

# HİSSEDAR REFAHINI ETKİLEYEN DEĞİŞKENLERİN İNCELENMESİ: BİST TEMETTÜ ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA\*

Nevzat ÇALIŞ<sup>1</sup>

Şakir SAKARYA<sup>2</sup>

Hasan Hüseyin YILDIRIM<sup>3</sup>

**Atıf:** Çalış, N., Sakarya, Ş. ve Yıldırım, H.H. (2023). Hissedar refahını etkileyen değişkenlerin incelenmesi: BİST temettü endeksi üzerine bir uygulama. *Hitit Sosyal Bilimler Dergisi*, 16(2), 545-562. doi:10.17218/hititsbd.1333924

**Özet:** Firmaların elde ettikleri kar hem otofinansman kaynağı hem de temettü olarak firmaları ve hissedarları önemli ölçüde etkilemektedir. Firmalar otofinansman olarak karın dağıtılmadan şirket yatırımlarında kullanılmasını, ortaklar ise karın temettü olarak ortaklar arasında dağıtılması isterler. Bu bakımdan hissedarların refahında şirketin finansman kararları önemlidir. Bu çalışmada BIST Temettü endeksinde yer alan 23 hissenin 2010-2021 yıllarındaki yıllık verileri kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak hissedar refahı bağımsız değişken olarak ise 8 değişkenin verisi ile panel regresyon analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre "PD/DD" değişkeninin hissedar refahı üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Hissedar Refahı, Temettü Politikası, Kar Dağıtımı, Panel Veri Analizi, BİST

## ***The Determination of Variables Affecting the Shareholder Wealth: Empirical Evidence from the BIST Dividend Index***

**Citation:** Çalış, N., Sakarya, Ş. ve Yıldırım, H.H. (2023). The determination of variables affecting the shareholder wealth: empirical evidence from the BIST Dividend Index. *Hitit Journal of Social Sciences*, 16(2), 545-562. doi:10.17218/hititsbd.1333924

**Abstract:** The effects of firms' profits, both as a source of auto-financing and dividends, have a significant impact on firms and shareholders. Firms want the profit to be used in company investments without distribution as auto-financing, while the shareholders want the profit to be distributed among the shareholders as dividends. In this regard, the company's financing decisions are

### **Araştırma Makalesi / Research Article**

**Makale Geliş Tarihi / Submitted:** 28.07.2023

**Makale Kabul Tarihi / Accepted:** 26.12.2023

\* Bu çalışma 19-22 Ekim 2022 tarihleri arasında Burdur Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi ve Finans Bilim Platformu tarafından düzenlenen 25. Finans Sempozyumunda sunulan bildirinin gözden geçirilmiş halidir. This study is a revised version of the paper presented at the 25th Finance Symposium organized by Burdur Mehmet Akif Ersoy University and Finance Science Platform between October 19-22, 2022.

<sup>1</sup> Sorumlu Yazar, Doç. Dr., Bandırma Onyedli Eylül Üniversitesi, Bandırma Meslek Yüksekokulu, Muhasebe ve Vergi Bölümü, [ncalis@bandirma.edu.tr](mailto:ncalis@bandirma.edu.tr) | <https://orcid.org/0000-0002-5604-0728> | <https://ror.org/02mtr7g38>  
Corresponding Author, Asst. Prof., Bandırma Onyedli Eylül University, Bandırma Vocational School, Department of Accounting and Tax Department, [ncalis@bandirma.edu.tr](mailto:ncalis@bandirma.edu.tr) | <https://orcid.org/0000-0002-5604-0728> | <https://ror.org/02mtr7g38>

<sup>2</sup> Prof. Dr., Balıkesir Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, [sakarya@balikesir.edu.tr](mailto:sakarya@balikesir.edu.tr) | <https://orcid.org/0000-0003-2510-7384> | <https://ror.org/02tv7db43>  
Prof. Dr., Balıkesir University, Faculty of Economics and Administration Sciences, Department of Business Administration, [sakarya@balikesir.edu.tr](mailto:sakarya@balikesir.edu.tr) | <https://orcid.org/0000-0003-2510-7384> | <https://ror.org/02tv7db43>

<sup>3</sup> Doç. Dr., Balıkesir Üniversitesi, Burhaniye Uygulamalı Bilimler Fakültesi, Finans ve Bankacılık Bölümü, [huyildirim@balikesir.edu.tr](mailto:huyildirim@balikesir.edu.tr) | <https://orcid.org/0000-0002-5840-8418> | <https://ror.org/02tv7db43>  
Assoc. Prof. Dr., Balıkesir University, Burhaniye Faculty of Applied Sciences, Department of Finance and Banking, [huyildirim@balikesir.edu.tr](mailto:huyildirim@balikesir.edu.tr) | <https://orcid.org/0000-0002-5840-8418> | <https://ror.org/02tv7db43>

important for the wealth of shareholders. In this study, the annual data of 23 stocks in the BIST Dividend Index for the years 2010-2021 were used. Panel regression analysis was performed with the data of 8 variables as the dependent variable and shareholder wealth as the independent variable. According to the findings obtained as a result of the analysis, it has been determined that the "MV/BV" variable has a positive and significant effect on shareholder wealth.

**Keywords:** *Shareholder Wealth, Dividend Policy, Dividend Distribution, Panel Data Analysis, BİST*

## 1. GİRİŞ

İster büyük ister küçük isterse çokuluslu olsun özel sektör işletmelerinin tümünün diğer amaçlarının yanında en temel ve yaşamlarını sürdürebilmek adına kaçınılmaz amacı kar elde etmektir. Kar işletmenin başarısının ve sermaye kullanım etkinliğinin bir sonucu olarak elde edildikten sonra, bu karın nasıl kullanılacağı önem kazanır (Aydın ve diğerleri 2017, ss.293-294).

Günümüzde küreselleşme ve özelleştirme her faaliyet alanında derin rekabeti beraberinde getirmiştir. Şirketlerin nitelikli pazarlarda rekabet etmesi çok zor bir durumdur. Bu rekabetle başa çıkabilmek ve şirketlere değer katabilmek için günümüz finans yöneticilerinin kritik finansal kararlar alması gerekmektedir. Bu kararların en önemlisi hissedarların refahını en üst düzeye çıkarabilmektir. Hissedarların refahı şirketin hisse senedinin piyasa fiyatı ile gösterilmektedir. Bu durum şirketin hisse senedi fiyatı maksimum olduğunda mümkün olabilmektedir. Hissedarlar nakit temettüleri sever ve ayrıca her hissedeki kazançlarının büyümesine ilgi duyarlar (Sarwar, 2013, s.2).

Temettüler hisse senedi sahiplerinin firmayı koymuş oldukları sermaye karşılığında aldıkları getirilerdir. Firmalar yatırımcılarının refahını arttırmak ve dolayısıyla firmanın piyasa değerini arttırabilmek adına temettü dağıtımına gitmektedirler. Firmalar elde ettikleri karı dağıtmayıp yeni yatırımlar için işletme bünyesinde tutular bile gelecek yıllarda hissedarlarına karşı daha yüksek oranlarda temettü dağıtım durumunda kalacaklardır. Bu gerekçelerle yönetim kurulları ve karar alıcılar hisse senedi sahipleri için en iyi olan kar dağıtım politikasını belirlemelidirler.

