Muhasebe ve Finansman Dergisi – 2026 Ekim (112): 131- 154

ISSN: 2146-3042
DOI:10.25095/mufad.1946999

Temettü, Otofinansman ve Finansal Yapı Dengesi: BIST Temettü 25 Endeksi Üzerine Panel Veri Analizi*

İpek YAYLALI**
Merve BAKAN***
Mehtap BULUT DENİZ****

ÖZET

Çalışmanın temel amacı, firmalarda temettü dağıtım politikaları ile otofinansman tercihleri arasındaki ilişkinin firma kârlılığı üzerindeki etkisini ortaya koymaktır. Örneklem olarak çalışmada BIST Temettü 25 Endeksi'nde yer alan firmaların 2018-2025 dönemine ait verileri kullanılmış, bankalar finansal tabloları veri setine uygun olmadığından analize dahil edilmemiştir. Bu nedenle çalışmada 21 firma ele alınarak incelenmiştir. Bu işletmelerin muhasebe verileri aracılığıyla ölçülen cari oran, varlık yapısı, varlık karlılık oranı, otofinansman, finansal kaldıraç oranı gibi değişkenler kullanılarak temettü ödeme oranı arasındaki ilişkiyi belirlemek için, dinamik panel veri analizi yöntemlerinden "Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (Generalized Method of Moments-GMM) ile model oluşturulmuştur. Çalışmada bağımlı değişken olarak varlık karlılık oranı, bağımsız değişken olarak temettü oranı ve otofinansman oranı, kontrol değişken oranı olarak da cari oran, finansal kaldıraç oranı ve varlık yapısı kullanılmıştır. Elde edilen bulgular neticesinde firmaların temettü politikaları ile otofinansman kararları arasında denge kurulmasının finansal performansları etkileyeceği görülmüştür. Ayrıca çalışmada yer alan firmaların genel olarak yüksek likidite yeteneğine sahip oldukları ve özsermaye ağırlıklı çalıştıkları sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: *Muhasebe, Mali Tablo, Temettü, Otofinansman, Finansal Yapı Dengesi, BIST-Temettü 25.*

Jel Sınıflandırması*:M41, D53.*

Dividend, Self-Financing, and Financial Structure Balance: A Panel Data Analysis on the BIST Dividend 25 Index

ABSTRACT

The main objective of this study is to reveal the impact of the relationship between dividend distribution policies and self-financing preferences on firm profitability. The study uses data from firms listed in the BIST Dividend 25 Index for the period 2018-2025 as a sample; banks were not included in the analysis as their financial statements were not suitable for the dataset. Therefore, only 21 firms were examined in this study. To determine the relationship between dividend payout ratios and variables such as current ratio, asset structure, return on assets, self-financing, and financial leverage ratio, measured through accounting data of these companies, a model was created using the Generalized Method of Moments (GMM), a dynamic panel data analysis method. In the study, the return on assets ratio was used as the dependent variable, the dividend rate and self-financing ratio as independent variables, and the current ratio, financial leverage ratio, and asset structure as control variables. As a result of the findings, it was observed that balancing the dividend policies and self-financing decisions of the firms would affect their financial performance. In addition, it was concluded that the firms included in the study generally have high liquidity ability and operate with a predominantly equity-based structure.

Keywords: *Accounting, Financial Statements, Dividend, Self-financing, Financial Structure Balance, BIST Dividend 25 Index.*

Jel Classification: *M41, D53.*

* **Makale Gönderim Tarihi**:08.05.2026, **Makale Kabul Tarihi**:30.08.2026, **Makale Türü:** Araştırma Makalesi

** Dr. Öğr. Üyesi, İstanbul Medipol Üniversitesi, İşletme ve Yönetim Bilimleri Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve Finansman Bölümü, ipek.yaylali@medipol.edu.tr, ORCID: 0000-0001-7171-7752

*** Öğr. Gör. Dr., İnönü Üniversitesi Malatya Meslek Yüksek Okulu Finans, Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, merve.bakan@inonu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-7194-6333

**** Dr. Öğr. Üyesi, İnönü Üniversitesi Malatya Meslek Yüksek Okulu Mülkiyet Koruma ve Güvenlik Bölümü, mehtap.deniz@inonu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-6826-5502

EXTENDED ABSTRACT

Purpose

The aim of this study is to examine the effect of the relationship between dividend payout policies and self-financing preferences on firm profitability, using data from companies included in the BIST Dividend 25 Index for the 2018-2025 period.

Literature and Background

When the studies related to the subject are reviewed, it is observed that a considerable number of works have been conducted on dividend policy. While some of these studies examine the relationship between dividend policy and firm value, others focus on its connection with financial performance. This study aims to empirically reveal the effects of the balance between dividend distribution and retained earnings (self-financing) on firm performance by addressing the financial statement structure in a holistic manner, and to contribute to the literature, particularly in the context of the relationship between corporate financing and profitability in emerging markets. In this respect, the originality of the study and its contribution to the literature are significant.

Methodology

In this study, firms included in the BIST Dividend 25 Index were taken as the sample; however, banks were excluded from the analysis since their financial statements were not compatible with the dataset. Accordingly, 21 firms were evaluated. To better capture the relationships under investigation, control variables representing firms' financial structures-such as the current ratio, financial leverage ratio, and asset structure-were incorporated into the model. In this context, the dynamic panel data analysis method was employed, and firms' past profitability performances were also reflected in the model. The main reason for preferring the dynamic panel data model is the possibility that ROA may be influenced by its past values. Therefore, the Generalized Method of Moments (GMM), a dynamic panel estimation technique, was applied. In the study, ROA was used as the dependent variable to represent firm performance, while dividend ratio and self-financing ratio were employed as the main explanatory variables. Additionally, the current ratio (CARI), which measures firms' ability to meet short-term liabilities, the financial leverage ratio (FKO), which indicates firms' debt structure, and the asset structure, which reflects firms' capital composition, were included in the model.

Findings

When the analysis results regarding the variables in the study are examined, it is observed that the average current ratio of the firms is 3,66. While evaluating current ratio levels, it should not be overlooked that the composition of current assets and the sector-specific structures of working capital may vary. A high current ratio may not necessarily stem from high current assets, but rather from low utilization of short-term liabilities. According to the analysis results, the financial leverage ratio was found to be 3,91. This value indicates that the use of external financing is limited in firms, yet it also suggests that sectoral

characteristics and firm-specific differences should be considered when assessing capital structures. The average self-financing ratio of 31% implies that firms allocate a significant portion of their earnings to investments, thereby reducing their need for external financing. Although the return on assets (ROA) reached as high as 71% in some firms, the overall average is around 9,8%, revealing a notable disparity in profitability performance among the firms analyzed. On the other hand, the average dividend payout ratio of 43% demonstrates that firms included in the BIST Dividend 25 Index pursue a stable dividend distribution policy. Finally, the analysis results show that the highest correlation among the variables, at 58%, exists between the self-financing ratio and the dividend payout ratio. When the low correlation values identified among the variables are considered, it is evident that there is no serious risk of multicollinearity within the model. Since endogeneity cannot be directly detected through correlation analysis, F-GMM and S-GMM estimators were employed in the study. In the constructed model, ROA was used as the dependent variable, while self-financing and dividend ratios were included as the main independent variables. Control variables incorporated into the model were the current ratio, financial leverage ratio, and asset ratio. The results of Difference GMM and System GMM indicate that the main independent variables-self-financing and dividend ratios-negatively affect ROA. According to these findings, a one-point increase in the self-financing ratio leads to a 0,08-point decrease in ROA based on F-GMM results, and a 0,07-point decrease according to S-GMM results. These outcomes suggest that retained earnings do not directly translate into firm profitability in the short term; rather, the impact of resources held within the firm through self-financing may vary over time depending on the temporal dimension. A one-point increase in the dividend ratio results in a 0,29-point decrease in ROA according to F-GMM results, and a 0,24-point decrease according to S-GMM results. The negative relationship identified between dividend ratio and ROA may be associated with the limitation of firms' internal financing capacity due to high dividend payments. These findings imply that dividend distribution may be insufficient to enhance profitability, particularly in firms with high growth and investment potential. When examining the magnitude of the coefficients used in the analysis, it is understood that the increase in dividend ratio has a greater impact on ROA compared to the self-financing ratio. This result reveals that dividend policies exert a more direct effect on firm profitability than self-financing.

