

Citation: Ergün B., Kâr Payı Politikasının Belirleyicileri: Türk İmalat Firmalarında Bir Analiz, BMIJ, (2020), 8(2): 1803-1822 doi: <http://dx.doi.org/10.15295/bmij.v8i2.1488>

KÂR PAYI POLİTİKASININ BELİRLEYİCİLERİ: TÜRK İMALAT FİRMALARINDA BİR ANALİZ

Bahadır ERGÜN¹

Received Date (Başvuru Tarihi): 30/04/2020

Accepted Date (Kabul Tarihi): 31/05/2020

Published Date (Yayın Tarihi): 25/06/2020

ÖZ

Anahtar Kelimeler:

Kâr Payı

Kâr Payı Politikası

Türk İmalat Firmaları

JEL Kodları:

G35

Bu çalışmada firmaların kâr payı politikalarını etkileyen etmenlerin ortaya koyulması amaçlanmıştır. Bu bağlamda Borsa İstanbul'da işlem gören 168 firmanın 2005 ve 2017 yılları arasındaki verilerinden faydalanılmıştır. Bağımlı değişkenin karakteristiğine uygun olarak çalışmada rassal etki tobit modelinden faydalanılmıştır. Bağımlı değişken olarak firmaların kâr payı ödeme oranları kullanılırken bağımsız değişken olarak kaldıraç oranı, firma büyüklüğü, yaş, yatırım oranı, nakit akışı oranı ve satışlardaki artış oranları kullanılmıştır. Bunun yanında hem kurulan ilk modelin sağlamlığını test etmek hem de makroekonomik değişkenlerin kâr payı ödeme oranına etkisini ortaya koyabilmek için, ekonomik büyüme ve enflasyon oranının da yer aldığı ikinci bir model kurulmuştur. Analiz sonuçlarına göre kaldıraç ve yatırım oranındaki artışlar firmaların kâr payı ödeme oranlarını azaltırken, firma büyüklüğü yaş, nakit akış oranı yüksek firmaların daha fazla kâr payı dağıttıkları gözlenmiştir. Buna ek olarak satışlardaki artış oranı ile ifade edilen gelecek büyüme fırsatlarının kâr payı ödeme oranını pozitif ancak istatistiksel olarak anlamsız şekilde etkilediği tespit edilmiştir. Son olarak ekonomik büyümenin bağımlı değişkene etkisinin pozitif, enflasyonun ise negatif ancak istatistiksel olarak anlamsız etkileri gözlenmiştir.

Keywords: Dividend Dividend Payout Policy Turkish Manufacturing Firms

JEL Codes: G35

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Adana Alparslan Türkeş Bilim ve Teknoloji Üniversitesi İşletme Fakültesi, bergun@atu.edu.tr,
<https://orcid.org/0000-0002-0844-412X>

EXTENDED ABSTRACT

**DETERMINANTS OF PAYOUT POLICY: AN ANALYSIS ON TURKISH
MANUFACTURING FIRMS**

1. LITERATURE

1.1. RESEARCH SUBJECT

A dividend is the allocated amount of the company's earnings to the stockholders. On the one hand, it is expected to be strictly related to the financial resource management and performance of maximizing shareholder wealth by deciding to pay, not to pay, to pay different from the previous years. On the other hand, the dividend irrelevance theory of Miller and Modigliani (1961) suggests that the value of the firm is irrelevant to the payout ratio, but it is related to the earning power and risk of its assets. In a perfect world, the value of the firm is not affected by the dividend distribution decisions (Gitman and Zutter, 2011). In the real world, due to the differences in taxation, information asymmetry, agency problems, transaction costs, this irrelevance argument is challenged. So, the researchers have developed dividend theories to explain why and when firms distribute or do not distribute dividends (Baker, 2009; Baker, Kılıncarslan and Arsal, 2018). After the seminal paper of Lintner (1956) lots of models have been developed to describe why firms should pay dividends, why they should not, the irrelevance of distributing or not distributing, when should they distribute it, which signals can be sent to the current and potential shareholders. The payout policy decision is also called the payout puzzle, due to these theories which sometimes contradict or support each other. Baker, et. al. (2018) list the dividend theories which may be important in explaining dividend decisions in the Turkish market. These theories are bird-in-the-hand theory, signaling theory, agency cost theory, tax-preference theory, tax clientele effect, catering theory, residual dividend theory, maturity (firm life cycle) theory, substitute model of dividends. In addition to these theories, there is a huge literature that tries to determine the factors that affect payout policy. The studies in this literature generally use firm-level and sometimes macro-level independent variables to identify the payout policy of the firms (see. Amidu and Abor, 2006; Al-Malkawi, 2007; Ahmed and Javid, 2008; Afza and Mirza, 2010; Gupta and Banga, 2010; Singhania and Gupta, 2012; Patra, Poshakwale and Ow-Yong, 2012; Kaźmierska-Jóźwiak, 2015; Jabbouri, 2016; Chang, Chang and Dutta, 2020; Yıldız, Gökbulut and Korkmaz, 2014; Kuzucu, 2015; Ersoy and Çetenak, 2015; Al-Najjar and Kılıncarslan, 2016; Abdiođlu, 2016; Erdaş, 2017; Özvar and Ersoy, 2017; Karaçayır and Sağlam, 2017; Kılıncarslan, 2018; Al-Najjar and Kılıncarslan, 2018).

1.2. RESEARCH PURPOSE AND IMPORTANCE

The dividend payout policy is one of the most important decisions that financial managers have to make. This study aims to reveal the factors affecting the dividend policy of the Turkish listed firms that operate in the manufacturing industry.

1.3. CONTRIBUTION of the ARTICLE to the LITERATURE

Exploring the determinants of the payout policy of the firms listed on BIST with recent data and trying to depict the effect of some chosen macro-level variables are the main contribution of the study to the literature.

2. DESIGN AND METHOD

2.1. DATA COLLECTION METHOD

The data of 168 firms listed on Borsa Istanbul between 2005 and 2017 is used. The Finnet Database and Word Bank Database are used to obtain the firm-level and macro-level variables, respectively. The firm-level variables are deflated by utilizing 2005 producer price index. And, minimum-maximum

(out of firm age and macro-level variables) 1% values are clipped to avoid the effects of extreme values.

