

Araştırma Makalesi

**Sahiplik Yapısı Ve Temettü Ödemeleri İlişkisi: Borsa İstanbul Sınai Endeksine
Yönelik Ampirik Bir Araştırma¹**

*The Relationship Between The Ownership Structure and Dividend Payouts: An
Empirical Research on Borsa İstanbul Industrial Index*

Mesut DOĞAN Doç.Dr. Afyon Kocatepe Üniversitesi Bayat MYO İşletme Yönetimi Bölümü mesutdogan07@gmail.com https://orcid.org/0000-0001-6879-1361	Mustafa KEVSER Dr. Öğr. Üyesi, Bandırma Onyedli Eylül Üniversitesi Manyas MYO Finans, Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü mustafakevser83@gmail.com https://orcid.org/0000-0003-0586-1662	Bilge LEYLİ DEMİREL Doç. Dr. Yalova Üniversitesi, İ.İ.B.F., Uluslararası Ticaret ve Finansman Bölümü bilgeleyli@yalova.edu.tr https://orcid.org/0000-0002-8807-4631
Makale Gönderme Tarihi 02.03.2019	Revizyon Tarihi 12.06.2020	Kabul Tarihi 30.06.2020

Öz

Bu araştırmanın amacı sahiplik yapısının temettü politikasının bir göstergesi olan temettü ödemeleri üzerindeki etkisini araştırmaktır. Çalışmada bu amaçla yabancı sahipliğinin, kurumsal yatırımcı sahipliğinin, sahiplik yoğunlaşmasının ve halka açıklık oranının firmaların temettü ödemeleri üzerindeki etkisi tespit edilmeye çalışılmıştır. Araştırmada Borsa İstanbul sınai endeksinde hisse senetleri işlem gören 123 adet firmanın, 2011-2018 dönemine ilişkin yıllık verileri kullanılmıştır. Ampirik analizlerde t-testi, korelasyon analizi ve dirençli tahminci modeli kullanılmıştır. Geliştirilen modeller sonucunda temettü ödemeleri ile yabancı yatırımcı sahipliği ve kurumsal yatırımcı sahipliği arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Buna karşın temettü ödemeleri ile sahiplik yoğunlaşması ve halka açıklık oranı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bununla beraber firmanın karlılığı, büyüklüğü ve kaldıraç oranı; temettü ödemelerini etkilemektedir. Firmanın karlılığının ve büyüklüğünün artması temettü ödemelerini artırmakta; buna karşın kaldıraç oranının artması temettü ödemelerini azaltmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Temettü Ödemeleri, Sahiplik Yapısı, Borsa İstanbul

JEL Kodları: G10, G32, G35

Abstract

The purpose of this research is to investigate the effect of ownership structure on dividend payouts, which is an indicator of dividend policy. In this study, the effect of foreign ownership, institutional ownership, ownership concentration and free float ratio on firms' dividend policies was tried to be determined for this purpose. In the study, annual data of 123 firms for 2011-2018 period are used, which are traded on the Borsa İstanbul industrial index. In the empirical analysis t-test and correlation analysis and robust estimator were used. As a result of the developed models, negative and statistically significant relationship between dividend payouts and foreign ownership and institutional ownership. In contrast, a statistically insignificant relationship was determined between dividend yield and ownership concentration and free

¹ Bu çalışma 9-12 Ekim 2019 tarihleri arasında Antalya'da gerçekleştirilen 23. Uluslararası Finans Sempozyumu'nda sunulmuş ve revize edilmiştir.

Önerilen Atıf /Suggested Citation

Leyli Demirel, B., Doğan, M., Kevser, M., 2020. Sahiplik Yapısı Ve Temettü Ödemeleri İlişkisi: Borsa İstanbul Sınai Endeksine Yönelik Ampirik Bir Araştırma, *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi*, 55(3), 1469-1485

float ratio. However, the profitability, size and leverage ratio of the firms; affects dividend yield. Increasing the profitability and size of the firms increases the dividend payouts, while the increase in the leverage ratio decreases the dividend payouts.

Keywords: Dividend Yield, Ownership Structure, Borsa Istanbul.

JEL Classification Codes: G10, G32, G35

1. Giriş

Temettü politikası finans literatüründe araştırmacılar tarafından üzerinde sıklıkla durulan konulardan birisidir. İlgili çalışmalar genellikle temettü ödemelerinin sahiplik yapısı ve işletme değeri ile ilişkisi üzerine yoğunlaşmaktadır. Temettü en yalın haliyle kar eden işletmelerin hissedarlarına yaptıkları ödemeler olarak tanımlanabilir. Bu ödemeler hissedarların ve yatırımcıların aldıkları risk ve yaptıkları yatırımların bir karşılığı olarak ödenmektedir. Bu bakımdan temettü ödemesi işletme sahipleri ve yöneticiler tarafından oluşturulan bütüncül bir politika olup, kurumsal yönetimin bir parçasıdır.

İşletmelerin temettü ödemesi işletme kârlılığı, borçlanma düzeyi, yatırım planları, gelecekteki fırsatlar, yasal düzenlemeler vb. pek çok faktörden etkilenmektedir. Sahiplik yapısı da temettü ödemesini etkileyen önemli faktörlerden biridir.

Kurumsal yönetim mekanizmasının bir aracı olan sahiplik yapısı, işletme sermayesini kimlerin temin ettiğini ve bunların sermaye paylarının büyüklüklerini ifade eder (İzciler, 2014: 6). Sahiplik yapısı kavramı iki temel bileşenden oluşmaktadır. Bunlar sahiplik kimliği ve sahiplik yoğunluğudur (Tükenmez, Gençyürek ve Kabakçı, 2016: 626). Sahiplik kimliği, işletmenin kontrolü üzerinde etkisi büyük olan hissedarın ya da hissedarların kimliğini ifade etmektedir. Sahiplik yoğunluğu kavramı ise, işletmenin hisse senetlerinin büyük bölümünün belirli bir kişinin ya da kişilerin elinde toplanmasını ifade eder (Grob, 2006: 10).

Sahiplik türlerine yönelik çeşitli sınıflandırmalar yapılmakla birlikte genel olarak sahiplik türleri; aile sahipliği, devlet sahipliği, kurumsal yatırımcı sahipliği, yönetici sahipliği ve yabancı sahiplik olarak ifade edilebilir. Sahiplik yoğunluğunu ise en büyük hissedarın, en büyük üç hissedarın ve en büyük beş hissedarın sermaye payı olarak sınıflandırmak mümkündür.

İşletmelerin sahiplik yapılarının farklı olması hissedarların beklentilerinin de farklı olmasına neden olmaktadır. Jensen ve Meckling (1976) sahiplik yapısının yoğun olduğu işletmelerde hâkim hissedarların kendi menfaatlerini önde tutacağını ve bu durumun yöneticiler ile hissedarlar arasında vekalet sorununu ortaya çıkaracağını ve buna bağlı olarak da vekalet sorununun azaltılması için hissedarların vekalet maliyetlerine katlanmaları gerektiğini belirtmiştir.

Demsetz (1983) yöneticilerin hakim hissedar olmaları ve kontrolü ellerinde tutmaları durumunda kendi menfaatlerini önde tutacaklarını ve diğer hissedarları göz ardı edeceklerini, bu durumun da işletme değerini düşüreceğini belirtmiştir.

