

PAPER DETAILS

TITLE: Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Denetim Mekanizmaları ve Kar Payı Dağıtım Politikası
İlişkisi: Türkiye Örneği

AUTHORS: Mehmet Levent ERDAS,Emel Bachá SIMOES

PAGES: 255-284

ORIGINAL PDF URL: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/1100692>

Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Denetim Mekanizmaları ve Kar Payı Dağıtım Politikası İlişkisi: Türkiye Örneği

The Relationship between Audit Mechanisms and Dividend Payout Policy within the Framework of Corporate Governance: The Case of Turkey

Mehmet Levent ERDAŞ¹ , Emel Bachá SIMOES² 



¹Akdeniz Üniversitesi, Serik İşletme, Fakültesi
Ekonomi ve Finans Bölümü, Antalya, Türkiye

²Akdeniz Üniversitesi, Serik İşletme Fakültesi,
Gayrimenkul ve Varlık Değerlendirme
Bölümü, Antalya, Türkiye

ORCID: M.L.E. 0000-0001-6594-4262;
E.B.S. 0000-0002-9675-1110

Corresponding author:

Mehmet Levent ERDAŞ,
Akdeniz Üniversitesi, Serik İşletme, Fakültesi
Ekonomi ve Finans Bölümü, Antalya, Türkiye
E-mail: leventerdas@akdeniz.edu.tr;
leventerdas@gmail.com

Submitted: 13.12.2019

Revision Requested: 09.03.2020

Last Revision Received: 26.03.2020

Accepted: 16.04.2020

Published Online: 12.05.2020

Citation: Erdas, M. L. & Simoes, E. B. (2020).
The relationship between audit mechanisms
and dividend payout policy within the
framework of corporate governance: The
case of Turkey. *Journal of Economy Culture
and Society*, 62, 255-284.
<https://doi.org/10.26650/JECS2019-0120>

ÖZ

Firmalarda uygulanan kurumsal yönetim mekanizmaları kar payı dağıtım politikalarını etkiler mi? Firmaların uyguladıkları kar payı dağıtım politikalarında kurumsal yönetim mekanizmalarından biri olan denetim komitesinin rolü nedir? Bu sorulardan hareketle, bu çalışmanın amacı denetim mekanizmaları ile nakit kar payı dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi incelemektir. Çalışmanın analizleri, 2002-2014 yılları arasında Borsa İstanbul endeksinde kayıtlı olan firmalara ait veriler ele alınarak gerçekleştirilmiştir. Analiz sürecinde, Sistem GMM tahmin yöntemi kullanılarak regresyon analizleri gerçekleştirilmiştir. Analizler sonucunda, denetim komitesinin bağımsızlık düzeyi arttıkça, firmada nakit kar payı dağıtım oranı artmaktadır. Çalışmada elde edilen bir diğer bulgu ise, yönetim kurulunun büyüklüğü ile nakit kar payı dağıtım oranı arasında istatistiksel açıdan anlamlı doğrusal olmayan bir ilişki elde edilmiştir. Elde edilen bulgular, firmalarda denetim komitesinin önemini ortaya koymaktadır. Dolayısıyla, bu çalışma kurumsal yönetim uygulamalarının Borsa İstanbul endeksinde kayıtlı firmaların kar payı dağıtım kararları üzerinde bir etkisi olduğu sonucunu ortaya koymuştur. Çalışmanın sonuçlarına dayanarak, kurumsal yönetim uygulamalarından olan denetim mekanizmalarının geliştirilmesi sonucunda, yatırımcılar açısından nakit kar payı dağıtım konusunda etkinliğin sağlanabileceği anlaşılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Denetim Komitesi, Bağımsız Üye, Kar Payı Politikası

JEL Sınıflaması: G30, G35, M4

ABSTRACT

Do corporate governance mechanisms implemented in firms affect dividend payout policies? What is the role of the audit committee, one



of the corporate governance mechanisms, in the dividend payout policies implemented by firms? From this point of view, this study aims to examine the relationship between the audit mechanisms and cash dividend payout policies. We have used data from firms listed in Borsa İstanbul, covering the period 2002-2014, and the paper employs a regression analyses performed by using the System GMM estimation method. As a result of the analysis, the higher the level of independence of the audit committee, the higher the cash dividend payout rate. Another finding obtained in the study was a statistically significant nonlinear relationship between the size of the board of directors and the cash dividend payout ratio. The findings reveal the importance of the audit committee in firms. Therefore, this study reveals that corporate governance practices have an impact on dividend payout decisions of firms listed at the Borsa İstanbul. Based on the results, as a result of the development of audit mechanisms, one of the corporate governance practices, it is understood that efficiency can be achieved in terms of cash dividend payout for investors.

Keywords: Corporate Governance, Audit Committee, Independent Board Member, Payout Policy

JEL Classifications: G30, G35, M4

EXTENDED ABSTRACT

One of the main issues in the field of financial management is the dividend payout policies of the firms. Recently, the relationship between dividend payout policies and corporate governance practices has an essential place in the financial literature. Do corporate governance mechanisms implemented in firms affect dividend payout policies? What is the role of the audit committee, one of the corporate governance mechanisms, in the dividend payout policies implemented by firms? Based on these questions, the aim of this study is to examine the relationship between audit mechanisms and cash dividend payout policies.

In this study, the relationship between corporate governance practices and dividend payout policies is analysed by considering the theoretical framework and predictions in the finance literature. The structure and independence of the firm's board of directors is considered to have an impact on the dividend payout policy. The analyses of the study were carried out using the data of the firms listed on the Istanbul Stock Exchange in the period from 2002 to 2014. The dependent variable is the cash dividend payout ratio in the research model. The independent variables consist of the firm's financial structure, the firm's corporate governance structure and macroeconomic structure. The variables related to the corporate governance structure of the firm consist of the independence of the audit committee, the ratio of non-executive board members, duality, and the ratio of members in the board of directors who are experts in a certain field, the largest shareholder and board size. The variables related to the financial structure of the firm consist of age, profitability, cash flow margin, investment opportunities and free cash flow rate. As the macroeconomic variable, the growth rate in Gross Domestic Product was taken into consideration.

In the analysis process, regression analyses were performed by using System Generalized Moments Method (GMM) estimation method. The endogeneity problem that may arise from corporate governance practices emerges as an important factor. To overcome this problem, dynamic panel data estimation methods should be applied. In this study, regression estimates were made by using System GMM estimations. This method was developed by Arellano and Bover (1995)/Blundell and Bond (1998). Instrumental variables should be used precisely and accurately to ensure that the findings obtained from the System GMM estimates are valid and reliable. For this purpose, the Arellano/Bond autocorrelation test statistics were used. The Sargan test statistic was used to determine the validity of the instrumental variables. While examining whether the regression analyses were consistent and valid, the multicollinearity between variables was evaluated by using Variance Inflation Factors (VIF). The Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test was used to determine the heteroskedasticity problem.

The results showed that the cash dividend payout rate of the firms was positively affected by the cash dividend payout rate in the previous period. An important finding has been reached, which shows that as the independence of the audit committee increases, the cash dividend distribution ratio increases. It has been determined that the cash dividend payout ratio in the firms is positively affected by the increase in the ratio of non-executive board members in the board of directors, the increase in the age of the firm and the growth in the economy in which it operates. On the other hand, the cash dividend payout ratio is negatively affected by the duality, the increase in the share of members with special expertise and the increase in the ownership ratio of the big shareholder. Another important finding in the study is that the relationship between the scale of the board of directors and the cash dividend distribution is not linear. When the factors specific to the firm are analysed, it is determined that the cash dividend payout ratio decreases as the cash flow margin increases.

As a result of this study, corporate governance practices that may affect the cash dividend distribution ratio were examined by focusing on the independence levels of the board members and committees. The findings show that corporate governance practices have very important results for firms. In particular, it is important to apply and disseminate corporate governance principles in order for firms to be able to withstand global crises and survive in highly competitive conditions. This situation is especially important for the national economy. In this context, compliance with corporate governance standards is an important factor that should not be neglected. The results of this study can be considered by financial managers and policymakers in order to make appropriate dividend decisions.