Conclusion and Implications

When the findings obtained from the study are evaluated in a holistic manner, it is concluded that the firms in the dataset possess high liquidity, an equity-oriented capital structure, and an average level of profitability. Furthermore, the results of the correlation analysis indicate that there is no multicollinearity problem among the variables, while an inverse relationship was identified between dividend yield ratio and self-financing ratio. The analysis results demonstrate that establishing an optimal balance between dividend policies and self-financing decisions is critically important for firms to enhance their financial performance. Overall, the study contributes to the literature by empirically revealing the effects of dividend and self-financing policies on profitability for 21 firms included in the BIST Dividend 25 Index. The results also highlight that adopting a balanced approach

between dividend policies and self-financing decisions is crucial for firms to strengthen their long-term financial performance.

1. GİRİŞ

Temettü politikaları, otofinansman kapasiteleri, finansal yapı dengesi arasındaki ilişki finans literatüründe firmaların uzun vadeli stratejik tercihlerinde belirleyici bir etkiye sahiptir (Ayyıldız, 2025:846). Firmalar, faaliyetleri sonucunda elde ettikleri kâr üzerinden stratejik karar vermek durumundadırlar. Bu kararlar, söz konusu kârın hissedarlara temettü olarak dağıtılması ya da karın dağıtılmayıp gelecek dönem yatırımlarında kullanılmak üzere işletme bünyesinde tutulmasıdır (Temiz ve Hacıhasanoğlu, 2017:133).

Firma yöneticileri, elde ettikleri kârın hissedarlara temettü olarak dağıtılıp dağıtılmaması ya da gelecekteki yatırımlar için işletmede tutulması gerektiği, dağıtım yapılacaksa bunun hangi oranda olacağı konusunda endişe duyarlar (Nguyen vd., 2021:2). Bu bağlamda temettü politikası, finans literatüründe en yoğun tartışma konularından biri olarak kabul edilmektedir. Bunun için de finans bilimcileri, firmaların temettü ödemesi yapma ya da yapmama nedenlerini açıklamaya yönelik kapsamlı teoriler geliştirmişlerdir (Baker ve Powell, 1999:17). Firmaların yıl içinde elde ettikleri kârın ortaklara dağıtılıp dağıtılmayacağına ilişkin karar, dağıtım yapılacaksa ne kadarının dağıtılacağı ne kadarının firma bünyesinde kalacağı ve dağıtımın hangi yöntemle uygulanacağı hususlarını kapsayan düzenlemeler, temettü dağıtım politikaları olarak adlandırılmaktadır (Ünal, 2020:6). Temettü dağıtım politikasında, firma değerinin maksimum kılınması amaçlanmaktadır (Kaderli ve Başkaya, 2014:51). Bir firmanın düzenli olarak temettü dağıtması, yatırımcılar açısından firmanın finansal bakımdan güçlü ve sağlıklı olduğu anlamına gelmektedir (Arslan ve Meder Çakır, 2018:170).

Yatırımcılar tasarruf ettikleri birikimlerini genellikle, düzenli ve yüksek temettü geliri sağlayan hisse senetlerine yönlendirmeyi tercih ederler. Bununla beraber, bir firmanın yüksek temettü ödemeleri, firmanın iç kaynaklarla finansman (otofinansman) kapasitesini azalttığından; firmanın hem yüksek temettü dağıtması hem de güçlü bir büyüme performansı sergilemesi beklenmesi, genellikle birbiriyle çelişen amaçlardır. Bu sebeple yöneticiler tarafından belirlenen temettü politikası, firmanın büyüme potansiyelini sınırlandırmamalı ve

aynı zamanda hissedarların temettü beklentilerini dengeli bir biçimde karşılamalıdır (Şanlı, 2018:3).

Günümüzde, rekabetin giderek yoğunlaştığı finansal piyasalarda, firmalar için temettü dağıtımı ve buna ilişkin politikaların önemi gün geçtikçe daha da artmaktadır. Firmaların etkin bir kâr payı politikası belirlemesi, yeni yatırımcıların işletmeye ilgisinin artmasına, bu da firmanın hisse senetlerine olan talebin yükselmesine katkı sağlayacaktır. Böylece, piyasa likiditesi artmış olacaktır. Tüm bunlar ayrıca, firmaların geleceğe yönelik stratejik hedefleri ve planladıkları yatırımlar, uygulanacak temettü politikasının şekillenmesinde önemli bir işlev üstlenmektedir (Koç vd., 2020:70).

Firmaların kazandığı net kârın dağıtılmamış kârlar, paydaşlar ve yedek akçeler arasındaki dağılımını belirleyen politikalar olarak tanımlanan temettü politikaları (Seyhan ve Akbulut, 2022:30); firmanın varlık yapısı, varlık karlılık oranı (ROA), finansal kaldıraç oranı, cari oran ve hissedar yapısı gibi işletmeye özgü mikro faktörlerden etkilenmektedir. Aynı zamanda temettü politikaları; döviz kuru, faiz oranları, enflasyon oranı, ekonomik büyüme gibi makroekonomik faktörlerden de etkilenmektedir (Baker ve Powell, 1999). Bu bağlamda, firmaların temettü politikaları sadece finansal göstergelerin bir sonucu değil, aynı zamanda firmanın temel özellikleri ve piyasa koşullarıyla doğrudan ilişkilidir. Nitekim (Fama ve French 2001) çalışmalarında, temettü ödeyen firmaların genel olarak daha yüksek kârlılığa, daha büyük ölçeğe ve daha sınırlı yatırım olanaklarına sahip olduğunu; buna karşılık büyüme fırsatları yüksek olan firmaların temettü ödeme konusunda daha isteksiz oldukları sonucuna varmışlardır. Bu sonuç, firmaların temettü dağıtım kararlarının; yalnızca kârlılık, yatırım olanakları ve firma büyüklüğü gibi mikro faktörlerden değil aynı zamanda, ekonomik koşulların yönlendirdiği beklentiler doğrultusunda şekillendiğini göstermektedir. Bu nedenle temettü politikası, işletme içindeki finansal unsurlar ile dış çevreden kaynaklanan ekonomik faktörlerin birlikte dikkate alınmasını zorunlu kılan çok yönlü bir karar mekanizması olarak değerlendirilmelidir.

Türkiye'de BIST'deki işlem hacminin her yıl artmasıyla yabancı yatırımcıların piyasaya olan ilgisini de giderek artırmıştır. Günümüzde yerli ve yabancı yatırımcıların bir hisse senedine yatırım yaparken değerlendirdikleri unsurlar arasında firmaların temettü

politikaları önem arz etmektedir. Artan bu ilgi doğrultusunda, 2011 yılı temmuz ayından itibaren BIST Temettü Endeksi ile BIST Temettü 25 Endeksi hesaplanmaya başlanmıştır. Bu endeksler, yatırımcılara karar alma süreçlerinde rehberlik etmektedir. Kısa vadeli yatırımcılar genellikle fiyat hareketlerine odaklanırken, uzun vadeli yatırımcılar daha çok yüksek kârlılık ve düzenli temettü ödemesi yapan firmaları tercih etmektedir. Bu kapsamda, temettü endekslerinde yer alan firmalar, genellikle yüksek bilanço kârlılığına sahip firmalar olarak ön plana çıkmaktadır (Aydın, 2017:53).

Bu çalışmada, firmaların temettü dağıtım politikaları ile otofinansman tercihleri arasında oluşan finansal yapı dengesinin firma kârlılığı açısından ortaya çıkardığı sonuçlar değerlendirilmektedir. Firmaların kâr dağıtımı ile işletme içinde kaynak tutma (otofinansman) arasında nasıl bir denge kurduğu ve bu dengenin firma kârlılığını nasıl etkilediği çalışmanın özünü oluşturmaktadır. Çalışmada, mali tablo yapısı bütüncül bir şekilde ele alınmış ve BIST 25 Endeksi'nde yer alan firmalar örneklem olarak seçilmiştir. Temettü politikası ile otofinansman kararlarının firma kârlılığı üzerindeki etkilerini incelemek amacıyla çalışmada dinamik panel veri tekniklerinden olan "Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (Generalized Method of Moments- GMM)" tekniği kullanılmıştır. BIST 25 Endeksi'nde yer alan bankaların finansal tabloları veri setine uygun olmadığından analize dahil edilmemiştir. Bu nedenle çalışmada 21 firma ele alınarak incelenmiştir Çalışmada bağımlı değişken olarak varlık kârlılık oranı (ROA), bağımsız değişken olarak temettü oranı ve otofinansman oranı, kontrol değişken oranı olarak da cari oran, finansal kaldıraç oranı ve varlık yapısı kullanılmıştır. Araştırmada; cari oran, kaldıraç oranı, varlık yapısı, aktif kârlılığı (ROA), temettü ödeme oranı, otofinansman oranı gibi birden fazla oran dikkate alınarak analizler yapılmış bu da çalışmanın literatürden farkını ve zenginliğini ortaya koymuştur. Ayrıca otofinansman değişkeninin analizlere katılması çalışmaya yeni ve özgün bir boyut kazandırmıştır.