2.2. QUANTITATIVE/QUALITATIVE ANALYSIS

Random effect Tobit model is employed to determine the factors affecting the payout policy of the Turkish listed firms in the manufacturing industry, in accordance with the features of the dependent variable.

2.3. RESEARCH MODEL

The dependent variable of the research is the payout ratio. And, two models have been established. The first one only contains the firm-level independent variables. These are leverage, firm size, firm age, investment rate, cash flow rate, and growth of the sales. Additionally, the second model contains the growth of gross domestic product (GDP) and inflation rate.

3. FINDINGS AND DISCUSSION

The results show that an increase in leverage and investment rate reduces the dividend payout ratio, while an increase in size, age, and cash-flow ratio enhances it. Moreover, future growth opportunities (growth in sales) variable has a positive but insignificant effect on dividend payout ratio. Finally, a positive but insignificant effect of economic growth and negative but insignificant effect of inflation are observed.

4. CONCLUSION, RECOMMENDATION AND LIMITATIONS

In the payout literature, there are lots of studies that search the determiners of the factors and affect the payout decisions of the firm. On the one hand, although some studies reach similar findings, no consensus has been reached; on the other hand, no one should not expect one. The results vary according to the economic structure that the firms operate in, conjuncture, legal environment, tax regulations, etc. In this study, the positive effects of size, age, cash flow, and negative effects of leverage and investment are observed to the payout policy of the listed Turkish firms that operate in the manufacturing industry.

1. GİRİŞ

Klasik olarak finansal yöneticinin karar vermesi gereken konular finansman, yatırım ve kâr payı kararları şeklinde sıralanmaktadır. Kâr payı politikası söz konusu kararlar arasında olmasından dolayı gerek finans bilimi için gerekse iş dünyasından karar vericiler için önemli bir yere sahiptir. Bunun yanında elde edilen karların hissedarlara kâr payı olarak dağıtılmayıp oto finansman kaynağı olarak kullanılabilmesi, kâr payı kararlarını doğrudan finansman kararlarıyla ve dolaylı olarak da yatırım kararlarıyla ilişkili hale getirmektedir.

Kâr payı firmanın belirli bir dönemdeki faaliyetleri sonucu elde ettiği kardan, hissedarlarına dağıttığı tutardır. Borçla finansmanda kreditoörlere zorunlu olarak gerçekleştirilen faiz ödemelerinin aksine, özkaynak sağlayan hissedarlara kâr payı dağıtımını zorunluluğu bulunmamaktadır. Diğer taraftan kâr payı dağıtımını, dağıtılmaması ya da önceki dönemlerden farklı bir şekilde dağıtılması, firmanın kaynak yönetimi ve hissedar refahını maksimize edebilme performansı üzerinde farklı şekillerde etkili olabilmektedir.

Miller ve Modigliani'nin (1961) ileri sürdükleri kâr payı ilintisizliği yaklaşımı özet olarak firma değeri, gelirin dağıtılıp dağıtılmaması ile ilgili değil, sahip olunan varlıkların kazanç yaratma kapasitesi ve riskleri ile ilgilidir. Diğer bir ifade ile tam rekabet koşullarında (belirsizliğin, verginin, işlem maliyetlerinin ve diğer piyasa noksanlıklarının olmadığı koşullarda) firma değeri kâr payı dağıtımını politikasından etkilenmemektedir (Gitman ve Zutter, 2011).

Miller ve Modigliani'nin (1961) tam rekabet piyasası varsayımlarına karşın gerçekte vergi oranı farklılıkları, bilgi asimetrisi, vekâlet sorunu ve işlem maliyetleri gibi faktörler söz konusu ilintisizlik söylemini sarsmaktadır. Bununla ilişkili olarak finans bilim insanları firmaların neden kâr payı ödemesi yaptıklarını ya da neden yapmadıklarını açıklamak için teoriler geliştirmişlerdir (Baker, 2009; Baker, Kılınçarslan ve Arsal, 2018).

Kâr payı politikası ile ilgili olarak birçok teori geliştirilmiştir. Ancak bunlardan bazıları literatürde daha fazla ilgi görmüşken bazıları ise bu konuda diğerleri kadar başarılı olamamıştır. Baker ve diğ. (2018) gelişmekte olan bir ülke olarak, Türkiye'nin

sermaye piyasasındaki kâr payı kararlarını tanımlamada etkili olabilecek 10 teoriyi aşağıdaki şekilde açıklamışlardır:

- *Eldeki kuş teorisi (Bird-in-the-hand theory)*: kâr payı ile ilgili ortaya atılan ilk açıklamalardan biridir. Yatırımcıların elde edilen kazançların yeni yatırımlara yönlendirilerek kesin olmayan gelecek kazançlar yerine, daha fazla kar payı olarak dağıtılmasını tercih edeceklerini ileri sürer.
- *İşaret teorisi (Signaling theory)*: Bu yaklaşımda firma yöneticileri firmanın gerçek değeri hakkında dışarıdaki hissedarlara ve yatırımcılara oranla daha bilgilidirler. İçeridekilerle dışarıdakiler arasındaki bilgi asimetrisi nedeniyle yöneticiler kâr paylarını bir sinyal aracı olarak kullanır. Kâr payı dağıtarak dışarıdakilere firmanın gelecek vadettiği sinyali vermeye çalışırlar.
- *Temsil maliyetleri teorisi (Agency cost theory)*: Sahiplik ve yönetimin birbirinden ayrılmasıyla ortaya çıkan temsil maliyetleri sorunu, yönetimdekilerle sahiplerin önceliklerinin farklı olabilmesinden kaynaklanmaktadır. Bu doğrultuda, yöneticilerin kontrolünde kalacak serbest nakit akışlarını azalttığı için firmaların kâr payı dağıtmaları, temsil maliyetleri sorunlarını azaltmaya katkı sağlayacaktır.
- *Vergi tercihleri teorisi (Tax-preference theory)*: Bu teoriye göre sermaye kazançları konusunda lehte vergi işlemleri söz konusu olduğu durumda, kâr payı kazançları toplam vergi yükünü arttıracığı için yatırımcılar kâr payı dağıtılmamasını ya da düşük oranda dağıtılmasını tercih ederler.
- *Vergi müşteri etkisi (Tax clientele effect)*: Bu yaklaşımda yatırımcılar kendi vergi kategorisi durumlarına göre yüksek ya da düşük nakit kâr payı tercihinde bulunabilmektedir.
- *İşlem maliyetleri teorisi (Transaction cost theory)*: daha düşük maliyetli ve daha ulaşılabilir olan içsel fonların, alıkonularak yatırım projelerinde kullanılması yerine kâr payı olarak dağıtılması, firmaların kâr payı dağıtım sonrasında yatırım gereksinimlerini karşılamak için daha maliyetli dışsal fonlara yönelmesine neden olabilmektedir.