1. Giriş

Kurumsal yönetim son zamanlarda yaşanan küresel finansal krizler, firma skandalları, kurum iflasları, küreselleşme ve teknolojik gelişmeler nedeniyle özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından önemli hale gelmiştir. Firmalar, küreselleşmeyle birlikte ulusal ve uluslararası piyasalarda rekabet edebilmek için kurumsal yönetim standartlarına uyumlu faaliyette bulunmak durumunda kalmışlardır. Küresel ekonomik ve finansal krizlerle etkili bir şekilde mücadele edebilmek için firmanın kurumsal yönetim alt yapısının güçlü olması gerekmektedir (Tümerdem, 2016: 294). Tüm bu gelişmelere bağlı olarak, bireysel ya da kurumsal yatırımcılar tasarruflarını firmalara yatırmadan ya da ortak olmadan önce, sadece firmaların yıllık finansal tablolarına değil aynı zamanda kurumsal yönetim uygulamalarına da bakmaktadır. Çünkü yatırımcılar, kendilerini güvende hissetmek için firmaların iyi yönetildiğinden ve istikrarlı bir kar payı dağıtım politikası uyguladıklarından emin olmak isterler (Gülbüz ve Ergincan, 2004: 1). Benzer şekilde, finansal kurumlar firmalara kredi vermeden önce, firmaların finansal yapıları ve performanslarını kadar kurumsal yönetim uygulamalarını da dikkate almaya başlamışlardır (Cansızlar, 2013: 3). Kurumsal yönetim uygulamaları firmaların faaliyetlerini ve piyasa değerini etkileyebileceği için kurumsal yönetim, finansal yönetimin önemli konuları arasında yer almaktadır.

Kurumsal yönetimin kesin ve tek bir tanımını yapmak oldukça güçtür. Çünkü her ekonominin organizasyon yapısı ile kurumsal yönetim uygulamaları farklılık arz etmektedir. Kurumsal yönetim kavramı ilk olarak 1932’li yılların başında Berle ve Means (1932) tarafından dile getirilmiştir. Daha sonraları, kurumsal yönetim kavramı birçok araştırmacı ve IMF, OECD gibi birçok kurum tarafından tanımlanmıştır. Genel olarak kurumsal yönetim, bir taraftan kredi verenler, çalışanlar ve müşteriler gibi firmanın hissedarlarının beklentilerini karşılarken, diğer taraftan ortak bir değer oluşturmak amacıyla, bir kurumu gözetleyen, yöneten ve kontrol eden bir mekanizmadır (Aygün ve Sayın, 2016: 52). Hifzalman ve Mukhtar (2014) kurumsal yönetimin hissedarların beklentilerini karşılayan ve firmaların temel amaçları doğrultusunda yöneticileri motive eden bir araç olduğunu söylemiştir. Kurumsal yönetim temel olarak firmaların stratejilerinin belirlendiği ve bu stratejilere ulaşırken hissedarlar ile yönetim kurulu arasında kontrolü ve dengeyi sağlayan böylelikle vekalet problemlerini azaltan bir yönetim sürecidir. Kurumsal yönetim anlayışı, bir yandan firmaların ticari ilişkileri ve faaliyetlerini düzenlerken bir yandan da hissedarların ve tüm diğer menfaat sahiplerinin uzun vadeli beklentilerinin karşılanmasını ve haklarının korunmasını hedeflemektedir (Öztürk ve Demirgüneş, 2008: 396). Kurumsal yönetimin etkili ve istikrarlı bir biçimde uygulanabilmesinde en önemli görev ise yönetim kuruluna aittir. John ve Senbet (1998) yönetim kurulunun hissedarlar adına üst yönetimi kontrol etme ve denetleme görevi bulunduğundan, yönetim kurulunun firmalarda önemli bir rol oynadığını vurgulamıştır. Yönetim kurulu, firmanın genel stratejisini belirleme ve hissedarların değerini korumak için gerekli kontrolün yapılmasını sağlama noktasında sorumluluğu bulunmaktadır (Keenan, 2004: 172-173).

Firmaların temel amacı hisse senetlerinin piyasa değerinin maksimum yapılmasıdır. Firma bu amacı yerine getirirken, hem performansını hem de piyasa değerini etkileyen kararlar almaktadır. Bunlar arasında kar payı dağıtım kararları önemli yer tutmaktadır. Çünkü bir firmanın piyasa değeri, hissedarlara nakden dağıtılması beklenen kar paylarının bugünkü değere indirgenmesiyle belirlenmektedir. Dolayısıyla, firmanın piyasa değeri ile kar payı dağıtım politikası arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır (Dinçergök ve Pirgaip, 2018: 423). Kar payı dağıtım politikasının hem firmaların likidite yeterliliğini zor duruma sokmayacak hem de firmanın stratejilerini olumlu yönde etkileyecek bir biçimde oluşturulması gerekmektedir (Aksoy, 2017: 195). Genel olarak, bir firmanın kar payı dağıtım politikasının iki temel unsuru bulunmaktadır: Birincisi

kar payı dağıtım oranıdır bu oran net karların ne kadarının kar payı olarak ödeneceğini gösterir. İkincisi kar payı ödemelerinin istikrarlı olup olmadığıdır. Düzenli ve istikrarlı bir kar payı ödemesi piyasa katılımcıları açısından alacağı kar payı tutarı kadar önemlidir (Okka, 2009: 533). İstikrarsız bir kar payı dağıtım politikasından dolayı hissedarlar beklentilerini alamadıkları zaman, ellerindeki mevcut hisse senetlerini satmayı düşünürler. Bu durum ise firmanın hisse senedi değerini düşürerek, piyasa değerini olumsuz yönde etkileyebilecektir. Dolayısıyla, firmalarda ana problem kar payı dağıtım politikasının nasıl ve ne şekilde uygulanacağıdır. Kar payı dağıtım politikası, firma karlarının dağıtılıp dağıtılmayacağı, ne kadarının dağıtılıp ne kadarının firmada alıkonularak firmada otofinansman sağlanacağı ve dağıtılmayan kârların yatırıma yönlendirilmesi kararlarını içerecektir (Okka, 2009: 532; Aydın, Başar ve Coşkun, 2015: 436).

Firmalarda kar payı dağıtım politikası, finansal bir süreçtir ve kurumsal yönetim uygulamalarından etkilenebilmektedir. Kar payı dağıtım politikası, yönetim kurulunun uyguladığı prensip ve esaslara göre belirlenmektedir. Bu nedenle kurumsal yönetim uygulamaları, firmaların kar payı dağıtım politikası üzerinde doğrudan bir etkisi bulunmaktadır (Fakhari ve Yousefalitabar, 2010).

Daha iyi kurumsal yönetime sahip firmalar daha fazla kar payı dağıtım yapar mı? Firmaların uyguladıkları kar payı dağıtım politikalarında kurumsal yönetim mekanizmalarından biri olan denetim komitesinin rolü nedir? Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de başta kurumsal yönetim uygulamaları olmak üzere firmaya özgü değişkenler ve makroekonomik göstergeler ile kar payı dağıtım politikası arasında bir ilişki olup olmadığının araştırılmasıdır. Bu çalışma gelişmekte olan Türkiye ekonomisi için analize dahil edilen kurumsal yönetim faktörlerinin kar payı dağıtım politikası üzerindeki etkisini GMM tahmin yöntemiyle araştırmaktadır. Bu çalışmayla, Türkiye ekonomisi için kurumsal yönetim uygulamaları ile kar payı dağıtım politikası arasında bir ilişkinin olup olmadığı hakkında ampirik kanıtlar sunulurken, literatürdeki boşluk doldurulmak istenmiştir.

Çalışmanın giriş bölümünde konuya ilişkin genel çerçeve açıklanmıştır. İkinci bölümde, kar payı dağıtım kararlarına ilişkin teorik yaklaşımlardan olan temsil ve sinyal teorisine değinilmiştir. Üçüncü bölümde, kar payı dağıtım politikası ile kurumsal yönetim uygulamaları ve firmaya özgü değişkenler arasındaki ilişkiyi inceleyen ampirik çalışmalara yer verilmiştir. Dördüncü bölümde, analiz yöntemi ve değişken tanımları açıklanmıştır. Beşinci bölümde, regresyon analizi sonucunda elde edilen bulgular raporlanmış ve yorumlanmıştır. Sonuç bölümünde, politika önerileri ve gelecekte yapılacak çalışmalara ilişkin değerlendirmelere yer verilmiştir.