2.LİTERATÜR TARAMASI

Firmaların temettü politikası ile otofinansman kararlarının firma kârlılığı üzerine muhasebe ve finans literatüründe hatırı sayılır sayıda yerli ve yabancı çalışma bulunmaktadır.

Araştırmanın literatüre katkısını güçlendirmek amacıyla, yapılmış çalışmalar incelenmiş ve kronolojik sırayla özetlenmiştir.

2.1.Sermaye Yapısı ve Finansal Dinamikler İle İlgili Çalışmalar

Aşağıda firmaların sermaye yapıları ve finansal yapıları ile ilgili literatürde yer alan bazı örnek çalışmalara yer verilmiştir.

Ayyıldız (2025) çalışmasında 2017-2024 dönemleri arasındaki BIST'de yer alan Sınai, Mali, Hizmetler ve Teknoloji sektörleri sermaye yapısı, kârlılık, temettü ve büyüme oranları bakımından karşılaştırmalı şekilde incelenmiş, bu sektörlerin finansal stratejileri ve performans farklılıkları analiz edilmiştir. Çalışmada, Türkiye'deki dört sektörün karşılaştırmalı bir biçimde ele alınması, sektörlerin finansal yapılarının karşılaştırması yönünden literatürdeki önemli bir boşluğu doldurmuştur. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular, söz konusu sektörler arasında belirgin yapısal ve stratejik ayrımların olduğunu göstermektedir.

Yılmaz (2022) çalışmasında Türkiye'de faaliyette bulunan finansal firmaların sermaye yapılarını meydana getirirken herhangi bir amaç yönünde hareket edip etmediklerini incelemiştir. Ayrıca çalışmasında firmaların uyarlama maliyetlerinin bulunduğu bir ortamda, bu firmaların uyarlama hızlarını tespit etmeyi de amaçlamıştır. Çalışma sonucunda, bu firmaların sermaye yapılarını belirlerken alternatif finansman kaynakları arasında hiyerarşik bir tercih yapmadıklarını, bunun yerine hedefledikleri borç etrafında dengeleme davranışı sergiledikleri tespit edilmiştir.

Irk ve Karaca (2015) çalışmalarında 2000-2010 yılları arasında BIST İmalat Sanayi Endeksinde işlem gören 123 firmanın sermaye yapısına etki eden faktörleri incelemişlerdir. Firmaların sermaye yapısı üzerine yapılan panel veri analizi sonucunda firmaların optimum sermaye arayışı içinde olmadıkları bilgisine ulaşılmıştır.

Abdioğlu ve Deniz (2015) çalışmalarında BIST İmalat Sanayi Endeksinde işlem gören 188 firmanın 2008 krizi sonrası sermaye yapısına etki eden faktörleri 5 yıllık dönem verileriyle incelemişlerdir. Çalışmada, firmaların sermaye yapısı kararlarında genel olarak finansman hiyerarşisi yaklaşımını destekleyen ilişkiler bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Rozeff (1982), temettü ödeme oranlarının belirleyicilerini araştırdığı çalışmasında yatırım politikalarının temettü politikasını etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Çalışmada ayrıca, temettü politikalarının yatırım kararları ile birlikte kurumsal sahiplik yapısı ve ajans maliyetlerinden de etkilendiği sonucu ortaya konularak literatüre önemli bir katkı sunulmuştur. Çalışmanın, 1980 dönemine ait ABD verileri ile yapılması sonuçların günümüz piyasalarına genellenebilirliğini sınırlamıştır.

Miller ve Modigliani (1961), temettü politikasının büyüme ve hisse senetlerinin değerlemesi üzerindeki etkisini araştırmış ve çalışma sonucunda firma değeri üzerinde firmanın temettü dağıtma politikasının etki olmadığı, firmanın kazancı ve yatırımının etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışma temettü ilintisizlik yaklaşımını ortaya koymuş, bu da çalışmanın daha sonra yapılan birçok çalışmada referans olarak gösterilmesini sağlamıştır. Bu anlamda çalışma, literatüre özgün ve değerli bir katkı sunmaktadır.

2.2.Temettü Politikaları ve Firma Performansı İle İlgili Çalışmalar

Aşağıda firmaların temettü politikaları ile firma performansları ile ilgili literatürde yer alan bazı örnek çalışmalara yer verilmiştir.

Yenilmez ve Geneş (2025), BIST'de işlem gören dokuz işletmenin 2013-2023 yılları arasındaki verilerini kullanarak firmaların temettü dağıtım politikalarına etki eden faktörleri incelemişlerdir. Araştırma kapsamındaki işletmeler son 10 yılda düzenli olarak temettü ödemesi yapan işletmeler arasından seçilmiştir. Bu durum, elde edilen bulguların tüm sektörlere uyarlanabilmesini kısıtlamaktadır. Çalışmada 2013-2023 dönemine ait dokuz işletmenin verilerinin kullanılması çalışmanın literatüre katkısını sağlamıştır. Çalışmada, analiz yöntemi olarak dinamik panel veri analizi yöntemini kullanmışlardır. Çalışma sonucunda, firmanın karlılığı ve büyüme potansiyeli ile kar payı dağıtım oranı arasında kuvvetli bir ilişki olduğu sonucunda varılmıştır.

Amat ve Ahn (2023), Sri Lanka'daki borsaya kayıtlı olmayan finansal firmaların 2016-2020 yılları arasındaki temettü politikası ve firma performansları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. İmalat, gıda, içecek ve tütün sektörleri üzerinde yaptıkları analiz sonucunda; temettü ödeme oranı ile finansal performans arasında anlamlı bir ilişki tespit edilemezken,

hisse başına kazanç ve firma büyüklüğü ile ROA ve ROE arasında pozitif anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Çalışmanın Sri Lanka'daki imalat, gıda, içecek ve tütün sektöründeki finans dışı firmaları kapsaması sonuçların farklı ülke ve sektörlere genellenebilirliğini sınırlamış ve çalışmanın kısıtını oluşturmuştur. Literatürde genellikle finans sektörlerinin ele alınması çalışmanın bu anlamda önemini ve farkını göstermiştir.

Şit (2021) çalışmasında, BIST Temettü 25 Endeksinde yer alan firmaların 2010 yılının ilk çeyreği ile 2021 yılının ilk çeyreğindeki verilerini alarak temettü politikalarının firma değeri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Araştırma sonucunda temettü ödeme oranının Piyasa Değeri/Defter Değeri üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışma, düzenli temettü ödemesi yapan firmalar üzerine yoğunlaşarak temettü politikalarının firma değerini yükseltici etkisini göstermesi bakımından literatüre önemli bir değer katmaktadır.

Ünal (2020) çalışmasında, temettü politikalarının finansal performansına etkisini araştırmıştır. Bu bağlamda araştırmasında, BIST Temettü 25 Endeksinde yer alan firmaların 2009-2018 yılları arasındaki 10 yılını baz almış, elde ettiği verileri panel regresyon modeli kullanarak analiz etmiştir. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular, firmaların temettü politikalarının finansal performans üzerinde belirleyici rol oynadığını göstermektedir. Çalışma, temettü politikalarının sadece firma değeri üzerindeki etkisini inceleyen araştırmalardan farklı olarak finansal performans göstergeleri üzerinde doğrudan değerlendirme yapması açısından literatüre özgün bir değer katmaktadır.

Arslan ve Meder Çakır (2018), BIST 100 Endeksinde yer alan işletmelerin temettü ödemeleri ile firma değeri arasındaki ilişkilerini inceledikleri çalışmalarında, vaka etüdü (event study) metodu kullanarak, işletmelerin temettü ödeyeceklerini kamuya duyurmaları sonucunda söz konusu işletmenin hisse senetlerinin anormal getiri elde edip etmeyeceklerini tespit etmeyi amaçlamışlardır. Bu amaçla BIST 100 Endeksinde 2016 yılında temettü ödemesi yapan 31 firmanın verilerini baz almışlardır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular, firmaların temettü ödeyeceklerini kamuya duyurmaları sonucunda ilgili firmanın hisse senetleri fiyatları pozitif yönlü anormal getiri sağladığını göstermiştir. Çalışmada sadece 2016 yılına, üretim sektörüne ve 31 firmaya odaklanılması sonuçların genellenebilirliğini sınırlamıştır.

