

Kâr Payı Ödemeleri ile Firma Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: Düzenli Kâr Payı Ödeyen Borsa İstanbul Şirketleri Üzerine Bir Panel Veri Analizi

The Relationship between Dividend Payments and Firm Market Value: A Panel Data Analysis of Dividend-Paying Firms Listed on Borsa Istanbul

Kemal ESMER 

^a Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, Ankara, Türkiye,
kemal.esmer@hbv.edu.tr

MAKALE BİLGİSİ

Anahtar Kelimeler:

Kâr Payı Politikası
Piyasa Değeri
Ödenmiş Sermaye
İşletme Büyüklüğü
Panel Veri
BİST

Geliş Tarihi 20 Şubat 2026

Düzeltilme Tarihi 20 Ağustos 2026

Kabul Tarihi 30 Ağustos 2026

Makale Sınıflandırması:

Araştırma Makalesi

ÖZET

Amaç – Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul'da düzenli kâr payı ödeyen firmalarda toplam kâr payı ödemeleri, işletme ölçeği ve ödenmiş sermayenin toplam kaynaklar içindeki payı ile firma piyasa değeri arasındaki ilişkiyi incelemektir. Ayrıca yıllık net kâr, kâr payı verimi ve hisse başına kâr payı gibi kontrol değişkenleri ile firma piyasa değeri arasındaki ilişkiyi de incelemektir.

Yöntem – Araştırmada 33 BİST firmasının 10 yıllık dönemine ait 330 gözleminden oluşan dengeli panel veri seti kullanılmıştır. Model seçim testleri sonucunda firma ve yıl sabit etkilerini içeren iki yönlü sabit etkiler modeli tercih edilmiştir. Heteroskedastisite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı dikkate alınarak regresyon sonuçları Driscoll-Kraay dirençli standart hatalarıyla tahmin edilmiştir. Modelin test edilmesinde EViews ve Stata paket programlarından yararlanılmıştır.

Bulgular – Sonuçlar, toplam kâr payı ödemeleri ile firma piyasa değeri arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunduğunu göstermektedir. İşletme ölçeği de piyasa değeriyle pozitif ve anlamlı ilişkiliyken, ödenmiş sermayenin toplam kaynaklar içindeki payı için anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir. Kontrol değişkenlerinden yıllık net kâr ve hisse başına kâr payı pozitif, kâr payı verimi ise negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

Tartışma – İncelenen finansal değişkenlerin firma piyasa değeriyle farklı yön ve büyüklüklerde ilişkili olduğu belirlenmiştir. Bulgular, düzenli kâr payı ödeyen BİST firmalarında kâr payı ödemeleri ve işletme ölçeğinin firma piyasa değeriyle pozitif ilişkili olduğunu ortaya koymaktadır. Çalışmanın özgün katkısı, düzenli kâr payı ödeyen BİST firmalarında toplam kâr payı ödemelerinin piyasa değeriyle ilişkisini firma ölçeği, sermaye yapısı ve kâr payına ilişkin kontrol değişkenleriyle birlikte ele almasıdır. Ayrıca yatay kesit bağımlılığı, heteroskedastisite ve otokorelasyonu dikkate alan dirençli tahmin yaklaşımının kullanılması, çalışmanın yöntemsel sağlamlığını güçlendirmektedir.

ARTICLE INFO

Keywords:

Dividend Policy
Market Value
Paid-up Capital
Firm Size
Panel Data
BİST

Received 20 February 2026

Revised 20 August 2026

Accepted 30 August 2026

ABSTRACT

Purpose – The aim of this study is to examine the relationship between total dividend payments, firm size, the proportion of paid-in capital in total liabilities and equity, and firm market value among Borsa Istanbul-listed firms that regularly pay dividends. In addition, the relationships between firm market value and control variables such as annual net profit, dividend yield, and dividend per share are examined.

Design/methodology/approach – The study employs a balanced panel dataset comprising 330 observations for 33 BIST-listed firms over a 10-year period. Based on the model specification tests, a two-way fixed-effects model incorporating both firm and year fixed effects was selected. Considering the presence of heteroskedasticity, autocorrelation, and cross-sectional dependence, the regression results were estimated using Driscoll-Kraay robust standard errors. EViews and Stata software packages were utilized to test the model.

Findings – The findings indicate a positive and statistically significant relationship between total dividend payments and firm market value. Firm size is also positively and significantly associated with market value, whereas no statistically significant relationship is found for the proportion of

ETİK ONAY / ETHICAL APPROVAL: Bu çalışma insan katılımcıları veya insanlara ait kişisel veriler içermediğinden etik kurul onayı gerektirmemektedir.

Önerilen Atıf / Suggested Citation

Esmer, K. (2026). Kâr Payı Ödemeleri ile Firma Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: Düzenli Kâr Payı Ödeyen Borsa İstanbul Şirketleri Üzerine Bir Panel Veri Analizi, İşletme Araştırmaları Dergisi, 18 (3), 2448-2466.

Article Classification:
Research Article

paid-in capital in total liabilities and equity. Among the control variables, annual net profit and dividend per share are positively and significantly associated with firm market value, while dividend yield exhibits a negative and statistically significant relationship with firm market value.

Discussion – The financial variables examined in this study are associated with firm market value in different directions and magnitudes. The findings demonstrate that dividend payments and firm size are positively associated with firm market value among BIST-listed firms that regularly pay dividends. The original contribution of this study lies in examining the relationship between total dividend payments and market value among regular dividend-paying BIST firms while jointly considering firm size, capital structure, and dividend-related control variables. In addition, the use of a robust estimation approach accounting for cross-sectional dependence, heteroskedasticity, and autocorrelation strengthens the methodological robustness of the study.

1. Giriş

İşletmelerin dönem sonunda elde ettikleri kâr ortaklara dağıtma veya finansman ihtiyaçları doğrultusunda işletmede tutma kararları, temel finansal kararlar arasında yer almaktadır. Bu kararlar işletmenin içsel dinamikleri ve piyasa koşullarına göre şekillenmekte; dağıtılmayan kârlar büyüme, yatırım ve faaliyetlerin finansmanında kullanılabilir (Ananzeh vd., 2025, 298; Şit, 2021, 167; Rohov vd., 2020, 40). Ekonomik belirsizlik dönemlerinde bazı işletmeler nakit yapılarını korumak amacıyla kâr payı ödemelerini azaltırken, bazıları finansal güç ve istikrar sinyali vermek amacıyla dağıtımını sürdürebilmektedir (Yahaya, 2026, s. 274).

Kâr payı, elde edilen net kârın ortaklara yatırımlarının getirisi olarak dağıtılan bölümünü ifade etmektedir (Eryomin vd., 2021, s. 2). Kâr payı dağıtımının firma piyasa değeri üzerindeki etkisine ilişkin uzun süredir devam eden araştırmalara rağmen alan yazında ortak bir sonuca ulaşılamamıştır (Eryomin vd., 2021, 1; Rohov vd., 2020, 40; Budagaga, 2017, 370). Kâr payı ödemeleri yatırımcılar tarafından nakit getiri sağlamanın yanı sıra işletmenin finansal durumu ve geleceğine ilişkin bir bilgi sinyali olarak da değerlendirilebilmektedir (Ge vd., 2026, 2). Bu nedenle kâr payı politikası ile firma piyasa değeri arasındaki ilişkinin incelenmesi finans yazınındaki önemini korumaktadır.

Bu araştırmanın amacı, Borsa İstanbul'da düzenli kâr payı ödeyen firmaların toplam kâr payı ödemeleri, işletme büyüklüğü ve ödenmiş sermayenin toplam kaynaklar içindeki payı ile firma piyasa değeri arasındaki ilişkiyi panel veri yöntemleriyle incelemektir. Ayrıca yıllık net kâr, kâr payı verimi ve hisse başına kâr payı kontrol değişkenleri olarak modele katılmıştır.

Türkiye'de kâr payı politikası ile firma piyasa değeri arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar bulunmakla birlikte, mevcut araştırmaların kâr payı politikasını çoğunlukla belirli kâr payı göstergeleri veya kâr payı duyurularına yönelik piyasa tepkileri üzerinden ele aldığı görülmektedir. Buna karşılık, düzenli kâr payı ödeyen firmalarda toplam kâr payı ödemelerinin piyasa değeriyle ilişkisini firma ölçeği, sermaye yapısı ve kârlılığa ilişkin firma özellikleriyle birlikte inceleyen çalışmaların sınırlı olduğu değerlendirilmektedir. Bu çalışma, düzenli kâr payı ödeyen BİST firmalarına odaklanması, söz konusu değişkenleri kontrol değişkenleriyle birlikte değerlendirmesi ve yatay kesit bağımlılığı ile hata yapısını dikkate alan dirençli bir tahmin yaklaşımı kullanması bakımından mevcut alan yazından ayrılmaktadır. Bu yönüyle çalışma, Türkiye sermaye piyasasında kâr payı politikası-firma piyasa değeri ilişkisine ilişkin mevcut bulguları değişken kapsamı ve yöntem açısından genişletmeyi amaçlamaktadır.

2. Kavramsal Çerçeve

Firma piyasa değeri, yatırımcıların firmaya biçtiği değeri ve piyasanın firmaya ilişkin değerlendirmesini yansıtan önemli bir göstergedir (Inuwa, 2025, 486; Bağcı & Sarıay, 2021, 38-40). Halka açık firmalarda bu değer, borsada işlem gören hisselerin piyasa fiyatları üzerinden oluşmakta; ekonomik koşullar, finansal performans ve yatırımcı davranışları gibi çeşitli faktörlerden etkilenebilmektedir (Atawnah vd., 2024, 14; Innocent vd., 2020, 3; Iskandar vd., 2022, 199; Ünal & Akbey, 2016, 264). Firmaların finansal kararlarından biri olan kâr payı dağıtım politikası da firma piyasa değerinin oluşumuyla ilişkilendirilmektedir (Fama & French, 1998, 10; Budagaga, 2020, 25). Halka açık firmaların firma piyasa değeri, o firmanın borsada işlem gören hisse senedi fiyatına ilişkin piyasa değeri üzerinden yansıtılmaktadır (Natsir & Yusbardini, 2020, 218). Finans yazınında yapılan çalışmalarda firmaların piyasa değeri tarafından belirlenen firma değerleri de araştırılmıştır (Rajhans, 2013, 72). Firmalara ait hisse senetlerinin piyasa fiyatı ve firma değeri, firmanın piyasa değeri ile doğrudan ilişkili olduğundan bu değişkenler ile gerçekleştirilen araştırmalara da yer verilmektedir.

Kâr payı dağıtım politikası ile firma piyasa değeri arasındaki ilişkiye yönelik teorik ve ampirik yaklaşımlar farklılaşmaktadır. Bir görüş kâr payı politikasının firma piyasa değeri açısından ilgisiz olduğunu savunurken, diğer görüşler kâr payı dağıtımını ile firma piyasa değeri arasında pozitif veya negatif ilişki bulunduğunu ileri sürmektedir (Malkawi vd., 2010, 174; Budagaga, 2020, 370). Bu farklı yaklaşımlar, kâr payı politikasının firma piyasa değeriyle ilişkisinin ampirik olarak incelenmesini önemli hâle getirmektedir.

İşletme ölçeği, satış hacmi, çalışan sayısı, sermaye veya toplam varlıklar gibi farklı göstergelerle ölçülebilen firma büyüklüğünü ifade etmektedir (Baştürk vd., 2008, 144). Büyük ölçekli firmaların finansal yapıları ve yatırımcılar tarafından algılanış biçimleri ile kâr payı politikaları daha küçük firmalardan farklılaşabilmektedir (Atif vd., 2022, 2207; Mulyawan vd., 2026, 498). Ödenmiş sermaye ise ortakların taahhüt ettikleri sermayenin işletmeye fiilen aktarılan kısmını ifade etmekte ve firmanın sermaye yapısının bir unsurunu oluşturmaktadır (Padgaonkar & Gunjal, 2021, 153; Samantha & Alexander, 2024, 14). Kâr payı politikası ile sermaye yapısının ilişkili olabileceği de alan yazında belirtilmektedir (Gunarathne vd., 2015, 219).