Easterbrook (1984); Jensen ve Meckling (1976) ve Demsetz (1983)'in çalışmalarında belirtilen vekalet maliyetlerini azaltmak için temettünün bir araç olarak kullanılmasını önermiştir. Dağıtılan temettünün yüksek olması, yöneticilerin yeni fon bulmak için sermaye piyasalarına yönelmesini sağlayacaktır. Sermaye piyasasından fon sağlayan işletmeler ve yöneticiler ise bu kurumlar tarafından gözetim altına alınacaklardır. Bu durumda da yöneticiler hissedarların menfaatlerini koruma noktasında daha dikkatli davranacaklardır.

Literatürde sahiplik yapısının temettü ödemesini etkilediğine dair çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmaların ortak noktası temettü ödemesinin kurumsal yönetimin bir aracı olduğu ve vekalet maliyetlerini azaltmaya yönelik olarak kullanılabileceğidir. İşletmeler temettü ödemesi ile yöneticiler ve sahipler arasındaki çıkar çatışmalarını minimize edebilirler (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Shleifer ve Vishny, 1986).

Bu çalışmanın amacı sahiplik yapısı ile temettü ödemesi arasındaki ilişkinin Borsa İstanbul Sanayi Endeksinde faaliyet gösteren firmalar bakımından incelenmesidir.

2. Sahiplik yapısı ve temettü ödemelerine ilişkin literatür

Sahiplik yapısı ve temettü ödemelerine ilişkin literatür incelendiğinde birbirinden farklı sonuçların elde edildiği görülmektedir. Bu bakımdan çalışmanın bu kısmında öncelikle ilgili literatür genel olarak değerlendirilecektir. Sonrasında ise sahiplik kavramı bileşenleri kısaca tanıtarak, ilgili bileşenler ile temettü ödemeleri ilişkisini inceleyen araştırmalar kısaca özetlenecektir.

Konuya ilişkin literatür genel olarak değerlendirildiğinde; Miller ve Modigliani (1961) ve Gharaibeh, Zurigat ve Harahsheh (2013)'in çalışmaları sonucunda sahiplik yapısı ile temettü ödemesi arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Rozeff, Jensen ve Meckling (1976) kurdukları model ile temettü ödemesinin vekalet maliyetlerini azalttığı, ancak işlem maliyetlerini arttırdığı sonucuna ulaşmıştır. Araştırmada işletme içi yatırımcıların oranı ile temettü ödemeleri arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu belirtilmiştir. Bununla beraber işletme dışı yatırımcıların dağılık yapıda olması durumunda yüksek temettü ödemesi talep edecekleri ifade edilmiştir. Bazı hissedarlar ise işletmenin aynı zamanda sahibi olmaları nedeniyle temettü ödemeleri ile ilgilenmemekte veya temettü ödemelerini yatırım amaçlı kullanmaktadır (Cohen, 2000). Bunun yanı sıra Anton (2016), Amollo (2016) ve Nwamaka ve Ezeabasili (2017) çalışmalarında temettü ödemelerinin işletme değerinin bir göstergesi olduğu ve bu bakımdan hissedarlar için önemli olduğu sonucuna ulaşmıştır.

2.1. Aile sahipliği

Aile işletmelerine ilişkin literatürde pek çok farklı tanımın bulunması ile birlikte genel olarak aile işletmeleri, aynı aileden iki ya da daha fazla kişinin aynı işletmede çalıştığı ve bunlardan bir ya da birkaçının işletmenin çoğunluk hissesine sahip olduğu işletmeler olarak tanımlanmaktadır (Menteş, 2009: 125). Bir işletmenin aile işletmesi olarak tanımlanabilmesi için işletme sahipliğinin ve kontrolünün sadece bir ailede olması veya ailenin iki ya da daha fazla üyesinin işletme ile köklü bir bağının bulunması gerekmektedir (Andersson, Carlsen ve Getz, 2002: 90).

Aile sahipliği ile temettü ödemesi ilişkisini inceleyen çalışmalardan Weisskopf (2010), Schmid vd. (2010), Pindado, Requejo ve Torre (2012) ve Benjamin ve diğ., (2016)'ne göre aile sahipliği yapısındaki işletmeler yüksek imaj kaygısı ve işletmenin sürekliliği bakımından yüksek temettü dağıtacaklardır. Chen ve diğ., (2005) ise aile sahipliği ile temettü ödemesi arasında zayıf bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Özvar (2015) ve Al-Najjar ve Kılınçarslan (2016) ise aile sahipliği ile temettü ödemesi arasında ilişki tespit edememiştir. Reyna (2017) ise aile sahipliği ile temettü ödemesi arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmiştir.

2.2. Kamu sahipliği

Kamu işletmeleri, sermayenin tamamının ya da büyük bir kısmının kamu tüzel kişilerine ait olduğu işletmelerdir (Doğan, 2010). Kamu sahipliği gelişmekte olan ülkelerde daha yoğunlukla görülmektedir. Al-Malkawi (2007) Ürdün işletmeleri için kamu sahipliği ve temettü ödemeleri ilişkisini incelediği çalışmada, kamu sahipliği ile temettü ödemeleri arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Benzer şekilde Kouki ve Guizani (2009), Chen (2009), Lin, Chiou ve Chen (2010), Wang, Manry ve Wandler (2011), Lam, Sam ve Zhou (2012) Bradford (2013) ve Le ve Le (2017) de çalışmalarında kamu sahipliği ve temettü ödemeleri arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Hamdi (2015) ve Al-Najjar ve Kılınçarslan (2016) ise kamu sahipliği ile temettü ödemeleri arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmiştir.

2.3. Kurumsal yatırımcı sahipliği

En genel tanımı ile kurumsal yatırımcılar; küçük yatırımcıların tasarruflarını toplayarak kabul edilebilir risk ve getiri optimizasyonu ile vade uyumu amaçlarına yönelik olarak yöneten finansal kurumlar olarak tanımlanmaktadır (Erdoğan ve Özer, 1998: 4). Kurumsal yatırımcılar sahip oldukları hisse miktarının büyüklüğü sebebiyle profesyonel bir yönetim anlayışı sergileyip yönetimi kontrol edebilirler (Lace, Bistrova ve Kozlovskis, 2013). Bu bakımdan kurumsal yatırımcılar temettü üzerinde etkin bir rol oynayabilirler (Al-Qahtani ve Ajina, 2017).

Kouki ve Guizani (2009), Mehrani, Moradi ve Eskandar (2011), Mirzaei (2012) ve Al-Najjar ve Kılınçarslan (2016) kurumsal sahiplik yapısı ile temettü ödemesi arasında negatif bir ilişki tespit etmiştir. Short, Zhang ve Keasey (2002), Farinha (2003), Stouraitis ve Wu (2004), Ullah, Fida ve Khan (2012), Gharaibeh, Zurigat ve Harahsheh (2013), Al-Nawaiseh (2013) ve Obaidat (2018) ise kurumsal sahiplik ile temettü ödemesi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır.