Najjar ve Kılınçarslan (2017), 2003 sonrası dönemde Türkiye'deki halka açık firmaların; reformlar, düzenlemeler ve kurumsal faktörlerin işletmelerin temettü politikalarını nasıl yönlendirdiğini panel veri analiziyle inceleyen özgün bir çalışmadır. Çalışmada; Türkiye'de halka açık firmaların sahiplik yapısı yoğunlaşmasının da tesiriyle gelişmiş piyasalara göre daha az fakat daha istikrarlı bir temettü politikası izlediği, ayrıca büyük ve kârlı firmaların nakit temettü ödeme olasılığının borçluluk ve yatırım fırsatları yüksek şirketlere göre daha yüksek olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Çalışmada, panel veri seti kullanarak 264 Borsa İstanbul firmaları verileri aracılığıyla literatüre önemli kanıtlar sunulurken, sadece 2003-2012 döneminin ele alınması sonuçların genellenebilirliğini sınırlamıştır.

Zeren (2017) çalışmasında, BIST Temettü 25 Endeksinde yer alan firmaların 2001-2017 yılları arasındaki nakdi kâr payı dağıtım oranları ve firma değerleri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Yapılan analizler sonucunda, kâr payı dağıtım oranı ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Çalışmada BIST Temettü 25 Endeksinde yer alan firmaların 2001-2017 dönemlerini kapsayan uzun veri seti bilgilerinin kullanılması literatüre önemli bir değer katarken, farklı sektörler ve firmaların incelenmemesi sonuçların genellenebilirliğini sınırlamıştır.

Yıldız vd. (2014) çalışmalarında, BIST sanayi sektöründe işlem gören 118 firmanın 2003-2010 yılları arasında temettü politikalarına etki eden faktörleri panel veri analizi yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Yapılan analiz sonucunda, vergi, kârlılık, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü, kaldıraç, likidite gibi değişkenlerin firmaların nakit temettü ödeme değişkenleri üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada BIST sanayi sektöründeki işletmelerinin ele alınması literatüre önemli bir değer katmış, ayrıca 2003-2010 dönemine ait verilerin kullanılması çalışmanın bulgularının güvenilirliğini artırmıştır.

2.3.Sahiplik Yapısı ve Kurumsal Faktörler ile İlgili Çalışmalar

Aşağıda firmaların sahiplik yapısı ve kurumsal faktörler ile ilgili literatürde yer alan bazı örnek çalışmalara yer verilmiştir.

Tayachi vd. (2023) çalışmalarında sahiplik yapısının bir firmanın finansman ve temettü kararlarını nasıl etkilediği incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, yönetimsel sahiplik ve yoğunlaşmanın borçlanmayı artırırken temettüyü azalttığı; kurumsal sahipliğin ise her iki kararı da desteklediği bulgusuna ulaşmışlardır. Literatürdeki diğer çalışmalar genellikle tek bir ülkeyi örneklem olarak ele alırken bu çalışmada gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler aynı anda ele alınmıştır. Bu anlamda çalışma literatürdeki önemli bir boşluğu doldurmaktadır.

Gupta vd. (2025) Hindistan Ulusal Menkul Kıymetler Borsası'nda (National Stock Exchange of India) işlem gören 86 firma üzerine yaptıkları çalışmalarında, firmaların temettü politikalarına etki eden faktörleri panel regresyon yöntemini uygulayarak araştırmışlardır. Analiz sonucunda; kârlılık, serbest nakit akışları, likidite ve firma büyüklüğünün firmaların temettü politikasında önemli etkisinin olduğunu, bunun yanı sıra kaldıraç, büyüme ve yatırım fırsatlarının ise temettü politikası üzerinde bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Araştırmadan elde edilen bu bulgu çalışmanın en dikkat çekici bulgusudur. Ayrıca araştırmanın sadece Hindistan'daki 86 firma ile sınırlandırılmış olması çalışmanın kısıtını oluşturmuş ve araştırmanın genellenebilirliğini azaltmıştır. Literatür incelendiğinde bilgi yoğun firmaların temettü politikalarına ilişkin sınırlı sayıda çalışma bulunmakta olup, bu çalışma bu anlamdaki eksikliği önemli ölçüde gidermektedir.

2.4. Finansal Raporlama ve Finansal Tablo Kalitesi ile İlgili Çalışmalar

Tai (2020), Tayvan Menkul Kıymetler Borsası üzerine yaptığı çalışmasında finansal tabloların kalitesi ile temettü ödemeleri arasındaki incelemiştir. Bu amaçla 2010-2015 yıllarını verileri kullanmıştır. Çalışma bulguları, finansal tabloların kalitesi düştükçe işletmelerin temettü ödeme oranlarının arttığı sonucunu göstermektedir. Çalışma, finansal tablo kalitesi ile temettü politikası arasındaki ilişkiyi doğrudan ele alarak literatüre önemli bir değer katmaktadır. Çalışmada sadece 2010–2015 dönemine odaklanılması sonuçların genellenebilirliğini sınırlamış ve bu da çalışmanın kısıtını oluşturmuştur.

Biddle vd. (2009) finansal raporlama kalitesi ile yatırım verimliliği arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarıyla literatürde önemli bir boşluğu doldurmaktadırlar. Çalışmalarında, bilgi asimetrisini azaltarak firmaların gereksiz yatırımlardan kaçınmasını ve değerli yatırım fırsatlarını değerlendirmesini yüksek finansal raporlama kalitesi sayesinde sağladıkları ve bu

durumun da yatırım etkinliğini artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Elde edilen bulgular, gelişmekte olan ülkeler için genellenebilirliğini sınırlamıştır.

2.5. Otofinansman ve Nakit Akışı İle İlgili Çalışmalar

Muddasir ve Mughal (2023), temettü ve serbest nakit akışı arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında, 2009-2018 yılları arasında Pakistan Menkul Kıymetler Borsası (Pakistan Stock Exchange) KSE (Karachi Stock Exchange) 100 Endeksi'nde yer alan finansal olmayan halka açık firmaları örneklem olarak almışlardır. Çalışma, temettü ve serbest nakit akışı arasındaki ilişkiyi doğrudan incelemiş, bu anlamda literatürdeki önemli bir boşluğu doldurmuştur. Çalışma sonucunda, uzun vadeli ve kısa vadeli yatırımlar arasında güçlü bir ilişki olduğu ve firmaların büyüklüklerine göre bu yatırımların farklılık gösterdiği tespit edilmiştir. Ayrıca temettü ödemeleri söz konusu olduğunda, yatırımcıların, uzun vadeli büyüme potansiyeli olan güçlü firmaları ve kısa vadeli istikrar sergileyen firmaları daha çok tercih ettikleri yine çalışma sonucunda elde edilen bulgulardandır. Araştırmanın metodolojik sınırlılıkları arasında, yalnızca Pakistan'daki finans dışı işletmeleri kapsaması ve örneklem büyüklüğünün 64 firmaya düşmesi çalışmanın kısıtını oluşturmuş ve araştırmanın genellenebilirliğini azaltmıştır.

Guta (2016), bir firmanın öz finansman kapasitesini incelediği çalışmasında, öz finansman kapasitesinin firmanın mevcut faaliyetine önemli katkı sağladığını ifade etmiştir. Çalışmada öz finansmanın firmalar için en güvenilir ve sürdürülebilir bir kaynak olduğu belirtilmiş, ayrıca işletmeye bağımsızlık ve risklere karşı dayanıklılık sağladığı da vurgulanmıştır. Çalışmada sadece bir firmanın verilerinin kullanılması sonuçların genellenebilirliğini sınırlamıştır.

Literatür incelendiğinde, temettü politikasıyla ilgili çok fazla çalışma yapıldığı görülmektedir. Temettü ile ilgili yapılan çalışmalardan bazılarında temettü politikasının firma değeri ilişkisi incelenirken, bazılarında ise finansal performans ilişkisi incelenmiştir. Bu çalışmada mali tablo yapısı bütüncül bir şekilde ele alınarak, temettü dağıtımı ile otofinansman arasındaki dengenin firma performansı üzerindeki etkilerini ampirik olarak ortaya koymayı çalışmaktadır. Çalışma bu bağlamda literatürden farklılık göstermektedir. Bu da çalışmaya özgünlük katmaktadır.