Kar dağıtım politikası, karın ne kadarının iş ortaklarına dağıtılacağı ve işletme içinde ne kadarının kalacağı ve oto finansmanın sağlanacağı gibi kararları içermektedir. Kar dağıtım politikası ile ilgili en çok tartışılan konu, yatırım kararları, sermaye maliyeti ve sermaye bileşenleri veri olarak alındığında izlenen politikanın işletmenin piyasa değeri üzerindeki etkisidir. Bu konudaki bazı görüşler kar dağıtım politikasının işletmenin piyasa değerini etkilemeyeceğini, bazıları ise kar dağıtımının gelecek dönemlerde hisse senetlerinin piyasa fiyatını artırarak piyasa değerini etkilediğini savunmaktadır (Aydın ve diğerleri, 2017, ss.293-294).

Bir ticari girişimin temel finansal amacı, hissedarlarının refahını maksimize etmektir. Hissedarların refahını maksimize etmeye yönelik bu durum, yöneticilerin hissedarların çıkarları doğrultusunda faaliyet gösterdiğini varsayar (Azhagaiyah ve Priya, 2008, s.186). Bu durum, yatırıma göre hissedarların getirileri maksimize edildiğinde gerçekleşir. Ayrıca bu getiriler şirket yeterli düzeyde dağıtılabilir kâr elde ettiğinde mümkün olmaktadır. Bu getiriler de hisse senedi fiyatlarındaki artışlar ile birlikte sermaye kazançlarından ve temettülerden oluşmaktadır.

Azhagaiyah ve Priya'ya (2008) göre, hissedarların refahı şirketin hisse senedinin piyasa fiyatı ile temsil edilmekte ve bu da şirketin yatırım, finansman ve temettü kararlarının bir fonksiyonu olarak ortaya çıkmaktadır. Hissedarların refahını en üst düzeye çıkarmanın temel amacı, şirketin hisse senedinin fiyatı ile ölçülen şirketin değerini en üst düzeye çıkarmaktır (Azhagaiyah ve Priya, 2008, ss.181-182). Hissedarlar nakit temettüleri sevmelerine rağmen, temettü olarak dağıtılmayıp

işletmede alıkonan karlardan elde edilen hisse başına kazançlarla (EPS) da büyümeyi tercih ederler (Wet ve Mpinda, 2013, s.1451).

Bu bağlamda bu çalışma BİST Temettü endeksindeki firmaların kar dağıtım politikalarının hissedarların refahı üzerindeki etkisini ölçmeyi amaçlamaktadır. Hissedar refahını inceleyen yurt içi çalışmalara rastlanmamış olup, çalışmanın bu yönüyle literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Çalışma dört bölüm olarak planlanmıştır. Birinci bölümde girişe yer verilirken ikinci bölümde çalışma ile ilgili literatür taramasına yer verilmiştir. Üçüncü bölümde ise çalışmanın uygulama kısmı ve bulgulara yer verilmiş olup son bölümde sonuç ve öneriler kısmı ile çalışma tamamlanmıştır.

## **2. LİTERATÜR TARAMASI**

Bu bölümde kar dağıtım politikasının hissedar refahı üzerine etkisine yönelik yapılan çalışmalardan bazılarına yer verilmiştir.

Yanxin ve diğerleri (2007) yapmış oldukları çalışmalarında Çin'deki 2003 ve 2004'te temettü dağıtımını yapan borsaya kote şirketlerin verilerini kullanarak temettü dağıtım politikasının hissedar refahı üzerine etkisini çoklu regresyon yöntemiyle analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda dolaşımda olmayan hisse senetlerinin hissedarlarının nakit temettüleri ile yüksek bir getiri oranı elde ettiklerini ve dolaşımdaki hissedarların hisse senedi temettüleri ile kısa vadeli yüksek bir getiri oranı elde ettiklerini tespit etmişlerdir.

Azhagaiah ve Priya (2008) yapmış oldukları çalışmalarında 1997-2006 yılları arasında Hindistan'daki Organik ve İnorganik Kimya Şirketlerinde temettü politikasının hissedarların refahı üzerine etkisini analiz etmeyi amaçlamışlardır. Çalışmada çoklu regresyon yöntemi kullanılmış olup hissedarların refahının seçilen değişkenlerden büyük ölçüde etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır. Satışlardaki Artış, Kar Marjının İyileştirilmesi, Sermaye Yatırım Kararları (hem işletme sermayesi hem de sabit sermaye), Sermaye Yapısı Kararları, Sermaye Maliyeti (Özkaynak Kar Payı, Borç Faizi) vb. Organik Kimya Şirketlerinde temettü politikasının hissedarların refahı üzerinde önemli bir etkisi bulunurken, İnorganik Kimya Şirketleri hissedarların refahı temettü ödemesinden etkilenmemektedir.

Gul ve diğerleri (2012) yapmış oldukları çalışmalarında temettü politikasının Karaçi Borsası'nda işlem gören 75 şirketin hissedarlarının refahı üzerindeki etkisini, 2005'ten 2010'a kadar altı yıl boyunca çoklu regresyon ve kademeli regresyon yöntemleri yardımıyla incelemişlerdir. Hissedarların refahı, hisse başına piyasa fiyatı ile ölçülen bağımlı bir değişken olarak belirlenmiştir. Bağımsız değişken olarak temettü politikası belirlenmiş ve hisse başına temettü kullanılarak hesaplanmıştır. Ayrıca açıklayıcı değişkenler olarak gecikmiş fiyat kazanç oranı, geçmiş yıl karları ve özkaynakların gecikmiş piyasa değeri de kullanılmıştır. Çalışma sonucunda temettü ödeyen şirketler ile ödeme yapmayan şirketler arasında özkaynakların defter değeri ile piyasa değeri arasında oldukça önemli bir fark olduğu belirlenmiştir. Elde tutulan kazançların özkaynakların piyasa değeri üzerinde önemsiz bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Temettü ödeyen şirketler söz konusu olduğunda, temettü politikasının hissedarların refahı üzerinde önemli bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Gecikmeli Fiyat kazanç oranının bağımlı değişken üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı görülürken, özkaynakların gecikmeli piyasa değerinin hisse başına piyasa fiyatı üzerinde önemli bir etkisinin olduğu belirlenmiştir.

Sarwar (2013) yapmış olduğu çalışmasında Pakistan'da faaliyet gösteren şeker endüstri firmalarının temettü politikalarının hissedarların refahı üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada 33 şirketin 2006-2011 yılları arasındaki 6 yıllık dönemine ait verileri çoklu regresyon

---

yöntemi yardımıyla incelenmiştir. Çalışma sonucunda temettü politikaları ile hissedarların refahı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Wet ve Mpinda (2013) yapmış oldukları çalışmalarında temettü ödemelerinin hissedarların serveti üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada 1995-2010 dönemlerinde Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 46 şirketin verileri kullanılarak panel data yöntemiyle incelenmiştir. Çalışma sonucunda uzun vadede temettü veriminin hisse başına piyasa fiyatı ile pozitif ilişkili olduğu, hisse başına kazancın ise hisse başına piyasa fiyatı üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Chenchehene ve Mensah (2015) yapmış oldukları çalışmalarında İngiltere perakende endüstrisinde faaliyet gösteren 25 şirketin temettü politikalarının hissedarların refahı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmada 2004-2008 dönemlerine ait veriler panel data OLS yöntemiyle analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda temettü politikasının hissedarların refahı üzerinde olumlu bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Ansar ve diğerleri (2015) yapmış oldukları çalışmalarında hissedarların refahı ile temettü politikası arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada tekstil, çimento ve kimya sektöründen firmaların yer aldığı Karaçi Borsası'ndan 30 şirketin verisi kullanılmıştır. Çalışmada hissedarların refahı, hisse senetlerinin piyasa fiyatı ile ölçülmüştür. Bağımsız değişkenler olarak ise hisse başına temettü, geçmiş kazançlar, gecikmiş fiyat ve özkaynak karlılığı kullanılmıştır. Çoklu regresyon yönteminin kullanıldığı çalışmada hissedarların refahı ile temettü politikası arasında güçlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Gejalakshmi ve Azhagaiah (2015) yapmış oldukları çalışmalarında temettü politikasının Hindistan'daki bilgi teknolojisi sektörünün hissedarlarının refahı üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Çalışmada çoklu regresyon analizi kullanılmış olup çalışma sonucunda temettü ödemesinin yani payın piyasa değerinin dağıtılmamış karlar ve hisse başına kâr payı gibi değişkenler üzerinde önemli bir etkisinin olduğu belirlenmiştir.