2.4. Yönetici sahipliği

İşletme hisselerinin işletme yöneticilerinin elinde olması durumu yönetici sahipliği olarak adlandırılmaktadır. Ancak yönetici sahipliğinde işletme yöneticilerinin hâkim hissedar konumda olmaları ya da olmamaları zorunlu değildir. Bu çerçevede yönetici sahipliğinin en çok görüldüğü sermaye sahipliği türü dağınık sermaye sahipliği olmaktadır. Bunun nedeni dağınık sahiplik yapılarında hâkim hissedarın bulunmaması durumudur (Kevser, 2018: 27). Jensen ve Meckling (1976)'ın vekalet teorisine göre işletmenin yeni ortaklarına karşı yöneticilerin motivasyonları değişebilmekte ve çıkarları birbirlerinden uzaklaşabilmektedir. Bu durumda temettü ödemesi, çıkarların dengelenmesi için bir araç olarak kullanılabilir.

Yönetici sahipliği ile işletme performansı ilişkisi ilk kez Berle ve Means (1932) tarafından incelenmiştir. İlgili çalışmada sahiplik yoğunluğu ile finansal performans arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Doğan ve Topal (2015) çalışmalarında sahiplik yapısının işletmenin piyasa değerini etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Lace, Bistрова ve Kozlovskis (2013) yönetici sahipliğinin çıkar çatışmasını azaltarak vekalet maliyetlerini düşürdüğünü tespit etmiştir. Al-Qahtani ve Ajina (2017) yönetici sahipliği düzeyinin yüksek olduğu işletmelerde bu durumun yöneticiler tarafından fırsata çevrileceğini ve kendi menfaatlerini arttırmaya çalışacaklarını tespit etmiştir.

Jensen (1986) çalışması ile yönetici sahipliği ve temettü ödemeleri arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır. Buna benzer şekilde Dickens, Casey ve Newman (2003), Ullah, Fida ve Khan (2012), Aydın (2014), Al Qahtani ve Ajina (2017)'nın çalışmalarına göre yönetici sahipliği ile temettü ödemeleri arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Obaidat (2018) yönetici sahipliği ile temettü ödemesi arasında pozitif bir ilişki tespit etmiştir. Lace, Bistрова ve Kozlovskis (2013) ise yönetici sahipliğinin vekalet maliyetlerini azaltabileceğini belirterek, yönetici sahipliği ve temettü ödemeleri arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır. Mehrani, Morani ve Eskandar (2011) ve Güngör (2012) ise yönetici sahipliği ile temettü ödemesi arasında ilişki tespit edememiştir.

2.5. Yabancı sahipliği

Yabancı sahiplik yapısı ile temettü ödemesi ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalarda farklı sonuçlar elde edilmiştir. Genel görüşe göre, doğrudan yabancı yatırımlar ekonomik kalkınmada bir katalizör görevi görmekte olup; özellikle gelişmekte olan ülkelerde yabancı sahipliğindeki firmalar sermaye birikimi sağlamakta, teknoloji transferleri yaşanmakta ve bu durum da ilgili ülkelerde yabancı sahipliğindeki işletmelerin diğer işletmelere göre daha verimli çalışmalarını sağlamaktadır (Kevser, 2018: 35).

Chai (2010), Warrad vd., (2012), Ullah, Fida ve Khan (2012), Aydın (2014), Özvar (2015) ve Obaidat (2018) yabancı sahipliğinin temettü ödemeleri üzerinde pozitif bir etkisi olduğunu tespit etmiştir. Buna karşılık Güngör (2012), Lam, Sam ve Zhou (2012) ve Al-Najjar ve Kılınçarslan (2016) yabancı sahipliği ile temettü ödemeleri arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır. Kumar (2003) ve Al-Nawaiseh (2013) ise yabancı sahiplik yapısı ve temettü ödemeleri arasında anlamlı bir ilişki tespit edememiştir.

2.6. Sahiplik yoğunluğu

Sahiplik yoğunluğu, bir işletmenin hisselerinin büyük bir kısmının tek bir kişinin ya da belirli bir grubun elinde olması durumudur. Bir işletmenin hisselerinin belirli kişilerin elinde toplanması, hisseleri elinde bulunduran kişilere yönetimi etkileme gücü vermektedir (Kevser, 2018: 35). Bu çerçevede sahiplik yoğunluğunun olduğu işletmeler ile dağınık sahiplik yapısının olduğu

işletmelerin temettü ödemesi birbirinden farklılık gösterebilecektir. Faccio, Lang ve Young (2001), Gugler ve Yurtoğlu (2003), Khan (2006), Harada ve Nguyen (2011) ve Obaidat (2018) sahiplik yoğunluğu ile temettü ödemeleri arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Kouki ve Guizani (2009), Mehrani, Morani ve Eskandar (2011), Güngör (2012), Abdullah, Ahmad ve Roslan (2012), Lam, Sam ve Zhou (2012), Aydın (2014) ve Ersoy ve Çetenak (2015) ise pozitif yönlü bir ilişki tespit etmiştir. Bununla beraber sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu işletmelerde vekalet maliyetlerinin azaltılması için işletme yönetimlerinin daha yüksek temettü ödemeye zorlandığına ilişkin çalışmalar da mevcuttur (Jensen, 1986; Shleifer ve Vishny, 1986; La Porta vd., 2000; Kulathunga ve Azeez, 2016).

2.7. Halka açıklık oranı

Bir işletmenin halka açılmış hisselerinin toplam hisse senetleri içindeki oranı halka açıklık oranı olarak tanımlanmaktadır (Güngör, 2012: 12). Halka açıklık oranının yüksek ya da düşük olması işletmelerin piyasa değerleri üzerinde etkilidir. Bu nedenle temettü ödemesi işletme paydaşları arasında bilgi asimetrisinin ortadan kaldırılması için bir araç olarak kullanılabilir (Yıldız, Gökbulut ve Korkmaz, 2014: 191). Halka açıklık oranı ile temettü ödemesi arasındaki ilişkileri araştıran çalışmalar incelendiğinde; çalışmaların büyük bir kısmında anlamlı bir ilişki tespit edilememiş ya da negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Arshad ve diğ. (2013) ve Kırbaş (2015) halka açıklık oranı ile temettü ödemeleri arasında anlamlı bir sonuç elde edemezken; Güngör (2012), Wei, Zhang ve Xiao (2003), Rezaloie, Zariean ve Bjarkenari (2013) ve Özvar (2015) halka açıklık oranı ile temettü ödemeleri arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır.

3.Araştırmanın metodolojisi

Çalışmanın bu bölümünde ampirik analizlerde kullanılan veri seti, değişkenler ve yöntem ile ilgili bilgilere yer verilmiştir.

3.1.Araştırmanın amacı

Bu araştırmanın amacı sahiplik yapısının temettü ödemesi üzerindeki etkisini incelemektir. Çalışmada yabancı yatırımcı sahipliğinin, kurumsal yatırımcı sahipliğinin, sahiplik yoğunlaşmasının ve halka açıklık oranının firmaların temettü ödemesi üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Temettü ödemelerini temsilen Tablo 1’de formülü yer alan Temettü Verimi kullanılacaktır. Araştırmada bunun yanı sıra; firma yaşı, borç seviyesi, büyüklük ve karlılık ile firmaların temettü ödemesi arasındaki ilişki analiz edilecektir.