3. DATA VE METODOLOJİ

Bu çalışmada, temettü politikası ve otofinansman kararlarının firma kârlılığı üzerindeki etkileri finansal yapı çerçevesinde ele alınmaktadır. Bu kapsamda, BIST Temettü 25 Endeksi'nde yer alan firmalar örneklem olarak seçilmiş, temettü dağıtım oranı ve otofinansman düzeyinin ROA üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Çalışmada bankalar finansal tabloları veri setine uygun olmadığından analize dahil edilmemiştir. Bu nedenle çalışmada 21 firma ele alınarak incelenmiştir. 21 firmanın kullanılması sebebiyle panel veri setinin zaman boyutu görece sınırlıdır. Dinamik panel veri analizlerinde temel varsayım olan N>T koşulu sağlandığından GMM tahmincilerinin kullanılması metodolojik açıdan uygun bulunmuştur. Çalışmada firmaların finansal yapısını temsil eden cari oran, finansal kaldıraç oranı ve varlık yapısı gibi değişkenler kontrol değişken olarak modele dahil edilerek, söz konusu ilişkilerin daha sağlıklı bir şekilde ortaya konulması amaçlanmaktadır. Bu doğrultuda, dinamik panel veri analizi yöntemi kullanılarak, firmaların geçmiş dönem kârlılık performanslarının da modele yansıtılması sağlanmaktadır.

Bu çalışma, temettü dağıtımı ile işletme içinde tutulan kârlar (otofinansman) arasındaki dengenin firma performansı üzerindeki etkilerini ampirik olarak ortaya koymayı ve finans literatürüne, özellikle gelişmekte olan piyasalarda firma finansmanı ve kârlılık ilişkisi bağlamında katkı sağlamayı hedeflemektedir. Çalışmada kullanılan değişkenler aşağıdaki gibidir.

Tablo 1. Değişkenler ve Ölçümler

	Değişkenler	**Ölçüm**	**Kaynak**
Bağımlı değişkenler	Aktif Karlılık Oranı (ROA)	Net Kar/Toplam Varlıklar	Stockeys Pro Database
Bağımsız Değişkenler	Temettü Oranı	Dağıtılan Temettü/Net Kâr	Stockeys Pro Database
	Otofinansman Oranı	Dağıtılmayan Kâr/Net Kâr	Stockeys Pro Database
Kontrol değişkeni	Cari Oran (CARI)	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	Stockeys Pro Database
	Finansal Kaldıraç Oranı (FKO)	Toplam Borç / Toplam Varlıklar	Stockeys Pro Database
	Varlık Yapısı (VARLIK)	Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar	Stockeys Pro Database

Bu çalışmada, temettü politikası ve otofinansman kararlarının firma kârlılığı üzerindeki etkilerini analiz etmek amacıyla dinamik panel veri modeli kurulmuştur.

$$ROA_{i,t} = \beta 0.\ ROA_{i,t-1} + \beta 1.\ OTOFIN_{i,t} + \beta 2.\ TEMETTU_{i,t} + \beta 3.\ VARLIK_{i,t} + \beta 4.\ FKO_{i,t} + \beta 5.\ CARI_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Modelde ROA firmaların firma performansını temsil eden aktif kârlılık oranını, ROA (-1) aktif kârlılık oranının gecikmeli değerini, OTOFIN Otofinansman Oranını, VARLIK Duran Varlıkların Toplam Varlıklara oranını, FKO Finansal Kaldıraç oranını, CARI cari oranı, ϵ ise hata payını ifade etmektedir.

Modelde bağımlı değişken olarak firma performansını temsil eden ROA kullanılmıştır. ROA 'nın tercih edilmesinin temel nedeni, firmaların varlıklarını ne ölçüde etkin kullandığını göstermesi ve literatürde yaygın olarak kullanılan bir performans göstergesi olmasıdır. Çalışmada temel değişkenler olarak temettü oranı ve otofinansman oranı kullanılmıştır. Otofinansman oranı, firmaların elde ettikleri kârı işletme bünyesinde tutma düzeyini ifade ederken, temettü oranı kâr dağıtım politikalarının bir göstergesi olarak modele dahil edilmiştir. Otofinansman oranı, dağıtılmayan karların net kâra oranı şeklinde hesaplanmıştır. Böylece firmanın elde ettiği dönem kârının ne derece işletme bünyesinde tutulduğunu ve iç kaynak yaratma kapasitesi ortaya konmaktadır. Bu iki değişken, firmaların iç kaynak kullanımı ile ortaklara yapılan dağıtımlar arasındaki dengeyi temsil etmektedir. Modele ayrıca firma kârlılıklarını etkileyebilecek kontrol değişkenlere de yer verilmiştir. Bu doğrultuda firmaların kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama gücünü ölçen cari oran (CARI), firmaların borçlanma yapısını gösteren finansal kaldıraç oranı (FKO) ve firmaların sermaye yapısını gösteren varlık yapısı (VARLIK) modele dahil edilmiştir. Bu doğrultuda kurulan model, otofinansman ve temettü politikalarının firma kârlılığı üzerindeki etkilerini, finansal yapı göstergeleri kontrol edilerek incelemeyi amaçlamaktadır. Negatif net kâr oranlarında aşırı sapmayı önlemek amacıyla ilgili veriler kontrol edilmiş, analiz sonuçlarını bozacak aşırı değerlerin etkisi sınırlandırılmıştır.

Çalışmada dinamik panel veri modeli tercih edilmesinin temel nedeni, ROA geçmiş dönem değerlerinden etkilenme olasılığıdır. Bu nedenle dinamik panel tahmini olan Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) kullanılmıştır. Ekonomide meydana gelen

yapısal değişiklikler ve finansal gelişmeler dinamik bir süreç içerisinde gerçekleştiğinden dinamik yöntemler kullanılarak analiz edilmesi sağlıklı sonuçlar vermektedir (Nişancı, Karabıyık vd. 2011). Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen GMM modeli, birim boyutu zaman boyutundan daha büyük olduğunda kullanılmaktadır. GMM modelinin dayandığı iki temel varsayım bulunmaktadır;

1. Araç değişkenlerin geçerliliği,
2. Otokorelasyon varsayımlarıdır.

Dinamik panel veri analizlerinde kullanılan tahminci yönteminin seçimi veri setinin yatay kesit (N) ve zaman boyutu (T) özelliklerine göre değişkenlik göstermektedir. Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen Fark GMM (Difference-GMM), özellikle N> T koşulunun sağlandığı panellerde yaygın olarak kullanılmaktadır. Fakat değişkenlerin zaman içerisinde yüksek derecede durağanlık göstermesi durumunda Difference-GMM tahmincisinin zayıf araç değişken problemi oluşturabilmektedir. Bu nedenle Blundell ve Bond (1998) tarafından geliştirilen Sistem GMM (System-GMM) yaklaşımı, düzey ve fark denklemlerini birlikte kullanarak daha etkin tahminler sunmaktadır. Çalışmada mevcut sorunları ortadan kaldırmak için hem Fark GMM hem de Sistem GMM tahmincileri kullanılmıştır. Böylece sonuçların tutarlılığı karşılaştırmalı olarak değerlendirilmiştir. Özellikle analizde kullanılan ROA değişkeninin geçmiş dönemlerden etkilenme olasılığının olması sebebiyle dinamik panel analizi kullanımını gerekli kılmıştır. Fark GMM, değişkenlerin birinci farkları alınarak sabit etkilerin elimine edilmesini sağlarken; Sistem GMM, düzey ve birinci fark denklemlerini birlikte kullanarak daha etkin ve tutarlı tahminler sunmaktadır. Böylece hem içsellik problemi kontrol altına alınmış aynı zamanda firma kârlılığın dinamik yapısı dikkate alınarak tutarlı sonuçlar elde edilmiştir.

