DOI: 10.20491/isarder.2017.259

ISSN: 1309 - 0712
İşletme Araştırmaları Dergisi

Journal Of
Business Research
Turk
www.isarder.org

Temettü Politikası, Temettü Dağıtım Oranı ve Finansal Performans Arasındaki İlişkinin İncelenmesi

The Investigaton of Relationship Between Dividend Policy, Payout Ratio and Financial Performance

Hüseyin TEMİZ
Bozok Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
Yozgat, Türkiye
huseyintemiz1@hotmail.com

Tansel HACIHASANOĞLU
Bozok Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
Yozgat, Türkiye
tanselh@gmail.com

Özet

Firmalar elde ettikleri kârı hissedarlarına dağıtmaya veya gelecek dönem yatırımlarında kullanmak için firmada tutmaya karar vermektedir. Söz edilen durum, temettü politikası olarak ifade edilmektedir. Bu çalışmanın amacı BIST İmalat Sektöründe faaliyet gösteren firmaların temettü politikaları ve finansal performansı arasındaki ilişkinin ampirik olarak incelenmesidir. Çalışmada sektör firmalarına ait 2005-2015 dönemini kapsayan 1350 firma-yıl gözlemi kullanılmıştır. Firmalara ait finansal performans göstergesi olarak varlıkların kârlılığı (ROA) ve özsermayenin kârlılığı (ROE) değişkenleri kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre firmaların temettü politikaları, temettü dağıtım oranları ve finansal performansları arasında pozitif yönlü istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. Buna ek olarak firmaların finansal performans göstergeleri ile toplam varlıklar ve satışlarda meydana gelen değişimleri arasında pozitif, borçluluk oranları ile ise negatif yönde istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Temettü Politikası, Temettü Dağıtım Oranı, Finansal Performans

Abstract

Firms decide to distribute earnings to their shareholders or to retain them to use for future investments. This situation is called as dividend policy. The purpose of this study is to empirically investigate relationship between dividend policy and financial performance of firms which are traded in BIST Manufacturing Sector. 1350 firm-year observations covering the period 2005-2015 belonging to sector firms were used in the study. Return on asset (ROA) and return on equity (ROE) variables were used as a proxy of firm's financial performance. According to obtained results there is positive and statistically significant relationship between firm's dividend policy, payout ratio and financial performance. In addition, positive and statistically significant relationships were obtained between changes in sales, total assets and firm's financial

performance indicators. Last, there is negative statistically relationship between firm's leverage ratio and financial performance.

***Keywords**: Dividend Policy, Payout Ratio, Financial Performance*

GİRİŞ

Firmalar mali yılsonunda dönem faaliyetlerinin bir sunumu olarak finansal tablolarını yayınlamaktadır. Söz edilen tablolar yoluyla firma hakkındaki finansal bilgiler tablo kullanıcılarına iletilmektedir. Firmalar muhasebe sistemi tarafından üretilen bilgileri finansal tablolar yoluyla firma hakkında bilgiye ihtiyaç duyan taraflara sunarak iletişim kurmaktadır. Bu noktadan bakıldığında finansal tabloların firma ve finansal tablo kullanıcıları arasında muhasebe bilgilerini kullanan bir iletişim aracı olduğu ifade edilebilir. Kullanıcılar tarafından finansal tablolar aracılığıyla elde edilen bilgiler de karar sürecinde kullanılmaktadır. Yayınlanan finansal tablolarda yer alan bilgiler içerisinde yer alan pek çok önemli bilginin yanında firmanın dönem faaliyetlerinin özet sunumu olarak raporlanan kâr tutarı dikkat çekmektedir. Söz edilen tutarın finansal tablo kullanıcılarına özet olarak sunulması bakımından karar süreçleri üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Bu konuda Sloan (1996) yatırımcıların kâr tutarına odaklarını ve kâr bileşenlerini aynı ölçüde dikkate almadıklarını ifade etmektedir. Firmaların temel amacının hissedar değerini en yükseğe taşımak olduğu ve raporlanan kâr tutarının yatırımcılar üzerindeki etkileri düşünüldüğünde raporlanan kâr tutarının ve kârlılık oranlarının önemi ortaya çıkmaktadır.

Raporlanan kâr tutarı ve kârlılık oranlarının öneminin yanında raporlanan kârın nasıl kullanılacağı konusunda yönetimin firma ve hissedarların çıkarlarına hizmet edecek şekilde karar vermesi gerekmektedir. Temettü kararları, elde edilen kârın hangi oranda hissedarlara dağıtılacağına veya firmada tutulacağına karar verilmesi bakımından önem taşımaktadır (Ross, 2007). Aynı zamanda temettü politikası hissedarlara firma performansı hakkında bilgi sunmaktadır. Firma yatırımları gelecek dönem temettüleri hakkında bilgi sunarken temettü politikası özsermaye maliyetini de etkilemektedir (Foong, Zakaria, & Tan, 2007). Diğer taraftan firmanın faaliyetine devam etmesi yapacağı yatırımlarla yakından ilişkilidir. Bu noktada ise firmanın temettü olarak dağıtmadığı kâr tutarları iç finans olarak yapılacak yatırımlarda kullanılmaktadır (Bajaj & Vijh, 1990).

Söz edilen etki ve önemi dikkate alındığında temettü politikası ve firma kârlılığı arasındaki ilişkinin incelenmesi konunun anlaşılması açısından önem taşımaktadır. Temettü politikası konusu üzerinde literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde genel anlamda bir fikir birliği bulunmadığı söylenebilir. Dolayısıyla temettü politikası konusu güncelliğini devam ettiren ve araştırmacılar tarafından değişik yönleriyle incelenmeye devam eden bir konudur. Bu doğrultuda çalışmanın amacı BIST İmalat Sektöründe faaliyet gösteren firmaların temettü politikaları (dividend policy) ve temettü dağıtım oranları (payout ratio) ile finansal performans göstergeleri (ROA,ROE) arasındaki olası ilişkilerin incelenmesidir. Söz edilen amaç doğrultusunda, temettü teorileri ve ilgili literatür incelemesi yapıldıktan sonra çalışmada kullanılan veri ve yöntem açıklanmıştır. Daha sonra elde edilen bulgu ve sonuçlar raporlanmıştır.