2. Kar Payı Dağıtım Kararlarına İlişkin Teorik Yaklaşımlar

Bir firmanın piyasa değerinin artırılması yani hissedarların refahının maksimum yapılması günümüz firmalarının en temel amacıdır. Hissedarların yaptıkları yatırımlar karşılığında temel beklentileri ise, firma piyasa değerinin yükselmesi ve kar payı dağıtımının yapılmasıdır. Hissedarların beklentilerinin karşılanmasında kar payı dağıtım politikası önemli ve etkili bir mekanizmadır. Kar payı dağıtım politikası sadece firmalar açısından değil aynı zamanda hissedarlar, müşteriler, çalışanlar, devlet gibi piyasa katılımcıları açısından da en önemli finansal politikalarından birisidir (Uwuigbe, Jafaru ve Ajayi, 2012: 442). Kurumsal yönetim açısından kar payı dağıtımını, firmanın performansını hissedarlara bildiren bir yönetim aracı, hissedarlar için bir izleme aracı ile hissedarlar için nakit para ve yatırımları karşılığında getiri elde etme aracıdır (Silva, Goergen ve Renneboog, 2004; Ross, Westerfield ve Jaffe, 2002). Kar payı dağıtım politikası yatırımcıların yatırım yapma ve ortak olma kararlarını doğrudan etkilemektedir. Firmalarda istikrarlı ve yüksek kar payı dağıtımının yapılması yatırımcıya ilgili firmanın hisse senedini alması yönünde özendirici bir etki yaratabileceği gibi firmaların düzensiz ve istikrarsız bir kar payı dağı-

tım politikası uygulaması, yatırımcılarda olumsuz bir etki yaratacaktır. Firmalar yeni yatırımlarını gerçekleştirmek isterken dağıtılmayan kar paylarından, borçlanarak veya hisse senedi ihracı yoluyla finansman sağlarlar. Firma yöneticileri, firmaların sermaye yapısını belirleme sürecinde finansman ihtiyaçlarını belirli bir sıraya göre gerçekleştirirler. Örneğin, firma yöneticileri bir projenin gerçekleştirilmesi için ihtiyaç duyulan fon kaynağını yabancı kaynaklardan karşılamak yerine iç finansmanı kullanmayı, iç finansmanın yetersiz olması durumunda ise hisse senedi ihracı yoluna başvurmayı tercih ederler. Eğer yöneticiler iç finansmanı tercih ederlerse öncelikli olarak dağıtılmayan karları kullanmak isteyeceklerdir. Eğer gerekli finansman dış kaynaklardan sağlanacaksa, yöneticiler öncelikli olarak menkul kıymet ihraç ederler yani borçlanma yoluna giderler. En son olarak hisse senedi ihracına yönelirler. Bu sıralama Myers ve Majluf (1984) tarafından Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory) olarak literatüre kazandırılmıştır.

La porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny (2000) ve Mitton (2004) azınlık pay sahiplerinin yeni yatırımlardan sağlanacak kazançlar yerine kendilerine kar payı dağıtımının yapılması tercih ettiklerini savunmuştur. Yeni bir yatırıma girmek isteyen bir firmanın piyasadan borç bulması zor ya da kredibilitesi düşük olması durumunda karın hissedarlara dağıtılması, firmanın gerçekleştireceği yatırım tutarını azaltabilecek ya da fırsat maliyetlerini engelleyebilecektir. Bu durum firmanın büyüme stratejilerini olumsuz yönde etkileyebilecektir. Bu tür karar noktalarında yöneticiler ve hissedarlar arasında çıkar çatışmaları ortaya çıkmaktadır. Yatırımcılar beklentilerini alamadıkları zaman, genellikle ellerindeki mevcut hisse senetlerini satma eğilimine girerler (Aydın ve ark., 2015: 436). Bu durum ise, firmanın hisse senetlerinin düşmesine ve firmanın piyasa değerini olumsuz bir şekilde etkilenmesine neden olabilecektir. Diğer taraftan, firma tarafından iyi planlanmış bir kar dağıtım politikası firmanın piyasa değerini arttırabilecektir. Firma yönetim kurulunun görevlerinden birisi de, firmanın büyüme stratejisine ve hissedarların beklentilerine uygun olarak, kar payı dağıtım politikası belirlemek ve uygulamaktır (Ceylan ve Korkmaz, 2017: 294). Yönetim kurulu firmanın genel stratejisini belirlerken, bir yandan da hissedar değerini korumaya çalışmaktadır (Keeann, 2004: 172-173).

Firmaların piyasa değerinin en üst düzeye çıkarılabilmesi amacıyla firmalarda elde edilen karın dağıtılması kararı önemli bir tartışma konusu olmaktadır. Bu nedenle, finans literatüründe kar payı dağıtım politikasını açıklamak için çeşitli teorik modeller geliştirilmiştir. Kar payı dağıtım kararının firma değerine olan etkisini inceleyen literatürdeki yaklaşımlar; kar payı ilgisizliği teorisi, eldeki kuş teorisi, vergi etkisi teorisi, müşteri etkisi teorisi, sinyal teorisi ve vekalet teorisidir. Literatürde kar payı dağıtım politikasına ilişkin, vekalet teorisi ve sinyal teorisi tarafından açıklanmaktadır. Vekalet Teorisi'nin (Agency theory) temelleri Berle ve Means (1932) ve Alchian ve Demsets (1972) tarafından ele alınmış ve Jensen ve Meckling (1976) tarafından geliştirilmiştir (Clarke, 2004: 79). Vekalet teorisi hangi faktörlerin kar payı dağıtım politikası üzerinde etkisinin bulunduğuyla ilişkin öngörüler sunmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976). Vekalet teorisi; firma sahiplik ve yönetiminin birbirinden ayrılmasıyla birlikte yönetim hakkının yöneticilere devredilmesi sonucu farklı menfaatlere sahip iki taraf arasında oluşan motivasyon, kontrol ve bilgi akışı gibi sorunların araştırılmasıyla gelişmeye başlamıştır. La porta ve ark. (2000) kurumsal yönetim ile kar payı dağıtım politikası arasında pozitif bir ilişki olduğunu, güçlü kurumsal yönetime sahip firmaların daha fazla kar payı dağıtımını yapacağını savunmaktadır. Bu bulgu, Mitton (2004) ve Kowalewski, Stetsyuk ve Talavera (2008) tarafından desteklenmiştir. Kurumsal yönetim ile kar payı dağıtım politikası arasında negatif bir ilişki olduğu belirtilmektedir (Jiraporn ve Ning 2006; Renneboog ve Szilagyi 2008).

Vekalet sorunları sahiplik ve kontrol ilişkilerinin ayrılmasından kaynaklanmaktadır. Sahipliğin dağılık olduğu firmalarda vekalet sorunu asil-vekil (principle-agent) arasındaki ilişkilerden