3.2.Veri seti

Çalışmada Borsa İstanbul imalat sektöründe faaliyet gösteren 123 adet firmanın 2011-2018 dönemine ilişkin verileri kullanılmıştır. Ampirik analizlerde kullanılan finansal oranlar, Finnet mali analiz programı aracılığıyla temin edilmiştir. Firmaların sahiplik yapılarına ait bilgiler ise firmaların faaliyet raporlarından ve web sitelerinden elde edilmiştir.

3.3.Değişkenler

Ampirik araştırmada 8 adet değişken kullanılmıştır. İlgili değişkenlerden 1 tanesi bağımlı değişken, 4 tanesi ortaklık yapısına ilişkin bağımsız değişken ve 3 tanesi de kontrol değişkenidir. Analizlerde kullanılan değişkenler Tablo 1’de yer almaktadır.

Tablo 1: Analizlerde Kullanılan Değişkenler

	<i>Tanımlamalar</i>
Temettü Verimi (TEM)	<i>100 * (Temettü Nakit Net / Piyasa Değeri) ile hesaplanmıştır.</i>
Sermaye Yapısı Yoğunlaşması (YOG)	<i>En büyük beş ortağın sermaye tutarı, toplam sermayeye bölünmüştür</i>
Halka Açıklık Oranı (HAO)	<i>Firmaların halka açıklık yüzdesidir.</i>
Kurumsal Yatırımcı Sahipliği (KUR)	<i>Kurumsal yatırımcıların elinde bulundurduğu sermaye tutarı, toplam sermayeye bölünmüştür.</i>
Yabancı Yatırımcı Sahipliği (YAB)	<i>Yabancı yatırımcıların elinde bulundurduğu sermaye tutarı, toplam sermayeye bölünmüştür.</i>
Kaldıraç Oranı (KALD)	<i>Toplam varlıkları içerisindeki yabancı kaynak oranıdır.</i>
Toplam Aktifler (AKTİF)	<i>Toplam aktiflerin logaritmasıdır.</i>
Firma Karlılığı (KAR)	<i>Net kar toplam aktiflere bölünmüştür.</i>

3.4. Araştırmanın yöntemi

Çalışmada 2011-2018 döneminde kesintisiz olarak faaliyet gösteren, Borsa İstanbul Sınai Endeksi'nde yer alan imalat sanayi firmalarının verilerinden yararlanılmıştır. Bu çerçevede kullanılan veriler dengeli panel özelliği taşımaktadır. Araştırmada Stata 11.0 programı kullanılmıştır. Ampirik analizlerde t-testi ve korelasyon analizi kullanılmıştır. Fisher ADF birim kök testinden yararlanılmıştır. Araştırmada; yatay kesit bağımlılığına, otokorelasyona ve değişen varyansa karşı dirençli (robust) olmasından dolayı ve $T < N$ durumunda uygulanabildiğinden Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilen dirençli tahminciden faydalanılmıştır. Literatürde yer alan çalışmalar (Gharaibeh, Zurigat ve Harahsheh, 2013; Ersoy ve Çetenak, 2015; Reyna, 2017) referans alınarak aşağıdaki model geliştirilmiştir.

$$TEM_{it} = \alpha + \alpha_1 YOG + \sum_k \Lambda_k + KONTROL_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$TEM_{it} = \alpha + \alpha_1 HAO + \sum_k \Lambda_k + KONTROL_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$TEM_{it} = \alpha + \alpha_1 YAB + \sum_k \Lambda_k + KONTROL_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$TEM_{it} = \alpha + \alpha_1 KUR + \sum_k \Lambda_k + KONTROL_{it} + \varepsilon_{it}$$

Yukarıda açıklanan amaç ve model çerçevesinde aşağıdaki hipotezler geliştirilmiştir.

H_1 = Sermaye yoğunlaşması firmaların temettü ödemesini etkilemektedir.

H_2 = Halka açıklık oranı firmaların temettü ödemesini etkilemektedir.

H_3 = Yabancı yatırımcı sahipliği firmaların temettü ödemesini etkilemektedir.

H_4 = Kurumsal yatırımcı sahipliği firmaların temettü ödemesini etkilemektedir.

4. Araştırmanın bulguları

Araştırmanın bu bölümünde BİST imalat sanayide işlem gören firmaların sahiplik yapısının temettü ödemesi üzerindeki etkisine yönelik tanımlayıcı istatistikler ve ampirik bulgular yer almaktadır.

Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistikler

	Ort.	Standart Sapma	Gözlem Sayısı
<i>Değişkenler</i>			
Temettü Verimi (TEM)	2,8267	3,91477	983
Sermaye Yapısı Yoğunlaşması (YOG)	,598	,22977	983
Halka Açıklık Oranı (HAO)	,334	,20656	983
Yabancı Yatırımcı Sahipliği (YAB)	,1434	,15273	983
Kurumsal Yatırımcı Sahipliği (KUR)	,2632	,21403	983
Kaldıraç (KALD)	,4342	,21463	983
Toplam Varlıklar (VAR)	19,85	1,39534	983
Firma Karlılığı (KAR)	,0541	,09983	983

Tablo 2’de araştırmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Analizlerden elde edilen sonuçlara göre imalat sanayi firmalarının ortalama temettü ödemesi 2,82’dir. En büyük beş hissedarın sermaye payı ortalaması %59,8’dir. Kurumsal yatırımcı sahipliğinin payı %26,3 ve yabancı yatırımcı sahipliğinin payı ise %14,34’tür.

Tablo 3: T-Testi Sonuçları

	Temettü Politikası	Gözlem Sayısı	Ort.	Std. Sapma	t	p
<i>Değişkenler</i>						
YOG	Temettü Dağıtmayanlar	453	,641	,234	-2,537	0,011
	Temettü Dağıtanlar	530	,678	,226		
HAO	Temettü Dağıtmayanlar	453	,384	,209	5,111	0,000
	Temettü Dağıtanlar	530	,318	,199		
YAB	Temettü Dağıtmayanlar	453	,108	,203	6,917	0,000
	Temettü Dağıtanlar	530	,042	,081		
KUR	Temettü Dağıtmayanlar	453	,322	,252	10,588	0,000
	Temettü Dağıtanlar	530	,186	,151		
KALD	Temettü Dağıtmayanlar	453	,498	,220	10,814	0,000
	Temettü Dağıtanlar	530	,358	,187		
VARLIK	Temettü Dağıtmayanlar	453	19,22	1,29	-10,157	0,000
	Temettü Dağıtanlar	530	20,07	1,353		
KARLILIK	Temettü Dağıtmayanlar	453	,0044	,093	10,588	0,000
	Temettü Dağıtanlar	530	,0961	,084		

Tablo 3’te T testi sonuçları yer almaktadır. Tabloda firmalar temettü dağıtan firmalar ve temettü dağıtmayan firmalar olarak iki gruba ayrılmıştır. Söz konusu iki grubun sahiplik yapısı ve kontrol değişkenleri açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılığının olup olmadığı test edilmiştir. T-

testi sonuçları incelendiğinde; sahiplik yapısı değişkenleri açısından temettü dağıtma durumuna göre sahiplik yoğunlaşmasının, halka açıklık oranının, yabancı ve kurumsal yatırımcı sahipliğinin istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu görülmektedir ($p<0,05$). Başka bir ifade ile temettü dağıtan firmalarda temettü dağıtmayan firmalara göre yabancı yatırımcı sahiplik payı, kurumsal yatırımcı sahiplik payı ve halka açıklık oranı daha düşük; buna karşın sermaye yoğunlaşması daha yüksektir. Ayrıca temettü dağıtan firmaların temettü dağıtmayan firmalara göre toplam aktifleri ve aktif kârlılığı daha yüksek; buna karşın aktifler içerisindeki yabancı kaynak oranı daha düşüktür.