Kâr payı politikası ve firma piyasa değerinin değerlendirilmesinde yıllık net kâr, kâr payı verimi ve hisse başına kâr payı da önemli göstergelerdir. Yıllık net kâr, işletmenin dönemsel finansal performansını ve kâr payı ödeme kapasitesini yansıtırken; kâr payı verimi, hisse başına kâr payının hisse senedi piyasa fiyatına oranını ve yatırımcının ödediği fiyat karşılığında elde ettiği kâr payı getirisini göstermektedir. Hisse başına kâr payı ise dağıtılan toplam kâr payının pay sayısına bölünmesiyle bir paya düşen kâr payı tutarını ifade etmektedir. Bu göstergeler, firma kârlılığı ile kâr payı dağıtımının göreceli ve pay başına boyutlarının piyasa değeriyle ilişkisini kontrol etmek amacıyla araştırma modelinde kontrol değişkenleri olarak ele alınmıştır. Kâr dağıtım oranı ise dağıtılan kâr payının dönem kârına oranını göstermektedir.

3. Alan Yazın Taraması

Masum'a göre kâr payı dağıtım politikası, başlıca bir finansal karardır. Piyasada etkinlik gösteren her bir firma, finansal durumunu gösteren bir kâr payı politikası gütmektedir. Bu nedenle işletmenin paylarına olan ilgi, kâr payı dağıtım politikasına bağlı olmalıdır (Masum, 2014, 10). Hamad ve diğerlerine göre alan yazında gerçekleştirilmiş araştırmalar, düzenli kâr payı ödemesi ile piyasa değeri arasında olumlu yönde ilişki bulunduğunu göstermektedir. Buna göre düzenli kâr payı ödeyen firmalar çoğunlukla finansal açıdan güvenilir firmalar olarak değerlendirilmekte, yatırımcıları firmaya çekmekte ve firmanın piyasa değerini yükseltmektedir (Hamad vd., 2026, 17). Nguyen ve Phan'a göre ise kâr payı ödemesi, piyasanın elde edilen nakdin dağıtılmasına tepki göstermesine bağlı olarak hisse senetlerinin fiyatının ve piyasa değerinin düşmesine neden olabilmektedir. Dahası kâr payı ödemesi, vergi ödenmesini gerektirebilmektedir. Yüksek miktarda vergi ödenmesi ise yatırımcıların kazancını düşürmektedir. Bu durum da bu tür hisse senetlerine olan yatırımcı ilgisinin düşmesine neden olmaktadır. Birçok çalışma, kâr payı ödemesinin firmaların daha yüksek piyasa değerine ulaşmasına yardımcı olacağını öne sürmesine rağmen yüksek miktarda kâr payı ödenmesi firmaların büyümesini ve değer yaratmasını engelleyebilmektedir (Nguyen & Phan, 2026, 3).

Yılmaz ve Selçuk'a göre kâr payı dağıtımını önemli bir bilgi kaynağıdır. Kâr paylarında oluşacak artışa yönelik duyurular, işletmenin gelecekte oluşacak nakit akışlarında artış beklendiği anlamına gelmektedir. Bu da işletmeye karşı olumlu bir tepki oluşmasına neden olmaktadır. Tersine durumda ise, yani kâr payında bir azalışta, işletmeye karşı tepki oluşmaktadır (Altıok-Yılmaz & Akben-Selçuk, 2010, 126). Firmalara gösterilen tüm bu olumlu ya da olumsuz tepkiler de firmaların piyasa değerini, firma değerini ve hisse fiyatını şekillendirmektedir. Firmalara ait hisse senetlerinin piyasa fiyatları ile firma değerleri, firmaların piyasa değerleri ile doğrudan ilişkili olduğundan bu çalışmada hisse senetlerinin piyasa fiyatlarıyla ve firma değerleriyle ilgili araştırmalara da yer verilmektedir.

İskandar ve diğerleri tarafından gerçekleştirilen araştırmada firmaların verileri Yapısal Eşitlik Modeli kullanılarak incelenmiştir. Araştırmada kâr payı dağıtım politikasının, firmanın değerini olumlu yönde etkilediği ortaya çıkmıştır (İskandar vd., 2022, 208). Dhanani ise çalışmasında firmalarda yönetici konumunda görev yapan kişilerden elde ettiği verileri yatay kesit analizi yöntemiyle incelemiştir. Fark testleri uygulanan araştırmada kâr payı dağıtım politikasının işletmelerin piyasa değerini arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır (Dhanani, 2005, 1665). Hand ve Landsman, çalışmalarında kâr payı ödemelerinin piyasa değeri üzerindeki etkisini incelemiştir. Panel veri analizi sonucu elde ettikleri bulgular, kâr payı ödemeleri ile piyasa değeri arasında güçlü ve pozitif bir ilişki bulunduğunu göstermiştir (Hand & Landsman, 2005, 467). Yılmaz ve Selçuk BİST'te kayıtlı ve düzenli kâr payı ödeyen işletmelerin kâr payı dağıtım ilanlarının hisse senetleri üzerindeki

etkisini incelemiştir. Araştırma sonucunda kâr payı ödemesindeki azalışa piyasanın olumsuz tepki gösterirken artışa olumlu tepki gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Kâr payı ödemelerinin değişmediği durumda ise piyasanın tepki göstermediği sonucu elde edilmiştir (Altıok-Yılmaz & Akben-Selçuk, 2010, 130). Ge ve diğerlerince panel veri analiz yöntemleri ile gerçekleştirilen araştırmanın sonucuna göre birden çok kez gerçekleştirilen kâr payı ödemesinin, firmaların değeri ile olumlu yönde ilişkili olduğu ortaya çıkmıştır (Ge vd., 2026, 4). Budagaga, çeşitli sektörlerde etkinlik gösteren firmaları kapsayan çalışmada kâr payı ödemesinin firma değeri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Panel veri analizi sonucu kâr payı ödemesinin firma değeri üzerinde olumlu yönde etkisi olduğu görülmüştür (Budagaga, 2017, 374). Şit, BİST’te düzenli kâr payı dağıtımı yapan 25 firmanın yer aldığı araştırmada kâr dağıtım politikasının firma değeri üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırma sonucunda işletmelerin firma değerlerinin kâr payı dağıtım kararlarından olumlu yönde etkilendiği görülmüştür (Şit, 2021, 168). Nurlita ve Gunarsih tarafından gerçekleştirilen araştırmada kâr payı ödeme oranının firmanın değerini olumlu yönde etkilediği ortaya çıkmıştır (Nurlita & Gunarsih, 2021, 16). Fama ve French’e göre kâr payı dağıtımı, işletmenin kârlılığı ile ilgili bilgi sunmaktadır. Bu da firmaların değerini etkilemektedir. Araştırmacılar gerçekleştirdikleri çapraz kesit regresyon analizinde kâr payı dağıtımı ile firma değeri arasında pozitif yönlü ilişki bulmuştur (Fama & French, 1998, 20).

Alan yazında kâr payı dağıtım politikası ile firmanın piyasa değeri arasındaki ilişkinin yanı sıra firma büyüklüğü ile piyasa değeri arasındaki ilişki de incelenmiştir. İncelenen alan yazında sermayenin pasifteki ağırlığı değişkeniyle aynı biçimde ölçülen çalışmaya rastlanmamakla birlikte, sermaye yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar bulunmaktadır. Gunarathne ve diğerlerince gerçekleştirilen araştırmada firma büyüklüğü ile piyasa değeri arasında güçlü ve pozitif bir ilişki bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır (Gunarathne vd., 2015, 222). Budagaga (2020, s. 41), borsada işlem gören bankalara ilişkin panel veri analizi sonucunda firma büyüklüğünün piyasa değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olduğunu belirlemiştir (Budagaga, 2020, 41). Benzer şekilde alan yazında gerçekleştirilen çeşitli araştırmalarda firma büyüklüğünün firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu araştırmalarda firma büyüklüğünün firma değeri üzerinde olumlu etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Abdullah vd., 2025, s.365; Natsir & Yusbardini, 2020, 222; Mulyawan vd., 2026, 505). Natsir ve Yusbardini tarafından gerçekleştirilen araştırmada sermaye yapısının, firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Sermaye yapısının, firma değeri üzerinde olumlu yönde önemli bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Natsir & Yusbardini, 2020, 222). Hirdinis tarafından gerçekleştirilen araştırmada sermaye yapısının firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çoklu doğrusal regresyon yönteminin kullanıldığı araştırma sonucuna göre sermaye yapısının piyasa değeri üzerinde olumlu yönde önemli bir etkisi bulunmaktadır (Hirdinis, 2019, 187).

Alan yazında kâr payı ödemesi ile piyasa değeri arasında negatif ilişki bulunduğunu ortaya koyan araştırmalar da bulunmaktadır. Gunarathne ve diğerlerince panel veri regresyon yöntemi kullanılarak gerçekleştirilen araştırmada, kâr payı verimi ile piyasa değeri arasında negatif bir ilişki belirlenmiştir. Önceki yılın kâr payı dağıtım oranı ile piyasa değeri arasında güçlü ve negatif bir ilişki bulunurken, cari yılın kâr payı dağıtım oranı ile piyasa değeri arasında zayıf ve pozitif bir ilişki belirlenmiştir (Gunarathne vd., 2015, 222). Rusdi ve Risman, bankacılık sektöründe yer alan firmaların verilerini panel veri analiz yöntemleri ile incelemiştir. Ulaşılan sonuçlara göre kâr payı dağıtım politikasının firmanın değerini olumsuz yönde etkilediği ortaya çıkmıştır (Rusdi & Risman, 2025, 139). Mulyawan ve diğerlerince dirençli en küçük kareler regresyonu kullanılarak gerçekleştirilen araştırmada, kâr payı ödeme oranının firma piyasa fiyatı üzerinde güçlü ve negatif bir etkisi olduğu belirlenmiştir (Mulyawan vd., 2026, 503). Masum da borsada işlem gören 30 bankaya ait veriyi inceleyerek kâr payı dağıtım politikası ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Panel veri analizinin kullanıldığı araştırmada kâr payı verimi ile hisse senedi piyasa fiyatı arasında olumsuz bir ilişki bulunmuştur (Masum, 2014, 14-15). Ohlson’a göre de kâr payı ödemeleri, firmaların piyasa değerini düşürmektedir (Ohlson, 1995, 681).

Alan yazında firma büyüklüğü ile firma piyasa değeri arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar da bulunmaktadır. Bu çalışmaların bazılarında firma büyüklüğü ile firma piyasa değeri arasında negatif ilişkiler belirlenmiştir. İncelenen alan yazında, bu çalışmada kullanılan sermayenin pasifteki ağırlığı değişkeniyle aynı biçimde ölçülen bir çalışmaya rastlanmamıştır. Poudel ve diğerleri tarafından gerçekleştirilen araştırmada, korelasyon ve regresyon analizleri kullanılarak firma büyüklüğünün hisse senedi piyasa değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Firma büyüklüğünün hisse senedi piyasa değeri üzerinde negatif etkisi olduğu

belirlenmiştir (Poudel vd., 2024, 68). Benzer şekilde, bazı çalışmalarda firma büyüklüğünün firma değeri üzerinde negatif etkisi olduğu belirlenmiştir (Hirdinis, 2019, s. 187; Naceur & Goaid, 2002, s. 848).