Çalışmada araç değişkenlerinin geçerliliği Sargan testi ile değerlendirilmiştir. Test sonuçlarının anlamsız çıkması, kullanılan araç değişkenlerinin model ile uyumlu olduğunu göstermektedir. Bunun yanı sıra modelde otokorelasyon varlığı AR(1) ve AR(2) testleri ile incelenmiştir. Dinamik panel veri modellerinde AR(1)' in anlamlı çıkması; AR(2)'nin ise anlamsız olması beklenir ve ikinci dereceden otokorelasyon probleminin bulunmadığını gösterir. Araç değişkenlerinin geçerliliği, aşırı kısıtlamaları test eden Sargan testi ile

değerlendirilmiştir. Sargan testi, kullanılan araç değişkenlerinin hata terimi ile ilişkili olmadığı yönünde tespitler yaparak kullanılan araç değişkenlerinin geçerli olduğunu göstermektedir. Örneklem büyüklüğünün sınırlı olması nedeniyle Hansen testi yerine Sargan testi tercih edilmiştir. Hansen testinin küçük örneklemlerde aşırı duyarlı sonuçlar verebilmesi nedeniyle bu çalışmada Sargan testi daha uygun görülmüştür (Arellano ve Bond,1991).

4. BULGULAR

Çalışmada yer alan değişkenlere ilişkin analiz sonuçları aşağıdaki gibidir.

Tablo 2. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	CARI	FKO	OTOFIN	ROA	TEMETTU	VARL_K
Ortalama	3,656181	3,908538	30,94806	9,831833	43,26803	188,5869
Medyan	1,311610	1,640172	0,943697	7,045959	38,20000	0,217470
Maksimum	183,0668	49,40149	99,99900	71,94274	178,6000	6189,856
Minimum	0,663950	0,036489	-78,60000	-7,887260	1,030000	0,001164
Std.Sapma	15,95816	7,364667	39,89201	11,54191	34,00802	969,0511
Çarpıklık	9,464833	3,638127	0,450446	2,438523	0,960543	5,378199
Basıklık	10,2077	17,08455	2,126243	10,99615	4,120047	30,64462
Gözlem Değeri	168	168	168	168	168	168

Değişkenlere ait istatistiki değerlere bakıldığında; firmaların cari rasyo ortalaması 3,66'dır. Bununla birlikte, ortalama ile medyan arasındaki belirgin fark ve maksimum değerin oldukça yüksek olması firmaların bir kısmında cari varlıkların diğerlerine kıyasla önemli ölçüde yüksek olduğunu, çarpık bir dağılım olduğunu göstermektedir. Cari rasyo düzeyleri değerlendirilirken cari varlıkların bileşimi ve sektörlere özgü çalışma sermayesi yapılarının değişkenlik göstermesi göz ardı edilmemelidir. Cari rasyonun yüksek olması her zaman cari varlıkların yüksek olmasından kaynaklanmayabilir, kısa vadeli yabancı kaynak kullanımının düşük olması da rasyonun yüksekliğine sebep olabilir. Finansal kaldıraç oranın 3,91 olduğu görülmektedir. Elde edilen bu bulgu firmalarda yabancı kaynak kullanımının sınırlı olduğunu göstermekte, firmaların sermaye yapılarına ilişkin değerlendirmeler yapılabilmesi için sektör özellikleri ve firma farklılıklarına bakmak gerekir. Otofinansman oranında ise firmaların ortalama %31 kârlarını firmaya yeniden kaynak olarak aktardığı söylenebilir. Bu durum,

firmaların elde etmiş oldukları kârların bir kısmını faaliyetlerinin finansmanında kullandıklarını gösterebilir. Aktif kârlılık oranı, bazı firmalarda %71'e kadar çıksa da ortalaması %9,8'dir. Örneklemde yer alan firmalar arasında kârlılık açısından önemli farklılıklar bulunduğunu göstermektedir. Firmaların temettü oranı ise, ortalama %43 seviyesinde olması, örneklemde yer alan, BIST Temettü-25 Endeksi kapsamında bulunan firmaların düzenli temettü dağılımı eğilimi içerisinde olduklarını göstermektedir.

Tablo 3. Korelasyon Tablosu

	CARI	**FKO**	**OTOFIN**	**ROA**	**TEMETTU**	**VARL_K**
CARI	1	-0,08299	-0,08608	0,01631	0,06911	0,54371
FKO	-0,08299	1	0,18446	-0,26459	-0,14931	-0,10214
OTOFIN	-0,08608	0,18446	1	-0.08942	-0,58247	-0,09179
ROA	0,01631	-0,26459	-0,08942	1	0,03564	0,00259
TEMETTU	0,06911	-0,14931	-0,58247	0,03564	1	0,12523
VARL_K	0,54371	-0,10214	-0,09179	0,00259	0,12523	1

Değişkenler arasında en yüksek korelasyon ilişkisi Otofinansman oranı ile temettü oranı arasında çıkmıştır. Bu ilişki de %58'dir. Değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının düşük seviyelerde olması modelde ciddi bir doğrusal bağlantı sorunu olmadığını göstermektedir. Ayrıca modelin VIF değerler ortalamasının 2,83 olması da modelde ciddi bir doğrusal bağlantı sorunu olmadığını teyit etmektedir. İçsellik sorununu açıklamak için korelasyon analizi tek başına yeterli olmayacağından çalışmada F-GMM ve S-GMM tahmincileri kullanılmıştır. Bağımlı değişken olan ROA ve bağımsız değişkenler otofinansman oranı ve temettü oranı, kontrol değişkenler cari oran, finansal kaldıraç oranı ve varlık oranının kontrol değişken olarak modelde yer alabileceğini göstermektedir.

Tablo 4. GMM Analiz Sonuçları

	F-GMM				**S-GMM**			
	Katsayı	Std. Hata	T İst.	Olasılık	Katsayı	Std. Hata	T İst.	Olasılık
ROA (-1)	0,337487	0,025756	13,10327	0,0000	0,349176	0,019147	18,23708	0,0000
OTOFIN	-0,082373	0,015479	-5,321440	0,0000 ***	-0,074779	0,009055	-8,258633	0,0000 ***
TEMETTU	-0,292030	0,027363	-10,67240	0,0000 ***	-0,244299	0,018513	-13,19630	0,0000 ***
VARLIK	0,006822	0,008135	0,838630	0,4033	-0,010476	0,010974	-0,954602	0,3417
FKO	0,100165	1,018572	0,098338	0,9218	0,070837	0,484020	0,146352	0,8839
CARI	0,033750	0,184848	0,182583	0,8554	0,608737	0,468178	1,300225	0,1960

Wald	55,86490 (0,0000)	146,3989 (0,0000)
Sargan	0,318452	0,244608
AR1/AR2	0.0181 / 0.2045	0.0608 / 0 0.4086
Enstrüman Sayısı	27	33

Hem Fark GMM hem de Sistem GMM sonuçlarına göre çalışmanın bağımsız değişkenleri olan otofinansman oranı ve temettü oranının ROA üzerinde negatif etkisinin olduğu görülmektedir. Bu sonuçlara göre, otofinansman oranında 1 puan artış ROA'yı F-GMM sonuçlarına göre 0,08 puan, S-GMM sonuçlarına göre ise 0,07 puan azaltmaktadır. Ortaya çıkan bu durum, dağıtılmayan kârların kısa vadede firma kârlılığına doğrudan yansımadığı ve işletme bünyesinde tutulan kaynakların firma kârlılığı üzerindeki etkisinin zamana bağlı olarak değişebileceğini göstermektedir.

Temettü oranında 1 puanlık artış ROA'yı F-GMM sonuçlarına göre 0,29 puan, S-GMM sonuçlarına göre ise 0,24 puan azaltmaktadır. Temettü oranı ile ROA arasındaki mevcut negatif ilişki, yüksek oranda temettü dağıtımının firmanın iç kaynak kapasitesiyle ilişkili olabileceğini göstermektedir. Bu sonuç, büyüme ve yatırım ihtiyacı yüksek firmalarda temettü politikalarının firma performansı üzerinde sınırlı bir etki oluşturacağını düşündürmektedir.

Yüksek temettü ödemeleri firma bünyesinde dağıtılmadan kalan fonları azaltarak yatırım ve likidite ihtiyaçlarının karşılanmasında kullanılabilecek iç kaynakları sınırlayabilir. Bu durum firmanın finansal dayanıklılığını ve esnekliğini zayıflatacak bir unsur olarak karşımıza çıkabilmektedir. Elde edilen bu bulgular temettü kararlarının yatırım ve likidite ihtiyacı ile birlikte değerlendirilmesi gerektiğini ifade eden Brad vd. (2005) ve işletmede tutulan fonların dış finansman maliyetleri açısından önemli olduğunu savunan Koussis vd. (2017) çalışmalarıyla uyum sağlamaktadır.