Tablo 4: Korelasyon Tablosu

	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]
[1] Temettü Verimi	-							
[2] Serm. Yap. Yoğunlaşması	0,06	-						
[3] Halka Açıklık Oranı	-0,08	-0,49	-					
[4] Yabancı Yat. Sahipliği	-0,15	0,19	-0,05	-				
[5] Kurumsal Yat. Sahipliği	-0,16	0,15	-0,01	0,56	-			
[6] Kaldıraç Oranı	-0,29	-0,06	0,03	0,26	0,19	-		
[7] Toplam Varlıklar	0,19	0,22	-0,20	0,04	-0,01	0,07	-	
[8] Firma Karlılığı	0,47	0,02	-0,11	-0,19	-0,24	0,48	0,13	-

Tablo 4’te bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkileri gösteren korelasyon analizi sonuçlarına yer verilmiştir. Analiz sonuçları incelendiğinde temettü ödemesi ile yabancı yatırımcı ve kurumsal yatırımcı sahiplik payı arasında pozitif bir ilişki olduğu anlaşılmaktadır. Bunun yanı sıra temettü ödemesi ile aktif büyüklüğü ve aktif kârlılığı arasında pozitif; kaldıraç oranı ile temettü ödemesi arasında negatif bir ilişki vardır.

Tablo 5: Dirençli Tahminci (Model 1) Sonuçları

	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P değeri
Bağımsız Değişkenler				
Sermaye Yoğunlaşması	,015	,082	,533	,594
Kaldıraç Oranı	-,106	,080	-3,333	,001
Toplam Varlıklar	,138	,077	4,798	,000
Firma Karlılığı	,396	,042	12,404	,000
Sabit	-.123	,023	-3,279	,000
R^2			0.239	

Tablo 5’te model 1 ile ilgili dirençli tahminci sonuçlarına yer verilmiştir. Dirençli (robust) tahminci sonuçları incelendiğinde temettü ödemesi ile sermaye yoğunlaşması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı anlaşılmaktadır ($p>0,05$). Sermayenin belirli grup veya kişilerde toplanması temettü ödemesini etkilememektedir. Sonuç olarak H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Analiz sonuçlarına göre araştırmanın kontrol değişkenleri olan firmaların karlılığının, büyüklüğünün ve kaldıraç oranının temettü ödemesini etkilediği görülmektedir. Bu çerçevede firmaların kârlılığının ve büyüklüğün artması temettü ödemesini olumlu etkilerken; kaldıraç oranının artması temettü ödemesini olumsuz etkilemektedir ($p<0,05$).

Tablo 6: Dirençli Tahminci (Model 2) Sonuçları

	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P değeri
Bağımsız Değişkenler				
Halka Açıklık Oranı	-,006	,035	-,208	,835
Kaldıraç Oranı	-,107	,078	-3,390	,001
Toplam Varlıklar	,141	,080	4,919	,000
Firma Karlılığı	,395	,054	12,340	,000
Sabit	-.139	,029	3,064	.002
R^2		0.238		

Tablo 6’da model 2 ile ilgili dirençli tahminci sonuçlarına yer verilmiştir. Dirençli tahminci sonuçlarına göre temettü ödemesi ile halka açıklık oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir ($p>0,05$). Başka bir ifade ile firmaların halka açıklık oranı temettü ödemesini etkilememektedir. Sonuç olarak H_2 hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 7: Dirençli Tahminci (Model 3) Sonuçları

	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P değeri
Bağımsız Değişkenler				
Yabancı Yatırımcı Sahipliği	-,061	,731	-2,124	,034
Kaldıraç Oranı	-,095	,587	-2,936	,003
Toplam Varlıklar	,144	,079	5,147	,000
Firma Karlılığı	,390	,252	12,212	,000
Sabit	-.122	,756	3,364	.000
R^2		0.241		

Tablo 7’de model 3 ile ilgili dirençli tahminci sonuçlarına yer verilmiştir. Dirençli tahminci sonuçlarına göre temettü ödemesi ile yabancı yatırımcı sahipliği arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir ($p<0,05$). Başka bir ifade ile firmaların yabancı sahipliğinin artması temettü ödemesini azaltmaktadır. Sonuç olarak H_3 hipotezi kabul edilmiştir.

Tablo 8: Dirençli Tahminci (Model 4) Sonuçları

	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P değeri
Bağımsız Değişkenler				
Kurumsal Yat. Sahipliği	-,043	,520	-2,319	,129
Kaldıraç Oranı	-,104	,579	-3,263	,001
Toplam Varlıklar	,142	,079	5,068	,000
Firma Karlılığı	,387	1,269	11,950	,129
Sabit	-.343	,543	-3,172	.000
R^2		0.240		

Tablo 8’de model 4 ile ilgili dirençli tahminci sonuçlarına yer verilmiştir. Dirençli tahminci sonuçları incelendiğinde kurumsal yatırımcı sahipliği ile temettü ödemesi arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir ($p<0,05$). Başka bir ifade ile firmaların kurumsal yatırımcı sahipliğinin artması temettü ödemesini azaltmaktadır. Sonuç olarak H_4 hipotezi kabul edilmiştir.

Sonuç

Çalışmada sahiplik yapısının temettü ödemesi üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bu çerçevede yabancı yatırımcı sahipliğinin, kurumsal yatırımcı sahipliğinin, sahiplik yoğunlaşmasının ve halka açıklık oranının firmaların temettü ödemesi üzerindeki etkileri belirlenmiştir. Bunun yanı sıra çalışmada; firma büyüklüğü, borç seviyesi ve kârlılık ile firmaların temettü ödemesi arasındaki ilişki de ortaya konmuştur.

Ampirik analizlerde firmalar, temettü dağıtan (temettü ödemesi yapan) firmalar ve temettü dağıtmayan (temettü ödemesi yapmayan) firmalar olarak iki gruba ayrılmış ve söz konusu iki grubun sahiplik yapısı değişkenleri açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılığının olup olmadığı test edilmiştir. T-testi sonucunda temettü dağıtma durumuna göre yabancı ve kurumsal yatırımcı sahipliğinin istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık gösterdiği tespit edilmiştir ($p<0,05$). Başka bir ifade ile temettü dağıtan firmalar için, temettü dağıtmayan firmalara göre yabancı yatırımcı sahipliği ve kurumsal yatırımcı sahiplik payı daha düşüktür. Geliştirilen dirençli tahminci sonuçları ve korelasyon analizi de t-testini destekler niteliktedir. Geliştirilen modeller sonucunda temettü ödemesi ile yabancı yatırımcı sahipliği ve kurumsal yatırımcı sahipliği arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile firmaların yabancı sahipliğinin ve kurumsal sahipliğinin artması, temettü ödemesini azaltmaktadır. Elde edilen bu bulgular Güngör (2012) ve Mehrani, Moradi ve Eskandar (2011) ile uyumludur. Buna karşın bu araştırmanın sonuçlarından farklı olarak yabancı yatırımcı sahipliği ile temettü ödemesi arasında pozitif bir ilişki tespit eden çalışmaların (Ullah, Fida ve Khan, 2012 ve Özvar, 2015) yanı sıra, anlamsız bir etki yaptığını ortaya koyan çalışmalar da (Kumar, 2003; Warrad ve diğ., 2012 ve Al-Nawaiseh, 2013) bulunmaktadır.