Farrukh ve diğerleri (2017) yapmış oldukları çalışmalarında temettü politikasının hissedarların refahı ve Pakistan'daki firma performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Bu araştırmada kullanılan değişkenler temettü politikası, hissedarların refahı ve firma performansdır. Hisse başına temettü ve temettü getirisi, temettü politikasını ölçmek için kullanılır. Hissedar refahını temsilen, hisse başına kazanç ve hisse fiyatı kullanılmıştır. Özkaynak karlılığı ise firma performansını ölçmek için kullanılmıştır. Çalışmada çoklu regresyon analizi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda temettü politikasının hissedarların refahı ve firma performansı üzerinde olumlu yönde önemli bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Ofori Sasu ve diğerleri (2017) yapmış oldukları çalışmalarında temettü politikasının Gana'daki borsa şirketlerinin hissedar değeri üzerindeki etkisini incelemektedirler. Çalışmada Gana Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerin 2009'dan 2014'e kadar olan mali raporlarından elde edilen veriler kullanılmıştır. Veriler, havuzlanmış OLS panel regresyon yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda hisse başına temettü ile hissedar değeri arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Buna ek olarak daha yüksek temettü verimine sahip firmaların temettü verimi ile hissedar değeri arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Sonuç olarak temettü politikasının hissedar refahı ile güçlü bir ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Agila ve Jerinabi (2018) yapmış oldukları çalışmalarında Hindistan'daki çimento firmalarının temettü politikasının hissedarların refahına ve firma performansına etkisini incelemişlerdir.

---

Çalışmada 2013-2018 dönemlerine ait 5 dönemlik veriler çoklu regresyon analizi yardımıyla analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda değişkenler arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Khan ve Qureshi (2018) yapmış oldukları çalışmalarında temettü politikasının 2011-2017 yılları arasında Tata Motors ve Force Motors'ta hissedarların refahı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmada çoklu regresyon yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda temettü politikasının Tata Motors'ta hissedarların refahı üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu ancak Force Motors'ta hissedarların refahı üzerinde ise önemsiz bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Idris ve diğerleri (2019) yapmış oldukları çalışmalarında 2007-2017 döneminde Malezya'da işlem gören tüketici ürünleri sektöründe faaliyet gösteren 10 şirketin temettü politikasının hissedarların refahı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmada hisse başına piyasa fiyatı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Hisse başına kazanç, hisse başına kâr, özsermaye getirisi ve geçmiş yıllar karları da bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Çalışmada çoklu regresyon analizi kullanılmış olup çalışma sonucunda temettü politikasının tüm değişkenler üzerinde olumlu etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Ujuju ve Edore (2020) yapmış oldukları çalışmalarında temettü politikasının Nijerya'daki hissedarların refahı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada çoklu regresyon yöntemi kullanılmış olup çalışma sonucunda temettü ödemesinin hissedarların refahı üzerinde etkili olmadığı ve hissedarların temettü bilgilerine tepki göstermediği tespit edilmiştir.

Literatürdeki çalışmalar genel olarak değerlendirildiğinde temettü politikalarının hissedarların refahı üzerine etkisi çeşitli açıklayıcı değişkenlerle birlikte incelenmiştir. Literatürde elde edilen sonuçlarda bir yeknesaklık bulunmamasına rağmen genel olarak çalışmaların çoğunluğunda temettü politikalarının hissedarların refahını etkilediğine yönelik bulgular elde edilmiştir.

### **3. ÇALIŞMANIN YÖNTEMİ VE BULGULARI**

#### **3.1. Veri Seti**

Çalışmanın veri setini Borsa İstanbul'da işlem gören ve BIST Temettü Endeksinde (XTMTU) yer alan firmalar oluşturmaktadır. Analizin başında BIST Temettü Endeksinde yer alan 63 firmanın verileri 2000 ve 2021 yılları için yıllık bazda elde edilmeye çalışılmıştır. İlgili tarihler arasında firma verilerinde eksikliklerden dolayı veri seti daraltılmıştır. Nihai olarak çalışmanın oluşturulmasında endekste yer alan 23 firmanın (EK1) 2010 ve 2021 yılları arasındaki yıllık verileri kullanılmıştır. İlgili firmaların 12 yıllık periyottaki veri setinden oluşan panel veri seti ile analizler yapılmıştır. Firmalara ait verilerin elde edilmesinde Finnet A.Ş.'nin veri tabanından yararlanılmıştır.

#### **3.2. Değişkenler**

Araştırma konusuyla ilgili literatürdeki çalışmalar incelenerek hissedar refahını etkisi olan 8 bağımsız değişken modele dahil edilerek analiz kapsamında kullanılmıştır. İlgili değişkenlere ait kısaltmalar ve değişkenlerin içerikleri aşağıdaki Tablo 1'de yer almaktadır.

**Tablo 1:** Analizde Kullanılan Değişkenler

Değişken Türü	Kısaltma	Açıklama	İlgili Çalışma
Bağımlı Değişken	cashdiv	Nakit Temettü Dağıtım Oranı = (Hisse Başına Dağıtılan Nakit Temettü Tutarı / Hisse Başına Kazanç)	Yanxin ve diğerleri (2007)
	ros	Net Kar Marjı	Yanxin ve diğerleri (2007)
	roa	Aktif Karlılığı	Hafeez ve diğerleri (2018)
	roe	Özsermaye Karlılığı	Yanxin ve diğerleri (2007), Hafeez ve diğerleri (2018)
Bağımsız Değişken	gos	Net Satışlardaki Büyüme	Yanxin ve diğerleri (2007)
	fk	Fiyat Kazanç Oranı	Hafeez ve diğerleri (2018), Sarvar (2013), Azhagaiah ve Gejalakshmi (2014)
	pddd	Piyasa Değeri / Defter Değeri	Gul ve diğerleri (2012)
	lev	Borçlanma Oranı	Rahman, A. (2018)
	frmdeg	Firma Değeri	Rahman, A. (2018)

### 3.3. Ekonometrik Model

Yukarıda yer alan değişkenlerden yararlanılarak oluşturulan ekonometrik model aşağıda yer almaktadır. Aşağıda yer alan çoklu regresyon denkleminde 8 adet bağımsız değişken yer almaktadır. Denklem bir panel veri setine dayalı olarak oluşturulmuş zaman ve yatay kesit veri setini barındırmaktadır. Ekonometrik modelin analizinde ve diğer testlerin analizinde STATA paket programından yararlanılmıştır.

$$cashdiv_{it} = c + \beta_1 ros_{it} + \beta_2 roa_{it} + \beta_3 roe_{it} + \beta_4 gos_{it} + \beta_5 fk_{it} + \beta_6 pddd_{it} + \beta_7 lev_{it} + \beta_8 frmdeg_{it} + \varepsilon_{it} \quad D (1)$$