1. TEMETTÜ TEORİLERİ

Temettü konusu tarihinin 16. yy Hollanda ve İngiltere'ye kadar uzandığı ifade edilmektedir. Dönemde gemicilik faaliyeti yapan kaptanlara her seyahat için ortak olan kişiler seyahat sonrasında kârdan düşen paylarıyla birlikte yatırdıkları parayı da geri almaktadır (Frankfurter & Wood Jr, 1997). Bu tarihten sonra temettü konusunda yaşanan gelişmelerin firmaların kurumsal yapılarında meydana gelen gelişmelerle yakından ilişkili olduğu görülmektedir. Firma yöneticileri ilk dönemlerde sabit ve sürekliliği olan temettü ödemelerinin hissedar beklentilerini karşıladığını düşünmelerine karşılık, 20. yy'dan günümüze temettü politikasının hisse senedi fiyatı üzerindeki etkileri, yatırımcıya bilgi aktarması gibi konular tartışılmaktadır (Al-Malkawi, Rafferty, & Pillai, 2010).

Temettü teorileri üç farklı başlık altında ifade edilebilir. Bunlardan birincisi yüksek temettü ödemelerinin hisse senedi fiyatını arttıracağını varsayan teori (eldeki kuş teorisi), temettü politikalarının hisse senedi fiyatları üzerinde etkisinin olmadığını savunan teori (ilişkisizlik teorisi) ve düşük temettü ödemelerinin hisse senedi fiyatlarını arttıracağını varsayan teoridir (vergi tercihi teorisi). Söz edilen teorilerin yanında temettü konusunda literatürde farklı yaklaşımlar da yer almaktadır. Bu bölümde temettü teorilerinden kısaca söz edilmektedir.

1.1 Eldeki Kuş Teorisi

Eldeki kuş teorisinde temettü politikasının ve firma değeri üzerinde etkisi olduğu savunulmaktadır (Gordon, 1959). Söz edilen teoride belirsizliğin ve eksik bilginin olduğu bir ortamda temettü ödemelerin firmaya ayrılan kârdan veya sermaye kazancından daha değerli olduğu ifade edilmektedir. Yatırımcılar bugün elde edecekleri temettü gelirini gelecekte elde etme olasılıkları olan ve gerçekleşmesi belirli koşullar gerektiren sermaye kazancına tercih edecektir. Temettü ödemelerin artması gelecek nakit akışlarıyla ilgili var olan belirsizlikleri azaltacağı için yüksek tutarlarda yapılan temettü ödemelerinin hisse senedi fiyatını yükselteceği ifade edilmektedir (Amidu, 2007).

1.2 Temettü İlgisizlik Teorisi

Eldeki kuş teorisine eleştiri getirilen ilgisizlik teorisinde Miller ve Modigliani (1961) (M&M) mükemmel sermaye piyasasında belirli varsayımlar altında temettü ödemelerinin firma değeri üzerinde etkisinin olmayacağını savunmaktadır. Mükemmel sermaye piyasalarında temettü politikaların ne hisse senedi fiyatlarına ne de sermaye maliyetine etki yapacağını ve dolayısıyla temettü geliri ve sermaye kazancı konusunda yatırımcı açısından bir fark olmadığı belirtilmektedir. Söz edilen her iki durum arasında yatırımcı açısından farklılık olmamasının nedeni, hissedar değerini kârın nasıl dağıtıldığı değil, yalnızca firmanın yapmış olduğu yatırımlardan elde edilen gelirlerin belirleyecek olmasıdır. M&M'e göre firmanın değeri kâr yaratabilme gücü ve yatırımlarından etkilenmektedir. Dolayısıyla temettü politikasının firma değeri üzerinde bir etkisi yoktur. M&M teorisinde aracılık maliyetlerinin, vergilerin ve işlem maliyetlerinin olmadığının yanında asimetrik bilginin olmadığını, yatırım ve finans kararlarının temettü politikasından bağımsız olduğunu varsaymaktadır.

1.3 Vergi Tercihi Teorisi

M&M teorisinde temettü ve sermaye kazancı arasında vergi açısından farklılık olmadığı varsayılmaktadır. Ancak vergilerin temettü politikalarına ve firma değerine etkileri söz konusudur. Genel olarak yatırımcılar vergiden sonra elde ettikleri getiri ile ilgilendikleri için verginin temettü geliri ve sermaye kazancı arasında bir farklılığa neden olduğu ifade edilebilir. Vergi tercihi teorisine göre düşük temettü ödemeleri firma değeri üzerinde pozitif etki yapmaktadır. Söz edilen durum da temettü gelirlerinin sermaye kazançlarından daha yüksek oranda vergilendirileceği varsayıma dayanmaktadır (Litzenberger & Ramaswamy, 1979). Sermaye kazancının temettü ödemesine göre sahip olduğu vergi avantajından dolayı yatırımcılar açısından elde edilen kârın firmada bırakılması daha uygun hale gelmekte ve yatırımcıların daha düşük temettü dağıtım oranına sahip firmalara yatırım yapmak isteyecekleri ifade edilmektedir (Copeland, Weston, & Shastri, 1983).

1.4 Sinyal Teorisi

Sinyal teorisine göre firmalar temettü politikalarını piyasaya olumlu sinyaller vermek için kullanabilirler. Teoriye göre yatırımcılar firmaların temettü politikalarındaki süreğenlik ve değişimleri dikkate alarak firmanın gelecek dönem gelirleri hakkında fikir sahibi olmaktadır. Firma yöneticilerinin öncelikle firmayla ilgili özel bilgilere sahip olması ve bu bilgileri piyasaya iletme niyetinde olması gerekmektedir (Allen & Michaely, 2003). Diğer taraftan piyasaya iletilecek işaretin doğru olması, firma hakkında iletilen bilgini gerçeği yansıtması gerekmektedir. Eğer firmanın gelecek dönemle ilgili olumlu beklentileri yoksa bu durumda piyasaya temettü ödemelerini devam ettirerek veya arttırarak yanlış yönlendirmeler yapmaması gerekir. Söz edilen gereksinimlerin karşılanması halinde piyasanın da firma temettü politikalarına göre hareket edecekleri, temettü politikaları yoluyla firma yönetimi ve piyasa arasında iletişim kurulacağı ifade edilmektedir (Connelly, Certo, Ireland, & Reutzel, 2011).

1.5 Vekalet Teorisi

M&M teorisinde yer alan mükemmel piyasa varsayımlarından biri de yönetici ve paydaşlar arasında çıkar çatışmasının olmamasıdır. Ancak gerçek hayatta sahiplik ve yönetimin birbirinden farklı olduğu durumlarda bu varsayım bazı soru işaretleri barındırmaktadır. Söz edilen durumlarda yönetici çıkarları her zaman hissedar çıkarlarıyla uyuşmaz ve yönetici hissedarlar açısından tercih edilemeyecek, maliyetli faaliyetlerde bulunabilir. Yönetici ve hissedarlar arasında çıkar uyuşmazlığının sonucunda ortaya vekalet maliyeti adı verilen, çıkar çatışmasından kaynaklanan maliyet ortaya çıkar. Bu noktada temettü ödemelerinin yöneticinin kullanabileceği fon tutarını azaltarak çıkar çatışmasını dengeleyeceği ifade edilmektedir (Al-Malkawi vd. , 2010).

