0.2031	

Not: İstatistiksel olarak anlamlılık %1 “*”, %5” * ve %10 “****” olarak simgelenmiştir.**

Tablo 5’te yer alan regresyon sonuçlarına bakıldığında modelin topluca anlamlılığını ölçen F testi %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Modelin açıklama gücü %20,31 olarak belirlenmiştir.

Hisse başı kar değişkeninin piyasa değeri değişkeni üzerindeki etkisi pozitif yönlü olup istatistiksel olarak %1 önem düzeyinde anlamlı bulunmuştur.

Aktif karlılık, büyüme olanakları ve kaldıraç oranı değişkenlerinin piyasa değeri değişkeni üzerindeki etkisi istatistiksel olarak %10 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Değişkenlerin piyasa değeri değişkeni üzerindeki etkisi pozitif yönlüdür.

Cari oran değişkeninin piyasa değeri değişkeni üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

Tablo 6’da hisse başı kar ve piyasa değeri değişkenlerinin aralarındaki panel nedensellik ilişkisinin test edildiği test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 6. Dumitrescu ve Hurlin Panel nedensellik Test Sonuçları

Değişkenden	Değişkene	W-Bar	Z-Bar
Hisse Başı Kar	Piyasa Değeri	6.5382*	6.0863*
Piyasa Değeri	Hisse Başı Kar	11.6258*	18.2861*

Not: İstatistiksel olarak anlamlılık %1 “”, %5” ***” ve %10 “****” olarak simgelenmiştir.*

Tablo 6’da yer alan sonuçlar incelendiğinde hisse başı kar değişkeninden piyasa değeri değişkenine doğru bir nedensellik ilişkisinin varlığına ilişkin test %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Piyasa değeri değişkeninden hisse başı kar değişkenine doğru bir nedensellik ilişkisinin varlığına ilişkin test de benzer şekilde %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

Sonuç

Bu çalışmada, 2005 ile 2024 dönemleri arasında düzenli temettü ödemesi yapan işletmelerin piyasa değerlerinin belirleyicileri incelenmiş; hisse başı kâr ile piyasa değeri arasındaki ilişkinin yönü ve nedensellik yapısı panel veri yöntemleri ile analiz edilmiştir. Elde edilen bulgular çerçevesinde temettü politikalarının firma değeri üzerindeki etkisine ilişkin teorilerin Türkiye’deki geçerliliği incelenmiştir.

Panel regresyon analizi sonuçlarına göre, hisse başına kâr ile piyasa değeri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuca göre, yatırımcıların firma değerlemesinde kârlılık ve kârın hissedar başına yansımaları önemli bir gösterge olarak değerlendirdikleri söylenebilir. Ayrıca aktif kârlılık, büyüme olanakları ve kaldıraç oranı ile piyasa değeri arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişki olduğu belirlenirken, cari oran ile piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu durum, likidite göstergelerinin firma değerlemesinde ikincil planda kaldığını, buna karşılık kârlılık ve büyüme beklentilerinin piyasa değeri açısından daha belirleyici olduğu değerlendirilebilir.

Dumitrescu ve Hurlin panel nedensellik testi sonuçlarına göre, hisse başı kâr ile piyasa değeri arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Buna göre, kârlılığın yalnızca piyasa değerini belirlemede yeterli olmadığını, aynı zamanda artan piyasa değerinin de işletmelerin kârlılık performansı üzerinde etkili olabileceğini göstermektedir. Söz konusu karşılıklı nedensel ilişki, finansal piyasalarda firma performansı ile piyasa algısı arasında dinamik bir ilişkinin olduğunu işaret etmektedir.

Elde edilen bulgular, temettü politikalarının firma değeri üzerinde etkili olduğunu savunan Eldeki Kuş Teorisi ve Sinyalizasyon Teorisi ile büyük ölçüde uyumludur. Özellikle hisse başı kârın piyasa değeri üzerindeki pozitif etkisi ve kârlılık göstergeleriyle piyasa değeri arasındaki anlamlı ilişkiler, yatırımcıların cari ve güvenilir nakit akışlarını gelecekteki belirsiz kazançlara kıyasla daha fazla önemsediklerini ortaya koymaktadır. Bu durum, Gordon ve Lintner tarafından ileri sürülen Eldeki Kuş Teorisi'nin görüşleriyle örtüşmektedir. Bunun yanı sıra, hisse başı kâr ile piyasa değeri arasındaki çift yönlü nedensellik ilişkisi, temettü ve kârlılık göstergelerinin piyasalara bilgi taşıdığı ve yatırımcılar tarafından birer sinyal olarak algılandığı yönündeki Sinyalizasyon Teorisi'ni destekler niteliktedir.