Eryomin ve diğerlerince gerçekleştirilen araştırmada kâr payı dağıtım politikasının piyasa değeri üzerinde anlamlı bir etkisi bulunamamıştır. Piyasa değerinin kâr payı politikasından çok piyasa koşulları, ekonomik gelişmeler, yönetimin etkinliği ve üretimin kârlılığıyla ilişkili olduğu belirtilmiştir (Eryomin vd., 2021, 9). Miller ve Modigliani ise gerçekleştirdikleri araştırmada kâr payı politikasının piyasa değerini ne şekilde etkilediğini incelemişlerdir. Yazarlar, firma piyasa değerinin kâr payı politikasından etkilenmediğini; firma değerini belirleyen temel unsurun dağıtılan kârdan ziyade getiri sağlayacak varlıklara yapılan yatırımlar olduğunu ileri sürmektedir. (Miller & Modigliani, 1961, 420). Budagaga gerçekleştirdiği araştırmada borsada işlem gören bankaların verilerini incelemiştir. Panel veri analizinin kullanıldığı araştırma sonucunda kâr payı ödemesi ve kâr payı veriminin, bankaların piyasa değeri ile istatistiksel olarak anlamlı ilişkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır (Budagaga, 2020, 40). Benzer şekilde, çeşitli çalışmalarda kâr payı politikasının firma değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunmadığı belirlenmiştir (Brennan, 1971, 1121; Kaya & Şanlı, 2019, 115; Naceur & Goaid, 2002, 848). Dereli ve Topak, BİST'te işlem gören firmalarda kâr payı ödeme oranının bir yıl gecikmeli hisse senedi piyasa fiyatı üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığını belirlemiştir. Çalışmada firma büyüklüğünün de hisse senedi piyasa fiyatı üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmamıştır (Dereli & Topak, 2018, 1195-1196). Rusdi ve Risman tarafından gerçekleştirilen araştırma sonuçlarına göre kâr payı dağıtım politikası ve sermaye yapısının firma değeri üzerinde önemli bir etkisi bulunmamaktadır (Rusdi & Risman, 2025, 138).

Alan yazında, bu çalışmada kullanılan kontrol değişkenleri ile firma değeri arasında anlamlı ilişkiler belirleyen çalışmalar da bulunmaktadır. Akyüz ve Yıldırım, net kârın firma değeri üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu belirlemiştir (Akyüz & Yıldırım, 2019, 1787). Net kâr ve kârlılık göstergeleri ile firma değeri arasında pozitif ilişkiler belirlenirken (Gülbüz & Ergincan, 2004, 40; Birgili & Düzer, 2010, 82), Biddle vd. (1998, 63) muhasebe temelli kazançların firma değerini açıklamada önemli bilgi içerdiğini ortaya koymuştur. Kâr payı verimi ile piyasa değeri arasında negatif (Aroh vd., 2021, 622; Njoku & Lee, 2024, 129), hisse başına kâr payı ile firma değeri arasında ise pozitif ve anlamlı ilişkiler bulunmuştur (Aroh vd., 2021, 621; Dahmash vd., 2023, 97).

Alan yazında kâr payı dağıtım politikası ile firma piyasa değeri arasındaki ilişkiyi inceleyen çeşitli çalışmalar bulunmasına karşın, belirlenen dönemde düzenli kâr payı ödeyen firmalarda kâr payı ödemelerini, firma ölçeğini ve sermaye yapısını eş zamanlı olarak ele alan çalışmaların sınırlı olduğu görülmektedir. Bu çalışma, söz konusu değişkenleri kârlılık ve kâr payına ilişkin kontrol değişkenleriyle birlikte panel veri modeli kapsamında incelemesi bakımından mevcut çalışmalardan ayrılmakta ve alan yazına ampirik katkı sağlamayı amaçlamaktadır.

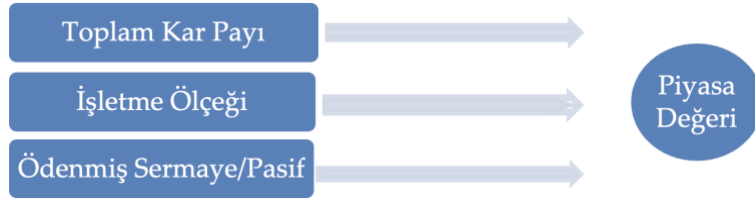
4. Yöntem

4.1. Değişkenler, Araştırma Modeli ve Hipotezler

Çalışmanın bağımlı değişkeni firma piyasa değeri (PD3) olup, firmanın borsada işlem gören hisselerinin toplam piyasa değerini ifade etmektedir. Araştırmanın temel açıklayıcı değişkenleri toplam kâr payı (TKP), sermaye/pasif oranı (SP) ve işletme ölçeğidir (O). TKP, ortaklara dağıtılan toplam brüt kâr payını; SP, ödenmiş sermayenin toplam kaynaklar içerisindeki payını; O ise toplam varlıklar üzerinden ölçülen işletme büyüklüğünü göstermektedir. Kâr payı dağıtım politikası, yatırımcı davranışları ve firma değerlemesiyle olası ilişkisi nedeniyle modele alınmıştır. SP, firmanın sermaye yapısını yansıtmaması nedeniyle modele dâhil edilmiştir. İşletme ölçeği ise büyük ölçekli firmaların yatırımcılar tarafından görece daha güvenilir algılanabilmesi ve bunun yatırımcı davranışlarıyla olası ilişkisi nedeniyle modele alınmıştır.

Kontrol değişkenlerinden yıllık net kâr (KAR) firmanın ilgili hesap dönemindeki net kârını; kâr payı verimi (KPV) hisse başına kâr payının hisse senedi piyasa fiyatına oranını; hisse başına kâr payı (HBKP) ise dağıtılan toplam kâr payının pay sayısına bölünmesiyle hisse başına düşen kâr payı tutarını ifade etmektedir. Bu değişkenler, temel açıklayıcı değişkenlerin ilişkisini daha sağlıklı değerlendirebilmek amacıyla modele alınmıştır.

Kâr payı ödemeleri, sermaye yapısı ve işletme ölçeğinin firma piyasa değeriyle ilişkisini incelemek amacıyla oluşturulan araştırma modeli Şekil 1'de gösterilmektedir.



Şekil 1. Araştırma Modeli

Araştırmanın temel hipotezleri aşağıdaki gibidir:

H1: Kâr payı ödemeleri ile firma piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H2: Ödenmiş sermayenin toplam kaynaklar içindeki payı ile firma piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H3: İşletme büyüklüğü ile firma piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Kontrol değişkenleri de dikkate alınarak araştırmanın ekonometrik modeli aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

$$PD_{3it} = \beta_0 + \beta_1TKP_{it} + \beta_2SP_{it} + \beta_3O_{it} + \beta_4KAR_{it} + \beta_5KPV_{it} + \beta_6HBKP_{it} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$$

Burada: i: firma (33 firma), t: yıl (2011–2020), μ_i : firma etkisi, λ_t : yıl etkisi, ϵ_{it} : hata terimini göstermektedir.

4.2. Veri Seti

Araştırmanın örneklemini, sektör ayrımı gözetilmeksizin 2011–2020 döneminde düzenli kâr payı ödeyen Borsa İstanbul firmalarından oluşturulmuştur. Daha uzun bir analiz dönemi seçildiğinde düzenli kâr payı ödeme ölçütünü karşılayan firma sayısının azalması nedeniyle analiz dönemi 2011–2020 ile sınırlandırılmış ve dengeli panel yapısının korunması amaçlanmıştır. Bu ölçütler sonucunda 33 firma ve 330 firma-yıl gözleminden oluşan dengeli panel niteliğindeki veri seti elde edilmiştir. Firmalar ekte sunulmaktadır.

Veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), İş Yatırım, Fintables ve firmaların faaliyet raporlarından elde edilmiştir. Araştırma bulguları düzenli kâr payı ödeyen firmalar özelinde değerlendirilmiş ve çıkarımlar bu örneklem sınırlılığı çerçevesinde yapılmıştır. Farklı dönemlerde, değişen firma nitelikleri ve kâr payı oranlarıyla gerçekleştirilecek araştırmaların farklı bulgular ortaya koyabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Kâr dağıtım oranı (DO), zarar açıklanan dönemlerde ekonomik yorumunun güçleşmesi ve 330 gözlemin yalnızca 315'inde kullanılabilir değer bulunması nedeniyle örneklem kaybı ve ölçüm sorunlarını önlemek amacıyla temel ekonometrik modelden çıkarılmıştır.

4.3. Araştırma Yöntemi

Finansal yazında gerçekleştirilen çalışmalarda çeşitli veri türleri kullanılmaktadır. Zaman serisi, yatay kesit ya da panel veri; ampirik çalışmalarda kullanılan veri türlerinden bazılarıdır. Bu doğrultuda, araştırmalarda kullanılan modellerin ve ekonometrik yöntemlerin veri türüyle metodolojik uyumu şarttır. Bu çalışmanın örneklemini oluşturan firmalara ait veriler yatay kesit boyutunu; söz konusu firmaların 10 yıllık gözlem süreleri ise zaman serisi boyutunu temsil etmektedir. Dolayısıyla, BİST'te işlem gören firmaların 10 yıllık verisi incelendiği için hem zamansal hem de yatay kesitsel dinamikleri eş anlı barındıran panel veri seti elde edilmiştir. Panel veri, yatay kesit birimlerinin zaman içerisindeki tekrarlanan gözlemlerini birlikte ele alarak birim ve zaman boyutundaki değişimlerin eşanlı incelenmesine olanak sağlamaktadır (Bilginoğlu & Maraş, 2011, 63–64).

Modelde ortaya çıkabilecek heteroskedastisite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığına karşı dirençli standart hataların elde edilmesi amacıyla Driscoll–Kraay yaklaşımından yararlanılmıştır. Bu yaklaşım yatay kesit ve zamansal bağımlılığın genel biçimlerine karşı dirençli standart hatalar sağlamaktadır (Driscoll & Kraay, 1998, 549–550; Hoechle, 2007, 281–283).

Analiz edilen değişkenlerin sayısal değeri büyük ve logaritmik dönüşüme uygun olan serilere, logaritmik dönüşüm uygulanmaktadır (Akay & Nur, 2022, 571; Bayrakcıoğlu & Şenol, 2021, 364). Bu çalışmada da PD3, TKP ve O gibi sayısal büyüklüğü yüksek ve logaritmik dönüşüme uygun parasal değişkenlere 10 tabanında logaritmik dönüşüm uygulanmıştır. Ayrıca net kâr değişkeni hem pozitif hem de negatif değerler

içerdiğinden, zarar gözlemlerinin örneklemden çıkarılmasını önlemek amacıyla işaret koruyan logaritmik dönüşüm uygulanmıştır. Pozitif net kâr değerleri için $\log_{10}(1+|Kâr|)$, negatif net kâr değerleri için ise $-\log_{10}(1+|Kâr|)$ dönüşümü kullanılmıştır. Bu durumda yıllık kârdaki negatif değerler zarar eden yılları temsil etmektedir. Ayrıca nominal piyasa değeri, toplam varlıklar, yıllık kâr ve kâr payı tutarları da ekteki tabloda yer alan oranlar ölçüsünde enflasyondan arındırılmıştır.