Vekalet teorisi kapsamında, fazla nakit akışı bulunan firmaların yöneticilerinin söz edilen nakti kullanma konusunda esnekliğe sahip olmaktadır. Yönetici inisiyatifinde olan fonun kullanımında da yönetici-hissedar çatışması yaşanmaktadır. Aynı zamanda elde edecekleri ek getiriler çoğunlukla kontrollerinde olan firmaların büyüklüğüne bağlı olan yöneticiler, firmaları optimal büyüklüğünden daha fazla büyütmek niyetinde olabilir. Söz edilen durum da yüksek tutarda nakit fazlası olan firmaların optimal olmayan yatırım yapma sorunuyla karşılaşma olasılıklarını yükseltmektedir. Fazla

olarak nitelendirilen nakit tutarının yönetimin kontrolünden çıkarılması, ifade edilen problemlere karşı izlenebilecek bir yoldur. Bu durumda firmalar temettü dağıtma yoluna giderek fazla nakitlerini hissedarlarına dağıtabilir. Sonuç olarak, yüksek tutarda temettü ödemesi yönetim ve hissedar arasındaki vekalet problemini dengeleyici etki yapmaktadır (Jensen, 1986).

2. LİTERATÜR TARAMASI

Temettü politikası literatürde oldukça tartışmalı bir konumda bulunan, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından incelemesi devam eden bir konudur. Yapılan çalışmalarda genel olarak, firmaların temettü politikalarını neye göre belirledikleri, belirledikleri politikaların firma değeri üzerindeki etkileri, politikalar sonucunda hisse senedi getirilerinde meydana gelen değişmeler, temettü politikası ve finansal performans arasındaki ilişkiler incelenmektedir. Temettü teorileri uzun yıllardır incelenen bir konu olmasına karşılık, firmaların temettü politikaları hakkında, üzerinde fikir birliğine varılmış evrensel bir açıklama yoktur (Agyei & Marfo-Yiadom, 2011). Temettü politikaları ile ilgili yapılan çalışmalar teorik olarak iki ana başlık altında ifade edilebilir. Bunlardan ilki firma temettü politikalarının firma değeri üzerinde etkisinin olmadığı savunan ilgisizlik teorisidir. Diğeri ise temettü politikaların firma değeri üzerinde etkisi olduğunu savunan teorilerden oluşmaktadır.

Ball, Brown, Finn, ve Officer (1979) M&M ilgisizlik teorisinin ampirik olarak incelenmesi için gerekli test ortamını oluşturmanın güçlüğünden söz etmiştir. Mükemmel piyasalarda vergi ve işlem maliyetlerinin olmaması varsayımlarının söz edilen güçlüklere neden olduğu ifade edilmiştir. M&M teorisinde yer alan varsayımların bir kısmının esnetilmesi yoluyla teoriler test edilmiştir. Black ve Scholes (1974) çalışmasında M&M teorisine ampirik olarak kanıt sunan sonuçlara ulaşılmıştır. Firmaların uzun dönemli temettü getirisinin hisse senedi fiyatlarına olan etkisinin incelendiği çalışmada, yüksek veya düşük temettü getirisinin hisse senedi fiyatları üzerinde anlamlı bir fark yaratmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Zhou ve Ruland (2006) yüksek tutarda temettü ödeyen firmaların gelecek dönemlerde zayıf büyüme göstermesi beklentisi hipotezini test etmiştir. Elde edilen sonuçlar test edilen hipotezin tersine, yüksek tutarda temettü ödemesi yapan firmaların gelecek dönemlerde güçlü büyüme gösterdiklerini desteklemektedir. Nissim ve Ziv (2001) çalışmasında 1963-1998 yılları arasındaki temettü değişimlerinin incelenmiş, temettü artışlarının ardından firmaların gelecek dönem kârlılıklarında artış yaşandığı ve temettü düşüşlerinin ardından da kârlılık oranlarında düşüş meydana geldiği sonucuna ulaşılmıştır.

Watts (1973) çalışmasında temettü değişimlerinin gelecek dönem finansal performansıyla aynı yönde değişip değişmediği incelenmiştir. Her firma için ayrı ayrı yapılan analiz sonuçlarında 310 firmanın yalnızca en 10 tanesinde pozitif ve anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Bu durum yazar tarafından temettü bilgi taşıyorsa bile bu bilginin çok az olduğu şeklinde yorumlanmıştır. Grullon, Michaely, Benartzi, ve Thaler (2005) çalışmasında da benzer bir sonuç elde edilmiştir. Temettü dağıtımın firmanın gelecek dönemlerdeki finansal performansı hakkında çok küçük bilgiler taşıdığı (34 yılın yalnızca 4'ünde) ve bu bilgilerin güvenilir olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Temettü politikası ve firmanın gelecek dönem finansal performansı arasındaki ilişkinin incelendiği ve ilişkinin olmadığı veya çok düşük düzeyde olduğu sonucuna ulaşan farklı çalışmalar da literatürde mevcuttur (Gonedes, 1978; Penman, 1983).

Miller ve Rock (1985) çalışmasında asimetrik bilginin olduğu piyasalarda temettü ödemelerinin firmanın cari dönem gelirleriyle ilgili bilgi taşıdığını ifade etmektedir. Pettit (1972) çalışmasında temettü ödemelerinde dikkate değer bir artışın ardından hisse senedi fiyatlarında da dikkate değer bir yükseliş olduğunu, tam tersi bir duyurunun ardından ise hisse senedi fiyatlarında düşüş gerçekleştiği ifade edilmiştir. Charest (1978) çalışmasında temettü artışı yapılmadan önceki aylarda hisse senetlerinde ortalama %4 anormal getiri gerçekleşirken temettü düşüşü yaşandığı dönemde ise bu sonucun negatif yönde %12 düzeyinde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Benzer bir sonuca ulaşan Benartzi, Michaely, ve Thaler (1997) çalışmasında temettü artışından bir dönem öncesinde hisse senetlerinin ortalama %8,6 getiriye sahip oldukları ve temettü düşüşünden bir önceki dönemde hisse senetlerinde ortalama %28 düzeyinde değer kaybı yaşandığı sonucuna ulaşılmıştır. Michaely, Thaler, ve Womack (1995) çalışmasında temettü ödemelerindeki düşüş veya ödemenin durdurulmasının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin, temettü ödemesindeki artış veya temettü başlangıcının etkisinden büyük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Easterbrook (1984) ilave ödenen temettülerin firma yöneticisinin kullanabileceği fon tutarını azaltarak vekalet sorununu dengeleyeceğini ifade etmektedir. Aynı zamanda ilave ödenen temettü firma yöneticisini fon temin etmek amacıyla sermaye piyasalarına yönlendirecek ve sermaye piyasalarında fon sağlayan yatırım uzmanları (bankalar, kreditörler) sağladıkları fon karşılığında yöneticinin davranışlarını izlemeye alacaklardır. Bu sayede hissedarlar da yöneticinin faaliyetlerini daha düşük maliyetlerle izleme olanağı elde etmiş olmaktadır. Easterbrook (1984) aynı zamanda ilave ödenen temettünün, yöneticiyi firmanın kaldıraç oranını yükseltmek ve riskini arttırmak gibi istenmeyen davranışlara da sevk edebileceğini ifade etmiştir.