(Jensen ve Meckling, 1976), sahipliğin çok az sayıda kişiden oluşan özellikle aile firmalarında ve ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülkelerde ise, büyük pay-azınlık pay (principle-principle) arasındaki ilişkilerden çatışmaların çıktığı görülmektedir (Young, Peng, Ahlstrom, Bruton ve Jiang, 2008 196; Tabalujan, 2001). Büyük pay sahipleri azınlık pay sahipleri üzerinde baskı kurma eğilimine giderler. Küçük hissedarların haklarının korunmasının yollarından biri ise, iyi uygulanan kurumsal yönetimdir (Setiawan ve Phua, 2013: 135). Vekâlet sorunlarını çözmek ve tarafların çıkarlarını ortak bir paydada birleştirmek amacıyla gerçekleştirilen tüm faaliyet ve harcamalar vekâlet maliyetlerini oluşturmaktadır (Ataay, 2006: 65). Chung, Elder ve Kim (2010) çalışmalarında daha zayıf kurumsal yönetim yapısına sahip firmaların daha fazla vekalet problemleriyle karşı karşıya kalacağını ve bu durumun hissedarlar için risk teşkil edeceğini savunmuştur. Bolodeoku (2006) çalışmasında kurumsal yönetimin, yönetici performansının gözetimi ve yöneticilerinin gösterdiği fırsatçı davranışları sınırlandırması yoluyla firmalarda vekalet maliyetlerinin azaltılabileceğini söylemiştir. Jensen (1986), firmalarda yüksek tutarda kar payı dağıtımının yapılması, yönetim ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarını dengeleyeceği ve bu durumun firmalardaki vekalet problemini ortadan kaldıracaklarını ortaya koymuşlardır. Bokhari ve Khan'a (2013), Hapsoro ve Suryanto (2017), Kakanda ve Salim (2017) çalışmalarına göre, vekalet problemleri hem iç hem de dış kurumsal yönetim mekanizmaları kullanılarak kontrol altına alınabileceği gösterilmiştir. Hissedarlar ile yönetim kurulu arasındaki vekalet anlaşmazlıkları hissedarlara verilecek serbest nakit akışını etkileyebilir. Kar payı dağıtım politikasına bağlı temsil ilişkisinde de temel çatışma noktası, serbest nakit akımı miktarından kaynaklanmaktadır. Firmanın varlığını sürdürmesi için gerekenden daha fazla serbest nakit akımı elde etmesi ve bu tutarın firma bünyesinde alıkonulması ya da kar payı olarak hissedarlara dağıtılması konu bu iki taraf arasında çatışmalara yol açmaktadır. Yönetim kurulu üyeleri kendi menfaatlerini korumak için, büyük miktarda serbest nakit akımını hissedarlara kar payı olarak dağıtma yerine firma bünyesinde alıkoyma eğilimine gidebilirler. Bu yaşanan çıkar çatışması ise, firmanın özsermaye temsil maliyetinin artmasına neden olacaktır. Firmalarda vekalet maliyetlerini azaltmanın bir yolu ise kar payı ödemleridir (Jensen ve Meckling, 1976; Crutchley ve Hansen, 1989). Jensen (1986) ve Rozeff (1982) çalışmalarında, eğer firmalar hissedarlara serbest nakit akışlarının kâr payı şeklinde dağıtmazlarsa, yöneticiler gayri meşru eylemlere girebileceğini ve bu kar paylarını kontrolleri altında tutarak kendi özel çıkarları için kullanabileceğini belirtmiştir. Eğer firmalar hissedarlara serbest nakit akışlarının kâr payı şeklinde dağıtırlarsa, yönetimin firma kaynakları üzerindeki kontrol sahipliğinin azalacağını ve nakit akışlarını kendi çıkarları doğrultusunda kullanmasını engelleyeceğini iddia etmiştir (Lang ve Litztenberger, 1989). Firmanın mevcut durumu hakkında, yönetim kurulu, yatırımcılar ve hissedarlar aynı bilgi düzeyine sahip değildirler. Firmaların piyasaya bilgi akışının sağlanması yetersiz olduğundan, yöneticiler firma faaliyetleri ile ilgili hissedarlara ve yatırımcılara göre daha çok bilgiye sahiptirler. Bu durum ise taraflar arasında bilgi asimetrisine neden olmaktadır (Myers ve Majluf, 1984: 195). Yöneticiler kişisel çıkarlarını hissedarların çıkarlarından daha fazla gözetmeleri ve tarafların farklı bilgi düzeyine sahip olmaları, ahlaki tehlike, ters seçim ve hazır konanlar gibi vekalet problemlerine neden olmaktadır. Ahlaki tehlike, vekilin sözleşmede kararlaştırılan çabayı ortaya koymaması ya da yöneticinin faaliyetlerinin diğer çıkar gruplarından saklı tutulması sonucunda ortaya çıkmaktadır. Ters seçim, vekilin işe alınırken yeteneklerini yanlış beyan etmesi, asilin işe alırken ya da işe aldıktan sonra vekilin bu yetenek ve becerilerini tam olarak gözlemleyememesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Yöneticiler tüm bilgileri hissedarlarla paylaşmak istemeyebilir ve bu mevcut bilgiler hissedarlarla gerçekte paylaşılan bilgiler arasında bir uyumsuzluk yaratır. Bu asimetrik bilgi sorunu, finansörlerden yöneticilere doğrudan servet trans-

feri, düşük düzeyde sermaye dağılımı gibi kendini gösterebilir (Pandey, 2005). Firmaların kar payı dağıtım politikalarını açıklamada yöneticiler, yatırımcılar ve hissedarlar arasındaki asimetrik bilgi etkisinin de dikkate alınması gerekmektedir. Çünkü hissedarlar ile yönetim arasındaki bilgi asimetrisinin vekalet maliyetine neden olabileceğini beklenilmektedir (Jensen ve Meckling, 1976). Daha az bilgiye sahip hissedar ve yatırımcılar, kar payı dağıtımlarının firmanın gelecekteki karlılık durumu için bir işaret olabileceğini düşünürler (Bhattacharya, 1979). Hissedarlar, asimetrik bilgi sorunun olmadığı durumlarda, yönetim kurulu görevlerini yerine getirip getirmediğini takip edebilir. Bununla birlikte, vekalet ilişkisinin kurulduğu çoğu durumda vekillerin lehine bilgi asimetrisi olduğu ortaya konulmuştur (Doğan, 2018: 88). Literatürde iyi kurumsal yönetim uygulamalarının, özellikle etkili bir denetim mekanizmasının oluşturulmasının, vekalet maliyetlerini azalttığını ve firmaların kar payı dağıtım politikası üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Dolayısıyla, iyi uygulanan kurumsal yönetim uygulamaları yöneticiler, hissedarlar ve borç verenler açısından denetim ve şeffaflık oluşturarak, vekalet problemlerini azaltmaktadır (Crutchley ve Hansen, 1989). Ayrıca, iyi uygulanan bir kurumsal yönetim, şüphesiz sadece firmaların finansal karar alma mekanizmaları açısından değil aynı zamanda firmaların kurumsal performansı, sosyal sorumlulukları, diğer departmanları ve ekonominin bütünü açısından kritik öneme sahiptir (Musa, Rech ve Musova, 2019: 206).

3. Literatür Taraması

Bir firmanın değerini etkileyebilecek en önemli faktörlerden biri kurumsal yönetim uygulamalarıdır. İyi uygulanan kurumsal yönetim firmaların piyasa değerini ve performansını arttırırken, yanlış uygulanan kurumsal yönetim ise firmaların başarısızlıklarıyla hatta iflaslarla sonuçlanabilmektedir (Karamustafa, Varıcı ve Er, 2009: 101). Benzer şekilde, Drobetz, Schillhofer ve Zimmermann (2004) iyi uygulanan kurumsal yönetim faaliyetlerinin firmaların piyasa değerini ve yatırımın geri dönüşüm oranını olumlu yönde etkilediğini savunmuşlardır. İyi uygulanan kurumsal yönetim yabancı yatırımların ülkeye çekilmesini, sermayeyi tabana yayılmasını teşvik etmesi ve yatırımcılara güven algısını oluşturması bakımından özellikle gelişmekte olan ülkelerde önemli bir rol oynamaktadır (Mallin, 2010). Etkili bir kurumsal yönetimin varlığı denetim mekanizmalarının tam olarak uygulanmasına, ekonomide yer alan piyasa katılımcılarının daha bilinçli ve sağlıklı kararlar almasına ve bilgi asimetrisinin olmadığı etkin bir piyasanın oluşmasına yardımcı olabilecektir (Bolodeoku, 2006).

Kurum kültürü, politik yapı, yasal düzenlemeler ve mülkiyet yapısındaki farklılıklardan dolayı kar payı dağıtım politikası gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere farklı uygulamalara sahip olabilmektedir. Ayrıca, bu politika kurumsal yönetim açısından hissedar hakları ve ülkeler bazında farklılık gösterebilmektedir. Kurumsal yönetimi temel alan çalışmaların büyük bir bölümü, firma sahipliği ile yönetim kurulunun birbirinden ayrılması sonucunda ortaya çıkan menfaat çatışmaları üzerine yapılan çalışmalara dayanmaktadır (Zahra ve Pearce, 1989). Farklı kurumsal yönetim uygulamalarının kar payı dağıtım politikası üzerindeki etkisini incelemek için birçok araştırma yapılmış ve bu araştırmaların çoğunluğu daha yüksek kar payı dağıtan ve istikrarlı kar payı dağıtım politikası benimseyen firmaların, vekalet problemlerini ve çoğunluk ve azınlık hissedarları arasındaki çıkar çatışmalarını azalttığını göstermiştir (Aydin ve Cavdar, 2015: 67).