**Tablo 2:** Değişkenlere Ait Tanımlayıcı Test İstatistikleri

	cashdiv	ros	roa	roe	gos	fk	pddd	lev	frmdeg
<b>Ortalama</b>	0.409	0.472	11.900	20.714	21.667	13.636	2.281	40.417	9.91E+09
<b>Medyan</b>	0.370	0.110	8.825	16.590	15.530	9.840	1.520	37.590	1.55E+09
<b>Maksimum</b>	1.400	10.760	72.140	102.380	354.820	253.750	30.97	88.130	2.50E+11
<b>Minimum</b>	0.010	0.000	0.730	0.770	-96.040	0.400	0.170	0.570	-2.63E+08
<b>Standart Sapma</b>	0.282	1.402	10.664	14.244	36.511	18.345	2.799	25.287	2.40E+10
<b>Çarpıklık</b>	0.666	5.230	2.102	1.944	3.705	9.747	5.745	0.058	5.965408
<b>Basıklık</b>	2.752	32.632	8.844	9.238	32.422	123.564	51.338	1.894	51.07363
<b>Jarque-Bera</b>	18.53	9957.06	522.67	544.99	9282.39	150402.1	24891.91	12.46	24738.64
<b>Olasılık Değeri</b>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0019	0.0000
<b>Gözlem Sayısı</b>	276	276	276	276	276	276	276	276	276

Değişkenlere ait tanımlayıcı test istatistikleri Tablo 2’de yer almaktadır. 23 firmanın 12 yıllık verisinden oluşan değişkenlerin değişken bazındaki gözlem sayısı 276’dır. Değişkenlerin Jarque Bera test istatistiklerine ait sonuçların olasılık değerinin %5’ten küçük olduğu görülmektedir. Bu duruma göre değişkenlerin düzey değerlerindeki verilerin normal dağılıma sahip olmadığı söylenebilir. Jarque Bera test istatistiğine destekleyen sonuçlar değişkenlerin çarpıklık ve basıklık değerlerinde gözlenmektedir. Genel olarak çarpıklık değerinin “0” a yakın olması basıklık değerinin ise “3” yakın olması istenmektedir. Değişkenlerin sonuçlarına bakıldığından gerek çarpıklık gerekse basıklık değerlerinde olması istenen değerlerden farklı olduğu görülmektedir.

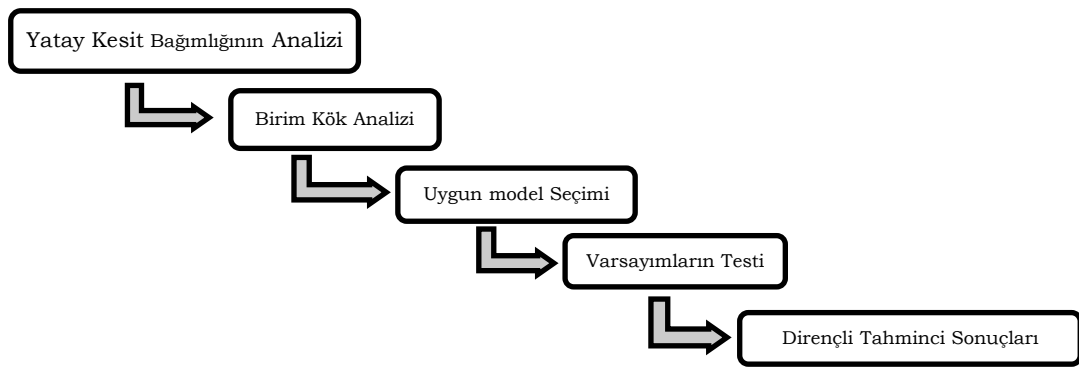
**Tablo 3:** Değişkenlere Ait Korelasyon Testi Sonuçları

Correlation t-Statistic Probability	CASHDIV	ROS	ROA	ROE	GOS	FK	PDDD	LEV	FRMDEG
<b>CASHDIV</b>	1.000 ----- -----								
<b>ROS</b>	-0.165 -2.602 0.009	1.000 ----- -----							
<b>ROA</b>	0.165 2.598 0.009	0.276 4.461 0.000	1.000 ----- -----						
<b>ROE</b>	0.020 0.311 0.756	0.063 0.983 0.326	0.754 17.788 0.000	1.000 ----- -----					
<b>GOS</b>	-0.202 -3.207 0.001	0.245 3.922 0.000	0.300 4.873 0.000	0.332 5.470 0.000	1.000 ----- -----				
<b>FK</b>	0.135 2.119 0.035	-0.033 -0.525 0.599	-0.052 -0.817 0.414	-0.146 -2.295 0.022	-0.109 -1.714 0.087	1.000 ----- -----			
<b>PDDD</b>	0.266 4.278 0.000	-0.085 -1.321 0.187	0.569 10.745 0.000	0.579 11.017 0.000	0.008 0.135 0.892	0.274 4.428 0.000	1.000 ----- -----		
<b>LEV</b>	-0.213 -3.387 0.000	-0.375 -6.280 0.000	-0.485 -8.594 0.000	0.069 1.084 0.279	0.018 0.280 0.779	-0.202 -3.200 0.001	-0.110 -1.718 0.086	1.000 ----- -----	
<b>FRMDEG</b>	-0.207 -3.290 0.001	-0.069 -1.071 0.285	-0.166 -2.614 0.009	0.150 2.361 0.019	0.113 1.776 0.076	-0.095 -1.484 0.139	-0.023 -0.362 0.717	0.413 7.032 0.000	1.000 ----- -----

Tablo 3'te yer alan korelasyon analizi sonuçlarına bakıldığında bağımlı değişkenle bağımsız değişkenler arasındaki korelasyonun oldukça düşük olduğu görülmektedir. Bağımlı değişkenle en yüksek korelasyona sahip değişken "pddd" değişkeni iken en düşük korelasyona sahip değişken "gos" değişkenidir.

#### 3.4. Analiz Aşamaları ve Analizde Kullanılan Testlere Ait Denklemler

Çalışmada regresyon analizi yapılmıştır. Regresyon analizi için öncelikle değişkenlerin birim kök testlerine bakılması gerekmektedir. Değişkenler birim kök içeriyorsa durağan hale getirilmelidir. Birim kök analizi öncesinde ise yatay kesit bağımlılığı testi yapılarak hangi birim kök testlerinin yapılması gerektiğine karar verilecektir. Serinin birim kök içerip içermediği belirlendikten sonra regresyon analizi için hangi regresyon modelinin uygun olduğu kontrol edilecektir. Uygun regresyon modeli seçildikten sonra varsayımların belirlenmesi gerekmektedir. Varsayımların koşullarına göre, sonuçlar dirençli regresyon modeli ve uygun modeldeki dirençli tahminçiler kullanılarak yorumlanmalıdır. Analiz aşamalarını gösteren süreçler Şekil 1'de gösterilmiştir.



### Şekil 1: Analiz Aşamaları

Panel veri analizlerinde zaman boyutunun (T) birim boyutundan (N) küçük olduğunda birimler arasında korelasyonun varlığını test etmek için yatay kesit bağımlılığı testlerinden Pesaran CD testi kullanılmaktadır. Bu çalışmada da kullanılan Pesaran CD testine ait denklem aşağıda yer almaktadır (Pesaran, 2004).