Rozeff (1982) çalışmasında optimal temettü dağıtım oranının, toplam işlem ve vekalet maliyetlerini minimize etmesini temel alan bakış açısıyla bir model kurgulanmıştır. 1974-1980 yıllarını kapsayan çalışma sonucunda vekalet teorisini destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır. Dempsey ve Laber (1992) çalışmasında, Rozeff modeli 1981-1987 yılları arasında kurgulanarak Rozeff (1982) çalışmasını destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır.

Holder, Langrehr, ve Hexter (1998) çalışmasında iç sahiplik ve temettü dağıtım oranı arasında negatif yönlü istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Çalışma sonuçlarında ayrıca hissedar sayısının temettü dağıtım oranına pozitif yönde etki yaptığı da ifade edilmiştir. Saxena (1999) çalışmasından elde edilen sonuçların da Holder vd. (1998) çalışmasını desteklediği görülmektedir. Her iki çalışmadan da elde edilen sonuçların vekalet teorisini destekledikleri ve vekalet maliyetlerinin firma temettü politikasının belirlenmesinde önemli rol oynadığı ifade edilebilir.

Uwuigbe, Jafaru, ve Ajayi (2012) çalışmasında firmaların temettü dağıtım oranı ve finansal performansları arasındaki ilişki incelenmiştir. 2006-2010 yıllarını kapsayan çalışma sonuçlarına göre temettü dağıtım oranları ve finansal performans arasında pozitif yönde anlamlı sonuçlara ulaşılmıştır. Amidu (2007) çalışmasında 1997-2004 yılları arasında firmaların temettü politikaları ve kârlılık göstergeleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre temettü dağıtım oranlarının firma kârlılığı üzerinde pozitif anlamlı bir etkisi olduğu sonucunun yanında, temettü dağıtım oranının firma performansının temel etkileyeni olduğu belirtilmiştir. Ouma (2012) çalışmasında firmaların temettü politikası ve vergi sonrası net kâr tutarları arasındaki ilişki

incelenmiştir. Çalışma sonuçlarına göre temettü dağıtım oranı ve vergi sonrası net kâr tutarı arasında pozitif anlamlı ilişki tespit edilmiştir.

Aygören, Çakır, ve Uyar (2013) çalışmasında BIST'te işlem gören firmaların 1986-2010 dönemleri arasında yaşanan ekonomik krizlerin temettü politikası üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışma sonucunda, inceleme döneminde sabit bir temettü ödemesinin olmadığı ve krizlerin temettü ödeme sistemleri üzerinde etkisinin olduğu ifade edilmiştir. Yıldız, Gökbulut, ve Korkmaz (2014) çalışmasında BIST İmalat Sektöründe faaliyet gösteren firmaların temettü politikalarını etkileyen faktörler sekiz yıllık bir inceleme döneminde analiz edilmiştir. Çalışma sonuçlarına göre firmaların nakit temettü ödemesi ve kârlılık, vergi, büyüme fırsatları ve likidite arasında pozitif yönlü ilişkiler tespit edilmiştir.

Pekkaya (2012) çalışmasında BIST30'da yer alan firmaların temettü ödemelerinin firma değeri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmadan elde edilen sonuçların temettü politikası konusunda var olan karmaşık sonuçları desteklediği ifade edilmiştir. GÜNALP, KADIOĞLU, ve KILIÇ (2010) çalışmasında nakit temettü bilgisinin hisse senedi fiyatı üzerindeki etkileri incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre fiyatların bilgiyi yansıtma sürelerinin on beş güne kadar uzadığı ve en önemli etkinin duyuruyu takip eden ilk üç günde olduğu ifade edilmiştir. Çalışma sonuçlarında ayrıca, nakit temettü oranı ve anormal getiri arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. KADIOĞLU, ÖCAL, Enstitüsü, ve Geliştirme (2016) çalışmasında temettü değişiklikleri ve gelecek dönem kazançları arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma sonuçlarına göre dönemde gerçekleşen temettü değişikliklerinin gelecek dönem kazançları hakkında bilgi taşımadığı sonucuna ulaşılmıştır.

3. VERİ ve YÖNTEM

Bu çalışmanın amacı firma temettü politikası ve finansal performans göstergeleri arasındaki ilişkilerin incelenmesidir. Yapılan analizlerde firma finansal performans göstergesi olarak Varlıkların Kârlılığı (ROA) ve Özsermayenin Kârlılığı (ROE) değişkenleri kullanılmıştır. Firma finansal performansına etkisi olduğu literatürde belirlenmiş diğer değişkenler ise kontrol değişkeni olarak modele dahil edilmiştir. Söz edilen değişkenler, firma büyüklüğü (Size), kaldıraç oranı (Leverage) ve satışlarda meydana gelen dönemsel değişimlerdir (Growth) (Amidu, 2007; M'rabet & Boujjat, 2016; Uwuigbe vd. , 2012). Temettü ödemelerinin kârlılık üzerindeki etkisinin incelenmesi için ise, temettü dağıtım oranı (Payout ratio) ve firmaların temettü ödeyip ödemediklerini kategorik olarak ifade eden temettü (Dividend) değişkenleri kullanılmıştır.

3.1 Çalışmada Kullanılan Veriler

Türkiye'de hisse senetleri halka açık olan firmalar, aracı kurumlar ve portföy yönetim firmalarının Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarını (UFRS) 2003 yılında gönüllü olarak kullanmalarına izin verilmiş, 2005 yılından itibaren de uygulamaları zorunlu kılınmıştır (IFRS, 2017). Yayınlanan finansal tablolarda yer alan verilerde uyumsuzluk olmaması amacıyla çalışmanın inceleme döneminde 2005 başlangıç yılı olarak belirlenmiştir. Bu kapsamda çalışmada BIST İmalat Sektöründe faaliyet gösteren firmaların 2005-2015 yıllarını kapsayan veriler kullanılmıştır. Kullanılan veriler Datastream veri tabanından elde edilmiştir. Yapılan analizlerde ise Eviews 8 paket programı kullanılmıştır.