- *Catering teorisi (Catering theory)*: Bu teoriye göre yatırımcıların kâr payı tercihleri zaman içinde değişiklik gösterir. Dolayısı ile yöneticiler yatırımcıların kâr payı almayı tercih edecekleri dönemde kâr payı dağıtımını karar vererek, bunu tercih etmeyecekleri dönemlerde de kâr payı dağıtımını yapmayarak firmanın hisse senetlerinin değerinin arttırmanın peşinde koşarlar.
- *Artık kâr payı teorisi (Residual dividend theory)*: Firmalar içsel fonlarını yatırım projeleri için kullanmalıdır. Yatırım projelerinin finansmanı sağlandıktan sonra geriye fon kalmadığı sürece kâr payı dağıtılmamalıdır.
- *Olgunluk (Maturity) (firma yaşam döngüsü) teorisi*: Yükselen kâr payları firmanın yaşam döngüsünde ilerlediğinin bir göstergesi olabilmektedir. Diğer bir ifade ile bu değişim firmanın yatırım fırsatlarının ve büyüme oranlarının düştüğü ve daha yüksek serbest nakit akışları oluşturabildiği anlamına gelmektedir.
- *Kâr payı ikame modeli (Substitute model of dividends)*: Bu yaklaşıma göre kâr payı dağıtımını hissedar haklarını koruma konusunda güçsüz ülkelerde bu yasal koruma yerine kullanılabilir. Bu yolla özellikle azınlık hisselerine sahip yatırımcıların korunması mümkün olabilmekte ve söz konusu firmalar itibar kazanabilmektedirler.

Finans literatüründeki en tartışmalı konulardan biri olan kâr payı politikası kapsamındaki bu çalışmada temel olarak firmaların kâr payı dağıtımını kararlarına etki eden faktörlerin araştırılması amaçlanmıştır. Çalışmanın ilerleyen kısımlarında öncelikle kâr payı dağıtımını etkileyen faktörleri araştıran çalışmalara yer verilecek ardından kullanılan materyal ve metot hakkında bilgi verilecek, araştırma bulguları verilip son olarak da çalışmanın sonuçları paylaşılacaktır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Konu ile ilgili yapılan ilk çalışma olan Lintner'in (1956) çalışmasından bu yana firmaların ne için kâr payı dağıtması gerektiği, ne için dağıtmaması gerektiği, dağıtıp dağıtmamasının bir fark yaratmayacağı, ne zaman dağıtırsa daha iyi olacağı, kâr payı kararlarının dışarıdaki mevcut ya da potansiyel yatırımcılara ne gibi sinyaller

vereceği üzerine birçok model geliştirilmiştir. Söz konusu bu modellerin zaman zaman birbirini desteklemesi ve bazı durumlarda da birbirinin tersini savunması, kâr payı kararlarının finans bilimi içerisindeki en tartışmalı konulardan biri olmasının temel nedeni olarak gösterilebilir.

Bunun yanında firmaların kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörler üzerine yapılmış bazı çalışmalar da mevcuttur. Söz konusu araştırmalar daha çok firmalara özgü bazı finansal ve yapısal, nadiren de daha makro değişkenler yardımıyla firmaların kâr payı kararlarını açıklamaya çalışmaktadır. Bununla paralel olarak, bu başlık altında öncelikle dünyanın çeşitli ülke ve bölgelerinde yapılmış olan araştırma örneklerine yer verilmiştir. Son olarak ise Türkiye firmalarını konu alan çalışmaları içeren literatür paylaşılmıştır.

Amidu ve Abor (2006) Gana Borsası'nda işlem gören 22 firmanın 1998-2003 döneminde kâr payı kararlarını etkileyen faktörleri EKK yardımıyla araştırdıkları çalışmalarında, firmaların kâr payı ödeme oranlarının karlılıktan, nakit akışlarından ve vergilerden pozitif olarak, piyasa değeri/defter değeri oranından ise negatif etkilendiğini ileri sürmüşlerdir. Bunların yanında firmalardaki kurumsal sahiplik oranının ve firma büyümesinin bağımlı değişken üzerinde negatif ancak istatistiksel olarak anlamsız etkileri tespit edilmiştir. Al-Malkawi (2007) çalışmasında Ürdün'deki firmaların kâr payı politikasını etkileyen faktörleri tobit modeli yardımıyla araştırmıştır. Amman Borsası'nda işlem gören firmaların 1989 ve 2000 yılları arasındaki verileri kullanılarak yapılan araştırma sonuçlarına göre firmanın içindeki (insider) hissedarların sahip oldukları oran anlamlı bir şekilde dağıtılan kâr payı miktarını etkilemektedir. Bunun yanında firma büyüklüğü, yaş ve karlılık da aynı şekilde kâr payı miktarını etkileyen faktörlerdir. Ahmed ve Javid (2008) Karaçi Borsası'nda işlem gören 320 finansal olmayan firmanın 2001 ve 2006 yılları arasındaki verilerini kullanarak dinamik panel veri modellerinden genelleştirilmiş momentler metodu (GMM) yardımıyla kâr payı getirisini (hisse başı kâr payı/hisse senedi fiyatı) etkileyen faktörleri araştırmışlardır. Örneklemelerini kâr payı dağıtmış olan firmalar ve tüm veri seti şeklinde ayırmışlardır. Buna göre kâr payı dağıtmış olan firmaların kâr payı getirilerini önceki yılın kâr payı getirisi, karlılık, toplam hissenin %5'inden fazlasına sahip hissedar sayısı, piyasa değeri/defter değeri oranı,