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \left( \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij} \right) \quad D (2)$$

Fisher-ADF ve PP testlerinde panel veri setinin dengeli panel olması şartı aranmaz. Ayrıca, birimlere ait zaman serilerinde boşluklar da olabilir. Panel veri seti için Fisher-ADF & PP testleri zaman serileri için ele alınan ADF ve PP birim kök testlerinin her birim için uygulanmasıdır. Panel veri seti için Fisher-ADF & PP birim kök testi için uygulanacak olan regresyon modeli aşağıdaki gibidir (Sarıkovanlık ve diğerleri, 2019, s.189).

$$\begin{aligned} Y_{it} &= d_{it} + X_{it} \quad (i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T) \\ d_{it} &= \beta_{i0} + \beta_{i1}t + \dots + \beta_{im_i}t^{m_i} \\ X_{it} &= \alpha_i X_{it-1} + \mu_{it} \end{aligned} \quad D (3)$$

Fisher-ADF & PP birim kök testinin hipotezleri aşağıdaki gibidir;

$$H_0 : \text{Seride birim kök vardır. Seri durağan değildir.} \quad (H_0: \rho_i = 0)$$

Im, Pesaran ve Shin tarafından yatay kesitin genişletilmiş türü olarak düşünülebilecek CIPS istatistiği aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$CIPS(N, T) = t - bar = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N t_i(N, T) = N^{-1} \sum_{i=1}^N CADF_i \quad D (4)$$

Sabit etki ve rassal etki yaklaşımlarından hangisinin modeller için uygun olduğunun tespit edilmesi için Hausman (1978) test istatistiğinden yararlanılmaktadır. Hausman test istatistiği hesaplanırken, genelleştirilmiş en küçük kareler tahmincisi ve grup için tahmincinin varyans ve kovaryans matrislerinin arasındaki farktan yararlanılarak, H istatistiği (H) hesaplanmaktadır. Hausman testi bu farkın sifıra eşitliğini test etmektedir. Test istatistiği aşağıdaki gibidir:



$$H = (\hat{\beta}_{SE} - \hat{\beta}_{TE})' [A \text{ var}(\hat{\beta}_{SE}) - A \text{ var}(\hat{\beta}_{TE})]^{-1} (\hat{\beta}_{SE} - \hat{\beta}_{TE}) \quad D (5)$$

Bu eşitlikte SE alt indisi, sabit etki modelinin tahmincilerini; TE alt indisi ise, rassal etki modelinin tahmincilerini göstermektedir.  $A \text{ var}\hat{\beta}_{SE}$  ve  $A \text{ var}\hat{\beta}_{TE}$  ise sırasıyla, sabit ve rassal etki modellerinin tahmininde elde edilen asimptotik varyans kovaryans matrislerini ifade etmektedir (Sarıkovanlık ve diğerleri, 2019, s.172). Hausman test istatistiğinin hipotezleri şöyledir:

$H_0$  : Rassal etki daha uygundur.

F testi 1989 yılında Moulton ve Randolph (1989) tarafından önerilmiştir. F testi aşağıda yer alan denklem 6'da gösterilmektedir.  $H_0$  hipotezini test etmek için  $[(N-1), N(T-1)-K]$  serbestlik dereceli F dağılımından yararlanılmaktadır.  $H_0$  hipotezi reddedilirse, parametrelerin birimlere göre değiştiği bir başka ifade ile klasik modelin uygun olmadığı anlaşılmaktadır (Tatoğlu, 2012, s.166).

$$F = \frac{(RRSS - URSS)/(N - 1)}{(URSS)/N(T - 1) - 1} \quad D (6)$$

Dirençli standart hatalar için ilk çalışmalar Huber(1967), Eicker (1967) ve White (1980) tarafından yapılmıştır. Kalıntıların farklı varyanslı olduğu durumlarda varyansların tahmini için aşağıdaki yer alan denklem 7'deki tahminciyi önermişlerdir (Tatoğlu, 2012, s.242).

$$\text{Var}(\hat{\beta}) = (XX)^{-1} X \text{diag}(\hat{u}_i^2) X(XX)^{-1} \quad D (7)$$

Farklı varyanslılığının olup olmadığını tespit etmek için Wald Testinden yararlanılmıştır. Walt istatistiği aşağıda yer alan denklem 8'de yer almaktadır.

$$W = \sum_{i=1}^N \frac{(\hat{\sigma}_i^2 - \sigma^2)^2}{V_i} \quad D (8)$$

$H_0$  : Farklı varyanslılık vardır. ( $H_0: \sigma_i^2 = \sigma^2$ )

Otokorelasyonun olup olmadığını tespit etmek için Bhargava, Franzini ve Narendranathan tarafından ortaya konulan test istatistiği denkleme 9'da yer almaktadır.

$$d = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^{n_i} [\tilde{z}_{i,t_{ij}} - \tilde{z}_{i,t_{ij-1}} I(t_{ij} - t_{i,j-1} = 1)]^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^{n_i} \tilde{z}_{i,t_{ij}}^2} \quad D (9)$$

$H_0$ : Otokorelasyon yoktur. ( $H_0: \rho = 0$ )

### 3.5. Bulgular

Regresyon analizine geçmeden önce değişkenlerin zaman boyutu olduğundan dolayı öncelikli olarak durağanlık sınavının yapılması gerekmektedir. Panel veri setinden oluşan değişkenlerin birinci kuşak birim kök testlerinin mi? yoksa ikinci kuşak birim kök testlerinin mi? uygulanacağına karar vermek için değişkenlerin yatay kesit bağımlılığının olup olmadığı tespit edilmelidir. Değişkenlerin yatay kesit bağımlılığına ait test sonuçları Tablo 4'te yer almaktadır.

**Tablo 4:** Yatay Kesit Bağımlılığına Ait Test Sonuçları

Değişken Adı	Pesaran CD Testi		Sonuç
	İstatistik	Olasılık	
cashdiv	0.536	0.591	Yok
ros	15.584	0.000	Var
roa	11.662	0.000	Var
roe	17.884	0.000	Var
gos	23.958	0.000	Var
fk	10.561	0.000	Var
pddd	9.196	0.000	Var
lev	6.604	0.000	Var
frmdeg	35.68	0.000	Var

Yatay kesit bağımlılığı için Pesaran CD testinin sonuçları kullanılmıştır. Bunun sebebi yatay kesit boyutunun zaman boyutundan fazla olmasıdır. Yatay kesit bağımlılığı için yapılan test sonuçlarına bakıldığından bağımlı değişken hariç tüm değişkenlerin yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlara bakarak değişkenlerin birim kök içerip içermediğinin tespiti için bağımlı değişkende birinci kuşak birim kök testleri sonuçlarına, bağımsız değişkenler içinse ikinci kuşak birim kök testleri sonuçlarına bakılmalıdır. Birim kök için yapılan test sonuçları Tablo 5'te yer almaktadır.

**Tablo 5:** Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Test Türleri		Sonuç
	ADF - Fisher Ki Kare Testi Olasılık Değeri	Im, Pesaran ve Shin Testi (CIPS) Olasılık Değeri	
cashdiv	0.0001		Birim Kök Yoktur
ros		0.2650	Birim Kök Vardır
dros		0,0001	Birim Kök Yoktur
roa		0,0001	Birim Kök Yoktur
roe		0,0001	Birim Kök Yoktur
gos		0,6580	Birim Kök Vardır
dgos		0,0001	Birim Kök Yoktur
fk		0,8550	Birim Kök Vardır
dfk		0,0001	Birim Kök Yoktur
pddd		0,6260	Birim Kök Vardır
dpddd		0,0001	Birim Kök Yoktur
lev		0,0130	Birim Kök Yoktur
frmdeg		0,9999	Birim Kök Vardır
dfrmdeg		0,0022	Birim Kök Yoktur

Bağımlı değişkenin birim kök testi ADF testi ile yapılmış olup bağımlı değişkenin birim kök içermediği tespit edilmiştir. Bağımsız değişkenlerin birim kök sonuçları ise ikinci kuşak birim kök testlerinden olan Pesaran (2003) birim kök testi ile tespit edilmiştir. Bu durumda bağımsız değişkenlerden “roa”, “roe” ve “lev” değişkenlerinin birim kök içermedikleri diğer bağımsız değişkenlerin ise birim kök içerdikleri tespit edilmiştir. Birim kök içeren “ros”, “gos”, “fk”, “pddd” ve “frmdeg” değişkenlerinin birinci farkları alındıktan sonra sırasıyla “dros”, “dgos”, “dfk”, “dpddd” ve “dfrmdeg” değişkenlerinin yapılan birim kök testlerinde tamamının durağan hale geldiği tespit edilmiştir.