4.4. Bulgular

Firmalara ilişkin tanımlayıcı istatistikler aşağıdaki tabloda gösterildiği gibidir. Bu tabloda araştırma modelinde yer alan değişkenlerin standart sapma, aritmetik ortalama, en küçük ve en büyük değer, ortanca değerleri yer almaktadır. Piyasa değerinin standart sapmasının yüksek olması, örneklemdaki firmaların piyasa değerleri arasında önemli farklılıklar bulunduğunu göstermektedir. Yani firmaların piyasa değerleri arasında farklılık bulunmaktadır. Ortalama yıllık net kâr yaklaşık 681 milyon TL iken medyan yaklaşık 140,5 milyon TL'dir. Minimum değer yaklaşık -1,20 milyar TL olması örneklemden bazı firmaların zarar açıkladığı yılların bulunduğunu göstermektedir. Piyasa değerinde de firmalar arasında büyüklük farkı bulunmaktadır. Ortalama yaklaşık 6,73 milyar TL iken medyan 1,58 milyar TL. Maksimum yaklaşık 98,6 milyar TL'dir. Dağıtılan Kâr Payı'nda da benzer durum vardır. Ortalama yaklaşık 241 milyon TL iken medyan yaklaşık 60 milyon TL, maksimum ise 6,48 milyar TL'dir. Dolayısıyla firmaların toplam kâr payı dağıtımlarında büyük farklılıklar bulunmaktadır. Benzer bir durum firmaların ölçeğinde de bulunmaktadır.

Tablo 1. Tanımlayıcı İstatistikler

	Ortalama	Medyan	Minimum	Maksimum	Std. Sapma	N
Piyasa Değeri (TL) – PD3	6.732.072.727	1.582.000.000	124.000.000	98.560.000.000	12.591.106.266	330
Dağıtılan Kâr Payı (TL) – TKP	241.229.428	60.015.000	1.344.470	6.475.000.000	600.529.795	330
Ölçek (TL) – O	22.076.506.594	2.516.624.637	28.146.120	1.020.553.307.000	86.474.554.229	330
Yıllık Net Kâr (TL) – KAR	681.366.446	140.500.000	-	9.272.570.000	1.375.205.433	330
			1.200.000.000			
Sermaye/Pasif – SP	0,0969	0,0671	0,0022	0,6843	0,1165	330
Kâr Payı Verimi – KPV	4,5715	3,6300	0,0100	18,8900	3,4567	330
Hisse Başına Kâr Payı – HBKP	1,1798	0,4050	0,0100	52,0000	4,2007	330

Tanımlayıcı istatistikler değişkenlerin ekonomik büyüklüklerinin doğrudan gözlemlenebilmesi amacıyla ham veriler üzerinden hesaplanmıştır. Parasal değişkenler Türk lirası (TL) cinsinden gösterilmiştir. Korelasyon analizi ve ekonometrik analizlerde ise PD3, TKP ve O değişkenlerinin logaritmik dönüştürülmüş değerleri ile KAR değişkeninin işaret koruyan logaritmik dönüştürülmüş değerleri kullanılmış; SP, KPV ve HBKP değişkenleri dönüşüm uygulanmadan analize dâhil edilmiştir.

Tablo 2. Korelasyon Matrisi

Değişken	SP	KPV	HBKP	TKP	O	KAR	PD3
SP	1,000						
KPV	0,424***	1,000					
HBKP	-0,136**	0,066	1,000				
TKP	-0,181***	0,120**	0,083	1,000			
O	-0,405***	-0,243***	-0,104*	0,717***	1,000		
KAR	-0,020	-0,029	0,031	0,248***	0,119**	1,000	
PD3	-0,347***	-0,305***	0,016	0,850***	0,844***	0,226***	1,000

Not: *** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,10. N=330. Korelasyon analizi ekonometrik analizlerde kullanılan dönüştürülmüş değişkenler üzerinden gerçekleştirilmiştir.

Tablo 2'de değişkenler arasındaki Pearson korelasyon katsayıları sunulmaktadır. Bulgular incelendiğinde, piyasa değeri (PD3) ile toplam dağıtılan kâr payı (TKP) arasında güçlü ve pozitif yönlü bir ilişki olduğu görülmektedir ($r=0,850$; $p<0,01$). Benzer şekilde piyasa değeri ile firma ölçeği (O) arasında da güçlü ve pozitif

yönlü bir ilişki bulunmaktadır ($r=0,844$; $p<0,01$). Piyasa değeri ile yıllık net kâr (KAR) arasındaki ilişki ise pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır ($r=0,226$; $p<0,01$). Buna karşılık piyasa değeri ile sermaye/pasif oranı (SP) ($r=-0,347$; $p<0,01$) ve kâr payı verimi (KPV) ($r=-0,305$; $p<0,01$) arasında negatif ve anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. Hisse başına kâr payı (HBKP) ile piyasa değeri arasındaki korelasyon ise oldukça düşük olup istatistiksel olarak anlamlı değildir ($r=0,016$; $p>0,10$). Açıklayıcı değişkenlerin kendi aralarındaki korelasyonlar incelendiğinde en yüksek korelasyonun toplam dağıtılan kâr payı (TKP) ile firma ölçeği (O) arasında olduğu görülmektedir ($r=0,717$; $p<0,01$). Diğer açıklayıcı değişkenler arasındaki katsayılar görece daha düşüktür. Bununla birlikte, korelasyon katsayılarının tek başına çoklu doğrusal bağlantının varlığına ilişkin kesin bir değerlendirme yapılması için yeterli olmaması nedeniyle çoklu doğrusal bağlantı sorunu ayrıca Variance Inflation Factor (VIF) aracılığıyla incelenmiştir.

Panel veri analizinde ilk önce regresyon modeline ilişkin denklemdaki bağımsız değişkenlerin arasında çoklu bağlantı sorununun olup olmadığı araştırılmıştır. Çoklu bağlantı sorununun belirlemek amacıyla kullanılan metriklerden birisi Variance Inflation Factor (VIF) testi sonucu elde edilen değerlerdir. Hair ve diğerlerine göre VIF değerinin 10'dan küçük olması değişkenler arasında çoklu bağlantı sorununun olmadığına işaret etmektedir. VIF değeri arttıkça değişkenler arası korelasyon artmakta aksi durumda ise korelasyon azalmaktadır (Hair vd., 2019, 311-333). O'Brien'e göre ise 4'ten 10'a kadar olan VIF değerleri eşik değerler olarak kabul edilmektedir (O'Brien, 2007, 685). Bağımsız değişkenlerin arasında çoklu bağlantı sorununun bulunması durumunda analiz sonucu sağlıklı ve doğru sonuçlar elde edilememektedir. Bu nedenden ötürü bu sorunun ortaya çıkmasını sağlayan değişkenler gerekirse modelden çıkarılmalıdır (Açıkgöz vd., 2015, s.430).

Analiz sonucunda en yüksek VIF değerinin firma ölçeği değişkeninde 3,120, ikinci en yüksek değerin ise toplam dağıtılan kâr payı değişkeninde 2,888 olduğu belirlenmiştir. Diğer değişkenlerin VIF değerleri 1,089 ile 1,494 arasında değişmektedir. Tüm Centered VIF değerlerinin 5'in altında olması, modelde ciddi bir çoklu doğrusal bağlantı sorunu bulunmadığına işaret etmektedir. Dolayısıyla korelasyon analizinde TKP ile firma ölçeği arasında görece yüksek bir korelasyon tespit edilmiş olmakla birlikte, VIF sonuçları bu ilişkinin model tahminlerini ciddi biçimde bozacak düzeyde bir çoklu doğrusal bağlantı oluşturmadığını göstermektedir. Bu nedenle değişkenlerin tamamının sonraki analizlerde korunmasına karar verilmiştir

Tablo 3. VIF Test Sonucu

Değişkenler	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.021785	182.8876	NA
TKP	0.000768	395.0627	2.888344
KAR	1.36E-05	7.802835	1.089275
S_P	0.012904	2.482816	1.465339
O	0.000534	398.8631	3.119698
KPV	1.49E-05	4.115352	1.494133
HBKP	7.68E-06	1.224377	1.134643

Panel veri modelinde yatay kesit birimleri arasında bağımlılığın bulunup bulunmadığını belirlemek amacıyla yatay kesit bağımlılığı testleri uygulanmıştır. Testlerin sıfır hipotezi yatay kesit bağımlılığının bulunmadığını ifade etmektedir (Koç vd., 2020, 84). Aşağıdaki tabloda Breusch-Pagan LM, Pesaran scaled LM ve Pesaran CD testlerinin olasılık değerlerinin %5 anlamlılık düzeyinin altında olduğu görülmektedir ($p<0,05$). Bu nedenle yatay kesit bağımsızlığını ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiş ve paneli oluşturan firmalar arasında yatay kesit bağımlılığının bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu bulgu; firmaların ortak ekonomik ve piyasa koşulları, faiz, kur ve benzeri ortak şoklardan etkilenebildiğine işaret etmektedir.

Tablo 4. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonucu

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	854.3174	528	0.0000
Pesaran scaled LM	10.04172		0.0000
Pesaran CD	13.26957		0.0000

Yatay kesit bağımlılığının tespit edilmesi nedeniyle durağanlık analizinde, birinci nesil testler yerine yatay kesit bağımlılığını dikkate alan Pesaran (2007) CIPS/CIPS* testi kullanılmıştır (Koç vd., 2020, 84; Pesaran, 2007, 275–277). CIPS* sonuçlarına göre TKP, SP, O, KPV ve HBKP düzeyde [I(0)]; PD3 ve KAR ise birinci farklarında [I(1)] durağandır. Kısa zaman boyutu (T=10) nedeniyle aşırı CADF değerlerinin etkisini sınırlandıran CIPS* sonuçları esas alınmıştır (Pesaran, 2007, 276–277).

Kısa panel yapısı (N=33, T=10) nedeniyle bulguların sağlamlığını değerlendirmek amacıyla Harris–Tzavalis (HT) testi de tamamlayıcı olarak uygulanmıştır (Harris & Tzavalis, 1999, 201–203; Uzun & Sırma, 2024, s. 1086). HT testinde KAR ve KPV durağan bulunurken, PD3, TKP, SP, O ve HBKP için birim kök sıfır hipotezi reddedilememiştir. Testler arasındaki farklılıklar dikkate alınarak, yatay kesit bağımlılığını doğrudan dikkate alan CIPS/CIPS* sonuçları temel, HT sonuçları ise tamamlayıcı sağlamlık göstergesi olarak değerlendirilmiştir.

Tablo 5. HT ve CIPS* Testi

	CIPS* Düzey	CIPS* 1. Fark	CIPS* Sonucu	HT İstatistiği	HT p	HT Sonucu
PD3	-2,1337	-2,3123	I(1)	0,8873	0,9996	H ₀ reddedilemedi
TKP	-2,6877	–	I(0)	0,7132	0,3845	H ₀ reddedilemedi
KAR	-1,9361	-2,5096	I(1)	0,0653	0,0000	Durağan
SP	-2,6507	–	I(0)	0,7963	0,9248	H ₀ reddedilemedi
O	-2,4811	–	I(0)	1,1056	1,0000	H ₀ reddedilemedi
KPV	-2,6398	–	I(0)	0,1817	0,0000	Durağan
HBKP	-2,3800	–	I(0)	1,2413	1,0000	H ₀ reddedilemedi

Not: CIPS/CIPS* testinde H₀ serinin birim kök içerdiğini ifade etmektedir. HT testinde de H₀ panellerin birim kök içerdiğini ifade etmektedir. CIPS/CIPS* temel, HT tamamlayıcı sağlamlık göstergesi olarak değerlendirilmiştir. CIPS* testinde sıfır hipotezi serinin birim kök içerdiğini ifade etmektedir. CIPS* için kritik değerler %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde sırasıyla -2,43, -2,21 ve -2,09'dur. Durağanlık kararlarında %5 anlamlılık düzeyi esas alınmıştır. Testler sabitli model kullanılarak gerçekleştirilmiştir. “–”, düzeyde durağanlık nedeniyle birinci fark testinin uygulanmadığını göstermektedir.