likidite ve kaldıraç pozitif yönde etkilerken yatırımlar ve büyüklük ise negatif yönde etkilemektedir. Tüm örneklem kullanıldığında ise bağımlı değişkeni likidite ve satışlardaki artış negatif etkilerken, kaldıraç ise negatif ve anlamsız etkilemektedir. Afza ve Mirza (2010) Pakistan Karaçi Borsası'nda işlem gören 100 firmanın 2005-2007 dönemi için kâr payı politikasını en küçük kareler (EKK) yöntemi yardımıyla araştırmıştır. Bağımlı değişken olarak firmaların kâr payı ödeme oranları ve kâr payı yoğunlukları seçilmiştir. Analiz sonucunda söz konusu değişkenlere yönetim kurulundakilerin toplam hisse oranı negatif, bireysel yatırımcıların hisse senedi oranının negatif, faaliyet nakit akışının toplam varlıklara oranının pozitif, nakit dengesindeki değişimin toplam varlıklara oranının pozitif, firma büyüklüğünün negatif, kaldıraçın negatif ve son olarak da karlılığın pozitif etki ettiğinin gözlemlenmiştir. Gupta ve Banga (2010) 2001-2007 yıllarını kapsayan çalışmada Hindistan'da faaliyet gösteren 150 firmanın kâr payı oranlarını etkileyen değişkenleri faktör analizi ve çoklu regresyon yöntemiyle araştırmışlardır. Buna göre kâr payı oranlarını kaldıraç negatif, likidite pozitif, karlılık negatif ancak anlamsız, sahiplik yapısı ile büyüme ise pozitif ancak anlamsız şekilde etkilemektedir. Singhanian ve Gupta (2012) Hindistan'da borsada işlem gören firmaların, 1999-2010 yılları arasındaki verilerini kullanarak ve tobit regresyon modeli yardımıyla, kâr payı dağıtımlarını firma büyüklüğü, büyümesi ve yatırım fırsatları faktörlerinin etkilediğini ileri sürmüşlerdir. Diğer taraftan sermaye yapısı, karlılık ve deneyim gibi faktörlerin anlamlı bir etkisi bulunamamıştır. Patra, Poshakwale ve Ow-Yong (2012) finans sektöründen olmayan 63 Yunan firmasının 1993 ve 2007 yılları arasındaki verilerini kullanarak GMM yöntemi ile yaptıkları çalışmada, büyüklük, karlılık ve likidite faktörlerinin kâr payı dağıtımını olasılığını arttırdığını bulmuşlardır. Diğer taraftan kaldıraç, yatırım fırsatları ve iş riski ise tam tersi etki yapmaktadır. Kazmierska-Józwiak (2015) Polonya Varşova Borsası'nda işlem gören firmaları kapsayan çalışmada 2000-2012 yıllarına ait verileri kullanarak kâr payı ödeme oranına etki eden faktörleri panel veri yöntemiyle araştırmıştır. Araştırma sonuçlarına göre kaldıraç ve özsermaye karlılığı bağımlı değişkeni negatif etkilerken likidite negatif ancak anlamsız ve son olarak da firma büyüklüğü pozitif ancak anlamsız şekilde etkilemiştir. Jabbouri (2016) 2004 ve 2013 yılları arasında Orta Doğu

ve Kuzey Afrika ülkelerinde, panel veri analizi ile yaptıkları araştırmada kâr payı politikasının büyüklük, mevcut karlılık ve likidite ile pozitif; kaldıraç, firma büyümesi, serbest nakit akışları ve genel ekonomik durum ile negatif ilişkili olduğunu ileri sürmüşlerdir. Chang, Chang ve Dutta (2020) 35 farklı ülkedeki firmalara ait 1987 ve 2017 yılları arasındaki 149.568 gözlem yardımıyla firma karakteristikleri ve ülke kültürünün kâr payı kararlarında ne şekilde etkili olduğunu araştırmıştır. Kültür değişkenleri olarak Hofstede'in ileri sürdüğü belirsizlikten kaçınma ve bireysellik endekslerinden faydalanılmıştır. Tobit regresyon modelinin kullanıldığı araştırmada bağımlı değişken olarak kâr payı ödemelerinin toplam varlıklara oranı kullanılmıştır. Satışlardaki büyüme, varlık getirisi, kaldıraç gibi değişkenlerin kâr payı kararları üzerinde etkili olduğunun da gözlemlendiği çalışmada belirsizlikten kaçınma endeksinin yüksek olduğu ülkelerde söz konusu firma değişkenleri kâr payı kararlarını daha az etkilemiştir. Bunun yanında bireysellik endeksinin yüksek olduğu ülkelerde ise kâr payı ödemeleri bu firma düzeyi değişkenlerden daha fazla etkilenmiştir.

Yıldız, Gökbulut ve Korkmaz (2014) Borsa İstanbul'da işlem gören 118 sanayi işletmesinin 2003 ve 2010 yılları arasındaki verileri yardımıyla kâr payı politikasını etkileyen faktörleri panel veri analizi yardımıyla araştırmışlardır. Vergi, karlılık, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü ve likiditenin kâr payı politikaları üzerinde pozitif bir etkisi olduğu ancak kaldıraç oranının etkisinin ise negatif olduğu bulunmuştur. Kuzucu (2015) Borsa İstanbul'da işlem gören finans sektörü dışındaki 142 firmanın 2006-2013 yılları arasındaki verilerini kullanarak panel veri analizi yardımıyla kâr payı ödeme oranına etki eden faktörleri ortaya koymayı amaçlamışlardır. Sonuç olarak finansal kaldıraç, büyüklük, büyüme oranı, firma yaşı, karlılık ve fiyat kazanç oranının etkileri istatistiksel olarak anlamlıdır. Kaldıraç, büyüme oranı ve karlılığın etkisi negatif iken, büyüklük ve firma yaşının etkisi pozitifdir. Bunun yanında ailenin kontrol sahibi olduğu şirketlerde kâr payı oranı düşmektedir. Ersoy ve Çetenak (2015) Borsa İstanbul'a (BIST) kote 116 sanayi firmasının 2004-2009 dönemi verileri ile rassal etkili tobit ve sistem GMM yardımıyla sahiplik yoğunlaşmasının kâr payı dağıtım kararlarına etkisini araştırmışlardır. Araştırma sonuçlarına göre sahiplik yoğunlaşmasının kâr payı oranlarını pozitif