Değişkenler durağanlık çalışmasından sonra regresyon analizi için hazır hale getirilmiştir. Panel regresyon modelinin klasik havuzlanmış model mi? sabit etkili model mi? rassal etkili model mi? olduğu tespit edilmelidir. Model seçiminin yapılabilmesi için öncelikli olarak rassal etki ve sabit etki modeli arasında seçim yapılması gerekmektedir. Bunun içinde Hausman (1978) testi yapılmıştır. Test sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Tablo 6'daki Hausman testinin prob değerine bakıldığında sabit etkili modelin daha uygun olduğu görülmektedir.

**Tablo 6:** Hausman Test Sonuçları

Ki-Kare Değeri	Prob Değeri
16.80	0.0188

Hausman test sonucundan sonra sabit etkinin mi? yoksa klasik havuzlanmış modelin mi? daha uygun olduğunu tespit etmek için F testinin yapılması gerekmektedir. F testinin sonuçları da Tablo 7’de yer almaktadır.

**Tablo 7:** F Test Sonuçları

F(22,191)	Prob Değeri
12.34	0.0001

F testinin sonuçlarına bakıldığında sabit etkili modelin daha uygun olduğu görülmektedir. Sabit etkili modele ait regresyon analizi sonucu Tablo 8’de yer almaktadır.

**Tablo 8:** Sabit Etkiler Modeli Regresyon Sonucu

Bağımlı Değişken	Cashdiv		
Gözlem Sayısı	222		
Belirlilik Katsayısı (R <sup>2</sup> )	0.1088		
Bağımsız Değişkenler	Beta Katsayısı	Standart Hat	Olasılık Değeri
<b>dros</b>	-0.022771	0.0243388	0.926
<b>roa</b>	0.004727	0.0047513	0.321
<b>roe</b>	-0.006058	0.0028179	0.032
<b>dgos</b>	-0.000082	0.0002948	0.781
<b>dfk</b>	-0.000614	0.0005455	0.261
<b>dpddd</b>	0.013196	0.0067082	0.051
<b>lev</b>	-0.003772	0.0025808	0.146
<b>dfrmdeg</b>	-0.000001	0.0000001	0.901
<b>sabit terim</b>	0.325836	0.1076149	0.003

Yukarıda yer alan sabit etkiler modelinde varsayımların sağlanıp sağlanmadığına bakılmadan test sonuçlarına yer verilmiştir. Sabit etkiler modelinde regresyon varsayımı olarak farklı varyanslılık, otokorelasyon ve birimler arası korelasyona bakılmalıdır. Varsayımların sağlanıp sağlanmadığına bakıldıktan sonra dirençli tahminci yöntemleri kullanılarak en ideal regresyon denklemi ile tahminler ortaya konulmalıdır. Tablo 9’da 3 varsayıma ait sonuçlar yer almaktadır.

**Tablo 9:** Sabit Etkiler Modeli İçin Varsayımların Sonuçları

Varsayım Türü	Test Değerleri		Sonuç
	<b>Wald Testi</b>		
Farklı Varyanslılık Testi	<i>Ki Kare Değeri:</i> 15696.06	<i>Olasılık Değeri:</i> 0.0001	Farklı Varyanslılık Var
	<b>Modified Bhargava et al.</b>		
Otokorelasyon Testi	<i>Durbin-Watson :</i> 1.8598236 <i>Balaghi-Wu LBI :</i> 2.1125598		Otokorelasyon yok
	<b>Pesaran CD</b>		
Birimler arası Korelasyon	<i>İstatistik Değeri:</i> -0.879272	<i>Olasılık Değeri:</i> 0.3793	Birimler arası Korelasyon yok

Yukarıda yer alan varsayım testlerine bakıldığında sabit etkiler modeli ile oluşturulan panel regresyon denkleminde farklı varyanslılık sorunun olduğu otokorelasyon ve birimler arası korelasyonun olmadığı tespit edilmiştir. Elde edilen bu sonuçlara göre farklı varyanslılık sorununu ortadan kaldırmak için dirençli tahminci yöntemlerinden yararlanılmalıdır. Bu durumda dirençli tahminci yöntemlerinden olan Huber, Eicker ve White tahmincisi kullanılarak farklı varyanslılık sorunu da ortadan kaldırılmaktadır. Tablo 10’da Huber, Eicker ve White tarafından geliştirilen dirençli tahminci yöntemine ait regresyon sonucu yer almaktadır.

**Tablo 10:** Sabit Etkiler Modeli Tahmincisi (Dirençli Standart Hatalar- Huber Eicker ve White Tahmincisi)

<b>Bağımlı Değişken</b>	Cashdiv		
<b>Gözlem Sayısı</b>	222		
<b>Belirlilik Katsayısı (R<sup>2</sup>)</b>	0.1088		
<b>Bağımsız Değişkenler</b>	<b>Beta Katsayısı</b>	<b>Standart Hat</b>	<b>Olasılık Değeri</b>
<b>dros</b>	-0.022	0.010	0.823
<b>roa</b>	0.004	0.005	0.400
<b>roe</b>	-0.006	0.003	0.091
<b>dgos</b>	-0.00008	0.0002	0.698
<b>dfk</b>	-0.0006	0.0004	0.198
<b>dpddd</b>	0.013	0.0026	0.001
<b>lev</b>	-0.003	0.0026	0.165
<b>dfmdeg</b>	-0.000001	0.0000001	0.862
<b>sabit terim</b>	0.325	0.100	0.004

Sabit etkiler modelinde dirençli tahmincilere göre yapılan regresyon analizi sonucunda hissedar refahını etkileyen tek değişkenin olduğu tespit edilmiştir. Bu değişken “pddd” değişkeninin farkı alınmış halidir. Elde edilen regresyon analizi sonucunda “pddd” oranındaki bir birimlik artış bağımlı değişken olarak hesaplanan hissedar refahı üzerinde %1,31967’lik bir artış sağlamaktadır. Diğer değişkenlerdeki artış ve azalışlar istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır.

#### 4. SONUÇ VE ÖNERİLER

Firmaların faaliyetlerini kesintisiz sürdürebilmeleri için kar elde etmeleri önem arz etmektedir. Firmaların elde ettikleri nihai kar olan dönem net karının değerlendirilmesi hem firmaların gelecek faaliyet ve yatırımları için kaynak niteliği taşımakta hem de firma ortakları için temettü

gelirinin elde edilmesi açısından önemlidir. Firmalar dönem net karını otopfinansman kaynağı olarak özsermayeye eklemek suretiyle kaynak yapısını güçlendirmeyi hedeflemektedir. Ortaklar ise elde edilen karın sermayeye eklenmesi yerine temettü geliri olarak tamamının dağıtılmasını istemektedirler. Bu ikilemde firmaların ideal kar dağıtım oranı ile hem hissedarlarının temettü gelirlerini karşılamak hem de gelecek dönemlerdeki yatırımlarının finansmanında özkaynaktan yararlanmak amacıyla karın bir kısmını otopfinansman olarak bırakmalıdır.