3.2 Çalışmada Kullanılan Modeller

Çalışmaya dahil edilen firmaların inceleme dönemi içinde eksik verilerinin olması ve bazı firmaların liste dışı kalmasından dolayı her yıla ait firma sayısı farklılık göstermektedir. Bu kapsamda yapılacak analizlerde en yüksek gözlem sayısına ulaşmak amacıyla havuzlanmış veri regresyon yöntemi (pooled regression) kullanılmıştır. Söz edilen yöntem, hem birim hem de zaman boyutunun bir kombinasyonu olarak ifade edilebilir (Gujarati, 2009). Çalışmada kullanılan modeller aşağıdaki şekilde ifade edilmiştir;

Model 1

$$ROA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 Payout_{it} + \beta_2 Dividend_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Leverage_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model 2

$$ROE_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 Payout_{it} + \beta_2 Dividend_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Leverage_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \varepsilon_{it}$$

ROA_{it} = i firmasının t dönemindeki (Net Kâr/Ortalama Varlıklar) oranı
ROE_{it} = i firmasının t dönemindeki (Net Kâr/Ortalama Özsermaye) oranı
$Payout_{it}$ = i firmasının t dönemindeki (Hisse Başına Temettü/Hisse Başına Kâr) oranı
$Dividend_{it}$ = i firmasının t döneminde temettü ödeyip ödemediğini gösteren kukla değişken. Eğer firma t döneminde temettü ödemesi yaptıysa 1, yapmadıysa 0 değerini almıştır.
$Size_{it}$ = i firmasının t dönemindeki toplam varlıklarının logaritması
$Leverage_{it}$ = i firmasının t dönemindeki (Toplam Borç/Toplam Varlıklar) oranı
$Growth_{it}$ = i firmasının t dönemindeki (($Satışlar_t$ – $Satışlar_{t-1}$)/Toplam Varlıklar) oranı
ε_{it} = Hata terimini ifade etmektedir.

Modellerde yer alan dividend ve payout değişkenleri firmaların temettü politikalarının kategorik ve sürekli ifadesi olarak incelemeye dahil edilmiştir. Bunun yanında kârlılık oranlarıyla ilişkili olabilecek kontrol değişkenleri de kârlılık göstergelerini etkileyebilecektir. Bu nedenle firmaların temettü dağıtımlarıyla ilgili değişkenlerin içermediği bilgileri modele dahil etmek amacıyla söz konusu değişkenler kullanılmıştır. Söz edilen kontrol değişkenlerinden toplam varlıklar örneklem firmaları arasındaki toplam varlık tutarlarındaki farklılıkların kontrol edilmesi amacıyla, kaldıraç değişkeni firmaların borç yapısına ait bilgilerin modele dahil edilmesi amacıyla ve satışlarda meydana gelen dönemlik değişimler de gelecek dönem büyüme olasılığı ve yatırım fırsatlarının bir göstergesi olması amacıyla modellere dahil edilmiştir.

3.3 Bulgular

3.3.1 Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Sonuçları

Modellerde kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler **Tablo 1**'de raporlanmaktadır.

Tablo 1 Tanımlayıcı İstatistikler

	ROA	ROE	Payout	Dividend	Size(LN)	Leverage	Growth
Ortalama	0,04	0,06	22,25	0,43	12,72	0,21	0,08
Ortanca	0,04	0,08	0	0	12,6	0,18	0,07
En Yüksek	0,58	0,8	99,18	1	18,5	0,79	1,91
En Düşük	-0,4	-0,97	0	0	8,86	0	-2,14
Std. Sapma	0,1	0,22	31,39	0,49	1,61	0,17	0,26
Gözlem Sayısı	1350	1350	1350	1350	1350	1350	1350

İnceleme dönemi içinde firmaların ortalama ROA oranı %4 iken ROE oranının %6 olduğu görülmektedir. Firmaların ortalama payout oranının %22 olması elde edilen kârın %22 sinin temettü olarak dağıtıldığı, kalan tutarın ise firmada bırakıldığını ifade etmektedir. Dividend değişkeni ise örnekleme dahil olan 1350 firma-yıl gözlemin %43'ünde temettü ödemesi yapıldığını ifade etmektedir. Kontrol değişkeni olarak modelde yer alan toplam varlıkların logaritmik ortalama değerinin 12,72, firmaların borçluluk düzeylerinin toplam varlıklarına oranının (leverage) ortalama %21 ve satış gelirlerinde gerçekleşen dönemsel değişimlerin toplam varlıklara oranı (growth) ortalama %8 düzeyinde olduğu tespit edilmiştir.

Tanımlayıcı istatistiklerden sonra modele dahil edilen değişkenlere ait korelasyon sonuçları Tablo 2'de raporlanmaktadır.

Tablo 2 Korelasyon Sonuçları

	ROA	ROE	Payout	Size (LN)	Leverage	Growth
ROA	1					
ROE	0,88***	1				
Payout	0,50***	0,41***	1			
Size (LN)	0,24***	0,28***	0,25***	1		
Leverage	-0,34***	-0,28***	-0,21***	0,20***	1	
Growth	0,19***	0,24***	0,14***	0,11***	0	1

* %10, ** %5, *** %1 düzeyinde anlamlılık ifade etmektedir.

Firmaların temettü dağıtım oranı ile kârlılık göstergeleri (ROA, ROE) arasında pozitif yönde, sırasıyla 0,50 ve 0,41 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı korelasyon sonuçları elde edilmiştir. Elde edilen korelasyon sonuçlarına göre firmaların temettü dağıtım oranları ve kârlılık oranlarının aynı yönde hareket ettikleri ifade edilebilir.

Modelde yer alan kontrol değişkenlerinden toplam varlıklar ve satış büyümesi değişkenleri ile ROA arasında sırasıyla 0,24 ve 0,19 düzeyinde, ROE arasında da sırasıyla 0,28 ve 0,24 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı korelasyon sonuçları elde edilmiştir. Söz edilen sonuca göre firmaların toplam varlıkları ve dönemsel satış değişimlerinin kârlılık oranları ile birlikte hareket ettikleri ifade edilebilir. Bir diğer kontrol değişkeni olarak modelde yer alan kaldıraç ve kârlılık oranları arasında sırasıyla

-0,34 ve -0,28 düzeyinde korelasyon sonuçları elde edildiği görülmektedir. Elde edilen sonuca göre firmaların borçluluk oranları ve kârlılık oranları arasında ters yönlü bir ilişki olduğu görülmektedir.