Çalışma sonucunda elde edilen bulgular, Pettit (1972), Benartzi vd. (1997), Michaely vd. (1995), Foong vd. (2007) ve Günalp vd. (2010) tarafından temettü ve kârlılık göstergelerinin piyasa değeri ve hisse senedi fiyatları üzerinde bilgi içeriğine sahip olduğunu ortaya koyan çalışmalarla uyumludur. Ayrıca, kârlılık ve büyüme olanaklarının piyasa değeri arasındaki pozitif ilişki ise Amidu (2007), Zhou ve Ruland (2006), Uwuigbe vd. (2012) ve Al-Najjar ve Kılıçarslan (2018) çalışmalarının sonuçları ile örtüşmektedir. Çift yönlü nedensellik sonucu ise Kılıç vd. (2016) ve Benartzi vd. (1997) gibi çalışmalarda vurgulanan temettü-kazanç-piyasa değeri etkileşimiyle paralellik göstermektedir.

Sonuç olarak, bu çalışma Türkiye'de düzenli temettü ödeyen işletmeler özelinde temettü politikalarının ve kârlılık göstergelerinin firma değeri üzerinde anlamlı ve çok boyutlu etkilere sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Elde edilen bulgular, temettü politikalarının firma değeri açısından önemsiz olduğunu savunan yaklaşımlardan ziyade, temettü ve kârlılık göstergelerinin yatırımcı algısı ve piyasa değeri üzerinde belirleyici rol oynadığını savunan teorik ve ampirik literatürü desteklemektedir. Bu çerçevede, işletme yöneticilerinin temettü kararlarını yalnızca iç finansman ihtiyaçları doğrultusunda değil, aynı zamanda piyasa beklentileri ve sinyal etkileri bağlamında da değerlendirmelerinin önemli olduğu söylenebilir.

Kaynakça

- Al-Najjar, B. ve Kilincarslan, E. (2018), "Revisiting firm-specific determinants of dividend policy: evidence from Turkey.", *Economic issues*, 23(1).
- Amidu, M. (2007). How does dividend policy affect performance of the firm on Ghana Stock Exchange? *Investment Management & Financial Innovations*, 4(2), 103.
- Apak, S. Ve Demirel, E. (2013). *Finansal Tablolar: Finansal Tablolar Analizi ve Yatırım Yönetimi*. İstanbul: Papatya Yayıncılık
- Baker, Kent ve Kilincarslan, Erhan (2019), "Why companies do not pay cash dividends: The Turkish experience.", *Global Finance Journal*, 42, 100419.
- Benartzi, S., Michaely, R., and Thaler, R. (1997). Do changes in dividends signal the future or the past? *The Journal of finance*, 52(3), 1007-1034.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (1995). *İşletme finansının temelleri*, çev. Bozkurt, Ü., Arıkan, T. ve Doğukanlı, H.(2007).(5. Basım), Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Budhathoki, P. B. and Khadka, K. (2024). The effects of dividend policy on the price of shares of microfinance companies in developing countries. *Socio Economic Challenges*, 8(1), 52-61.
- Charest, G. (1978). Dividend information, stock returns and market efficiency-II. *Journal of Financial Economics*, 6(2-3), 297-330.
- Chen, G., Firth, M., & Gao, N. (2002). The information content of concurrently announced earnings, cash dividends, and stock dividends: an investigation of the Chinese stock market. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 13(2), 101-124.
- Çelik, Sibel (2013), "Kar Payı Politikası ve Yaşam Döngüsü Teorisi: İMKB İmalat Sektöründe Ampirik Bir Uygulama.", *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 13(2)
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2006). The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of financial economics*, 79(2), 293-315.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Faedfar, S., Dagli, H., & Aktaş, Z. (2021). Kar payı dağıtım kararlarına yönelik teoriler ve Türkiye'de geçerliliği üzerine bir literatür araştırması. *Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 8(3), 126-144.
- Foong, S., Zakaria, N., and Tan, H. (2007). Firm performance and dividend-related factors: The case of Malaysia. *Labuan Bulletin of international business & finance*, 5, 97-111.
- Günel, B., E. Kadioğlu ve Kılıç, S (2010), "Information content of the cash dividend: an empirical study on Istanbul stock exchange.", *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 28(2), 47-69