Araştırma kapsamında kullanılacak veriye en uygun tahmin edici yöntemi belirlenmesi için F-Testi ve Hausman Testi uygulanmıştır. Buna göre ilk önce verilerin analizinde havuzlanmış model ile sabit etkiler modellerinden hangisinin daha uygun yöntem olduğunun belirlenmesi amacıyla F-Testi gerçekleştirilmiştir (Dücan & Akal, 2017, 73). Havuzlanmış modelde sabit ve eğim parametrelerinin birimlere ve zamana göre değişmediği varsayılarak tahmin yapılmaktadır. Zamanla değişim gösteren değişkenlerin etkisini incelemek için ise sabit etkiler yöntemi kullanılmaktadır (Wooldridge, 2012, 485).

Panel veri analizinde uygun tahmin modelinin belirlenmesi amacıyla öncelikle havuzlanmış model ile sabit etkiler modeli arasında seçim yapılmıştır. Redundant Fixed Effects testi sonucunda Cross-section F istatistiği 6,5357 (p<0,001) ve Cross-section Chi-square istatistiği 178,7170 (p<0,001) olarak elde edilmiştir. Buna göre yatay kesit sabit etkilerinin gereksiz olduğunu ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiş ve firmalara özgü etkilerin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla havuzlanmış model yerine birim etkilerini dikkate alan panel veri modelinin kullanılması gerektiği belirlenmiştir. Sabit etkiler ve rassal etkiler modelleri arasında seçim yapmak amacıyla Hausman testi uygulanmıştır. Bu testi sonucunda $\chi^2(6)=27,7780$ ve p=0,0001 olarak bulunmuştur. Olasılık değerinin %5 anlamlılık düzeyinden küçük olması nedeniyle rassal etkiler tahmincisinin uygun olduğunu ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiş ve sabit etkiler modeli tercih edilmiştir. Ayrıca zaman dönemlerine ilişkin kukla değişkenlerin ortak anlamlılığı F testi ile sınanmış ve yıl etkilerinin birlikte anlamlı olduğu belirlenmiştir [F(9,282)=9,59; p<0,001]. Bu bulgular doğrultusunda araştırmanın temel panel veri modeli olarak firma ve yıl sabit etkilerini birlikte içeren iki yönlü sabit etkiler modeli tercih edilmiştir.

Tablo 6. Panel Veri Modeli Seçim Testleri

Test	Test İstatistiği	sd	p	Sonuç
Cross-section F	6,5357	(32,291)	0,0000	H ₀ reddedildi
Cross-section Chi-square	178,7170	32	0,0000	H ₀ reddedildi
Hausman	27,7780	6	0,0001	H ₀ reddedildi
Yıl sabit etkileri F testi	9,5900	(9,282)	0,0000	H ₀ reddedildi

Panel veri modelinde heteroskedastisite sorununun bulunup bulunmadığını belirlemek amacıyla, sabit etkiler modeli için grup bazında değişen varyansı sınavan Modified Wald testi uygulanmıştır. Testin sıfır hipotezi (H_0), yatay kesit birimlerine (firmalara) ait hata terimi varyanslarının eşit olduğu, diğer bir ifadeyle grup bazında heteroskedastisite bulunmadığı şeklindedir. Modified Wald testi sonucunda $\chi^2(33)=919,50$ ve $p=0,0000$ olarak elde edilmiştir. Olasılık değerinin %5 anlamlılık düzeyinden küçük olması nedeniyle sıfır hipotezi reddedilmiştir. Buna göre modelde grup bazında heteroskedastisite bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu bulgu, klasik standart hatalara dayalı istatistiksel çıkarımların güvenilirliğinin etkilenebileceğine işaret etmekte ve model tahmininde değişen varyansa karşı dirençli standart hataların kullanılmasını gerekli kılmaktadır. Bununla birlikte, modelde tespit edilen otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı da birlikte dikkate alınarak, sonuç model tahmininde söz konusu hata yapısı sorunlarına karşı dirençli Driscoll–Kraay standart hataları kullanılmıştır.

Tablo 7. Değişen Varyans Testleri

Test	İstatistik	sd	p-değeri	%5 düzeyinde karar
Modified Wald	$\chi^2 = 919,50$	33	0,0000	H_0 reddedilir

Not: Modified Wald testinde H_0 , yatay kesit birimlerine ait hata terimi varyanslarının eşit olduğunu ifade etmektedir. H_0 'ın reddedilmesi grup bazında heteroskedastisite bulunduğunu göstermektedir.

Otokorelasyon, hata terimlerinin zaman içinde birbirleriyle ilişkili olması durumunu göstermekte ve standart hatalar ile istatistiksel çıkarımların güvenilirliğini etkileyebilmektedir. Otokorelasyon sorunu, zaman ve kesit boyutunun incelendiği panel veri analizlerinde sıkça karşılaşılan bir sorundur (Topaloğlu, 2018, 28). Panel veri modelinde bu sorunun varlığını belirlemek amacıyla Wooldridge otokorelasyon testi uygulanmıştır. Test sonucunda $F(1,32)=24,917$ ve olasılık değeri $p=0,000$ olarak elde edilmiştir. Olasılık değerinin %5 anlamlılık düzeyinden küçük olması nedeniyle 'birinci dereceden otokorelasyon yoktur' şeklindeki sıfır hipotezi reddedilmiştir. Buna göre modelde birinci dereceden otokorelasyon bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 8. Wooldridge Otokorelasyon Testi

Test	İstatistik	p-değeri	%5 düzeyinde karar
Wooldridge	24.917	0.0000	H_0 reddedilir

Wooldridge test for autocorrelation in panel data. H_0 : no first-order autocorrelation

Sonuç olarak model varsayımlarına ilişkin testlerde çoklu doğrusal bağlantı sorunu belirlenmezken, heteroskedastisite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı tespit edilmiştir. Otokorelasyon ve heteroskedastisitenin bulunduğu panel modellerinde dirençli standart hataların kullanılması önerilmektedir (Çelik & Kaya, 2021, s. 727; Dereli & Topak, 2018, s. 1193). Driscoll–Kraay yaklaşımının ayrıca yatay kesit ve zamansal bağımlılığa karşı dirençli standart hatalar sağlaması nedeniyle nihai sabit etkiler modeli bu yöntemle tahmin edilmiştir (Driscoll & Kraay, 1998, s. 549; Hoechle, 2007, s. 282).

Panel veri modelinde tespit edilen heteroskedastisite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı dikkate alınarak, firma ve yıl sabit etkilerini içeren model Driscoll–Kraay dirençli standart hataları kullanılarak tahmin edilmiştir. Modelin genel olarak istatistiksel açıdan anlamlı olduğu belirlenmiştir [$F(15,9)=23577,91$; $p<0,001$]. Modelin firma içi (within) belirleme katsayısı $R^2=0,7736$ olarak gerçekleşmiştir. Yani firma içindeki zamansal değişimin yaklaşık %77,36'sı model tarafından açıklanmaktadır. Kâr payı ödemelerini temsil eden TKP değişkeninin katsayısı pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($\beta=0,3950$; $t=8,28$; $p<0,001$). Diğer değişkenler ile firma ve yıl sabit etkileri kontrol edildiğinde, toplam kâr payındaki firma içi bir standart sapmalık artış, firma piyasa değerinde yaklaşık 0,476 standart sapmalık artışla ilişkilidir ($\beta_{std}=0,4756$). Bulgular, kâr payı ödemeleri ile firma piyasa değeri arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunduğunu göstermektedir. Bu sonuç H_1 hipotezini desteklemektedir. Elde edilen bulgu, kâr payı ödemeleri ile firma değeri arasında pozitif ilişki belirleyen önceki çalışmalarla uyumludur (Dhanani, 2005, 1645; Hand & Landsman, 2005, 467; Altıok-Yılmaz & Akben-Selçuk, 2010, 130).

Ödenmiş sermayenin toplam kaynaklar içindeki payını temsil eden SP değişkeninin katsayısı negatif olmakla birlikte istatistiksel olarak anlamlı değildir ($\beta=-0,224499$; $p=0,594$). Dolayısıyla SP değişkeni ile firma piyasa değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunduğuna ilişkin yeterli kanıt elde edilememiştir. Bu nedenle H_2 hipotezi desteklenmemektedir. Alan yazında ödenmiş sermaye/pasif oranı üzerine doğrudan bir

çalışmayla karşılaşılma- mış olsa da benzer değişkenlerin kullanıldığı araştırmalarda paralel sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir (Rusdi & Risman, 2025, 138; Chen & Chen, 2011, 10979; Rajhans, 2013, 75)

İşletme büyüklüğünü temsil eden O değişkeninin firma piyasa değeri üzerindeki katsayısı pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır ($\beta=0,192616$; $p=0,013$). Within standart sapmaları kullanılarak hesaplanan standartlaştırılmış katsayı $\beta_{std}=0,1719$ 'dur. Buna göre, diğer değişkenler ile firma ve yıl sabit etkileri kontrol altında tutulduğunda, işletme ölçeğindeki firma içi bir standart sapmalık artış, firma piyasa değerinde yaklaşık 0,172 standart sapmalık artışla ilişkilidir. Bulgular, işletme büyüklüğü ile firma piyasa değeri arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunduğunu göstermektedir. Buna göre H3 hipotezi desteklenmektedir. Ulaşılan bu bulgu işletme büyüklüğü ile piyasa değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki bulan çalışmalarla uyumludur (Budagaga, 2020, 41; Gunarathne vd., 2015, 222).

Modelde kontrol değişkeni olarak yer alan KAR, KPV ve HBKP'nin firma piyasa değeriyle ilişkileri de incelenmiştir. Driscoll–Kraay standart hatalı sabit etkiler modeli sonuçlarına göre, KAR katsayısı pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır ($b=0,0046$; $t=4,70$; $p=0,001$). KAR'a ilişkin pozitif ve anlamlı bu bulgu, net kâr ve kârlılık göstergeleri ile firma değeri arasında pozitif ilişki belirleyen çalışmalarla uyumludur (Akyüz & Yıldırım, 2019, 1787; Birgili & Düzer, 2010, 82; Gürbüz & Ergincan, 2004, 40). Within standart sapmaları kullanılarak hesaplanan standartlaştırılmış katsayı $\beta_{std}=0,0403$ 'tür. Buna göre, diğer değişkenler ile firma ve yıl sabit etkileri kontrol altında tutulduğunda, yıllık net kârdaki firma içi bir standart sapmalık artışın piyasa değerinde yaklaşık 0,040 standart sapmalık artışla ilişkili olduğu görülmektedir. Dolayısıyla KAR'ın piyasa değeriyle ilişkisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olmakla birlikte, standartlaştırılmış katsayının büyüklüğü görece düşüktür. KPV firma piyasa değeri üzerindeki katsayısı negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($b=-0,0325$; $t=-7,94$; $p<0,001$). Bu bulgu, KPV ile piyasa değeri arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişki bulan çalışmalarla uyumludur (Aroh vd., 2021, s. 622; Njoku & Lee, 2024, s. 129). KPV'nin standartlaştırılmış katsayısı $\beta_{std}=-0,2617$ 'dir. Buna göre kâr payı verimindeki firma içi bir standart sapmalık artış, diğer koşullar sabitken piyasa değerinde yaklaşık 0,262 standart sapmalık azalışla ilişkili bulunmaktadır. Mutlak standartlaştırılmış katsayı büyüklüğü dikkate alındığında KPV, kontrol değişkenleri arasında piyasa değeriyle en güçlü ilişkiye sahip değişkendir ve bu ilişkinin yönü negatiftir. HBKP değişkeninin katsayısı ise pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır ($b=0,0052$; $t=2,48$; $p=0,035$). Bu bulgu HBKP ile piyasa değeri arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişki bulan çalışmalarla uyumludur (Aroh vd., 2021, s. 621; Dahmash vd., 2023, s. 97). Standartlaştırılmış katsayısı $\beta_{std}=0,0588$ olarak hesaplanmıştır. Buna göre hisse başına kâr payındaki firma içi bir standart sapmalık artışın piyasa değerinde yaklaşık 0,059 standart sapmalık artışla ilişkili olduğu görülmektedir. Bu bulgu, hisse başına kâr payı ile firma piyasa değeri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunduğunu, ancak ilişkinin büyüklüğünün KPV'ye kıyasla daha düşük olduğunu göstermektedir. Kontrol değişkenlerinin standartlaştırılmış katsayıları birlikte değerlendirildiğinde, piyasa değeriyle mutlak büyüklük bakımından en yüksek ilişkinin KPV'de ($|\beta_{std}|=0,2617$) olduğu; bunu HBKP'nin ($\beta_{std}=0,0588$) ve KAR'ın ($\beta_{std}=0,0403$) izlediği görülmektedir. Standartlaştırılmış katsayılar karşılaştırıldığında TKP, modelde yer alan anlamlı açıklayıcı değişkenler içerisinde firma piyasa değeriyle en yüksek mutlak büyüklükte ilişkiye sahip değişkendir.