Araştırmada elde edilen bir diğer önemli bulgu ise temettü ödemesi ile sermaye yoğunlaşması ve halka açıklık oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamasıdır. Başka bir ifade ile firmaların sermaye yoğunlaşmasının veya halka açıklık oranının artması temettü ödemesini etkilememektedir. Elde edilen bu bulgu, literatürde yer alan Arshad ve diğ. (2013) ve Al-Nawaiseh (2013) çalışmasında elde edilen sonuçlarla uyumludur.

Araştırmanın kontrol değişkenleri incelendiğinde ise temettü ödemesi yapan firmaların, temettü ödemesi yapmayan firmalara göre toplam aktiflerinin ve aktif kârlılığının daha yüksek olduğu,

buna karşın aktifler içerisindeki yabancı kaynak oranının daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Geliştirilen model sonucunda ise firmaların kârlılığı, büyüklüğü ve kaldırma oranının temettü ödemesini etkilediği tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile firmaların kârlılığının ve büyüklüğünün artması temettü ödemesini olumlu etkilerken, kaldırma oranının artması temettü ödemesini olumsuz etkilemektedir.

Araştırmada elde edilen tüm bulgular birlikte değerlendirildiğinde temettü kazancı elde etmek isteyen yatırımcıların; kurumsal yatırımcı ve yabancı yatırımcı sahipliği daha düşük firmaları tercih etmeleri daha verimli olacaktır. Ayrıca temettü kazancı elde etmek isteyen yatırımcıların daha büyük ölçekli, daha kârlı ve riski daha düşük firmaları tercih etmeleri de önerilmektedir. Gelecek çalışmalarda farklı yöntemler, sektörler veya değişkenler ile benzer araştırmalar yapılabilir.

Kaynakça

- Abdullah, N.M.H., Z. Ahmad, S. Roslan., (2012). “The Influence of Ownership Structure on the Firms Dividend Policy Based on Lintner Model”, *International Review of Business Research Papers*, Vol.8, No.6, 71-88.
- Al-Gharaibeh, M., Z. Zurigat, K. Al-Harashsheh., (2013). “The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy in Jordanian Companies”, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol.4, No.9, 769-796.
- Al-Malkawi, H. N., (2007). “Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model”, *Journal of Economic and Administrative Sciences*, Vol.23, No.2, 44-70.
- Al-Najjar, B., E. Kılınçarslan., (2016). “The Effect of Ownership Structure on Dividend Policy: Evidence from Turkey”, *The International Journal of Business in Society*, Vol.16, No.1, 135-161.
- Al-Nawaiseh, M., (2013). “Dividend Policy and Ownership Structure: An Applied Study on Industrial Companies in Amman Stock Exchange”, *Journal of Management Research*, Vol.5, No.2, 83-106.
- Al-Qahtani, T. H., A. Ajina., (2017). “The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy: Evidence from Saudi Arabia”, *Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking*, Vol.6, No.1, 2187-2202.
- Amollo, K.O., (2016). “The Effect of Dividend Policy on Firm Value for Commercial Banks in Kenya”, *Research Project Submitted in Partial Fulfilment of the Requirements for the Award of the Degree of Master of Business Administration, School of Business. University of Nairobi*.
- Andersson, T., J. Carlsen, D. Getz., (2002), “Family Business Goals in the Tourism and Hospitality Sector: Case Studies and Cross-Case Analysis from Australia, Canada and Sweden”, *Family Business Review*, Vol.15, No.2, 89–106.
- Anton, S.G., (2016). “The Impact of Dividend Policy on Firm Value. A Panel Data Analysis of Romanian Listed Firms”, *Journal of Public Administration, Finance and Law*, Vol.10, 107-112.
- Arshad Z, Akram Y, Amjad M, Usman M., (2013). “Ownership Structure and Dividend Policy”, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol.5, No.3, 378-401.
- Aydın, A. D., (2014). “The Relationship Between Ownership Structure and Dividend Policy: Empirical Evidence from Borsa İstanbul (BIST)”, *Yayımlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul*.

- Benjamin, S. J., Wasiuzzaman, S., Mokhtarina, H., Rezaie, N. N., (2016). "Family Ownership and Dividend Pay-out in Malaysia", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 12, No.3, 314-334, <https://doi.org/10.1108/IJMF-08-2014-0114>.
- Berle, A. A., C. G. Means., (1932). "The Modern Corporation and Private Property", New York: Harcourt Brace and World Inc.
- Bradford, W., C. Chen, C. Zhu., (2013). "Cash Dividend Policy, Corporate Pyramids, and Ownership Structure: Evidence from China", *International Review of Economics and Finance*, Vol.27, 445–64.
- Chai, D.H., (2010). "Foreign Corporate Ownership and Dividends", Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 401.
- Chen, Z., Y. Cheung, A. Stouraitis, A.W. Wong., (2005). "Ownership Concentration, Firm Performance, and Dividend Policy in Hong Kong", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.13, 431-449.
- Chen, D. Jian, M., Xu, M., (2009). "Dividends for Tunneling in a Regulated Economy: The Case of China", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.17, 209-223
- Cohen, R.D., (2002). "The Relationship Between the Equity Risk Premium, Duration and Dividend Yield", *Wilmott Magazine*, November Issue, 84–97.
- Demsetz, H., (1983). "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, Vol.26, No.2, 375–390.
- Dickens, R.N., K.M. Casey, J.A. Newman., (2003). "Bank Dividend Policy: Explanatory Factors", *Quarterly Journal of Business and Economics*. Vol.41, No.1, 3-12.
- Doğan, M., Y. Topal., (2015). "Sahiplik Yapısının Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği", *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Vol.20, No.4, 165-177.
- Easterbrook, F.H., (1984). "Two Agency Cost Explanations of Dividends The American Economic Review", Vol.74, No.4, 650-659.
- Erdoğan, O., L. Özer., (1998). "Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar", İstanbul: İMKB Yayınları.
- Ersoy, E., E.H. Çetenak., (2015). "Sahiplik Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama", *Ege Akademik Bakış*, Vol.15, No. 4, 509-521.
- Faccio, M., Lang, L. Young, L., (2001). "Dividends and Expropriation", *American Economic Review*, Vol.91, 54–78.
- Farinha, J., (2003). "Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 12, 1173-1209.
- Grob, K., (2006). "Equity Ownership and Performance: An Empirical Study of German Traded Companies", New York: Physica Verlag A Springer Company.
- Gugler, K., Yurtoglu, B., (2003). "Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany", *European Economic Review*, Vol.47, 731-758.
- Güngör, S., (2012). "Sahiplik Yapısı ve Temettü İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama", *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çorum.
- Hamdi Ben-Nasr., (2015). "Government Ownership and Dividend Policy: Evidence from Newly Privatised Firms", *Journal of Finance and Accounting*, Vol. 42, No. 5&6, 665-704.
- Harada, K., P. Nguyen., (2011), "Ownership Concentration and Dividend Policy in Japan", *Managerial Finance*, Vol. 37, No.4, 362-379.
- He, W., N. A. Kyaw., (2018). "Ownership Structure and Investment Decisions of Chinese SOEs. Research in International Business Finance", Vol. 43, 48-57.