Modelde yer alan bağımsız değişkenlerin kendi aralarındaki korelasyon sonuçları dikkate alındığında en yüksek değerin 0,25 ile toplam varlıklar ve temettü ödeme oranı arasında olduğu görülmektedir. Bağımsız değişkenler arasında yüksek korelasyon sonucunun olmaması çoklu bağımlılık (multicollinearity) sorunu olmadığının ön göstergesi olarak yorumlanabilir. Ancak çoklu bağımlılık sorununun tespiti için VIF (Variance Inflation Factor) değeri dikkate alınmaktadır. Bazı kaynaklar (Menard, 2002; Rogerson, 2001) söz edilen sorunun, değişkenlere ait VIF değerinin 5'den büyük olması durumunda dikkate alınması gerektiğini ifade ederken Gujarati (2009) çoklu bağımlılık sorununda VIF eşik değerinin 10 olduğunu ifade etmektedir. Raporlanmayan sonuçlara göre bağımsız değişkenlere ait en yüksek VIF değerinin 1,34 olması çalışmada çoklu bağımlılık sorunu olmadığını göstermektedir.

3.3.2 Regresyon Analizi Sonuçları

Çalışma kapsamında incelenen 1350 firma-yıl gözlemine göre elde edilen havuzlanmış veri regresyon analizi sonuçları Tablo 3'de raporlanmaktadır. Söz edilen tabloda kârlılık göstergesi olarak ROA bağımlı değişken (Model 1) olarak kullanılmıştır.

Tablo 3 Regresyon Analizi Sonuçları (ROA Bağımlı Değişken – Model 1)

Değişkenler	Katsayı	Std. Sapma	t-istatistik	Olasılık
C	-0,0936	0,01886	-4,9642	0,000***
Payout	0,00044	0,00013	3,33056	0,000***
Dividend	0,06128	0,0087	7,04427	0,000***
Size (LN)	0,00934	0,00158	5,93134	0,000***
Leverage	-0,1443	0,01268	-11,379	0,000***
Growth	0,04482	0,00875	5,12095	0,000***
R-squared	0,35835	F-statistic		154,925
Adjusted R-squared	0,35604	Prob(F-statistic)		0,0000
S.E. of regression	0,08475	Durbin-Watson stat		1,93364

* %10, ** %5, *** %1 düzeyinde anlamlılık ifade etmektedir.

Model 1'den elde edilen sonuçlar incelendiğinde, elde edilen düzeltilmiş R^2 değerinin %35 olduğu ve F istatistiği olasılık değerinin 0.05'den küçük olması nedeniyle modelin genel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Elde edilen R^2'nin %35 olması açıklayıcı değişkenlerin bağımlı değişkende meydana gelen değişimi %35 düzeyinde açıkladığı anlamına gelmektedir.

Elde edilen sonuçlar kapsamında, temettü ödemesi yapan firmaları ifade etmek üzere kukla değişken olarak modelde yer alan dividend değişkeninin pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir katsayıya sahip olduğu görülmektedir. Değişkene ait katsayıdan yola çıkarak temettü ödemesi yapan firmaların ROA oranının daha yüksek olduğu ifade edilebilir. Aynı zamanda firmaların temettü dağıtım oranı ve ROA arasında da pozitif yönlü istatistiksel olarak anlamlı katsayının sonuçlar kapsamında elde edildiği görülmektedir. Firmaların temettü dağıtım oranlarının ROA üzerinde

pozitif yönde bir etkisi olduğu elde edilen bulgular kapsamında ifade edilebilecek bir diğer sonuçtur.

Kontrol değişkeni olarak modelde yer alan değişkenlerden elde edilen bulgular incelendiğinde; toplam varlıklar ve büyüme değişkeninin ROA üzerinde pozitif yönlü etkisinin olduğu görülmektedir. İstatistiksel olarak anlamlı olan bulguya göre hem varlıklar hem de satışlarda yaşanan değişimlerin kârlılık göstergesi olarak ROA üzerinde pozitif yönlü etkilerinin olduğu ifade edilebilir. Bir diğer kontrol değişkeni olarak modelde yer alan firma kaldıraç oranlarının ise negatif ve istatistiksel olarak anlamlı katsayıya sahip olduğu görülmektedir. Elde edilen bulguya göre, firma kaldıraç oranı artmasının kârlılık oranları üzerinde azaltıcı bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

Bir diğer kârlılık göstergesi olarak kullanılan ROE değişkeninin bağımlı değişken olarak yer aldığı modelden (Model 2) elde edilen sonuçlar Tablo 4'de raporlanmaktadır. Model 2'den elde edilen sonuçlar incelendiğinde, düzeltilmiş R^2 oranının %31 olduğu, açıklayıcı değişkenlerin ROE değişkeninde meydana gelen değişimi %31 düzeyinde açıkladığı görülmektedir. F istatistiği olasılık değerinin 0,05'den küçük olması modelin genel olarak anlamlı olduğunu ifade ettiği görülmektedir.

Tablo 4 Regresyon Analizi Sonuçları (ROE Bağımlı Değişken – Model 2)

Değişkenler	Katsayı	Std. Sapma	t-istatistik	Olasılık
C	-0,2864	0,04437	-6,4544	0,000***
Payout	0,00039	0,0002	1,95136	0,051**
Dividend	0,1211	0,0152	7,96951	0,000***
Size (LN)	0,02648	0,00383	6,92305	0,000***
Leverage	-0,3096	0,0423	-7,318	0,000***
Growth	0,14766	0,03278	4,5041	0,000***
R-squared	0,31832	F-statistic		123,28
Adjusted R-squared	0,31574	Prob(F-statistic)		0,0000
S.E. of regression	0,18035	Durbin-Watson stat		1,5257

* %10, ** %5, *** %1 düzeyinde anlamlılık ifade etmektedir.

Model 2'den elde edilen bulgular değerlendirildiğinde, modelde yer alan tüm değişkenlerden elde edilen katsayıların Model 1'den elde edilen katsayılarla benzerlik gösterdiği görülmektedir. Firmaların temettü ödemesi yapıp yapmamasına göre kodlanan kukla değişkenin (dividend) pozitif ve istatiksel olarak anlamlı katsayıya sahip olduğu görülmektedir. Bu kapsamda temettü ödemesi yapan firmaların ROE oranının temettü ödemesi yapmayan firmalara göre daha yüksek olduğu ifade edilebilir. Diğer taraftan temettü dağıtım oranının da (payout) pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı katsayıya sahip olduğu görülmektedir. Bu kapsamda temettü ödeme oranlarının ROE üzerinde pozitif yönde bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

Modelde yer alan kontrol değişkenleri incelendiğinde, toplam varlıklar (size) ve satışlarda meydana gelen değişim (growth) değişkenlerinin ROE üzerinde pozitif yönü ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olduğu görülmektedir. Elde edilen bulgulardan yola çıkarak toplam varlıklarda ve satışlarda meydana gelen artışların ROE değişkenini pozitif yönde etkileyeceği, yani firmanın kârlılığını arttıracağı ifade edilebilir. Bir diğer kontrol değişkeni olan kaldıraç (leverage) değişkeninin ise ROE üzerinde negatif yönlü istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olduğu görülmektedir.