yönde etkilediği ve karlılık oranı, borçlanma düzeyi, yatırım harcamaları ve Piyasa Değeri/Defter Değeri gibi faktörlerin kâr payı dağıtım kararlarında önemli bir etkiye sahip olduğunu ileri sürmüşlerdir. Al-Najjar ve Kılınçarslan (2016) sahiplik yapısının borsada işlem göre Türk firmalarının kâr payı politikalarını ne şekilde etkilediğini araştırdıkları çalışmalarında logit ve tobit modellerden faydalanmışlardır. 264 BIST firmasının 2003-2012 yılları arasındaki verileriyle yapılan analiz sonucunda yabancı ve kamu sahipliğinin daha az kâr payı dağıtımını ile ilişkili olduğu ve diğer sahiplik değişkenlerinin (aile, finansal kurumlar ve azınlıktaki hissedarlar) kâr payı politikalarını açıklamada negatif etkili ancak istatistiksel olarak anlamsız olduğu gözlenmiştir. Abdioğlu (2016) çalışmasında BIST-100 endeksinde işlem göre firmaların 2005-2013 yılları arasındaki verilerini kullanarak firmaların kâr payı dağıtım oranlarını etkileyen etkenleri araştırmıştır. Rassal etkili tobit modelinin kullanıldığı çalışmada nakit akışları yüksek, büyük ve büyüme fırsatları olan firmaların daha fazla kâr payı ödeme oranlarına sahip oldukları, yönetici sahipliğinin tüm firmalar göz önünde bulundurulduğunda bir etkisinin bulunmadığı, ancak sadece kâr payı dağıtan firmalar ele alındığında söz konusu etkinin negatif olduğu ileri sürülmüştür. Erdaş (2017) Borsa İstanbul-30 endeksinde işlem gören 12 farklı sektörde faaliyet gösteren ve düzenli olarak kâr payı dağıtımını yapan firmaların 2010-2015 yılları arasındaki verilerini kullanarak panel veri analizi yöntemiyle kâr payı dağıtım oranlarına etki eden faktörleri araştırmıştır. Kâr payı dağıtım oranına işletme büyüklüğü, nakit oranı, hisse başına kazanç ve hisse senedi piyasa değeri değişkenlerinin pozitif etkileri saptanırken; finansal kaldıraç oranı ve işletme yaşının karesi değişkenlerinin etkisi ise negatif olarak bulunmuştur. Özvar ve Ersoy (2017) rassal etkili panel tobit yöntemini kullanarak BİST'te işlem göre 142 imalat sanayi şirketinin 2009 ve 2014 yılları arasındaki verileri yardımıyla, sahiplik yapısındaki farklılıkların kâr payı dağıtım kararlarını ne şekilde etkilediğini araştırmışlardır. Sonuçlara göre sahiplik yoğunlaşmasının kâr payı dağıtımını pozitif, yabancı sahipliğin varlığı kâr payı dağıtım oranını pozitif ve halka açıklık oranının negatif etkilediği görülmüştür. Diğer taraftan aile sahipliğinin istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi saptanamamıştır. Bunların yanında karlılık bağımlı değişkeni pozitif, kaldıraç ise negatif etkilemiştir. Karaçayır ve Sağlam (2017) BIST Temettü Endeksinde yer

alan firmaların 2012-2016 dönemleri arasındaki verilerini ve panel veri analizini kullanarak nakit kâr dağıtımını etkileyen faktörleri ortaya koymayı amaçlamışlardır. Analiz sonuçlarına aktif karlılık, nakit oranı nakit temettü oranını pozitif; finansal kaldıraç derecesi ise negatif yönde etkilediği ortaya koyulmuştur. Kılınçarslan (2018) BİST’te işlem gören finansal firmaların kâr payı politikalarını etkileyen faktörleri araştırmayı amaçladığı çalışmasında 2009-2016 yıllarına ait verilerden ve panel veri analizinden faydalanmıştır. Yapılan analiz çıktılarına göre kârlılık, borç, büyüme, firma büyüklüğü, likidite ve maddi duran varlıkların oranının kâr payı politikası üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Al-Najjar ve Kılınçarslan (2018) 264 BİST firmasının 2003-2012 yılları arasındaki verilerini kullanarak yaptıkları araştırmalarında logit ve tobit modellerinden yararlanmışlardır. Analiz sonuçlarına göre daha karlı, olgun ve büyük firmaların kâr dağıtımlarının daha olası olduğu ve daha yüksek oranda kâr dağıttıkları, daha fazla büyüme oranına sahip ve daha fazla kaldıraç kullanan firmalarda durumun tersi olduğu ileri sürülmüştür.

Bu çalışmada ise borsada işlem gören Türk imalat sanayi firmalarının kâr payı kararlarının belirleyicilerinin daha güncel verilerle araştırılması ve literatürdeki çalışmalardan farklı olarak seçilmiş bazı makro değişkenlerin söz konusu kararlara etkisinin olup olmadığının araştırılması amaçlanmıştır.

3. MATERYAL VE METOT

Bu çalışmada, hisse senetleri BİST’te işlem gören ve imalat sektöründe faaliyet gösteren 168 firmanın 2005-2017 dönemindeki yıllık verilerinden faydalanılmıştır. Başlangıç yılı olarak 2005 yılının seçilmesindeki asıl neden bu yıldan itibaren Türkiye’de enflasyon muhasebesi sisteminin kullanılmaya başlamasıdır. Çalışmada firmaların kâr payı politikalarını belirleyen faktörlerin ortaya koyulması ve bazı makro ekonomik değişkenlerin firmaların kâr payı dağıtım kararlarına etkisinin ne olduğunun belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu bağlamda kâr payı ödeme oranının bağımlı değişken olduğu modelde firma düzeyi kaldıraç, firma büyüklüğü, yaş, yatırım oranı, nakit akışı oranı ve satışlardaki artış (gelecek büyüme fırsatları) gibi verilerden faydalanılmıştır. Bunun yanında kurulan modele, sağlamlık testleri kapsamında, ekonomik büyüme ve enflasyon gibi makro değişkenler de eklenmiştir.

Firma düzeyi veriler Finnet veri tabanından elde edilirken, makroekonomik değişkenler ise Dünya Bankası'ndan elde edilmiştir. Bu çalışma kapsamında etik kurul izin belgesi gerekmemektedir. Kullanılan değişkenlere ait detaylı bilgiye Tablo 1'den ulaşılabilir.