Yapılan bu çalışmada hissedar refahını etkileyen değişkenler tespit edilmeye çalışılmıştır. Bunun BIST Temettü endeksinde yer alan 23 firmanın 2010 ve 2021 yılları arasındaki yıllık verileri kullanılarak hissedar refahı üzerinde etkisi olacağı düşünülen 8 bağımsız değişkenle panel çoklu regresyon analizi yapılmıştır. Yapılan analizlerin sonucunda hissedar refahı üzerinde “pddd” oranının pozitif ve anlamlı etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Diğer 7 bağımsız değişken olan “ros”, “roa”, “roe”, “gos”, “fk”, “lev” ve “frmdeg” değişkenlerinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Elde edilen bu sonuçlara göre yatırımcılar yüksek “pddd” değerine sahip hisselerle yatırım yaparak hissedar refahlarını arttırabilmektedir.

Çalışma kapsamında özetlenen literatürde bazı çalışmalarda hissedar refahı ile bağımsız değişkenler arasında anlamlı ilişkiler bulunurken bazı çalışmalarda ise anlamlı ilişkiler bulunamamıştır. Bu bağlamda bu çalışmada elde edilen sonuçlar değerlendirildiğinde pd/dd oranı dışında kalan değişkenler ile hissedar refahı arasında anlamlı ilişkiler tespit edilememiştir. Bu yönüyle değerlendirildiğinde bu çalışma Wet ve Mpinda (2013); Khan ve Qureshi (2018); Ujuju ve Edore (2020) ve Azhagaiah ve Priya (2008) çalışmaları ile benzer sonuçlara sahiptir. Kontrol değişkeni olarak eklenen pd/dd oranı ile hissedar refahı arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler tespit edilmiş olup bu değişken açısından değerlendirildiğinde ilgili literatürdeki hissedar refahı ile kontrol değişkenleri arasında anlamlı ilişki tespit edilen diğer çalışmalarla benzer sonuçlar elde edildiği görülmektedir.

Çalışmanın uygulama kısmında BIST Temettü endeksindeki firmaların verilerinden yararlanılmıştır. Bu firmaların dışında yer alan firmaların verileri kullanılarak veri seti genişletilebilir. Böylece BIST özelinde daha kapsayıcı sonuçlar elde edilebilir. Ayrıca değişkenler de arttırılarak analize dahil edilmeyen değişkenlerin de hissedar refahı üzerindeki etkisi ortaya konulabilir.

---

<b>Geliş Tarihi</b>   <b>Kabul Tarihi</b>   <b>Yayın Tarihi</b>	28 Temmuz 2023   26 Aralık 2023   31 Aralık 2023
<b>Yazar Katkısı</b>	Nevzat ÇALIŞ (%34), Şakir SAKARYA(%33), Hasan Hüseyin YILDIRIM(%33)
<b>Hakem Değerlendirmesi</b>	Çift taraflı kör hakemlik
<b>Etik Onay</b>	Bu makale, insan veya hayvanlar ile ilgili etik onay gerektiren herhangi bir araştırma içermemektedir.
<b>Çıkar Çatışması</b>	Yazarlar çıkar çatışması bildirmemiştir.
<b>Finansal Destek</b>	Yazarlar bu çalışma için finansal destek almadığını beyan etmiştir
<b>Telif Hakkı &amp; Lisans</b>	Yazarlar dergide yayınlanan çalışmalarının telif hakkına sahiptirler ve çalışmalarını CC BY-NC 4.0 lisansı altında yayımlanır. <a href="https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.tr">https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.tr</a>
<b>Submission</b>   <b>Acceptance</b>   <b>Publication</b>	28 July 2023   26 December 2023   31 December 2023
<b>Author Contribution</b>	Nevzat ÇALIŞ (34%), Şakir SAKARYA(33%), Hasan Hüseyin YILDIRIM(33%)
<b>Peer-review</b>	Double-blind peer review
<b>Ethical Approval</b>	This article does not contain any studies with human participants or animals performed by the authors.
<b>Conflicts of Interest</b>	The authors declares that there is no conflict of interest.
<b>Grant Support</b>	The authors received no financial support for the research, authorship and/or publication of this article.
<b>Copyright &amp; License</b>	Author publishing with the journal retain(s) the copyright to their work licensed under the CC BY-NC 4.0. <a href="https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/">https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/</a>

---

---

**KAYNAKÇA | REFERENCES**

- Agila, M. ve Jerinabi, U. (2018). Dividend policy and its impact on shareholder's wealth and firm performance: A study of listed cement companies. *IOSR Journal of Business and Management*, 20(9), 28-31. doi: [10.9790/487X-2009072831](https://doi.org/10.9790/487X-2009072831)
- Ansar, I, Butt, A.A ve Shah, S.B.H. (2015). Impact of dividend policy on shareholder's wealth. *International Review of Management and Business Research*, 4(1), 89-95. Erişim adresi: <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=6fa6de300c7cd7e5fcf076a84b9f63c686f35d25>
- Aydın, N., Başar, M. ve Coşkun, M. (2017). *Finansal Yönetim*. Detay Yayıncılık: Ankara
- Azhagaiah, R. ve Priya, S.N. (2008). The impact of dividend policy on shareholders' wealth. *International Research Journal of Finance and Economics*, 20(3), 1450-2887. Erişim adresi: [https://www.academia.edu/24938059/The\\_Impact\\_of\\_Dividend\\_Policy\\_on\\_Shareholders\\_Wealth](https://www.academia.edu/24938059/The_Impact_of_Dividend_Policy_on_Shareholders_Wealth)
- Chenchehene, J. ve Mensah, K. (2015). Dividend policy and its effects on shareholders wealth: Evidence from UK retail industry. *International Journal of Liberal Arts and Social Science*, 3(2), 52-64. Erişim adresi: <https://www.ijlass.org/data/frontImages/gallery/Vol. 3 No. 2/6. 52-64.pdf>
- De Wet, J. ve Mpinda, M. (2013). The impact of dividend payments on shareholders' wealth: evidence from the Vector Error Correction Model. *De Wet, JH vH. & Mpinda, M*, 1451-1465. doi: [10.19030/iber.v12i11.8182](https://doi.org/10.19030/iber.v12i11.8182)
- Eicker, F. (1967). Limit Theorems for Regressions with Unequal and Dependent Errors, in *Proceeding of The Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability*, Ed. Lecam L. and Neyman, J., 59-80, Berkeley, University of California Press. Erişim adresi: <https://asset-pdf.scinapse.io/prod/1895111254/1895111254.pdf>
- Farrukh, K., Irshad, S., Shams Khakwani, M., Ishaque, S. ve Ansari, N.Y. (2017). *Impact of dividend policy on shareholders wealth and firm performance in Pakistan*. *Cogent Business & Management*, 4(1), 1408208. doi: [10.1080/23311975.2017.1408208](https://doi.org/10.1080/23311975.2017.1408208)
- GejaLakshmi, S. ve Azhagaiah, R. (2015). The impact of dividend policy on shareholders' wealth before and after financial melt down: evidence from FMCG sector in India. *Financial Risk and Management Reviews*, 1(1), 8-26. doi: [10.18488/journal.89/2015.1.1/89.1.8.26](https://doi.org/10.18488/journal.89/2015.1.1/89.1.8.26)
- Gul, S., Sajid, M., Razzaq, N., Iqbal, M.F. ve Khan, M.B. (2012). The relationship between dividend policy and shareholder's wealth. *Economics and Finance Review*, 2(2), 55-59. Erişim adresi: <http://www.businessjournalz.org/efr>
- Hafeez, M.M., Shahbaz, S., Iftikhar, I. ve Butt, H.A. (2018). Impact of dividend policy on firm performance. *International Journal of Advanced Study and Research Work*, 1(4), 1-5. doi: [10.5281/zenodo.131218](https://doi.org/10.5281/zenodo.131218)
- Huber, P.J. (1967). The behavior of maximum likelihood estimates under non-standard conditions. in *Proceeding of The Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability*, Ed. Lecam L. and Neyman, J., 221-233, Berkeley, University of California Press. Erişim adresi: <https://www.academia.edu/download/69787159/1200512988.pdf>
-