Analizde katsayı büyüklükleri dikkate alındığında temettü oranındaki artışın ROA üzerinde otofinansman oranına kıyasla daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum, temettü politikalarının firma kârlılığı üzerinde otofinansman oranına kıyasla doğrudan etki oluşturabileceğini ortaya çıkarmaktadır. Özellikle çalışmada ele alınan BIST Temettü 25 Endeksinde yer alan, düzenli temettü ödemeleriyle öne çıkan firmalarda iç kaynak kapasitesinin sınırlı olması aktif kârlılık üzerinde baskı oluşturabilmektedir.

F-GMM ve S-GMM tahmincilerinden elde edilen sonuçlar katsayı ve anlamlılık düzeyleri açısından benzerlik göstermekte ve model sonuçlarının tutarlılığını desteklemektedir. Ortaya çıkan bu durum elde edilen bulguların kullanılan tahmincilere duyarlı olmadığını göstermektedir.

5. SONUÇ VE TARTIŞMA

Bu çalışmada, temettü politikası ve otofinansman kararlarının firma kârlılığı üzerindeki etkileri BIST Temettü 25 Endeksi kapsamında dinamik GMM yaklaşımı kullanılarak incelenmiştir. Çalışmada ROA bağımlı değişken olarak ele alınmış, temel değişkenler olarak ise temettü oranı ve otofinansman oranı kullanılmıştır. Ayrıca firmaların kârlılığını etkilediği düşünülen cari oran, finansal kaldıraç oranı ve varlık yapısı modele kontrol değişken olarak dahil edilmiştir.

Elde edilen bulgular neticesinde veri setinde yer alan firmaların genel olarak yüksek likidite kabiliyetine sahip olduğu, firmaların daha çok özsermaye ağırlıklı olarak çalıştığı ve kârlılıkların ortalama düzeyde olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca korelasyon analizi neticesinde değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu bulunmamakta, temettü oranı ile otofinansman oranı arasında negatif ilişki olduğu görülmektedir.

Elde edilen bulgular firmaların temettü politikaları ile otofinansman kararları arasında finansal performans açısından dikkate alınması gereken bir denge göstermektedir. GMM sonuçlarına göre kullanılan her iki tahmincide, otofinansman oranı ile temettü oranının firmaların kârlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif etkilere sahip olduğu görülmektedir. Temettü oranına ilişkin ulaşılan bu sonuç Hasan vd. (2015) tarafından enerji ve tekstil firmalarında temettü ödeme oranının bir sonraki dönemde firma kârlılığı üzerinde negatif etkisini ortaya çıkardığı çalışma ile benzer bir sonuç göstermektedir. Aynı şekilde temettü oranında meydana gelen değişiklikler ile ROA-ROE değişiklikleri arasındaki ilişkiyi ele alan Nguyen vd. (2021) çalışmasında da negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Benzer şekilde Bossman vd. (2022) Ghana Borsası'nda faaliyet gösteren firmalara ilişkin yaptığı çalışmada temettü ödeme oranının ROA ve ROE üzerinde negatif etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bunun yanı sıra yazın dünyasında temettü politikası ile firma kârlılığı arasındaki ilişkinin yönünü gösteren çalışmalarda farklı yöntem ve örneklemler kullanılmıştır.

Literatürdeki farklılıklar temettü politikası ile firma kârlılığı arasındaki ilişkinin sektör, ülke ve kullanılan yöntem açısından değişkenlik göstermektedir.

Otofinansman oranın negatif katsayısı kârın firma bünyesinde tutulmasının tek başına kârlılığı artıracağı şekilde yorumlanmamalıdır. Firmaların mevcut kârları bünyesinde tutma düzeylerindeki artışları kârlılık üzerinde kısa sürede sınırlayıcı bir etki oluşturmakta; elde tutulan kârların kısa dönemde kârlılık oluşturacak faaliyetlere ne ölçüde dönüştürüldüğü bir durum olarak değerlendirilmelidir. Yani otofinansman kararının firma kârlılığı üzerindeki etkisinin kaynakların kullanım biçimi ve sektör koşulları dahilinde değerlendirilmesi daha doğru olacaktır. Yüksek temettü ödemeleri, firma bünyesinde tutulabilecek iç kaynakları azaltarak yatırım ve likidite ihtiyaçlarının finansmanında kullanılabilecek fonları sınırlayabilmektedir. Bu durum, özellikle yatırım ihtiyacı yüksek firmalarda finansal esnekliği azaltabilecek ve dolayısıyla firma kârlılığı üzerinde baskı oluşturabilecek bir mekanizma olarak değerlendirilebilir. Yazın dünyasında otofinansman oranın firma kârlılığı üzerinde pozitif olduğunu ortaya koyan çalışmalar bulunmaktadır. Rijanto (2018), Achieng vd. (2018) yaptıkları çalışmada iç kaynakların ROA üzerinde anlamlı ve pozitif etki oluşturduğu sonucuna varmışlardır. Bu sonuçlar finans yazınında yer alan temettü ilgisizliği yaklaşımı ve finansal esneklik arasında denge kurulması gerektiğini göstermektedir. Temettü politikalarının, özellikle büyüme ihtiyacı hisseden firmalarda, sadece ortaklara sağlanan bir nakit akışı sağlama aracından ziyade aynı zamanda firmanın kapasitesini ve değerliliğini etkileyecek bir finansman kararı olarak değerlendirilmesi gerektiği kanısına varılmıştır.

Türkiye gibi finansal dalgalanmaların diğer ekonomilere göre daha yüksek olan ekonomilerde firmaların iç kaynaklara yönelmesi daha belirgin hale gelmektedir. Ekonomik belirsizlikler, kaynak maliyetlerindeki artışlar firmaların temettü politikalarını ve otofinansman kararlarını doğrudan etkilemektedir. Tüm bu etmenler çerçevesinde BIST Temettü 25 Endeksi'nde yer alan firmaların düzenli temettü ödeme eğilimleri ve finansal performansları arasındaki ilişkinin Türkiye bazında değerlendirilmesi çalışmanın önemini ortaya koymaktadır.

Çalışmada elde edilen sonuçlar firma yöneticileri açısından değerlendirildiğinde kâr dağıtım politikalarının kısa vadeli yatırımcı beklentileri ile finansal sürdürülebilirlik arasında dengeli bir biçimde yönetilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır.

Yatırımcılar açısından ele alındığında, yüksek oranda temettü ödeyen firmaların her zaman yüksek performans sergilemeyeceği görülmektedir. Dolayısıyla yatırım kararlarında temettü ödeme oranları tek etmen olarak ele alınmasından ziyade firmaların yatırım kapasiteleri ve finansal sürdürülebilirlikleri de göz ardı edilmemelidir.

Politika uygulayıcılar açısından çalışma değerlendirilecek olursa, sermaye piyasalarında rol alan firmaların finansal yapılarını geliştirecek ve uzun vadede yatırım kapasitelerini sağlayacak politikaları, düzenlemeleri teşvik etmeleri önem arz etmektedir.

Çalışma genel olarak değerlendirildiğinde, BIST Temettü 25 Endeksi kapsamında analize dahil edilen 21 firmanın temettü ve otofinansman kararlarının kârlılık üzerinde etkilerini ortaya koyarak literatüre katkı sunmaktadır. Yapılan analizler neticesinde firmaların temettü politikası ile otofinansman kararları arasında denge kurmaları uzun vadede firmaların finansal performansları açısından önem arz etmektedir.

Gelecekteki çalışmalarda farklı sektörlerin ayrı ayrı ele alarak karşılaştırılması sektörün dinamiklerin ele alınarak analiz edilmesi sonuçları genellenebilirliğini artırabilir. Ayrıca gelecekteki çalışmalarda çalışma kapsamı genişletilerek ve makroekonomik değişkenler modele dahil edilerek firmaların alacağı kâr payı dağıtım kararlarının ne ölçüde etkilendiğini ölçme imkânı bulacaktır. Mevcut çalışmada finansal performans göstergesi olarak sadece ROA kullanılmıştır. Daha sonra yapılacak olan çalışmalarda ROA'nın yanı sıra ROE, Tobin's Q vb. gibi finansal performans göstergeleri de modele dahil edilerek, kâr payı dağıtım kararlarının firma değerine etkisi kapsamlı bir şekilde inceleme alanı ortaya koyabilir.