Miller ve Modigliani (1961) tarafından kar payı ilgisizlik teorisi literatüre kazandırıldıktan sonra, kar payı dağıtım politikası kurumsal finans alanında en çok tartışılan ve araştırılan konulardan biri haline gelmiştir. Birçok araştırmacı bu alanda kar payı ödemesine ilişkin konuları netleştirmek için uygulamalı çalışmalar yürütmüştür. Birçok araştırmacı bu konu üzerine teoriler geliştirmiş ve litera-

türe bulgular sağlamış olsalar bile, kar payı dağıtım davranışları için evrensel olarak kabul edilmiş henüz bir ortak görüş ortaya konulmamıştır. Brealey ve Myers (2005) kar payı dağıtım politikasının firmalarda en zor alınan kararlardan biri olduğunu söylemiştir. Araştırmacılar, firmaların elde ettikleri kazançların belirli bir kısmının hangi amaçla kar payı olarak hissedarlarına dağıttıklarına yönelik çalışmaları incelemişlerdir. Hem gelişmiş ülkelerde hem de gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların kar payı dağıtım politikasını belirleyen faktörleri analiz eden çalışmalar finans literatüründe yerini almıştır (Jensen ve Meckling, 1976; Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Smith ve Watts, 1992; Adaoglu, 2000). Kurumsal yönetim uygulamaları ile kar payı dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi inceleyen birçok çalışma yapılmasına rağmen firmaların kar payı dağıtım politikalarını etkileyecek kurumsal yönetim uygulamaları hakkında halen bir fikir birliği elde edilememiştir (Abdelsalam, El-Masry ve Elsegini, 2008; Abor ve Fiador, 2013; Adjaoud ve Ben-Amar, 2010; Afzal ve Schrish, 2011; Ajanthan, 2013; Mansourinia, Emamgholipour, Rekabdarkolaei ve Hozoori, 2013). Bununla birlikte, yapılan çalışmalar farklı uygulanan kurumsal yönetim mekanizmalarının kar payı dağıtım politikası üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu öne sürmektedir. Rozeff (1982), Easterbrook (1984) ve Jensen (1986), Hansen Kumar ve Shome (1994), Eckbo ve Verma (1994) çalışmalarında kar payı dağıtım politikası ile temsil maliyetleri arasındaki ilişkileri incelemişlerdir. Yazarlar kar payı ödemelerinin temsil maliyetlerini kontrol ettiği ve azalttığı sonucuna ulaşmışlardır. Shleifer ve Vishny (1986), Demsetz ve Lehn (1985), Jensen, Solberg ve Zorn (1992), Schooley ve Barney (1994), Eckbo ve Verma (1994), Kole (1996), Agrawal ve Knoeber (1996), Himmelberg, Hubbard ve Palia (1999) çalışmalarında kar payı dağıtım politikası ile yönetim sahipliği, yönetim kontrolü ve temsil maliyetlerini araştırmışlardır. Yazarlar bu kurumsal yönetim mekanizmalarının kar payı dağıtım ve politikaları üzerinde olumlu bir etkisinin olduğu sonucuna varmışlardır. John ve Williams (1985), Miller ve Rock (1985), Myers ve Majluf (1984), Noe ve Rebello (1996), Deshmukh (2005), Hoberg ve Prabhala (2009), Lin, Chen ve Tsai (2017), Lin, Lai ve Hsu (2018) çalışmalarında kar payı dağıtım politikası ile asimetrik bilgi sorunu arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmalarında kar payı dağıtım politikasının yönetim ile hissedarlar arasında ortaya çıkan asimetrik bilgi sorununu azalttığı sonucuna ulaşmışlardır.

Crutchley ve Hansen (1989) temsil maliyetleri ile kar payı dağıtım politikası, sahiplik yapısı ve kurumsal sahiplik arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Kar payı dağıtım politikasının kurumsal sahiplik ile pozitif bir ilişki bulunduğunu bununla birlikte iç sahiplik değişkeni arasında bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Milton (2004) ve Abor ve Fiador (2013) iyi kurumsal yönetim uygulamalarının gelişmekte olan ülkelerde daha yüksek kar payı dağıtımlarına sebep olduğunu savunmuştur. Chae, Kim ve Lee (2009) kurumsal yönetimi iyi uygulayan firmaların kar payı ödeme kabiliyetlerinin daha fazla olduğunu göstermiştir. Benzer şekilde, Kowalewski ve ark. (2008) ve Born ve Rimbey (1993) kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesi ile kar payı dağıtım oranları arasında güçlü ve pozitif bir ilişki bulunduğunu ortaya koymuştur. Kajola (2008), Kyereboah-Coleman (2008) Setia-Atmaja (2009), Adjaoud ve Ben-Amar (2010), Jiraporn, Kim ve Kim (2011), Al-Swidi, Fadzil ve Al-Matari (2012), Abor ve Fiador (2013), Roy (2015), Elmagrhi ve ark. (2017), Abbas, Qureshi, Ahmed ve Rizwan (2018) ve Rajput ve Jhunjhunwala (2019) çalışmalarında kar payı dağıtım politikaları ile denetim komitesinin bağımsızlığı arasında pozitif bir ilişki bulgusuna ulaşılmıştır. Chen, Cheung, Stouraitis ve Wong (2005), Belden, Fister ve Knapp (2005), Shehu (2015), Pahi ve Yadav (2018), Otekunrin ve ark. (2018) çalışmalarında kar payı dağıtım politikası ile denetim komitesinde icracı olmayan bağımsız üye sayısı arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır. Hu ve Kumar (2004), Ghosh ve Sirmans (2006), Kyereboah-Coleman (2007), Zhang (2008), Chen, Lim ve Kim (2011), Litai, Chuan ve Kim (2011), Abor ve Fiador (2013), Arshad, Akram, Scholar, Amjad ve Usman (2013), Mansourinia ve ark. (2013), Maniagi Denco, Ondiek, Okaka ve Musiega (2013)

çalışmalarında ikilik ile kar payı dağıtım politikaları arasında negatif bir ilişki bulgusuna ulaşılmıştır. Kar payı dağıtım politikaları ile ikilik arasında pozitif bir ilişki olduğunu gösteren çalışmalar da bulunmaktadır (Gill ve Obradovich, 2012; Iqbal, 2013; Uwalomwa, Olamide ve Francis, 2015; Pieloch-Babiarz, 2019). Hu ve Kumar (2004), Borokhovich, Brunarski, Harman ve Kehr (2005), Adjaoud ve Ben-Amar (2010), Afzal ve Sehrish (2010), Iqbal (2013), Abor ve Fiador (2013), Uwalomwa ve ark. (2015), Shahid, Gul, Rizwan ve Bucha (2016), Kulathunga ve Weerasinghe (2017), Mardani, Sumiati ve Indrawati (2018), Opeyemi, Olusegun, Olukayode ve Olusola (2018), Shafana ve Safeena (2019) çalışmalarında yönetim kurulu bağımsızlığı ile kar payı dağıtım politikası arasında pozitif bir ilişki tespit ederken, Borokhovich ve ark. (2005), Al-Najjar ve Hussainey (2009), Maniagi ve ark. (2013), Kanapathippillai ve Anandasayanan (2015) negatif ilişki tespit etmiştir. Kiel ve Nicholson (2003), Mancinelli ve Ozkan (2006), Litai ve ark. (2011), Afzal ve Sehrish (2010), Gill ve Obradovich (2012), Arshad ve ark. (2013) Ajanthan (2013), Mansourinia ve ark. (2013), Uwalomwa ve ark. (2015), Shahid ve ark. (2016) çalışmalarında yönetim kurulu büyüklüğü ile kar payı dağıtım politikası arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Diğer taraftan, kar payı dağıtım politikaları ile yönetim kurulu büyüklüğü arasında negatif bir ilişki olduğunu gösteren çalışmalar da mevcuttur (Abbas ve ark., 2018; Mardani ve ark., 2018; Opeyemi ve ark., 2018; Sani ve Musa, 2019).