Söz edilen etkiden hareketle, firmaların borçluluk oranının artmasının kârlılık göstergesi olarak ROE üzerinde negatif yönlü bir etki yapacağı ifade edilebilir.

SONUÇ

Bu çalışmanın temel amacı, firmaların temettü politikaları ve temettü dağıtım oranlarının finansal performans göstergeleri ile arasındaki ilişkilerin incelenmesidir. Bu kapsamda kurulan modellerde firma finansal performans göstergesi olarak ROA ve ROE değişkenleri kullanılmıştır. Aynı zamanda kurulan modellerde bağımlı değişkenler üzerindeki etkilerini kontrol altına almak amacıyla toplam varlıklar (size), kaldıraç (leverage) ve satışlarda meydana gelen değişim (growth) değişkenlerine de yer verilmiştir. Çalışmada söz edilen incelemenin yapılması için BIST İmalat Sektöründe faaliyet gösteren firmaların 2005-2015 yıllarına ait veriler havuzlanmış veri yöntemiyle analiz edilmiştir.

Yapılan analizlerden elde edilen bulgular değerlendirildiğinde, firmaların temettü politikaları (dividend) ve temettü dağıtım oranları (payout) ve finansal performans göstergeleri (ROA, ROE) arasında pozitif yönde istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. Söz edilen ilişkilerde temettü ödeme oranı ile ROA arasındaki ilişkinin temettü ödeme oranı ve ROE arasındaki ilişkiden daha yüksek olduğu ifade edilebilir. Ayrıca kurulan her iki modelde de temettü ödemesi yapan firmalara ait finansal performans göstergelerinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bunun yanında çalışmada kullanılan kontrol değişkenlerinden toplam varlıklar ve satışlarda meydana gelen değişimler ile finansal performans göstergeleri arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkilerin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen sonuç kapsamında toplam varlıkların artması veya satışların pozitif yönde değişim göstermesi durumunda firma finansal performans göstergelerinin de artacağı ifade edilebilir. Öte yandan her iki modelde de kullanılan kaldıraç (leverage) değişkeninin de her iki model sonucuna göre finansal performans göstergeleri ile arasında negatif yönlü istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler olduğu ifade edilebilir. Kaldıraç değişkeni ve finansal performans göstergeleri arasındaki negatif ilişkiden yola çıkarak, firmaların sermaye yapılarındaki yabancı kaynak payının artmasının firma finansal performans göstergeleri üzerinde negatif etki yapacağı ifade edilebilir.

BIST İmalat sektörünün incelendiği bu çalışma farklı sektörlerde faaliyet gösteren firmaların da dahil edildiği bir yapıyla genişletilerek elde edilen bulguların farklılık gösterip göstermediği test edilebilir. Bunun yanında firmaların temettü ödeme duyurularının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri incelenerek elde edilen bulgular kapsamında değerlendirmeler daha genelleştirilebilir ve daha kapsamlı bir bakış açısıyla yapılabilir. Ayrıca gelişmekte olan ülkeler grubunda yer alan diğer ülke firmaları çalışma kapsamında incelenerek ülkeler arası farklılıkların olup olmadığı sorusuna cevap aranabilir.

KAYNAKÇA

Agyei, S. K., & Marfo-Yiadom, E. (2011). Dividend policy and bank performance in Ghana. *International Journal of Economics and Finance, 3*(4), 202.

Al-Malkawi, H.-A. N., Rafferty, M., & Pillai, R. (2010). Dividend policy: A review of theories and empirical evidence. *International Bulletin of Business Administration, 9*(1), 171-200.

Allen, F., & Michaely, R. (2003). Payout policy. *Handbook of the Economics of Finance, 1*, 337-429.

Amidu, M. (2007). How does dividend policy affect performance of the firm on Ghana Stock Exchange? *Investment Management & Financial Innovations, 4*(2), 103.

Aygören, H., Çakır, H. M., & Uyar, U. (2013). Ekonomik Krizlerin İmkbde Temettü Politikalariüzerine Etkisi.

Bajaj, M., & Vijh, A. M. (1990). Dividend clienteles and the information content of dividend changes. *Journal of Financial Economics, 26*(2), 193-219.

Ball, R., Brown, P., Finn, F. J., & Officer, R. (1979). Dividends and the value of the firm: evidence from the Australian equity market. *Australian Journal of Management, 4*(1), 13-26.

Benartzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. (1997). Do changes in dividends signal the future or the past? *The Journal of finance, 52*(3), 1007-1034.

Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics, 1*(1), 1-22.

Charest, G. (1978). Dividend information, stock returns and market efficiency-II. *Journal of Financial Economics, 6*(2-3), 297-330.

Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management, 37*(1), 39-67.

Copeland, T. E., Weston, J. F., & Shastri, K. (1983). *Financial theory and corporate policy* (Vol. 3): Addison-Wesley Reading, Mass.

Dempsey, S. J., & Laber, G. (1992). Effects of agency and transaction costs on dividend payout ratios: further evidence of the agency-transaction cost hypothesis. *Journal of financial Research, 15*(4), 317-321.

Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review, 74*(4), 650-659.

Foong, S., Zakaria, N., & Tan, H. (2007). Firm performance and dividend-related factors: The case of Malaysia. *Labuan Bulletin of international business & finance, 5*, 97-111.

Frankfurter, G. M., & Wood Jr, B. G. (1997). The evolution of corporate dividend policy. *Journal of financial education*, 16-33.

Gonedes, N. J. (1978). Corporate signaling, external accounting, and capital market equilibrium: Evidence on dividends, income, and extraordinary items. *Journal of accounting research*, 26-79.

Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The review of economics and statistics*, 99-105.

Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S., & Thaler, R. H. (2005). Dividend changes do not signal changes in future profitability. *the Journal of Business, 78*(5), 1659-1682.

Gujarati, D. N. (2009). *Basic econometrics*: Tata McGraw-Hill Education.

Günalp, B., Kadioğlu, E., & Kiliç, S. Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisi Olup Olmadiğinin imkb'de Test Edilmesi. Hakemler/Referees, 47.

Holder, M. E., Langrehr, F. W., & Hexter, J. L. (1998). Dividend policy determinants: An investigation of the influences of stakeholder theory. *Financial management*, 73-82.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review, 76*(2), 323-329.