- İzçiler, D., (2014). “Kurumsal Yönetime Uyum Sürecinin Şirketlerin Performansları Üzerine Etkileri”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul
- Jensen, M., (1986). “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review*, Vol.76, No.2, 323–329.
- Jensen, M. C., W. H. Meckling., (1976). “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No.4, 305–360.
- Kevser, M., (2018). “Bankaların Sahiplik Yapısı ile Finansal Performans Arasındaki İlişki: Türkiye İçin Ampirik Bir Araştırma” Yayınlanmamış Doktora Tezi, Yalova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yalova.
- Khan, T.,(2006). “Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data”, *Economic Journal*, Vol. 116, No. 510, 172-189.
- Kırbaş, A., (2015). “Temettü Duyurularının Hisse Senedi Getirilerine Olan Etkilerinin Analizi: Borsa İstanbul Şirketlerinde Bir Uygulama”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Kouki, M., M. Guizani., (2009). “Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from the Tunisian Stock Market”, *European Journal of Scientific Research*, Vol.25, No.1, 42-53.
- Kulathunga, K.M.K.N.S., A.A. Azeez., (2016). “The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy: Evidence from Listed Companies in Sri Lanka”, *Annual International Conference on Qualitative and Quantitative Economics Research*, 80-88. DOI: 10.5176/2251-2012_QQE16.43.
- Kumar, J. (2003). *Ownership Structure and Divident Payout Policy in India*. Indira Gandhi Institute of Development Research. 1-40.
- La Porta. R., De Silanes, F.L., Shleifer, A., Vishny, R., (2000). “Agency Problems and Dividend Policies Around the World”, *Journal of Finance*, Vol. 55, No.1, 1–33.
- Lace, N., J. Bistrova, K. Kozlovskis., (2013). “Ownership Type Influence on Dividend Payments in CEE Countries”, *Theory and Practise*, Vol.14, No. 3, 259-266.
- Lam, K. C. K., H. Sami ve H. Zhou. (2012). *The Role of Cross-Listing, Foreign Ownership and State Ownership in Dividend Policy in an Emerging Market*. *China Journal of Accounting Research*. 5, 199-216.
- Le, T.V., Le, T.H., (2017). “Ownership and Identities of the Largest Shareholders and Dividend Policy: Evidence from Vietnam”, *Organizations and Markets in Emerging Economies*, Vol.8, No.1, 26-104.
- Lin, Y.H., J.R. Chiou, Y.R. Chen., (2010). “Ownership Structure and Dividend Preference: Evidence from China’s Privatized Stated-Owned Enterprises”, *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol.46, No.1, 56-74.
- Mehrani, S., M. Moradi, H. Eskandar., (2011). “Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Iran”, *African Journal of Business Management*, Vol.5, No.17, 7516-7525.
- Menteş, A., (2009). “Kurumsal Yönetişim ve Türkiye Analizi”, *Derin Yayınları*, İstanbul.
- Miller, M. H. ve Modigliani, F. (1961). *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*. *The Journal of Business*. 34(4), 411-433.
- Mirzaei, H., (2012). “A Survey on the Relationship Between Ownership Structure and Dividend Policy in Tehran Stock Exchange”, *International Conference on Management, Applied and Social Sciences*, Dubai.
- Nwamaka, O.C., V. Ezeabasili., (2017). “Effect of Dividend Policies on Firm Value: Evidence from Quoted Firms in Nigeria”, *International Journal of Management Excellence*, Vol.8, No.2, 956-967.

- Obaidat, A.N.,(2018). “Owvnership Structure and Dividends Policy: Emerging Markets Evidence”, *International Business Research*, Vol.11, No.6, 65-7.
- Özvar, K., (2015). “Sahiplik Yapısının Kar Dağıtım Politikası Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Nevşehir.
- Pindado, J., Requejo, I., Torre, C. D., (2012). “Do Family Firms Use Dividend Policy as a Governance Mechanism? Evidence from the Euro Zone”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol.20, No.5, 413-431. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2012.00921.x>
- Reyna, J.M.S.M., (2017). “Ownership Structure and Its Effect on Dividend Policy in the Mexican Context”, *Contaduria y Administracion*, Vol.62, 1199-1213.
- Rezaloie, A., Zariean, M., Bjarkenari, M.A., (2013). “Relationship Between Ownership Structure and Dividend Policy in Iran”, *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*, Vol.4, No.7, 1984-1990.
- Rozeff, M.S., (1982). “Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios”, *The Journal of Financial Research*, Vol.5, No.3, 249-259.
- Shleifer, A. ve Vishny, R.,(1986). “Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*”, Vol.94, 461–488.
- Schmid, T., Ampenberger, M., Kaserer, C., Achleitner, A. K., (2010). “Controlling Shareholders and Pay-out Policy: Do Founding Families Have a Special Taste for Dividends?”, *CEFS Working Paper Series*, <http://hdl.handle.net/10419/37331>.
- Short, H., H. Zhang, K. Keasey., (2012). “The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.8, No.2, 105-122.
- Stouraitis A ve Wu, L. (2004). *The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms with Free Cash Flow Problem*. EFMA Meetings Paper 1-35.
- Tükenmez, N. M, A. G. Gençyürek, C. Ç. Kabakcı., (2016). “Türk Bankacılık Sektöründe Sahiplik Yoğunlaşması ile Finansal Performans İlişkisinin İncelenmesine Yönelik Ampirik Bir Çalışma”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Vol.30, No.3, 625–644.
- Ullah, H., A. Fida, S. Khan., (2012). “The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy from Emerging Markets KSE-100 Index Pakistan”, *International Journal of Business and Social Science*, Vol.3, No.9, 298-307.
- Yıldız, B., Gökbulut, R.İ., Korkmaz, T., (2014). “Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: BİST Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması”, *Ekonomik Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Vol.10, No.10, 185-206.
- Wang, X., Manry, D., Wandler, S., (2011). “The Impact of Government Ownership on Dividend Policy in China”, *Advances in Accounting*, Vol.27, No.2, 366-372.
- Warrad, L, S. Abed, O. Khriasat, I. Al-Sheikh., (2012). “The Effect of Ownership Structure on Dividend Payout Policy: Evidence from Jordanian Context”, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4, No.2, 187-195.
- Wei, G., Zhang, W., Xiao J.Z., (2003). “Dividend Policy and Ownership Structure in China”, *EFMA 2004 Basel Meetings*, 1-29.
- Weisskopf, J.P., (2010). “Do not Wake Sleeping Dogs: Payout Policies in Founding Family Firms”, *University of Fribourg, Working Paper*.