Tablo 1. Değişkenlere Ait Açıklamalar

Değişken	Açıklama
$KPÖ_{i,t}$	Kâr payı ödeme oranı. Hisse başı temettü ödemesinin hisse başı kâra oranı
$Kald_{i,t}$	Kaldıraç. Toplam borçların toplam varlıklara oranı
$FB_{i,t}$	Firma Büyüklüğü. Toplam varlıkların logaritması
$Yaş_{i,t}$	Firma Yaşı
$Yat_{i,t}/MDV_{i,t-1}$	Yatırım oranı. Brüt yatırım tutarının (Maddi duran varlıklardaki değişim+Amortisman) bir dönem önceki sermaye stokuna (MDV) oranı
$NA_{i,t}/MDV_{i,t-1}$	Nakit akışı oranı. Net kâr ve amortismanlar toplamının dönem başı sermaye stokuna oranı
$SatB_{i,t}$	Gelecek Büyüme Fırsatları. Satışlardaki artış oranı
$GSYİHb_t$	Ekonomik Büyüme. Gayri Safi Yurtiçi Hasıladaki değişim
Enf_t	Enflasyon

Firma düzeyi değişkenler 2005 yılı ÜFE yardımıyla enflasyon etkilerinden arındırılmıştır. Bunun yanında sapan değerleri elimine edebilmek için firma yaşı ve makroekonomik değişkenler dışındaki değişkenlerde maksimum ve minimum %1'lik değerler kırılmıştır. Kullanılan veri seti dengesiz panel veri seti özelliğindedir.

Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem Sayısı
$KPÖ_{i,t}$	0.142451	0.433507	-0.61597	4.05	1843
$Kald_{i,t}$	0.501167	0.344635	0.061295	4.111111	1846
$FB_{i,t}$	18.65363	1.55895	15.09928	22.82557	1846
$Yaş_{i,t}$	40.71853	14.8142	1	107	1883
$Yat_{i,t}/MDV_{i,t-1}$	0.163811	0.355081	-0.43372	2.96631	1804
$NA_{i,t}/MDV_{i,t-1}$	0.400072	0.498289	-0.69414	3.593567	1807
$SatB_{i,t}$	0.028525	0.20157	-0.77701	0.719357	1805
$GSYİHb_t$	5.25151	4.125932	-4.704466	11.1135	12
Enf_t	7.960969	1.786412	5.401803	12.03734	12

Tablo 2, araştırma kapsamında kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikleri göstermektedir. Buna göre bağımlı değişken olan kâr payı dağıtım oranının ortalama değeri %14.25 iken bu değerler kaldıraçta %50.12, yatırım oranında %16.38, nakit akışı oranında %40 ve satışlardaki büyümede %2.85'tir. Söz konusu zaman aralığında firma büyüklüğünün ortalaması 18.65363 ve ortalama yaş 40.72 olarak gözlenmiştir.

Tablo 3. Bağımsız Değişkenlerin Korelasyon Matrisi

	$KPÖ_{i,t}$	$Kald_{i,t}$	$FB_{i,t}$	$Yaş_{i,t}$	$Yat_{i,t}/MDV_{i,t-1}$	$NA_{i,t}/MDV_{i,t-1}$	$SatB_{i,t}$	$GSYİHb_t$	Enf_t
$KPÖ_{i,t}$	1								
$Kald_{i,t}$	-0.0807	1							
$FB_{i,t}$	0.1252	-0.0543	1						
$Yaş_{i,t}$	0.0999	-0.0791	0.2964	1					
$Yat_{i,t}/MDV_{i,t-1}$	-0.0609	0.0405	-0.0101	-0.0742	1				
$NA_{i,t}/MDV_{i,t-1}$	0.0613	0.0405	0.0165	-0.0061	0.2136	1			
$SatB_{i,t}$	0.001	0.0542	0.055	-0.0273	0.0786	0.1806	1		
$GSYİHb_t$	-0.0683	0.0105	-0.0225	0.101	0.0827	0.0678	0.0628	1	
Enf_t	-0.033	0.0339	0.0285	0.0229	-0.0209	0.0308	0.0663	0.171	1

Araştırmada kullanılan bağımsız değişkenlere ait korelasyon verileri Tablo 3'te verilmiştir. Değişkenler arasında yüksek korelasyon gözlenmemiştir.

İmalat sanayisinde faaliyet gösteren firmaların kâr payı kararlarını etkileyen faktörlerin araştırılması için rassal etkili tobit modelinden faydalanılmıştır. Araştırmanın bağımlı değişkeni olan kâr payı ödeme oranının negatif değerler alamayacak olması, kâr payı dağıtılması durumunda pozitif değerler alacağı ve dağıtılmaması durumunda da sıfır değerini alacağı için tobit regresyon tekniğinin daha doğru bir teknik olacağı düşünülmüştür (bkz. Al-Najjar ve Kılınçarslan, 2018, s. 17). Diğer bir ifade ile kâr payı ödeme oranı temel olarak sıfır ve pozitif olmak üzere iki tür değer alacaktır. Bu durumda, en küçük kareler yöntemi doğru bir yöntem olmayacaktır (Al-Malkawi, 2007, s. 54).

Bu doğrultuda kurulan modeller aşağıdaki gibidir.

Model 1

$$KPÖ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Kald_{i,t} + \beta_2 FB_{i,t} + \beta_3 Yaş_{i,t} + \beta_4 \frac{Yat_{i,t}}{MDV_{i,t-1}} + \beta_5 \frac{NA_{i,t}}{MDV_{i,t-1}} + \beta_6 SatB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$KPÖ_{i,t} = \begin{cases} 0 & \text{eğer } KPÖ_{i,t} = 0 \\ KPÖ_{i,t} & \text{eğer } KPÖ_{i,t} > 0 \end{cases}$$

Model 2

$$KPÖ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Kald_{i,t} + \beta_2 FB_{i,t} + \beta_3 Yaş_{i,t} + \beta_4 \frac{Yat_{i,t}}{MDV_{i,t-1}} + \beta_5 \frac{NA_{i,t}}{MDV_{i,t-1}} + \beta_6 SatB_{i,t} + \beta_7 GSYİH_t + \beta_7 Enf_t + \varepsilon_{i,t}$$

$$KPÖ_{i,t} = \begin{cases} 0 & \text{eğer } KPÖ_{i,t} = 0 \\ KPÖ_{i,t} & \text{eğer } KPÖ_{i,t} > 0 \end{cases}$$

4. BULGULAR

Türk imalat firmaların kâr payı kararlarını etkileyen faktörlerin ortaya koyulmasının amaçlandığı bu çalışmaya ait bulgular bu bölümde sunulmuştur. Bu doğrultuda bağımlı değişkenin firmaların kâr payı dağıtım oranı olduğu, bunun yanında kaldıraç oranı, firma büyüklüğü, firma yaşı, yatırım oranı, nakit akışı oranı

ve satışlardaki büyüme oranı gibi firma düzeyi değişkenlerin bağımsız değişken olduğu ana (birinci) modele ait çıktılar Tablo 4'te görülebilmektedir.