Kadioğlu, E., Öcal, N., Enstitüsü, B., & Geliştirme, G. Temettü Değişiklikleri İle Gelecekteki Kârlilik Arasindaki İlişkinin Test Edilmesi1.

Litzenberger, R. H., & Ramaswamy, K. (1979). The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *Journal of financial economics, 7*(2), 163-195.

M'rabet, R., & Boujjat, W. (2016). The Relationship Between Dividend Payments And Firm Performance: A Study Of Listed Companies In Morocco. *European Scientific Journal, 12*(4).

Menard, S. (2002). *Applied logistic regression analysis*: Sage.

Michaely, R., Thaler, R. H., & 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., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of finance, 40*(4), 1031-1051.

Nissim, D., & Ziv, A. (2001). Dividend changes and future profitability. *The Journal of finance, 56*(6), 2111-2133.

Ouma, O. P. (2012). The relationship between dividend payout and firm performance: a study of listed companies in Kenya. *European scientific journal, 8*(9).

Pekkaya, M. (2012). Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 2*(4), 183-209.

Penman, S. H. (1983). The predictive content of earnings forecasts and dividends. *The Journal of finance, 38*(4), 1181-1199.

Pettit, R. R. (1972). Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *The Journal of finance, 27*(5), 993-1007.

Rogerson, P. (2001). *Statistical methods for geography*: Sage.

Ross, S. A. (2007). *Corporate finance: core principles & applications*: Irwin/McGraw-Hill.

Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research, 5*(3), 249-259.

Saxena, A. K. (1999). Determinants of dividend payout policy: regulated versus unregulated firms. *Journal of Applied Topics in Business and Economics, 34*, 42.

Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?(Digest summary). *Accounting review, 71*(3), 289-315.

Uwuigbe, U., Jafaru, J., & Ajayi, A. (2012). Dividend policy and firm performance: A study of listed firms in Nigeria. *Accounting and Management Information Systems, 11*(3), 442.

Watts, R. (1973). The information content of dividends. *the Journal of Business, 46*(2), 191-211.

Yıldız, B., Gökbulut, R. İ., & Korkmaz, T. (2014). Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: Bist Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması. *AİBÜ-İİBF Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*.

Zhou, P., & Ruland, W. (2006). Dividend payout and future earnings growth. *Financial Analysts Journal, 62*(3), 58-69.

IFRS (2017) http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Documents/Jurisdiction-profiles/Turkey-IFRS-Profile.pdf (Erişim tarihi 01.03.2017)

The Investigaton of Relationship between Dividend Policy, Payout Ratio and Financial Performance

Hüseyin TEMİZ
Bozok University
Faculty of Economics and Administrative Sciences, Yozgat, Turkey
huseyintemiz1@hotmail.com

Tansel HACIHASANOĞLU
Bozok University
Faculty of Economics and Administrative Sciences, Yozgat, Turkey
tanselh@gmail.com

Extensive Summary

Introduction

Financial statements are the summary of operating activities of the firms at the end of the period. Informations of firm's financial position are presented to financial statement users via these reports. Finanacial reports provide necessary informations related to financial positions of the firm to the interested parties. To sum up financial statements are the communication tool for stakeholders to evaluate the firm in different perspectives and to make a better decision. Besides the other crucial informations in reported financial statements earnings as a summary of period activities are draw attention. Earnings have significant effect in the decision making process in terms of summarizing financial statements for users.

With the importance of earnings amount, it is also important that how earnings are used. Firms decide to distribute earnings to their shareholders or to retain them to use for future investments and project. The managers should use the earnings in the interests of the firm and shareholders which is called dividend policy. Dividend policy is important from the point of view in determining the extent to which earnings are distributed to shareholders or retained the firm (Ross, 2007). Moreover, dividend policy provides informations of firm's financial performance.

When we examined the dividend policy studies, there are controversial results regarding financial performance in the literature. Therefore, examining the dividend policy with respect to financial performance is a vital subject that needs to be investigated in various aspects. Within this framework, the aim of this study is to explore potential association between financial performance indicators (Return On Asset, Return On Equity) with firm's dividend policy (dividend) and dividend payout ratio (payout) on BIST Manufacturing Sector Firms.

Data and Methodology

We used data of BIST Manufacturing Sector firms for the years of 2005-2015 in the study. Firm year observations were obtained from Datastream database and Eviews 8 programme was used to perform analysis. We conducted pooled regression analysis to figure out potential relationship between firms' dividend policy and financial performance. This method can be expressed as a combination of unit and time dimensions (Gujarati, 2009).

Return on asset (ROA in model 1) and return on equity (ROE in model 2) were used as a dependent variables in the models. On the other hand, dividend policy which

refers whether firms pay dividend to shareholders or not was used as a dummy independent variable. Other independent variable is payout ratio which can be expressed as dividend per share/earnings per share. We also added control variables to check other factors that might influence firm's financial performance. These variables are firm size (Log of Total Asset), leverage (Total Debt/Total Asset) and growth ((Salest-Salest-1)/Total Asset)).

Findings and Discussion

Obtained results from two models indicate that there is a positive and significant relationship between firm's dividend policy and financial performance. The explanatory power of model 1 is %36 and %32 for model 2. F statistic probability values which are used to indicate overall significance of models are less than 0.05 of model 1 and also less than 0.05 for model 2. It can be stated that both models are overall significant.

When the obtained results from model 1 examined, dividend policy has a statistically positive significant coefficient. This proves that dividend paying firms have higher profitability ratios than non-payers. Payout which is the other variable used to evaluate the dividend policies of firms in the model also has a statistically positive significant coefficient. Within the scope of this coefficient it can be stated that payout ratio has a positively significant effect on firm's profitability.

Some control variables (size and growth) used in the model 1 also have statistically positive significant coefficients. This leads us to interpret that size and sales growth have positive impacts on firm's profitability. However, other control variable used in the model 1 (leverage) has a significant negative coefficient. According to obtained coefficient of leverage, debt ratios of firms have negative effect on firm's profitability.

The results obtained from model 2 show that similar associations between variables as in model 1. High correlation between ROA and ROE (0,88) might be the cause of this similarity. Dividend variable has significant positive coefficient. It can be stated that dividend paying firms have higher return on equity ratios than non-payers. Payout also has significant positive coefficient. This means that firm's payout ratio has significant positive effects on firms' financial performance. Control variables used in the model 2 have also same direction according to obtained results from model 1. Size and growth have positively significant effects on firm's return on equity. Leverage has negatively significant effect on firm's return on equity.

Future researches that using more comprehensive and representative samples of firms would shed more light on issues raised in this study. In addition, the patterns of dividend policy might change not only over time but also across sectors and countries. Future studies may also concentrate on this issue and investigate the variations between time, sector and countries.