Kurumsal yönetim uygulamaları ile kar payı dağıtım kararları arasındaki ilişkiyi açıklayan Kyereboah-Coleman (2007), 1997-2001 tarihleri arasında Afrika Borsasına kayıtlı 103 firmanın verilerini alarak, kar payı dağıtımı ile kurumsal yönetim ve firmaya özgü değişkenler arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmada değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemek için regresyon analizi kullanmıştır. Bağımlı değişken olarak hisse başına kar payı dağıtımı ve hisse başına kazancı kullanmıştır. Bulgular, yönetim kurulu büyüklüğünün kurumsal performansı ve işletmenin piyasa değerini artırdığını, CEO ikiliğinin ise hissedarların değeri üzerinde olumsuz bir etkisinin olduğu sonucunu göstermiştir. Smith ve ark. (2008) çalışmasında 2003-2006 tarihleri arasında S&P 500 endeksinde kayıtlı firmaları incelemiştir. Çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının ve firmaya özgü değişkenlerin kar payı getirisi üzerindeki etkisini incelemiştir. Bulguların vekalet teorisiyle uyumlu olduğunu ve kurumsal yönetim skoru yüksek olan firmaların daha az kar payı dağıtım yaptıklarını öne sürmüşlerdir. Abdelsalam ve ark. (2008) Mısır Borsasında kayıtlı 50 firmanın 2003-2005 yatay kesit regresyonu yöntemini kullanarak, kurumsal yönetim ve firmaya özgü değişkenlerinin kar payı dağıtım kararı ve oranı üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Çalışma sonucunda kurumsal sahiplik yapısının kar payı dağıtım kararı ve oranı üzerinde pozitif bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Wei ve ark. (2011) çalışmasında Çin'de faaliyet gösteren 1486 firmanın 2004-2008 yıllarına ait verilerini kullanarak lojistik ve Tobit regresyon yöntemleriyle yapmış oldukları çalışmalarında aile temelli firmalarının diğer firmalara göre daha az nakit kar payı dağıtım yaptıklarını tespit etmişlerdir. Ayrıca, aile hissedarlarının kontrol gücünün nakit kar payı dağıtımıyla negatif yönlü; firmanın kurumsal çevresi ile nakit kar payı dağıtımının pozitif yönlü ilişki içerisinde olduğu sonucuna varılmıştır. Gill ve Obradovich (2012) regresyon yöntemini kullanarak ortalama hisse başına kar payı ödemesini üzerinde etkili olan kurumsal yönetim değişkenlerini araştırmışlardır. Çalışmada New York Borsasına kayıtlı ve 2009-2011 yılları arasında faaliyet gösteren 296 firmanın verilerini kullanmıştır. Araştırmanın sonucunda, yönetim kurulunun fonksiyonu, CEO ikiliği, firmanın uluslararasılaşmasının kar payı ödeme kararları üzerinde pozitif; kurumsal sahiplik fonksiyonunun ise kar payı ödeme kararları üzerinde negatif bir etkisinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Lin ve Shen (2012), 2000-2009 yılları arasını kapsayan analizinde Tayvan Borsasında işlem gören 268 firmanın nakit kar payı dağıtımının kurumsal yönetim belirleyicilerini incelemiştir. Tobit mo-

deli olarak da bilinen içsel switching modelinin kullanıldığı çalışmalarında, güçlü kurumsal yönetim uygulamalarının kar payı ödemeleri üzerinde negatif yönlü; zayıf kurumsal yönetim uygulamalarının kar payı ödemeleri üzerinde pozitif yönlü ilişki içerisinde olduğu ortaya çıkmıştır. Abor ve Fiador (2013) Güney Amerika ülkelerinde faaliyet gösteren firmaların 1997-2006 yılları arasındaki verileri üzerinden yaptığı çalışmada, kurumsal yönetim mekanizmalarının kar payı ödeme oranları üzerindeki etkisini panel regresyon yöntemini kullanarak incelemiştir. Bulgular, Kenya ve Gana ülkelerinde yönetim kurulu büyüklüğü ve kompozisyonunun kar payı dağıtım oranı üzerinde anlamlı ve pozitif bir etki sergilediğini göstermiştir. Ayrıca söz konusu çalışmada Güney Afrika ve Kenya ülkelerinde kurumsal sahipliğin kar payı ödemeleri üzerinde pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca yazarlar, Güney Afrika, Kenya ve Gana'da, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının yüksek kar payı dağıtımına yol açtığını ifade etmiştir. Iqbal (2013) Karachi Borsasında kayıtlı 77 firmanın kar payı dağıtım kararlarını etkileyen kurumsal yönetim değişkenlerini 2007-2001 yılları için araştırmıştır. Lojistik ve Tobit regresyon modellerinin kullanıldığı çalışmada, yönetim kurulu büyüklüğü ile kar payı dağıtım kararı arasında pozitif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Kurawa ve Ishaku (2014), 2003-2012 yıllarını kapsayan analizinde Nijerya'daki 5 bankanın kar payı dağıtımının belirleyicilerini panel veri analizi yöntemiyle incelemiştir. Elde edilen sonuçlara göre, icrai müdürlerin özkaynak sahipliğinin yüzdesinin kar payı dağıtım oranı üzerinde etkili olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca bulgular, yönetim kurulu bağımsızlığının kar payı dağıtım oranı üzerinde negatif bir etkisinin olduğunu göstermiştir. Afsari (2014), lojistik regresyon yöntemini kullanarak 2005-2011 dönemi arasında Tahran Borsasında kayıtlı 100 firmanın kurumsal yönetim uygulamalarıyla kar payı dağıtım oranı arasında bir ilişkinin var olup olmadığını analiz etmiştir. Bulgular, iyi uygulanan kurumsal yönetim mekanizmalarının firmaların kar payı dağıtım kararları üzerinde olumlu etkisinin olduğunu göstermiştir.

Kanapathippillai ve Anandasayanan (2015) sabit etkiler panel veri analizi kullanarak 2010-2016 yılları için Sri Lanka'da imalat alanında faaliyet gösteren 20 firmanın kurumsal yönetim değişkenleri ile kar payı dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Çalışmalarında kurumsal yönetim değişkenleri ile kar payı dağıtım politikası arasında anlamlı bir ilişkinin var olduğunu ifade etmiştir. Çalışma sonucunda yönetim kurulu bağımsızlığı ve CEO ikiliği değişkenlerinin kar payı dağıtım politikası üzerinde önemli ve pozitif; yönetim kurulu büyüklüğünün kar payı dağıtım politikası üzerinde negatif bir etkisinin olduğu sonucuna varmıştır. Uwalomwa ve ark. (2015) regresyon yöntemi yardımıyla 2006-2011 yılları arasında kapsayan analizinde Nijerya Borsasında kayıtlı 50 firmanın kar payı dağıtım kararlarının belirleyicilerinin yönetim kurulu büyüklüğü, sahiplik yapısı, CEO ikiliği ve yönetim kurulu bağımsızlığı olduğunu ve bu değişkenlerin kar payı dağıtım politikası üzerinde pozitif bir etkisinin bulunduğu yönünde çıkarımda bulunmuştur. Amina (2015) çalışmasında Suudi Arabistan'da faaliyet gösteren 99 firmayı incelemiş ve çalışmasında söz konusu firmaların 2007-2010 yılları arasındaki verilerini dikkate almıştır. Çalışmada analiz yöntemi olarak, Tobit regresyon testi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda kurumsal yönetimdeki gelişmeler kar payı dağıtımları üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bulgular, yönetim kurulu bağımsızlığı ile kar payı dağıtım düzeyi ve serbest nakit akımı arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermiştir. Ahmad (2015) en küçük kareler regresyon yöntemini kullanarak 2005-2010 yılları arasında Endonezya, Tayland ve Malezya Borsalarında faaliyette bulunan 115 firmanın kurumsal yönetim uygulamalarıyla kar payı dağıtım oranı arasında bir ilişkinin var olup olmadığını analiz etmiştir. Çalışma sonuçları iyi kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların kar payı dağıtımını ve serbest nakit akımını pozitif yönde etkilediğini göstermiştir. Aydın ve Cavdar (2015) panel veri analizi yöntemini kullanarak 2007-2014 dönemleri arasında Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde kayıtlı 19 firmayı incelemiştir. Çalışma-

da söz konusu 19 firmanın kurumsal yönetim uygulamalarının kar payı dağıtım politikası üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Çalışmada, yabancı hissedarların pay yüzdesinin kar payı dağıtım politikasıyla pozitif yönlü; sahiplik yoğunluğu ve yönetimin pay yüzdesi ile kar payı dağıtım politikasının negatif yönlü ilişki içerisinde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Shehu (2015) Malezya Borsasında kayıtlı 164 firmanın 2013 yılına ait verilerini kullanarak, kar payı dağıtım oranları ile kurumsal yönetim faktörleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada analiz yöntemi olarak çoklu regresyon testi kullanmıştır. Analiz sonucunda, sahiplik yapısının kar payı dağıtımını olumlu yönde etkilerken bağımsız yöneticilerin kar payı dağıtımını olumsuz yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Shahhid ve ark. (2016), 2010-2015 yılları arasında payları Karachi Borsasında işlem gören 176 firmanın yıllık verileri üzerinde uyguladıkları havuzlanmış regresyon analizi sonucunda firmaların yönetim sahipliği, yönetim kurulu büyüklüğü ve bağımsızlığı ile kar payı dağıtım politikası arasında pozitif anlamlı bir ilişki, mülkiyet yoğunluğu ile kar payı dağıtım politikası arasında negatif anlamlı bir ilişki içerisinde olduğu saptanmıştır.