Tablo 4. Birinci Model Sonuçları

	(1) $KPÖ_{i,t}$
$Kald_{i,t}$	-0.229* (-2.29)
$FB_{i,t}$	0.152*** (5.78)
$Yaş_{i,t}$	0.00744** (2.67)
$Yat_{i,t}/MDV_{i,t-1}$	-0.221** (-2.70)
$NA_{i,t}/MDV_{i,t-1}$	0.130* (2.13)
$SatB_{i,t}$	0.157 (1.25)
β_0	-3.456*** (-7.05)
<i>N</i>	1649
<i>Wald Ki Kare</i>	66.52
<i>Wald Test, p değ</i>	0.00
<i>Sol sensörlü gözlem sayısı</i>	951

t istatistikleri parantez içinde gösterilmiştir. * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Birinci modele göre firmaların elde ettikleri karın ne kadarını dağıtacaklarına kaldıraç oranları ve yatırım oranları negatif etki ederken firmanın büyüklüğü, yaşı ve nakit akışları pozitif etki etmektedir. Bunların yanında firmanın gelecek büyüme fırsatlarını temsil eden satışlardaki büyüme oranının kâr dağıtım kararları üzerine pozitif ancak istatistiksel olarak anlamsız bir etkisi bulunmaktadır. Diğer bir ifade ile firmalar yeni borç kullandıkları ve yeni yatırımlar yaptıkları dönemlerde karlarının daha azını kâr payı olarak hissedarlarına dağıtma eğilimine sahip olmaktadır. Bu durumun kaldıraç oranının arttığı, dolayısı ile de finansal riskliliğin arttığı durumlarda firmaların karlarını elde tutmak istemelerinden ve alıkonulan karları yeni yatırımlarda bir kaynak olarak kullanma isteklerinden kaynaklanabileceği ileri sürülebilir. Bunun yanında daha fazla içsel nakit akışı yaratabilen firmalar ile büyük

ve yaşlı firmaların daha büyük oranda kâr payı dağıtım kararı vermeleri de beklenmeyen bir durum değildir.

Tablo 5. İkinci Model Sonuçları

	(2) $KPÖ_{i,t}$
$Kald_{i,t}$	-0.219* (-2.19)
$FB_{i,t}$	0.153*** (5.83)
$Yaş_{i,t}$	0.00748** (2.68)
$Yat_{i,t}/MDV_{i,t-1}$	-0.223** (-2.74)
$NA_{i,t}/MDV_{i,t-1}$	0.131* (2.14)
$SatB_{i,t}$	0.154 (1.19)
$GSYİH_t$	0.00370 (0.65)
Enf_t	-0.0209 (-1.78)
β_0	-3.345*** (-6.73)
N	1649
$Wald\ Ki\ Kare$	69.66
$Wald\ Test,\ p\ değ$	0.00
$Sol\ sensörlü\ gözlem\ sayısı$	951

t istatistikleri parantez içinde gösterilmiştir.* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Birinci modelde seçilen firma düzeyi değişkenlerin kâr payı dağıtım politikasını ne şekilde etkilediğine dair bazı bulgular verilmiştir. Bunun yanında hem bazı makroekonomik değişkenlerin modele eklenmesi sonucu tespit edilen ilişkilerin değişiklik gösterip göstermeyeceğinin hem de söz konusu makro değişkenlerin firmaların kâr payı dağıtım üzerinde ne şekilde etki sahibi olduklarının gözlenebilmesi için, sağlamlık testleri kapsamında, ikinci model tahmin edilmiştir. Model çıktılarına Tablo 5'ten ulaşılabilmektedir. İkinci modele eklenen makro değişkenler GSYİH'deki değişim ile ifade edilen ekonomik büyüme ve enflasyon

oranıdır. Modele göre firma düzeyi değişkenlerin firmaların kâr payı politikaları üzerindeki etkilerinde aynı yönlü bulgulara ulaşılmıştır. Diğer bir ifade ile ikinci model ana modeli teyit etmiştir. Bunun yanında modele eklenen ekonomik büyüme değişkeninin kâr payı politikası üzerinde pozitif, enflasyonun ise negatif bir etkisini olduğu ancak bu etkilerin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı da gözlenmiştir.

5. SONUÇ

Kâr payı kararları firmanın finansman, yatırım ve faaliyet döngüsü içerisinde elde edilen karlarının hissedarlara dağıtılıp dağıtılmayacağı ile, dağıtılacaksa da ne kadarının dağıtılıp ne kadarının işletme içerisinde tutulacağı ile ilişkili kararlardır. Literatürde firmaların kâr payı kararlarını inceleyen, bu konuda çeşitli teoriler öneren ve kâr payı politikasını etkileyen faktörleri ortaya koymaya çalışan araştırmalar bulunmakla birlikte bu konuda bir fikir birliğinden bahsetmek neredeyse imkânsızdır. Kâr payı bilmecesi (dividend puzzle) ifadesi de bu durumla ilişkilidir. Diğer taraftan bu konuda bir fikir birliğinin bulunması da gerekmemektedir. Kâr payı politikalarını etkileyen etmenleri araştıran çalışmaların sonuçları örnekteki firmaların içinde buldukları ekonomik yapı, konjonktür, yasal ortam, vergi düzenlemeleri, sektör gibi birçok duruma göre çeşitlilik gösterecektir.