KAYNAKLAR

Abdioğlu, N., & Deniz, D. (2015). Borsa İstanbul'da işlem gören imalat sanayi şirketlerinin sermaye yapılarının firmaya özgü belirleyicileri. *Sosyoekonomi,* 23(25), 195-214. https://doi.org/10.17233/se.53896

Achieng, B. O., Muturi, W., & Wanjare, J. (2018). Effect of equity financing options on financial performance of non-financial firms listed at the Nairobi Securities Exchange, Kenya. *Applied Economics and Financ*e, 5(4), 160–173. https://doi.org/10.11114/aef.v5i4.3398

Amat, A., & Ahn, K. (2023). The relationship between dividend policy and firm financial performance: empirical study of non-fınancial listed companies in Srı Lanka. *Journal of Contemporary Perspectives in Accounting & Digitalization*, 6 (1), 20-36. https://doi.org/10.4038/jcpad.v6i1.7

Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297. https://doi.org/10.2307/2297968

Arslan, M., & Meder Çakır, H. (2018). Firmaların temettü ödemeleri ile firma değeri arasındaki ilişki ve BIST 100'de bir uygulama. *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 33, 169-180. https://doi.org/10.30794/pausbed.416072

Aydın, A.D. (2017). Firma performansı ile temettü politikası arasındaki ilişkiye dair Borsa İstanbul Temettü Endeksi (Xtmtu) firmalarıyla Türkiye'den ampirik bir çalışma. *Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6(11), 51-65. https://izlik.org/JA86TR34TA

Ayyıldız, N. (2025). Borsa İstanbul'da sermaye yapısı, karlılık, temettü ve büyüme dinamiklerinin sektörel analizi. *Uluslararası Ekonomi, İşletme ve Politika Dergisi*, 9(2), 833-852. https://dergipark.org.tr/tr/pub/ueip

Baker, H.K., & Powell, G.E. (1999). How corporate managers view dividend policy. Quarterly *Journal of Business and Economics*, 38(2), 17-35. https://www.jstor.org/stable/40473257

Biddle, G.C., Hilary, G., & Verdi, R. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 48, 112-131. https://10.1016/j.jacceco.2009.09.001

Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economic*s, 77(3), 483–527. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004

Bossman, A., Agyei, S., Asiamah, O., Agyei, E. A., Arhin, E. Y., & Marfo-Yiadom, E. (2022). Dividend policy and performance of listed firms on Ghana Stock Exchange. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 2127220. https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2127220

Fama, E.F., & French, K.R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. J*ournal of Financial Economics*, 60, 3-43. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1

Gupta, D.K.S.& Jayswal, M.- Puliparambil, P.K. (2025). Factors affecting dividends of knowledge intensive firms. *Managerial Finance*, 51(2), 262-279. https://doi.org/10.1108/MF-05-2024-0395

Guta, A.J. (2016). The study on self financing capacity within a firm. Annals of "Dunarea de Jos"University of Galati Fascicle I. *Economics and Applied Informatics*, 49-55. http://www.eia.feaa.ugal.ro/images/eia/2016_3/Guta.pdf

Hasan, M., Ahmad, M. I., Rafiq, M. Y., & Rehman, R. U. (2015). Dividend payout ratio and firm's profitability: Evidence from Pakistan. *Theoretical Economics Letters*, 5(3), 441–445. https://doi.org/10.4236/tel.2015.53050

Irk, E., & Karaca, S.S. (2015). Firmaların sermaye yapısını etkileyen faktörler ve Borsa İstanbul örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 68, 185-200. https://doi.org/10.25095/mufad.396634

Kaderli, Y., & Başkaya, H. (2014). Halka açık firmalarda kâr payı dağıtım duyurularının hisse senedi fiyatlarına etkisinin ölçülmesi: Borsa İstanbul'da bir uygulama. *Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(1), 49-64. https://doi.org/10.30803/adusobed.188803

Koç, S., Yaldız, B., & Şenol, Z. (2020). Nakit temettü ödemelerinin firma değeri üzerine etkilerinin panel veri yöntemi ile analizi: BIST 30 üzerine bir uygulama (2007-2017). *Sivas Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 21(2), 69-89. https://doi.org/10.37880/cumuiibf.614125

Koussis, N., Martzoukos, S. H., & Trigeorgis, L. (2017). Corporate liquidity and dividend policy under uncertainty. *Journal of Banking & Finance*, 75, 200–214. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.11.015

Miller, M.H. & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. https://www.jstor.org/stable/2351143

Muddasir, M., & Mughal, S.U. (2023). Reviewing the relationship between dividend and free cash flow of nonfinancial firms of KSE 100. *International Econometric Review*, 14(4), 107-123. https://doi.org/10.33818/ier.1227924

Najjar, B.A., & Kılınçarslan, E. (2017). Corporate dividend decisions and dividend smoothing: New evidence from an empirical study of Turkish firms. *International Journal of Managerial Finance*, 13(3). https://doi.org/10.1108/IJMF-10-2016-0191

Nişancı, M., Karabıyık, İ., & Uçar, M. (2011). Finansal gelişme ve iktisadi büyüme statik ve dinamik panel veri analizi. *SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 11(22), 107-118. https://izlik.org/JA94GL95RC

Nguyen, A.H., Pham, C.D., Doan, N.T., Ta, T.T., Nguyen, H.T., & Truong, T.V. (2021). The effect of dividend payment on firm's financial performance: an empirical study of Vietnam. *J. Risk Financial Manag.*, 14(8), 353,1-12. https://doi.org/10.3390/jrfm14080353

Rijanto, A. (2018). Innovation driven enterprise, sustainable business and firm financial performance. *The Asian Journal of Technology Management*, 11(1), 10–25. https://doi.org/10.12695/ajtm.2018.11.1.2

Rozeff, M.S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *The Journal Financial Research*, 5(3), 249-259. https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x

Seyhan, M., & Akbulut, R. (2022). Firmalarda kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen makro faktörler: BIST imalat sanayi firmaları üzerine bir çalışma. *İktisadi ve İdari Yaklaşımlar Dergisi*, 5(1), 29-52. https://doi.org/10.47138/jeaa.1211261

Şanlı, Ö. (2018). İşletmelerde kar payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerine etkisi ve BIST 30 endeksi üzerine bir uygulama [Yayımlanmamış yüksek lisans tezi]. Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi.

Şit, A. (2021). Kar dağıtım politikaları firma değeri üzerinde etkili midir? BIST temettü 25 endeksi üzerine bir uygulama. *Van Yüzüncü yıl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 68(12). https://izlik.org/JA34HM42SD

Ünal, E.M. (2020). Temettü dağıtım politikalarının finansal performansa etkisi: BIST temettü 25 endeksi üzerine bir uygulama [Yayımlanmamış yüksek lisans tezi]. İstanbul Ticaret Üniversitesi.

Tai, Y.H. (2020). The relation between financial statement quality and dividend payout: The role of information asymmetry. *Corporate Management Review,* 40(1), 77-126. https://doi.org/10.3966/102873102020064001003

Tayachi, T., Hunjra, A.İ., Jones, K., & Feryan, M.A.S. (2023). How does ownership structure affect the financing and dividend decisions of firm?. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21 (3), 729-74. https://doi.org/10.1108/JFRA-09-2021-0291

Temiz, H., & Hacıhasanoğlu, T. (2017). Temettü politikası, temettü dağıtım oranı ve finansal performans arasındaki ilişkinin incelenmesi. İşletme Araştırmaları Dergisi, 9(2), 133-149. https://isarder.org/index.php/isarder/article/view/403

Yenilmez, B., & Geneş, G. (2025). Firmaların temettü dağıtım politikalarına etki eden faktörlerin incelenmesi. *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi*, 60(2), 1634-1652. https://doi.org/10.63556/tisej.2025.1502

Yıldız, B., Gökbulut, R.İ., & Korkmaz, T. (2014). Firmalarda temettü politikalarını etkileyen unsurlar: BIST sanayi işletmeleri üzerine bir panel veri uygulaması. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(1), 185-206. https://izlik.org/JA34DE47TB

Yılmaz, H. (2022). Dinamik sermaye yapısı belirleyicileri ve optimal kaldıraç oranı uyarlama hızı: Türkiye'de finans şirketleri üzerine bir çalışma. *İstanbul İktisat Dergisi*, 72(1), 137-155. https://doi.org/10.26650/ISTJECON2021-1083801

Zeren, F. (2017). Kâr payı bilmecesinin araştırılması: "BIST temettü 25 endeksi üzerine bir uygulama". *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(5), 172-183. https://izlik.org/JA96KA86UT