Research Article

Sahiplik Yapısı Ve Temettü Ödemeleri İlişkisi: Borsa İstanbul Sınai Endeksine Yönelik Ampirik Bir Araştırma

The Relationship Between The Ownership Structure and Dividend Payouts: An Empirical Research on Borsa İstanbul Industrial Index

Bilge LEYLİ DEMİREL Doç. Dr. Yalova Üniversitesi, İ.İ.B.F., Uluslararası Ticaret ve Finansman Bölümü bilgeleyli@yalova.edu.tr https://orcid.org/0000-0002-8807-4631	Mesut DOĞAN Doç.Dr. Afyon Kocatepe Üniversitesi Bayat MYO İşletme Yönetimi Bölümü mesutdogan07@gmail.com https://orcid.org/0000-0001-6879-1361	Mustafa KEVSER Dr. Öğr. Üyesi, Bandırma Onyedli Eylül Üniversitesi Manyas MYO Finans, Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü mustafakevser83@gmail.com https://orcid.org/0000-0003-0586-1662
---	---	--

Extensive Summary

1. Introduction

Dividend policy is one of the issues frequently emphasized by researchers in modern finance literature. Dividends are called payouts made by the profit making companies to their shareholders. These payouts are made in return for the risks taken by the shareholders and investors and the investments they make. In this framework, dividend policy is an integrated policy created by business owners and managers and is a part of corporate governance.

Dividend policies of businesses are affected by many factors. Business profitability, leverage, investment plans, future opportunities and legal regulations are among these factors. Ownership structure is one of the important factors that is affected by the dividend policy.

Although there are many different classifications according to ownership types, ownership types in general can be expressed as family ownership, governmental ownership, institutional investor ownership, managerial ownership, foreign ownership. Ownership concentration can be classified as the capital share of the biggest shareholder, the three biggest shareholder and the five biggest shareholder.

2. Research methodology

2.1. The purpose of the research

The purpose of this research is to examine the effect of ownership structure on dividend policies. In the study, the effect of foreign investor ownership, institutional investor ownership, ownership concentration and free float ratio on companies' dividend policies will be determined. In the research, however, the relationship between firm age, debt level, size, profitability and companies' dividend policies will be determined.

2.2. Data

In this study, data of 123 companies that are operating in Borsa İstanbul Industrial Index between the period of 2011-2018 were used. In the study financial ratios were provided through the Finnet

Financial Analysis programme. The data of the ownership structures of the companies were obtained from the annual reports and websites.

2.3. Variables

In the study we used 10 variables. One of these variables is dependent variable, three of these are independent variables which are related to ownership structure and six of these variables are control variables. Dividend yield is the dependent variable of the study. Independent variables of the study are ownership concentration, free float ratio, foreign ownership and institutional ownership. The control variables of the study are leverage, total assets and firm profitability.

2.4. Design/methodology/approach

In the study, we used the data of companies which are non-stop operating in Borsa Istanbul Industrial Index during the period of 2011-2018, in this framework the data is balanced panel. Stata 11.0 was used in the study. T-test and correlation analysis were used for the empirical analysis. In the study Fisher ADF unit root test was also used. Robust estimator developed by Beck-Katz (1995) was used in the study.

In this context, we developed the following models;

$$TEM_{it} = \alpha + \alpha_1 YOH + \sum_k \Lambda_k + KONTROL_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$TEM_{it} = \alpha + \alpha_1 HAO + \sum_k \Lambda_k + KONTROL_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$TEM_{it} = \alpha + \alpha_1 YAB + \sum_k \Lambda_k + KONTROL_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$TEM_{it} = \alpha + \alpha_1 KUR + \sum_k \Lambda_k + KONTROL_{it} + \varepsilon_{it}$$

2.5. Findings of the research

According to the results obtained from the analysis, the average dividend yield of the manufacturing industry companies is 2.82. The capital share average of the five largest shareholders is 59.8%. The share of institutional investor ownership is 26.3% and the share of foreign investor ownership is 14.34%. According to the t-test results, it is seen that there is a statistically significant difference in ownership concentration, free float ratio, and foreign and institutional investor ownership according to the dividend distribution status in terms of ownership structure variables. In other words, foreign investor ownership share, corporate investor ownership share and free float ratio are lower in companies that distribute dividends compared to companies that do not distribute dividends; however, capital concentration is higher. In addition, companies that distribute dividends have higher total assets and return on assets than companies that do not distribute dividends; on the other hand, the rate of liabilities in assets is lower.

According to the correlation results, there is a positive relation between dividend yield and foreign investors ownership, institutional ownership. Besides a positive relation was determined between dividend yield and asset size, return on assets. However, a negative relation was determined between dividend yield and leverage.

When the robust estimator results are analyzed, it is seen that there is no statistically significant relationship between dividend yield and ownership concentration ($p > 0.05$). According to the results of the analysis, it is seen that the profitability, size and leverage ratio of the companies, which are the control variables of the research, affect the dividend yield. In this context, increasing the profitability and size of companies affects dividend yield positively, while the increase in leverage ratio affects dividend yield negatively ($p < 0.05$).

According to the robust estimator results, it was found that there was no statistically significant relationship between dividend yield and free float ratio ($p > 0.05$). In other words, free float ratio does not affect the dividend yield. According to the robust estimator results, a negative and statistically significant relationship was found between dividend yield and foreign investor ownership ($p < 0.05$). So, the increase of foreign ownership of companies decreases dividend yield. It was found that there was a negative and statistically significant relationship between

institutional investor ownership and dividend yield ($p < 0.05$). The increase of institutional ownership decreases the dividend yield.

Conclusion

In this study, the effect of ownership structure on dividend policies was investigated. Within the scope of the research, the effect of foreign investor ownership, corporate investor ownership, ownership concentration and free float ratio on firms' dividend policies was determined. In addition, the relationship between firm size, age, debt level and profitability and firms' dividend policies has been revealed.

In empirical analysis, firms were divided into two groups as firms having dividend payout policy or not whether there was a statistically significant difference in terms of ownership structure variables of the two groups was tested. As a result of the t-test, it was determined that the ownership of foreign and institutional investors showed a statistically significant difference according to the dividend payout status ($p < 0.05$). According to the developed models, there was a negative and statistically significant relationship between dividend yield and foreign investor ownership and corporate investor ownership. These findings are compatible with Mehrani, Moradi and Eskandar (2011), Güngör (2012).

Another important finding obtained in the research is that there is no statistically significant relationship between dividend yield and ownership concentration and free float ratio. This finding is also compatible with Arshad et.al (2013), Al-Nawaiseh (2013).

When the control variables of the research are analyzed, it is understood that the companies that have dividend payout policy have higher total assets and profitability compared to the companies that do not have dividend payout policy whereas the rate of foreign resources in assets is lower. As a result of the developed model, it was determined that the profitability, size and leverage ratio of the firms affect the dividend yield.

When all the findings obtained in the research are evaluated together, the investors who want to earn dividend earnings; it would be more efficient for them to prefer companies with lower institutional investors and foreign investor ownership. In addition, it is recommended that investors who want to earn dividend prefer larger firms, more profitable firms with lower risk. Similar studies can be conducted in future studies with different methods, sectors or variables.