Tablo 9. Driscoll–Kraay Standart Hatalı Sabit Etkiler Panel Regresyonu Sonuçları

Değişken	Katsayı	DK Std. Hata	t	p	Sonuç
TKP	0,3950481	0,0477144	8,28	0,000	Anlamlı (+)
KAR	0,0046226	0,0009842	4,70	0,001	Anlamlı (+)
SP	-0,2244991	0,4058395	-0,55	0,594	Anlamsız
O	0,1926158	0,0628161	3,07	0,013	Anlamlı (+)
KPV	-0,0324748	0,0040925	-7,94	0,000	Anlamlı (-)
HBKP	0,0052287	0,0021084	2,48	0,035	Anlamlı (+)

Not: Modelde firma ve yıl sabit etkileri kontrol edilmiş, heteroskedastisite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığına karşı Driscoll–Kraay standart hataları kullanılmıştır.

5. Sonuç ve Tartışma

Bu araştırmada kâr payı ödemeleri ile firma piyasa değeri arasındaki ilişki panel veri analizi yöntemiyle incelenmiştir. Araştırmanın temel amacı, firmaların gerçekleştirdikleri kâr payı ödemelerinin piyasa değeriyle

ilişkisini ortaya koymak ve bu ilişkiyi sermaye yapısı ile firma ölçeği gibi özellikleri dikkate alarak değerlendirmektir. Bu doğrultuda firma piyasa değeri (PD3) bağımlı değişken; toplam kâr payı (TKP), sermaye/pasif oranı (SP) ve firma ölçeği (O) temel açıklayıcı değişkenler olarak modele alınmış; yıllık net kâr (KAR), kâr payı verimi (KPV) ve hisse başına kâr payı (HBKP) ise kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Modelde firma ve yıl sabit etkileri kontrol edilmiş; heteroskedastisite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığına karşı Driscoll–Kraay dirençli standart hataları kullanılmıştır. Modelin genel olarak istatistiksel açıdan anlamlı olduğu belirlenmiştir. Modelin firma içi belirleme katsayısının yüksek olması, bağımlı değişkendeki firma içi zamansal değişimin önemli bir bölümünün modelde yer alan değişkenler ve zaman etkileri tarafından açıklandığını göstermektedir. Bununla birlikte bu oran, modeldeki her bir bağımsız değişkenin tek başına açıklama gücü olarak değil, modelin bütününe ilişkin bir uyum göstergesi olarak değerlendirilmelidir.

Araştırmanın temel bulgusu, toplam kâr payı (TKP) ile firma piyasa değeri arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin bulunmasıdır. Ayrıca TKP, modelde istatistiksel olarak anlamlı bulunan açıklayıcı değişkenler içerisinde mutlak standartlaştırılmış katsayısı en yüksek değişkendir. Bu bulgular doğrultusunda, kâr payı ödemeleri ile firma piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki bulunduğunu öne süren H1 hipotezi desteklenmiştir. Sermaye/pasif oranının (SP) katsayısı negatif olmakla birlikte istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu nedenle ödenmiş sermayenin toplam kaynaklar içindeki payı ile firma piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişkinin bulunduğunu ileri süren H2 hipotezi desteklenmemiştir. Katsayının negatif işareti tek başına ekonomik bir etki olarak yorumlanmamalıdır. İstatistiksel anlamlılığın bulunmaması nedeniyle örneklem kapsamında SP ile piyasa değeri arasında sistematik bir ilişkinin bulunduğu ilişkin yeterli kanıt elde edilememiştir. Firma ölçeğinin (O) piyasa değeriyle ilişkisi ise pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu sonuç, işletme büyüklüğü ile firma piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki bulunduğunu öne süren H3 hipotezini desteklemektedir.

Kontrol değişkenleri incelendiğinde yıllık net kârın (KAR) piyasa değeriyle pozitif ve anlamlı bir ilişkisinin bulunduğu görülmektedir. Hisse başına kâr payı (HBKP)'de piyasa değeriyle pozitif ve %5 düzeyinde anlamlı bir ilişki göstermektedir. Bulgular KAR ve HBKP değişkenleri ile piyasa değeri arasında pozitif bir ilişkiye işaret etmekle birlikte, standartlaştırılmış katsayılarının büyüklüğü TKP ve firma ölçeğine kıyasla daha sınırlıdır. Kontrol değişkenleri arasında dikkat çeken bulgulardan biri kâr payı verimine (KPV) ilişkindir. KPV'nin katsayısı negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. KPV'nin negatif katsayısı, değişkenin hesaplanma biçimi dikkate alındığında ekonomik açıdan beklenmedik bir sonuç olarak değerlendirilmemelidir. Kâr payı veriminin, hisse başına kâr payının hisse senedi fiyatına oranlanması yoluyla hesaplanması nedeniyle, diğer koşullar sabitken hisse senedi fiyatındaki artış KPV'yi sayısal olarak azaltmaktadır. Diğer bir deyişle kâr payı veriminin hesaplanmasında hisse senedi piyasa fiyatının paydada yer alması, piyasa fiyatındaki düşüşlerin diğer koşullar sabitken kâr payı verimini yükseltebilmesine neden olabilmektedir. Firma piyasa değerinin de hisse senedi fiyatındaki artışlarla doğrudan ilişkili olması, KPV ile piyasa değeri arasında negatif yönlü sayısal bir ilişkinin ortaya çıkmasına katkıda bulunmaktadır. Bu nedenle KPV'nin negatif katsayısı, yüksek kâr payı veriminin firma piyasa değerini düşürdüğü biçiminde doğrudan nedensel olarak yorumlanmamalıdır.

Araştırmanın temel katkılarından biri, kâr payı politikası ile firma piyasa değeri arasındaki ilişkinin yalnızca kâr payı ödemesinin anlamlı olup olmadığı üzerinden değerlendirilmemesi; ilişkinin yönünün ve göreceli büyüklüğünün de standartlaştırılmış katsayılar yardımıyla ortaya konulmasıdır. Bulgular, toplam kâr payının firma piyasa değeriyle pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahip olduğunu ve modelde istatistiksel olarak anlamlı bulunan açıklayıcı değişkenler içerisinde en yüksek mutlak standartlaştırılmış katsayıya sahip olduğunu göstermektedir. Bu yönüyle bu bulgu, kâr payı ödemelerinin yalnızca istatistiksel anlamlılığına ilişkin dayanak sunmamaktadır. Ayrıca incelenen örneklem ve model kapsamında kâr payı ödemelerinin firma piyasa değeriyle olan ilişkisinin diğer anlamlı değişkenlere kıyasla göreceli büyüklüğü hakkında bilgi sunmaktadır. Araştırmanın diğer bir katkısı, kâr payı politikasının iki farklı göstergesinin farklı yönlerde sonuç vermesinin ortaya konulmasıdır. Toplam kâr payının piyasa değeriyle pozitif ilişkisinin yanında kâr payı veriminin negatif ilişki göstermesi, kâr payı politikasının ölçülme biçiminin ampirik sonuçlar açısından önem taşıyabileceğine işaret etmektedir. Bu bulgu, toplam dağıtılan kâr payı ile fiyat temelli kâr payı verimi göstergelerinin aynı ekonomik bilgiyi temsil ettiği düşüncesine ihtiyatla yaklaşılması gerektiğini ortaya koymaktadır.

Çalışmanın metodolojik değeri ise panel veri yapısındaki olası sorunların sistematik olarak sınanmasından kaynaklanmaktadır. Model seçiminde firma ve zaman etkileri dikkate alınmış; yatay kesit bağımlılığı, durağanlık, heteroskedastisite ve otokorelasyon özellikleri değerlendirilmiş ve istatistiksel çıkarımlar bu özellikler göz önünde bulundurularak gerçekleştirilmiştir. Özellikle firmaların ortak makroekonomik ve piyasa şoklarından eş zamanlı olarak etkilenebileceği dikkate alındığında, yatay kesit bağımlılığının göz ardı edilmemesi finansal panel veri araştırmaları açısından önem taşımaktadır.

Araştırmanın bulguları bazı sınırlılıklar çerçevesinde değerlendirilmelidir. İlk olarak çalışma, 33 firma ve 10 yıllık dönemden oluşan kısa panel veri yapısına sahiptir. Çalışmanın zaman boyutunun kısa olması nedeniyle, birim kök testleri ile dirençli standart hata tahminlerine ilişkin bulgular ihtiyatla değerlendirilmiştir. Yatay kesit bağımlılığını dikkate alan CIPS/CIPS* sonuçlarının temel durağanlık göstergesi olarak kullanılması ve Harris-Tzavalis testinin tamamlayıcı sağlamlık kontrolü olarak değerlendirilmesi de bu nedenle önem taşımaktadır. CIPS* testi sonucunda PD3 ve KAR değişkenlerinin düzeyde durağan olmayıp birinci farkta durağan $I(1)$ olduğu belirlenmiştir. $I(1)$ serilerin düzey değerleriyle regresyon modelinde yer alması, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi ortaya konulmadığı durumda sahte regresyon riski oluşturabilmektedir. Bu nedenle çalışmada elde edilen katsayılar uzun dönemli denge veya nedensellik ilişkisini gösteren bulgular olarak değil, incelenen dönem ve örneklem çerçevesindeki koşullu ilişkiler olarak yorumlanmıştır. Bu konu çalışmanın metodolojik sınırlılıklarından biri olarak değerlendirilmelidir. İkinci olarak, Driscoll-Kraay standart hataları yatay kesit bağımlılığı, heteroskedastisite ve otokorelasyon gibi sorunlara karşı dirençli sonuçlar sağlamasına rağmen, yöntemin etkinliği zaman boyutunun geniş olduğu panellerde daha güçlüdür. Bu çalışmada zaman boyutunun $T=10$ yıl ile sınırlı olması bir kısıt olarak değerlendirilmelidir. Bu nedenle, daha uzun dönemleri ve daha geniş firma örneklemelerini kapsayan çalışmalarla elde edilen bulguların tekrar sınanması, sonuçların geçerliliğinin değerlendirilmesine katkı sağlayacaktır. Üçüncü olarak araştırmada firma piyasa değerini etkileyebilecek tüm firma içi ve makroekonomik etkenlerin modele katılması olanaklı değildir. Faiz oranları, döviz kuru, enflasyon, ekonomik büyüme, sektör özellikleri, kurumsal yönetim yapısı, yatırım politikaları, finansal kaldıraç ve yatırımcı beklentileri gibi değişkenler piyasa değerini etkileyebilmektedir. Yıl sabit etkileri ortak zamansal şokların önemli bir bölümünü kontrol etmekle birlikte, bu yaklaşım firmaların söz konusu makroekonomik değişkenlere farklı derecelerde tepki vermesini bütünüyle açıklamayabilir. Son olarak araştırma sonuçları değişkenler arasındaki koşullu ilişkileri ortaya koymaktadır. Sabit etkiler yaklaşımı gözlenemeyen ve zaman içerisinde değişmeyen firma özelliklerini kontrol etme avantajı sağlasa da ters nedensellik ve zaman içerisinde değişen gözlenemeyen faktörlerden kaynaklanabilecek içsellik sorunlarını tamamen ortadan kaldırmamaktadır. Bu nedenle bulgular, özellikle kâr payı ödemelerinin piyasa değerinde nedensel bir değişime yol açtığını kesin olarak kanıtlayan sonuçlar olarak değerlendirilmemelidir.