- Hunjra, A. I., Ijaz, M., Chani, D. M. I. and Mustafa, U. (2014). Impact of dividend policy, earning per share, return on equity, and profit after tax on stock prices. *International Journal of Economics and Empirical Research*, 2(3), 109-115.
- Kılıç, Y., Buğan, M. F., & Özbezek, B. D. (2016). Asimetrik bilgi ve sinyal teorisi: Temettü ve kazanç ilişkisinde panel nedensellik yaklaşımı. *Sciences*, 15(4), 1132-1145.
- Lotto, J. (2021). Does earnings distribution policy influence corporate stock price instability? Empirical evidence from Tanzanian listed industrial firms. *Cogent Economics & Finance*, 9(1), 1953737.
- Manos, R., Murinde, V., and Green, C. J. (2012). Dividend policy and business groups: Evidence from Indian firms. *International Review of Economics & Finance*, 21(1), 42-56.
- Michael, R., Thaler, R. H., and Womack, K. L. (1995). Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction or drift? *The Journal of finance*, 50(2), 573-608.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Miller, M. H., and Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of finance*, 40(4), 1031-1051.
- Mistry, D. S. (2012). Factors Affecting Dividend Decision of Indian Cement Industry. *Management Insight*, 7(1).
- Nizar Al-Malkawi, H. A. (2007). Determinants of corporate dividend policy in Jordan: an application of the Tobit model. *Journal of Economic and administrative Sciences*, 23(2), 44-70.
- Nurhan, A., Mehmet, B., & Metin, C. (2010). *Finansal Yönetim. Detay Yayıncılık*.
- Olarinde, M. O., Abdullahi, H., & Yaro, G. I. (2020). Dividend Preference Theory and the Dividend Irrelevance paradigm in maximising shareholders wealth in Nigeria: A Theoretical Comparison.
- Pamukçu, A. B. (1999). *Finans yönetimi. İstanbul: Der Yayınları*.
- Pekkaya, M. (2006), "Kâr payı dağıtımının şirket değeri üzerine etkisi: İMKB 30 endeks hisselerine bir analiz", *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 2(4), 183-209.
- Pekkaya, M. (2006). Kar payı dağıtımının şirket değeri üzerine etkisi: İMKB 30 endeks hisselerine bir analiz. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 2(4), 183-209.
- Pettit, R. R. (1972). Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *The Journal of finance*, 27(5), 993-1007.

- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*, 5(3), 249-259.
- Said, S. (2024). Dividend policy and firm performance: A review of theories and empirical Literature. *Open Access Library Journal*, 11(10), 1-9.
- Saraf, P., & Kaur, M. R. (2014). The study of dividend policy: A review of irrelevance theory. *International Journal of Innovative Research and Practices*, 2(5).
- Sörensen, W. and Deboi, O. (2020). Stock price volatility and dividend yield: Evidence from Sweden (Dissertation). <https://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:hj:diva-51338>
- Thanatawee, Y. (2013). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Finance*, 5(1), 121-132.
- Uwuigbe, U., Jafaru, J., and Ajayi, A. (2012). Dividend policy and firm performance: A study of listed firms in Nigeria. *Accounting and Management Information Systems*, 11(3), 442.
- Walter, E. J. (1956), "Dividend Policies and Common Stock Prices", *The Journal of Finance*, 11 (1): 29 – 41. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1956.tb00684
- Wansley, J. W., ve Lane, W. R. (1987). A financial profile of the dividend initiating firm. *Journal of Business Finance & Accounting*, 14(3), 425-436.
- Watts, R. (1973). The information content of dividends. *the Journal of Business*, 46(2), 191-211.
- Zeren, F. (2017), "Kar payı bilmecesinin araştırılması: BİST Temettü-25 Endeksi üzerine bir uygulama.", *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(5), 172 183.
- Zhou, P., and Ruland, W. (2006). Dividend payout and future earnings growth. *Financial Analysts Journal*, 62(3), 58-69.