Ikunda ve ark. (2016) firmaların kurumsal yönetimin kar payı dağıtım üzerindeki etkili olup olmadığını tespit etmek için payları Nairobi endeksinde kayıtlı imalat sektöründe yer alan firmalar üzerinde yaptıkları korelasyon ve regresyon analizleri sonucunda kurumsal yönetim kurulu büyüklüğü, kompozisyonu, CEO yeteneği ve yönetimin sahiplik oranının firmaların kar payı dağıtım politikası üzerinde istatistiksel olarak anlamlı negatif bir ilişki saptamıştır. Riaz ve ark. (2016) Pakistan piyasasında 4 farklı sektörde faaliyet gösteren firmaların 2009-2015 yılları arasındaki verileri ile yaptıkları regresyon analizi sonucunda yönetim kurulu büyüklüğü ve bağımsızlığının kar payı dağıtım politikası üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu ve CEO sahiplik oranı ile kar payı dağıtım politikası arasında istatistiksel olarak anlamlı negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Sakr ve ark. (2016) Mısır'da faaliyet gösteren 63 firmanın 2006-2011 dönem verilerini kullanarak kar payı dağıtım oranı ile kurumsal yönetim faktörleri arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada uygulamış oldukları lojistik regresyon analizi sonucunda firmaların dağıttıkları kar payı miktarları ile CEO ikiliği arasında negatif anlamlı bir ilişki; yönetim kurulu büyüklüğü ile ödenen kar payı dağıtım kararı arasında pozitif anlamlı bir ilişki olduğu saptanmıştır. Ibrahim ve Shuaibu (2016) Nijerya piyasasında işlem gören 10 mevduat bankasının 2010-2014 yılları arasındaki verileri ile yaptıkları panel veri analizi sonucunda yönetim sahipliği ile mülkiyet yoğunluğunun kar payı dağıtım politikası üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu gösterirken, kurumsal sahiplik yapısının kar payı dağıtım politikası üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Jahanzeb ve ark. (2016) Malezya Borsasında kayıtlı hizmet sektöründe yer alan 113 firmanın 2009-2013 dönem verilerini kullanarak kar payı dağıtım politikası ile CEO sahiplik yapısı, yönetim kurulu büyüklüğü ve bağımsızlığı arasındaki ilişkiyi araştırdıkları çalışmada yönetim kurulu büyük olan firmaların daha yüksek kar payı dağıtım eğiliminde olduklarını belirtmiştir. Montalvan ve ark. (2017) Peru Lima Borsasında kayıtlı 2007-2015 dönemi verilere dayanarak, kurumsal yönetim uygulamalarının kar payı ödemelerinin net gelire oranı üzerindeki etkisini araştırmıştır. Dengesiz panel veri analizinin kullanıldığı çalışmada ampirik bulgular, kurumsal yönetimi iyi uygulayan firmaların daha fazla kar payı dağıtım eğiliminde olduklarını ve sahiplik yoğunluğunun kar payı dağıtımını ile negatif ilişki içerisinde olduğunu göstermiştir.

Adjaoud ve Hermassi (2017) Toronto Borsasına kote olmuş 117 firmanın 2008-2011 yılları arasındaki verilerini dikkate alarak, hisse başına kar payı ödemeleri ile kurumsal yönetim mekanizmaları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Ampirik bulgular, firmaların kar payı dağıtımını üzerine CEO ikiliği, yönetim kurulu kompozisyonu ve bağımsızlığı gibi kurumsal yönetim mekanizmalarının istatistiksel olarak önemli derecede etkili olduğunu ortaya koymuştur. Elmagrhi ve ark. (2017) yönetim

kurulu karakterleri ve kar payı dağıtım oranı arasında bir ilişki kurmak için çoklu regresyon yöntemi 2010-2013 döneminde İngiltere Borsasında kayıtlı küçük orta boylu firmalar için uygulamıştır. Regresyon analizi, kar payı ödeme üzerine yönetim kurulu büyüklüğü, toplantılarının sıklığı, cinsiyet çeşitliliği ve denetim komitesinin büyüklüğü değişkenlerinin istatistiksel olarak önemli derecede etkili olduğunu göstermiştir. Ayrıca analiz sonucunda, denetim komitesi büyüklüğü ve yönetim kurulu büyüklüğü kar payı dağıtım düzeyi ile pozitif bir ilişki içerisindeyken, yönetim kurulu toplantılarının sıklığı ve yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği kar payı dağıtım düzeyi ile negatif bir ilişkiye sahip olduğunu tespit edilmiştir. Mehdi ve ark. (2017) yükselen piyasalarda yer alan 362 finansal olmayan firmanın sahiplik yapısı ve yönetim kurulu karakterlerinin kar payı dağıtım politikası üzerindeki etkisini 2003-2011 yılları için regresyon analiziyle araştırmıştır. Analiz sonucunda kar payı dağıtım kararlarının kurumsal sahiplik ve yönetim kurulunun faaliyetlerinden etkilendiği belirlenmiştir. Firmanın kar payı dağıtım politikası üzerine sahiplik yapısı ve yönetim kurulu bağımsızlığının istatistiksel olarak önemli derecede etkili olduğu; CEO ikiliği, yönetim kurulu büyüklüğü ve yönetim kurulu toplantılarının sıklığı ile kar payı dağıtım politikasının ters yönlü hareket ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Gusni (2017) Endonezya Borsasında kayıtlı 17 firmanın 2009-2015 verilerini dikkate alarak, firmaların kurumsal yönetim uygulamaları ile kar payı dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Regresyon yönteminin kullanıldığı çalışmada karlılık düzeyi ile kurumsal sahiplik oranının firmaların kar payı dağıtım kararlarını negatif etkileyeceği sonucuna ulaşılmıştır. Sani ve Musa (2017), 2006-2015 dönemi verileri ile Nijerya'da faaliyet gösteren mevduat bankalarının kurumsal yönetim davranışlarının kar payı dağıtım politikası üzerindeki etkilerini panel veri analiz yöntemi ile incelemiş, araştırmanın sonucunda sahiplik yapısı, yönetim kurulu büyüklüğü ve kompozisyonu değişkenlerinin kar payı dağıtım politikası üzerinde istatistiksel olarak anlamlı negatif bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Sumail (2018) Endonezya'da yer alan 90 firmanın 2013-2016 yıllarına ait verilerini kullanarak, kurumsal yönetimin kar payı dağıtım oranı üzerindeki etkisini ele almıştır. Çalışmada değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla panel veri regresyon modeli kullanılmış ve çalışmanın sonucunda kar payı dağıtım oranının kurumsal sahiplik, yönetim kurulu bağımsızlığı ve büyüklüğü ile negatif bir ilişki içerisinde bulunurken, yönetim sahipliği, CEO ikiliği ve sahiplik yoğunluğu ile pozitif bir ilişki içerisinde bulunduğu ortaya çıkmıştır.