Gelecek çalışmalarda öncelikle daha uzun zaman boyutuna sahip panel veri setlerinin kullanılması önerilmektedir. Daha uzun bir T boyutunun; hem durağanlık ve dinamik özelliklerin daha güvenilir biçimde incelenmesine hem de yatay kesit bağımlılığına karşı dirençli olan tahmin yöntemlerinden daha fazla yararlanılmasına olanak sağlayabileceği değerlendirilmektedir. İkinci olarak kâr payı politikasının farklı göstergelerle ölçülmesinin de gelecek araştırmalar açısından önemli olduğu düşünülmektedir. Toplam kâr payı ile kâr payı veriminin bu araştırmada farklı yönlerde sonuç vermesi nedeniyle; kâr payı ödeme oranı, temettü ödeme kararı ve temettü artış/azalışları gibi farklı göstergelerin aynı veya başka modellerde karşılaştırılması önerilmektedir. Üçüncü olarak gelecek araştırmalarda firmaların sektörlere göre ayrıştırılması ve kâr payı-piyasa değeri ilişkisinin sektörler arasında farklılaşıp farklılaşmadığının incelenmesinin de yararlı olacağı değerlendirilmektedir. Benzer biçimde yatırımlar, kârlılık veya finansal kaldıraç gibi özelliklerin de kâr payı ödemesi ile piyasa değeri arasındaki ilişkiyi düzenleyip düzenlemediği araştırılabilir. Son olarak olası ters nedensellik ve içsellik sorunlarının daha doğrudan ele alınabilmesi amacıyla dinamik panel veri modelleri ile araştırmalar yapılabileceği değerlendirilmektedir. Böylece kâr payı ödemeleri ile firma piyasa değeri arasındaki ilişkinin yalnızca eş zamanlı bir ilişki olup olmadığı ya da daha güçlü bir nedensel mekanizmayı yansıtır yansıtmadığı konusunda daha kapsamlı bulgular elde edilebilir.

AÇIKLAMALAR / DECLARATIONS

Üretken Yapay Zekâ Beyanı: Bu çalışmanın hazırlanmasında üretken yapay zekâ araçları yalnızca dil düzenlemesi ile metnin anlaşılabilirliğinin ve okunabilirliğinin artırılması amacıyla kullanılmıştır. Bu araçlar araştırma verisi üretmek, istatistiksel analiz gerçekleştirmek, bulguları yorumlamak veya bilimsel sonuçlar geliştirmek amacıyla kullanılmamıştır. Yazar, yapay zekâ desteğiyle oluşturulan tüm içeriği eleştirel biçimde gözden geçirmiş ve yayımlanan çalışmanın doğruluğu, bütünlüğü ve özgünlüğüne ilişkin tüm sorumluluğu üstlenmektedir.

CRedit Yazarlık Katkı Beyanı: Kemal Esmer: Kavramsallaştırma, Metodoloji, Veri Toplama, Formal Analiz, Yazma – Orijinal Taslak, Yazma – İnceleme ve Düzenleme.

Çıkar Çatışması Beyanı: Yazar, bu araştırmanın yürütülmesi, analizi, yorumlanması veya yayımlanması sürecini etkileyebilecek herhangi bir finansal, ticari, kişisel veya mesleki çıkar çatışması bulunmadığını beyan eder.

Veri Erişilebilirliği Beyanı: Bu çalışmada kullanılan veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), İş Yatırım, Fintables ve ilgili firmaların faaliyet raporlarından elde edilen kamuya açık ikincil verilerdir; makul bir talep üzerine yazardan temin edilebilir.

Fon Desteği Beyanı: Yazar, bu araştırma, yazarlık veya yayın sürecine ilişkin herhangi bir kurum veya kuruluştan finansal destek almamıştır.

Etik Kurul Onayı: Bu çalışma insan katılımcıları veya insanlara ait kişisel veriler içermediğinden etik kurul onayı gerektirmemektedir.

KAYNAKÇA

- Abdullah, H., Isiksal, A. Z., & Rasul, R. (2025). Dividend policy and firm value: Evidence of financial firms from Borsa İstanbul under the IFRS adoption. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 23(1), 350-370. <https://doi.org/10.1108/JFRA-04-2022-0147>
- Açıkgöz, E., Uygurtürk, H., & Korkmaz, T. (2015). Analysis of factors affecting growth of pension mutual funds in Turkey. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(2), 427-433. <https://izlik.org/JA67MC82BG>
- Akay, Y., & Nur, T. (2022). Katılım 30 endeksi'nde işlem gören işletmelerin sermaye yapısı belirleyicilerinin panel veri analizi ile incelenmesi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 14(1), 558-577. <https://doi.org/10.20491/isarder.2022.139>
- Akyüz, K. C., & Yıldırım, İ. (2019). Finansal oranlar ve firma değeri ilişkisi; Kağıt ve kağıt ürünleri sanayi sektöründe bir uygulama. *Düzce Üniversitesi Bilim ve Teknoloji Dergisi*, 7(3), 1778-1792. <https://doi.org/10.29130/dubited.554813>
- Altıok-Yılmaz, A., & Akben-Selçuk, E. (2010). Information content of dividends: Evidence from İstanbul stock exchange. *International Business Research*, 3(3), 126-132. <https://doi.org/10.5539/ibr.v3n3p126>
- Ananzeh, H., Khalifeh, A., Alqudah, H., Al-Ababneh, H. A., & Al Amosh, H. (2025). ESG rating, corporate dividends policy, and the moderating role of corporate life cycle: Cross country study. *International Studies of Economics*, 20(3), 297-321. <https://doi.org/10.1002/ise3.104>
- Aroh, N., Egolum, U., & Chukwuani, N. (2021). Dividend policy determinants of firm value: Empirical evidence from listed non-financial companies in Nigeria. *International Journal of Research and Innovation in Social Science*, 5(7), 612-634.
- Atawnah, N., Eshraghi, A., Baghdadi, G. A., & Bhatti, I. (2024). Managerial ability and firm value: A new perspective. *Research in International Business and Finance*, 67, 10213. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102133>
- Atif, M., Liu, B., & Nadarajah, S. (2022). The effect of corporate environmental, social and governance disclosure on cash holdings: Life cycle perspective. *Business Strategy and the Environment*, 31(5), 2193-2212. <https://doi.org/10.1002/bse.3016>
- Bağcı, H., & Sarıay, İ. (2021). Halka açık piyasa değeri ve piyasa değerinin işletme performansındaki rolü: BİST halka arz endeksi'nde bir uygulama. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 13(24), 36-54. <https://doi.org/10.14784/marufacd.880613>
- Baştürk, F. H., & Ödül, Y. (2008). Firma büyüklüğü ile firma büyümesi arasındaki ilişkinin Gibrat Yasası çerçevesinde ele alınması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (39), 142-154. <https://izlik.org/JA99KX65MU>
- Bayrakcıoğlu, S., & Şenol, O. (2021). Bist 30 şirketlerin bağış miktarının panel veri analizi yöntemiyle incelenmesi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26(3), 353-368. <https://izlik.org/JA49PU96GW>
- Biddle, G. C., Bowen, R. M., & Wallace, J. S. (1998). Economic value added: some empirical EVAdence. *Managerial Finance*, 24(11), 60-71. <https://doi.org/10.1108/03074359810765714>
- Bilginoğlu, M. A., & Maraş, G. (2011). Avrupa Birliği ve Türkiye'de mali saydamlığın panel veri yöntemi ile analizi. *Ege Akademik Bakış*, 11(1), 59-73. <https://izlik.org/JA73BJ65YK>
- Birgili, E., & Düzer, M. (2010). Finansal analizde kullanılan oranlar ve firma değeri ilişkisi: İMKB'de bir uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (46), 74-83. <https://izlik.org/JA54RK87PT>
- Brennan, M. (1971). A note on dividend irrelevance and the Gordon Valuation Model. *The Journal of Finance*, 26(5), 1115-1121. <https://doi.org/10.2307/2326087>

- Budagaga, A. (2017). Dividend payment and its impact on the value of firms listed on İstanbul Stock Exchange: A residual income approach. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2), 370-376. <https://izlik.org/JA35EC64ZA>
- Budagaga, A. R. (2020). Dividend policy and market value of banks in MENA emerging markets: Residual income approach. *Journal of Capital Markets Studies*, 4(1), 25-45. <https://doi.org/10.1108/JCMS-04-2020-0011>
- Çelik, S., & Kaya, F. (2021). Banka kârlılığına etki eden mikro değişkenler: Türk bankacılık sektöründeki yerli ve yabancı bankalar üzerine bir araştırma. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 13(1), 719-738. <https://doi.org/10.20491/isarder.2021.1162>
- Chen, S. Y., & Chen, L. J. (2011). Capital structure determinants: An empirical study in Taiwan. *African Journal of Business Management*, 5(27), 10974- 10983. <https://doi.org/10.5897/AJBM10.1334>
- Dahmash, F. N., Alshurafat, H., Hendawi, R., Alzoubi, A. B., & Al Amosh, H. (2023). The retained earnings effect on the firm's market value: evidence from Jordan. *International Journal of Financial Studies*, 11(3), 89. <https://doi.org/10.3390/ijfs11030089>
- Dereli, H., & Topak, M. S. (2018). The effect of dividend policy on stock price: Evidence from an emerging country. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 10(4), 1186-1197. <https://doi.org/10.20491/isarder.2018.569>
- Dhanani, A. (2005). Corporate dividend policy: The views of British financial managers. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7-8), 1625-1672. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00643.x>
- Driscoll, J. C., & Kraay, A. C. (1998). Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data. *The Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549-560. <https://doi.org/10.1162/003465398557825>
- Dücan, E., & Akal, M. (2017). Komşu ülkelerle yapılan dış ticaretin DYY girişleri üzerindeki etkisi: Gelişmekte olan ülkeler için panel veri analizi, *Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 3(1), 63-80. <https://izlik.org/JA99BS93HT>
- Er, H., Er, M., & Altunışık, R. (2026). Y ve Z kuşağının dijital finansal okuryazarlık düzeylerinin incelenmesi. *International Journal of Entrepreneurship and Management Inquiries*, 9(17), 170-191. <https://doi.org/10.55775/ijemi.1832804>
- Eryomin, I., Likhacheva, O., & Chernikova, L. (2021). Impact of dividend policy on the market value of the company. *SHS Web of Conferences* (Vol. 91, p. 01013). EDP Sciences. <https://doi.org/10.1051/shsconf/20219101013>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. *The Journal of Finance*, 53(3), 819-843. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00036>
- Ge, C., Cui, Q., Bi, Y., & Mu, L. (2026). Dividend payment frequency and firm value: Evidence from China. *Economics & Politics*, 38(2), 473-486. <https://doi.org/10.1111/ecpo.70035>
- Gunarathne, U. G. V. D. D., Priyadarshanie, W. A. N., & Samarakoon, S. M. R. K. (2015). Impact of dividend policy on stock price volatility and market value of the firm: Evidence from Sri Lankan manufacturing companies. *Corporate Ownership&Control*, 13(3), 219-225. <https://doi.org/10.22495/cocv13i3c1p8>
- Gürbüz, A. O., & Ergincan, Y. (2004). Ekonomik katma değer (economic value added)(eva©) ve net kar: İMKB'deki hisse senedi fiyatlarının analizi (1995-2000). *Öneri Dergisi*, 6(21), 33-42. <https://doi.org/10.14783/maruoneri.680051>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate data analysis* (8th ed.). Cengage Learning
- Hamad, M., Jobbágy, A., & Tömöri, G. (2026). Dividend policy in a crisis: A pre and post-COVID-19 comparison of DJIA and DAX companies. *Journal of Business Economics and Management*, 27(1), 16-37. <https://doi.org/10.3846/jbem.2026.25371>
- Hand, J. R., & Landsman, W. R. (2005). The pricing of dividends in equity valuation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(3-4), 435-469. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00600.x>