- 
- Idris, B.M., IzzatiNazri, N.F., Ali, S., Rahim, H.A. ve Kasim, K. (2019). The impact of dividend policy on shareholders' wealth: a case study of syariah compliance companies. *Journal of Islamic Banking & Finance*, 36(4). Erişim adresi: <https://web.p.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=0&sid=08d9331f-e792-4f9f-9fa6-d40b948bf40c%40redis>
- Khan, A.B. ve Qureshi, N.Z. (2018). Does dividend policy affect shareholders' wealth. *International Journal of Current Engineering and Scientific Research*, 5(2), 1-7. Erişim adresi <https://portal.issn.org/resource/ISSN/2153-8956>
- Rahman, A. (2018). Effect of dividend policy on firm's performance: a case study of cement sector of Pakistan. *SEISENSE Journal of Management*, 1(5), 6-15. doi: <https://doi.org/10.5281/zenodo.1450462>, 6-15
- Moulton, B.R. ve Randolph, W.C. (1989). Alternative test of the error components model. *Econometrica*, 57, 685-693. doi: [10.2307/1911059](https://doi.org/10.2307/1911059)
- Ofori-Sasu, D., Abor, J.Y. ve Osei, A.K. (2017). Dividend policy and shareholders' value: evidence from listed companies in Ghana. *African Development Review*, 29(2), 293-304. doi: [10.1111/1467-8268.12257](https://doi.org/10.1111/1467-8268.12257)
- Pesaran, M.H. (2004). General diagnostic tests for cross section dependence in panels, University of Cambridge, Faculty of Economics, Cambridge WP 0435 in Economics. doi: [10.1007/s00181-020-01875-7](https://doi.org/10.1007/s00181-020-01875-7)
- Sarıkovanlık, V., Koy, A., Akkaya, M., Yıldırım, H.H. ve Kantar, L. (2019). *Finans Biliminde Ekonometri Uygulamaları*. Seçkin Yayıncılık:Ankara
- Sarwar, M.S. (2013). Effect of dividend policy on share holders wealth: a study of sugar industry in Pakistan. *Global Journal of Management and Business Research*, 13(7), 1-9. Erişim adresi: [https://globaljournals.org/GJM BR\\_Volume13/8-Effect-of-Dividend-Policy-on.pdf](https://globaljournals.org/GJM BR_Volume13/8-Effect-of-Dividend-Policy-on.pdf)
- Tatoğlu, F.Y. (2012). *Panel Veri Ekonometrisi - Stata Uygulamalı*. Beta Yayıncılık: İstanbul
- Ujuju, L.E. ve Edore, J.E. (2020). Effect of dividend policy on shareholders wealth in Nigeria (1986 to 2016), *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 8(6), 15-27. doi: [10.37745/ejaaf/vol8.no6.pp15-27.2020](https://doi.org/10.37745/ejaaf/vol8.no6.pp15-27.2020)
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica*, 48, 817-838. doi: [10.2307/1912934](https://doi.org/10.2307/1912934)
- Yanxin, Y., Dagang, K. ve Xiao, Z. (2007). Shareholder wealth effect of dividend policy: Empirical evidence from the Chinese securities market. *Frontiers of business research in China*, 1(3), 437-455. doi: [10.1007/s11782-007-0026-8](https://doi.org/10.1007/s11782-007-0026-8)
-

**EK 1:** Çalışmada Kullanılan Firmalar ve Kodları

<b>Sıra</b>	<b>Firma Kodu</b>	<b>Firma Adı</b>
1	AKCNS	AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
2	AKMGY	AKMERKEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
3	AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.
4	ALGYO	ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
5	ALKIM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.
6	ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
7	BRYAT	BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.
8	ECZYT	ECZACIBAŞI YATIRIM HOLDİNG ORTAKLIĞI A.Ş.
9	ERBOS	ERBOSAN ERCİYAS BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
10	EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
11	FMIZP	FEDERAL-MOGUL İZMİT PİSTON VE PİM ÜRETİM TESİSLERİ A.Ş.
12	FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
13	SAHOL	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.
14	KARTN	KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
15	KLMSN	KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
16	KCHOL	KOÇ HOLDİNG A.Ş.
17	NUHCM	NUH ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.
18	PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.
19	PNSUT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.
20	SARKY	SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
21	SELEC	SELÇUK ECZA DEPOSU TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
22	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
23	SISE	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.



## **EXTENDED SUMMARY**

### **Introduction**

Whether large or small, and regardless of being multinational, the inevitable goal of all private sector enterprises, alongside their other objectives, is to obtain profit for the fundamental purpose of sustaining their existence. Once profit is attained as a result of business success and effective capital utilization, the crucial consideration becomes how to utilize this profit. In today's globalized and privatized landscape, deep competition pervades every sector, making it challenging for companies to compete in qualified markets. To cope with this competition and add value to companies, financial managers in today's world must make critical financial decisions. The most significant of these decisions is maximizing shareholder welfare, typically indicated by the market price of the company's stock. This condition is achievable when the company's stock price is at its maximum. Shareholders prefer cash dividends and are also interested in the growth of earnings per share. Dividends represent the returns shareholders receive in exchange for the capital they invest in the company. Companies resort to dividend distribution to enhance the well-being of their investors and, consequently, increase the market value of the firm. Even if companies retain their earnings for new investments within the business, they may find themselves compelled to distribute dividends to shareholders at higher rates in the coming years. For these reasons, boards of directors and decision-makers should determine the best dividend distribution policy for shareholders.

### **Purpose**

This study aims to measure the impact of dividend distribution policies of companies in the BIST Dividend Index on shareholder welfare, contributing to the literature by examining domestic studies on shareholder welfare.

### **Method**

The method involves regression analysis, examining unit root tests for variables, addressing stationarity if needed, and selecting an appropriate regression model. Before unit root analysis, a cross-sectional dependency test is conducted to decide which unit root tests are necessary. After determining whether the series contains a unit root, the suitable regression model for regression analysis is checked. Once the appropriate regression model is selected, assumptions need to be defined. Based on the conditions of these assumptions, the results should be interpreted using robust regression models and robust predictors in the chosen model.

### **Findings**

In the analysis conducted using robust predictors in the fixed effects model, it is determined that the only variable influencing shareholder welfare is the "pddd" variable. This variable represents the difference in the "pddd" variable. The obtained regression analysis results indicate that a one-unit increase in the "pddd" ratio leads to a 1.31967% increase in shareholder welfare calculated as the dependent variable. Increases and decreases in other variables did not show statistical significance.

### **Conclusions**

For companies to sustain their operations seamlessly, it is crucial for them to generate profit. Evaluating the period net income, which represents the ultimate profit companies obtain, is essential both as a source for the future activities and investments of the firms and for obtaining

---

dividend income for company shareholders. Companies aim to strengthen their capital structure by adding period net income to equity as a self-financing source. However, shareholders prefer the entire profit to be distributed as dividend income rather than being added to the capital. In this dilemma, companies should determine the ideal profit distribution ratio to leave a portion of the profit as self-financing, allowing them to meet shareholder dividends and utilize equity for financing future investments. This study attempts to identify variables affecting shareholder welfare. Using annual data from 23 companies in the BIST Dividend Index between 2010 and 2021, panel multiple regression analysis was conducted with eight independent variables believed to impact shareholder welfare. The analysis results indicate a positive and significant effect of the "pddd" ratio on shareholder welfare. The other seven independent variables, namely "ros," "roa," "roe," "gos," "fk," "lev," and "frmdeg," were found to be statistically insignificant. Based on these results, investors can enhance shareholder welfare by investing in stocks with high "pddd" values.