Bu çalışmada Türk imalat sanayi firmalarının kâr payı dağıtım oranlarını etkileyen faktörlerin analiz edilmesi amaçlanmıştır. Bu doğrultuda Borsa İstanbul'da işlem gören 168 firmanın 2005-2017 dönemindeki yıllık verilerinden faydalanılmıştır. Bağımlı değişken olarak seçilen ve firmaların elde ettikleri karın ne kadarını dağıttıklarını gösteren kâr payı ödeme oranının seri özellikleri göz önünde bulundurularak bu çalışmada rassal etkili tobit model kullanılmıştır. Tahmin edilen model çıktılarına göre söz konusu firmaların borçlandıkça ve yeni reel yatırımlar yaptıkça elde ettikleri karın daha azını dağıtma eğilimine girdikleri gözlenmiştir. Bunların yanında daha büyük firmalar, daha yaşlı firmalar ve daha fazla net kâr ve amortisman toplamına sahip firmaların da elde ettikleri karın daha fazlasını dağıttıkları tespit edilmiştir. Diğer taraftan satışlardaki artış ile ölçülen gelecek

büyüme fırsatlarındaki artışın bağımlı değişken üzerindeki etkisinin pozitif ancak istatistiksel olarak anlamsız olduğu bulunmuştur.

Gerek kurulan ana modelin sağlamlığının test edilmesi, gerekse de makro ekonomik değişkenlerin firmaların kâr payı dağıtım oranları üzerindeki etkilerinin gözlenmesi amacıyla, ekonomik büyüme ve enflasyon değişkenlerinin eklendiği ikinci bir model daha tahmin edilmiştir. İkinci model çıktıları ana modeli teyit etmekle birlikte ekonomik büyümenin bağımlı değişken üzerindeki etkisinin pozitif, enflasyonu ise negatif olduğu görülmüştür. Diğer taraftan bu makroekonomik değişkenlerin etkileri istatistiksel olarak anlamsızdır.

Kâr payı kararlarının finansal kararlar içindeki önemli yeri göz önünde bulundurulduğunda bu kararı etkileyen faktörleri ortaya koymanın önemi daha da iyi anlaşılmaktadır. Bu çalışmanın çıktılarının firmalar ve bu alanda çalışmalar yapacak araştırmacılar için faydalı olacağı öngörülmektedir.

KAYNAKÇA

- Abdioğlu, N. (2016). On the Determinants of Corporate Dividend Policy: A Tobit Model Approach. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 14(1), 332-345. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.11611/JMER847>
- Afza, T., & Mirza, H. H. (2010). Ownership structure and cash flows as determinants of corporate dividend policy in Pakistan. *International Business Research*, 3(3), 210-221. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2019549
- Ahmed, H., & Javid, A. Y. (2008). Dynamics and determinants of dividend policy in Pakistan (evidence from Karachi stock exchange non-financial listed firms). In *Munich Personal RePEc Archive*.
- Al-Malkawi, H.-A. N. (2007). Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 23(2), 44-70. <https://doi.org/10.1179/str.2007.54.4.006>
- Al-Najjar, B., & Kilınçarslan, E. (2016). The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey. *Corporate Governance (Bingley)*, 16(1), 135-161. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2015-0129>
- Al-najjar, B., & Kılınçarslan, E. (2018). Revisiting Firm-Specific Determinants of Dividend Policy: Evidence from Turkey. *Economic Issues*, 23(1), 1-45.
- Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *Journal of Risk Finance*, 7(2), 136-145. <https://doi.org/10.1108/15265940610648580>
- Baker, H. K. (2009). *Dividends and Dividend Policy*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Baker, H. K., Kılınçarslan, E., & Arsal, A. H. (2018). Dividend policy in Turkey: Survey evidence from Borsa İstanbul firms. *Global Finance Journal*, 35(April 2017), 43-57. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.04.002>
- Chang, M., Chang, B., & Dutta, S. (2020). National Culture, Firm Characteristics, and Dividend Policy. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(1), 149-163. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1627518>
- Erdaş, L. (2017). Kâr payı dağıtım politikasını etkileyen işletmelere özgü faktörlerin belirlenmesi: Borsa İstanbul-30 endeksi üzerine bir uygulama. *Journal of Life Economics*, 4(2), 49-76. Retrieved from <https://dergipark.org.tr/tr/pub/jlecon/issue/29663/318653>
- Ersoy, E., & Çetenak, E. H. (2015). Sahiplik Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul da Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakis (Ege Academic Review)*, 15(4), 509-509. <https://doi.org/10.21121/eab.2015416651>
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2011). *Principles of Managerial Finance* (13th ed.). Pearson.
- Gupta, A., & Banga, C. (2010). The Determinants of Corporate Dividend Policy. *Decision*, 37(2).
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283-298. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.01.018>
- Karaçayır, E., & Sağlam, M. (2017). Firmaların Kâr Dağıtımını Etkileyen Faktörler: Borsa İstanbul'da Ampirik Bir Uygulama. *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 5(57), 445-454. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Kaźmierska-Jóźwiak, B. (2015). Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies. *Procedia Economics and Finance*, 23(October 2014), 473-477. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)00490-6](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)00490-6)
- Kılınçarslan, E. (2018). The factors determining dividend policy of financial firms listed on the Borsa İstanbul. *Boğaziçi Journal Review of Social, Economic and Administrative Studies*, 32(1), 75-109.

<https://doi.org/10.21773/boun.32.1.5>

- Kuzucu, N. (2015). Determinants of Dividend Policy: A Panel Data Analysis for Turkish Listed Firms. *International Journal of Business and Management*, 10(11), 149. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v10n11p149>
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113. <https://doi.org/10.1126/science.151.3712.867-a>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411. <https://doi.org/10.1086/294442>
- Özvar, K., & Ersoy, E. (2017). Sahiplik Yapısının Kâr Dağıtım Kararlarına Etkisi: Panel Tobit Yöntemiyle Bir Analiz. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, (1986), 61-79. <https://doi.org/10.14784/marufacd.346196>
- Patra, T., Poshakwale, S., & Ow-Yong, K. (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece. *Applied Financial Economics*, 22(13), 1079-1087. <https://doi.org/10.1080/09603107.2011.639734>
- Singhania, M., & Gupta, A. (2012). Determinants of Corporate Dividend Policy: A Tobit Model Approach. *Vision: The Journal of Business Perspective*, 16(3), 153-162. <https://doi.org/10.1177/0972262912460152>
- Yıldız, B., Gökbulut, R. İ., & Korkmaz, T. (2014). Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: BİST Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(1), 185-206.