- Harris, R. D. F., & Tzavalis, E. (1999). Inference for unit roots in dynamic panels where the time dimension is fixed. *Journal of Econometrics*, 91(2), 201–226. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00076-1](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00076-1)
- Hirdinis, M. (2019). Capital structure and firm size on firm value moderated by profitability. *International Journal of Economics and Business Administration*, 7(1), 174-191.
- Hoechle, D. (2007). Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. *The Stata Journal*, 7(3), 281–312. <https://doi.org/10.1177/1536867X0700700301>
- Innocent, O., Ibanichuka, E. A. L., & Micah, L. C. (2020). Accounting information and stock prices of quoted manufacturing firms: Multi-variant panel data evidence from Nigeria. *Asian Finance & Banking Review*, 4(1), 1-16. <https://doi.org/10.46281/asfbr.v4i1.505>
- Inuwa, M. B. (2025). Dividend payout and dividend yield on market value of listed insurance firms in Nigeria. *ADSU International Journal of Applied Economics, Finance and Management*, 10(2), 486-501
- Iskandar, I., Tan, S., Lubis, T. A., & Machpudin, A. (2022). Firm value model from the perspective of firm profitability and dividend-paying behavior with dividend payout as a mediator. *Jurnal Perspektif Pembiayaan dan Pembangunan Daerah*, 10(4), 199-212. <https://doi.org/10.22437/ppd.v10i4.14628>
- Kaya, M., & Şanlı, Ö. (2019). Kâr payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerine etkisi: BİST 30 endeksi üzerine bir araştırma. *Journal of Mehmet Akif Ersoy University Economics and Administrative Sciences Faculty*, 6(1), 107-116. <https://doi.org/10.30798/makuiibf.521834>
- Koç, S., Yıldız, B., & Şenol, Z. (2020). Nakit temettü ödemelerinin firma değeri üzerine etkilerinin panel veri yöntemi ile analizi: BİST 30 üzerine bir uygulama. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 21(2), 69-89. <https://doi.org/10.37880/cumuiibf.614125>
- 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.
- Masum, A. A. (2014). Dividend policy and its impact on stock price – A study on commercial banks listed in Dhaka Stock Exchange. *Global Disclosure of Economics and Business*, 3(1), 7–16. <https://doi.org/10.18034/gdeb.v3i1.166>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Mulyawan, A., Mubarok, F., & Damayanti, P. (2026). Profitability and dividend policy analysis with firm size as a moderating variable in determining stock prices of a company. *Jurnal Locus Penelitian dan Pengabdian*, 5(1), 498-510. <https://doi.org/10.58344/locus.v5i1.5467>
- Naceur, S. B., & Goaied, M. (2002). The relationship between dividend policy, financial structure, profitability and firm value. *Applied Financial Economics*, 12(12), 843-849. <https://doi.org/10.1080/09603100110049457>
- Natsir, K., & Yusbardini, Y. (2020). The effect of capital structure and firm size on firm value through profitability as intervening variable. In 8th International Conference of Entrepreneurship and Business Management Untar (ICEBM 2019) (pp. 218-224). Atlantis Press. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200626.040>
- Nguyen, V. D., & Phan, Q. T. (2026). Chairperson characteristics, dividend policy, and firm value: evidence from a Bayesian analysis in Vietnamese listed firms. *Cogent Business & Management*, 13(1), 2600117. <https://doi.org/10.1080/23311975.2025.2600117>
- Njoku, O. E., & Lee, Y. (2024). Revisiting the effect of dividend policy on firm performance and value: Empirical evidence from the Korean market. *International Journal of Financial Studies*, 12(1), 22. <https://doi.org/10.3390/ijfs12010022>
- Nurlita, M. I., & Gunarsih, T. (2021). Analysis of the effect of dividend policies on corporate value with good corporate governance (GCG) as moderating variables. *International Journal of Business, Humanities, Education and Social Sciences (IJBHES)*, 3(1), 12-17.

- O'Brien, R. M. (2007). A caution regarding rules of thumb for variance inflation factors. *Quality & Quantity*, 41(5), 673–690. <https://doi.org/10.1007/s11135-006-9018-6>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Padgaonkar, M. S. S., & Gunjal, T. D. (2021). Impact of paid-up capital on disclosure of accounting policies with special reference to companies registered in Sindhudurg district. *Research Journey, Special Issue – 266(C)*, 153-156.
- Pesaran, M. H. (2007). A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence. *Journal of Applied Econometrics*, 22(2), 265–312. <https://doi.org/10.1002/jae.951>
- Poudel, D., Ghalan, J., Khadka, K., Sah, K., Shahi, M., & Sharma, N. (2024). Impact of corporate governance on market price of share and stock return in Nepalese commercial banks. *Nepalese Journal of Finance*, 11(2), 54-72. <https://doi.org/10.3126/njf.v11i2.68817>
- Rajhans, R. K. (2013). Financial determinants of firm's value: evidence from Indian firms. *Zenith International Journal of Business Economics & Management Research*, ISSN, 2249-8826.
- Rohov, H., Kolodiziev, O., Shulga, N., Krupka, M., & Riabovolyk, T. (2020). Factors affecting the dividend policy of non-financial joint-stock companies in Ukraine. *Investment Management and Financial Innovations*, 17(3), 40-53. [https://doi.org/10.21511/imfi.17\(3\).2020.04](https://doi.org/10.21511/imfi.17(3).2020.04)
- Rusdi, E. J., & Risman, A. (2025). The impact of sustainable financing, dividend policy, and capital structure on firm value: An empirical study of banks listed on the Indonesia stock exchange. *Jurnal Ilmiah Manajemen dan Bisnis*, 11(2), 130-143.
- Samantha, L. M., & Alexander, J. R. (2024). Capitalizing growth: An in-depth exploration of paid-up capital impact on commercial banks in developing economies—insights from Nepal. *Ayden International Journal of Applied Economics, Finance and Accounting*, 1(1), 13-24.
- Şit, A. (2021). Kâr dağıtım politikaları firma değeri üzerinde etkili midir? BİST- temettü 25 endeksi üzerine bir uygulama. *Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(12), 159-171. <https://izlik.org/JA34HM42SD>
- Topaloğlu, E. E. (2018). Bankalarda finansal kırılganlığı etkileyen faktörlerin panel veri analizi ile belirlenmesi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 13(1), 15-38. <https://doi.org/10.17153/oguiibf.344856>
- Uzun, S., Saldanlı, A., & Sırma, İ. (2024). Piyasa değeri ve Piotroski F skor ilişkisi: Panel veri analizi. *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 26(3), 1079-1090. <https://doi.org/10.32709/akusosbil.1172751>
- Ünal, S., & Akbey, F. (2016). Firma büyüklüğü ve piyasa değeri/defter değeri anomalilerinin birlikte incelenmesi: Borsa İstanbul örneği. *Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 14(2), 258-282. <https://doi.org/10.18026/cbusos.99166>
- Wooldridge, J. M. (2012). *Introductory econometrics: A modern approach* (5th ed.). South-Western Cengage Learning.
- Yahaya, O. A. (2026). The moderating effect of market uncertainty on dividend policy and stock price volatility. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1), 274-330. <https://doi.org/10.11211/jae.2026.v16.i1.274>

Ek-1: Araştırma kapsamında incelenen firmalar ve sektörleri.

Kod	Firma	Sektör / Faaliyet Grubu
AKSA	Aksa Akrilik Kimya	Kimya, İlaç, Petrol, Lastik ve Plastik Ürünler
BIMAS	BİM Birleşik Mağazalar	Perakende Ticaret
ADEL	Adel Kalemcilik	Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri, Basım
AGHOL	AG Anadolu Grubu Holding	Holdingler ve Yatırım Şirketleri
AKCNS	Akçansa Çimento	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi / Çimento
AKMGY	Akmerkez GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
ALARK	Alarko Holding	Holdingler ve Yatırım Şirketleri
ALGYO	Alarko GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
ALKIM	Alkim Alkali Kimya	Kimya, İlaç, Petrol, Lastik ve Plastik Ürünler
ANHYT	Anadolu Hayat Emeklilik	Sigorta / Emeklilik
ASELS	Aselsan	Metal Eşya, Makine, Elektrikli Cihazlar ve Ulaşım Araçları
AYGAZ	Aygaz	Kimya, İlaç, Petrol, Lastik ve Plastik Ürünler
BRYAT	Borusan Yatırım	Holdingler ve Yatırım Şirketleri
CCOLA	Coca-Cola İçecek	Gıda, İçecek ve Tütün
ECILC	Eczacıbaşı İlaç	Holdingler ve Yatırım Şirketleri
ECZYT	Eczacıbaşı Yatırım Holding	Holdingler ve Yatırım Şirketleri
EGEEN	Ege Endüstri	Metal Eşya, Makine, Elektrikli Cihazlar ve Ulaşım Araçları
ENKAI	Enka İnşaat	İnşaat ve Bayındırlık
EREGL	Ereğli Demir ve Çelik	Ana Metal Sanayi
FMIZP	Federal-Mogul İzmit Piston	Metal Eşya, Makine, Elektrikli Cihazlar ve Ulaşım Araçları
FROTO	Ford Otosan	Metal Eşya, Makine, Elektrikli Cihazlar ve Ulaşım Araçları
INDES	İndeks Bilgisayar	Toptan Ticaret
ISMEN	İş Yatırım Menkul Değerler	Aracı Kurumlar
ISYAT	İş Yatırım Ortaklığı	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
KCHOL	Koç Holding	Holdingler ve Yatırım Şirketleri
NUHCM	Nuh Çimento	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi / Çimento
OTKAR	Otokar	Metal Eşya, Makine, Elektrikli Cihazlar ve Ulaşım Araçları
PETUN	Pınar Entegre Et ve Un	Gıda, İçecek ve Tütün
PNSUT	Pınar Süt	Gıda, İçecek ve Tütün
SAHOL	Hacı Ömer Sabancı Holding	Holdingler ve Yatırım Şirketleri
SARKY	Sarkuysan	Ana Metal Sanayi
SELEC	Selçuk Eczacı Deposu	Toptan Ticaret
TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası	Otomotiv

Ek-2: 2011-2020 Arası Enflasyon Oranları.

Yıl	Enflasyon Oranı
2020	14,60%
2019	11,84%
2018	20,30%
2017	11,92%
2016	8,53%
2015	8,81%
2014	8,17%
2013	7,40%
2012	6,16%
2011	10,45%