Oleksy ve Zyguła (2018) Varşova Borsasında kayıtlı tüm firmaların 2004-2014 yılları arasında ki verilerini dikkate alarak, nakit kâr payı dağıtım politikası ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analiz sonucunda, sahiplik yapısı ile karlılık dolayısıyla kar payı dağıtım oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı pozitif bir ilişki saptamışlardır. Awwad ve Hamdan (2018) Körfez Birliklerinde yer alan ve enerji sektöründe faaliyet gösteren 8 firmanın 2008-2017 verilerini kullanarak, kar payı dağıtım oranı ile kurumsal yönetim arasında ilişki olup olmadığını araştırmıştır. Değişkenler arasındaki ilişkinin test edilmesinde panel veri analizinin kullanıldığı çalışmada CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olmaması yönetim sahipliği, yönetim kurulu bağımsızlığı ve büyüklüğü faktörlerinin kar payı dağıtım politikası arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığına rastlanılmıştır. Abbas ve ark. (2018) firmaların kurumsal yönetim uygulamaları ile nakit kar payı dağıtım oranı arasında ilişki olup olmadığını incelemiştir. Çalışmada Karachi 100 Endeksinde yer alan firmaların 2011-2015 yıllarına ait verileri kullanılmıştır. Yapısal eşitlik modelinin uygulandığı analiz sonucunda, yönetim kurulu büyüklüğü ile kar payı dağıtım oranı arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu, denetim komitesi ve CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olmaması ile kar payı dağıtım oranı arasında ise pozitif yönlü bir ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir. Pahi ve Yadav (2018), Hindistan BSE 500 endeksinde işlem gören finansal olmayan 360 firma üzerinde yaptıkları çalışmada, firmaların kar payı dağıtım oranının ve kararının belirlenmesinde kurumsal yönetimin

etkili olup olmadığını 2012-2016 dönemleri için Tobit ve Logit regresyon testleri yardımıyla incelemiştir. Bulgular icracı olmayan yönetici ile kar payı dağıtım oranı arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu, yönetim kurulu büyüklüğü ile kar payı dağıtım oranı arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığını tespit etmiştir. Ridwan ve Pratiwi (2018) Endonezya'da finans sektöründe faaliyet gösteren 26 firmanın hisse başına kar payı dağıtımını etkileyen kurumsal yönetim faktörlerini incelemiştir. Uygulama verileri 2009-2014 yıllarına ait bağımsız örneklem t testi yöntemi ile incelenmiştir. Sonuç olarak araştırmaya konu olan firmaların kar payı dağıtımının belirlenmesinde kurumsal yönetimin belirleyici olduğu sonucuna varılmıştır. Al-Kahmisi ve Hassan (2018) kurumsal yönetim faktörlerinin firmaların kar payı getirisine etkisini tespit etmek amacıyla Malezya'da faaliyet gösteren 6 ticari bankanın 2011-2015'e ait verilerini korelasyon ve ANOVA testleri yardımıyla incelemiştir. Çalışma sonucunda ulaşılan bulgular CEO ikiliği ve yönetim kurulu bağımsızlığı faktörlerinin firma kar payı dağıtım politikası üzerinde negatif etki oluşturduğu belirlenmiştir. Otekunrin ve ark. (2018) Nijerya Borsasında 21 ticari bankanın kurumsal yönetim uygulamalarının kar payı ödemesine olan etkisini araştırmıştır. 2008-2012 verileri için nitel ve nicel yaklaşımlar kullanılmıştır. Bulgular, kurumsal yönetim uygulamalarının kar payı dağıtım politikası üzerinde etkisini olduğunu, icracı olmayan yöneticilerin kar payı dağıtım politikası kararlarında önemli bir rol oynadığını ve icracı yöneticilerin büyüklüğü ile yönetim kurulu büyüklüğünün firmaların kar payı dağıtım politikası üstünde etkisi olduğu sonucuna varılmıştır.

Mardani ve ark. (2018), 2014-2016 arası Endonezya Borsasında kayıtlı ve finans sektöründe faaliyet gösteren 27 firmanın verilerini regresyon analizi yöntemini kullanarak, kurumsal yönetim faktörlerinin firmaların kar payı dağıtım oranları üstündeki etkilerini incelemiştir. Bulgular yönetim sahipliği ve yönetim kurulu bağımsızlığı ile kar payı dağıtım politikası arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu, kurumsal sahiplik ve yönetim kurulu büyüklüğü ile kar payı dağıtım politikası arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığını göstermiştir. Bista ve ark. (2019), 2010-2016 döneminde Nepal'de banka ve sigorta sektöründe faaliyet gösteren 21 firmanın kar payı dağıtım kararı ve getirisi ile kurumsal yönetim faktörleri arasındaki ilişkiyi çoklu regresyon analizi ile incelemiş ve araştırmaya konu olan firmaların kar payı dağıtım kararı ve getirisinin belirlenmesinde yönetim kurulu cinsiyet dağılımı, CEO ikiliği, yönetim mülkiyeti, yabancı ve kurumsal sahiplik oranı gibi kurumsal yönetim uygulamalarının belirleyici olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Pieloch-Babiarz (2019) çalışmasında Varşova Borsası'na kote olmuş 354 finansal olmayan firmanın kar payı dağıtım kararını etkileyen sahiplik yapısı ve yönetim kurulu faktörlerini araştırmıştır. Araştırma sonucunda kurumsal sahiplik oranının, yönetim kurulu ikiliğinin ve yönetim kurulu başkanın güçlendirilmesinin firmaların kar payı dağıtım kararlarının belirlenmesinde önemli bir faktör olduğu sonucuna varılmıştır. Rajput ve Jhunjhunwala (2019) Bombay Endeksi kapsamında 1546 Hindistan firmasının kurumsal yönetim değişkenlerinin hisse başına kar payı dağıtımına olan etkilerini 2006-2017 dönemi için test etmiştir. Tobit ve lojistik regresyon modellerinin kullanıldığı çalışma sonucunda kurumsal yönetimin firmaların kar payı dağıtım kararı üstünde önemli ve pozitif önemli bir etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır. Dewasiri ve ark. (2019) çalışma ile 2010-2016 yıllarında Sri Lanka'da faaliyette bulunan 191 firmanın kar payı getirisi üstünde kurumsal yönetim mekanizmalarının etkilerini kanıtlamaya çalışmıştır. İkili lojistik regresyon ve sabit etkiler panel regresyon testlerinin kullanıldığı çalışmada araştırmaya konu olan firmaların kar payı ödemelerinin belirlenmesinde kurumsal yönetimin önemli belirleyici olduğu tespit edilmiştir. Shafana ve Safeena (2019) Sri Lanka'da faaliyet gösteren finansal olmayan 96 firmanın 2011-2015 yıllarını kapsayan verilerini kullanarak yönetim kurulu bağımsızlığının firmanın hisse başına kar payı dağıtımını üzerindeki etkisini sabit etkiler panel veri yöntemiyle analiz ettikleri çalışmada yönetim kurulu bağımsızlığının firmalarda kar payı ödemesini artırdığı sonucuna ulaşmıştır.

Literatür genel olarak değerlendirildiğinde, firmaların kurumsal yönetim uygulamaları ile kar payı dağıtım politikaları arasındaki ilişkinin boyutunu araştıran ampirik çalışmalar yapıldığı görülmektedir. Ancak, yapılan çalışmalarda ağırlıklı olarak kar payı dağıtım politikası, CEO ikiliği, sahiplik yapısı, yönetim kurulu büyüklüğü ve bağımsızlığı gibi faktörler arasındaki ilişki incelenmiş ve kar payı dağıtım politikasının genel olarak bu faktörler tarafından belirlendiği konusu üzerinde çalışmalar yoğunlaşmıştır. Diğer taraftan literatürde kar payı dağıtım politikası ile denetim mekanizmaları arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların sınırlı sayıda olduğu gözlemlenmiştir. Literatürdeki bulgular, genel olarak kurumsal yönetim mekanizmalarını daha iyi uygulayan firmaların diğer firmalara göre daha yüksek kar payı dağıtım eğiliminde olduğunu göstermiştir. Ayrıca çoğu çalışmanın bulguları, iyi uygulanan kurumsal yönetimin hissedarlar ile yönetim arasındaki çıkar çatışmalarını azalttığını göstermektedir. Dolayısıyla, kurumsal yönetim uygulamalarının kar payı dağıtım politikası ile güçlü bir etkileşiminin olduğuna dair birçok çalışma finans literatüründe yerini almıştır. Bu çalışmada kurumsal yönetim kapsamında uygulamaya konulan denetim mekanizmalarının firmalarda optimal kar payı dağıtım kararlarının alınmasına ortam hazırlayabileceği öngörüsünden yola çıkılarak, elde edilecek bulguların firma ve yatırımcılar açısından kanıt oluşturması amaçlanmaktadır. Buradan hareketle, bu çalışmada yükselen piyasalarda kar dağıtım politikası ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişki, Türkiye’de faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetim uygulamalarına ne derecede uyum gösterip göstermedikleri ve firmaların uyguladıkları kar payı dağıtım politikalarında kurumsal yönetim mekanizmalarından biri olan denetim komitesinin etkisinin olup olmadığı araştırılmıştır.

4. Araştırma Yöntemi

Çalışmanın analizleri, Türkiye’de borsaya kayıtlı firmaların verileri aracılığıyla gerçekleştirilmiştir. Analizler, 2002-2014 dönemini kapsamaktadır. Genel olarak kurumsal yönetim veri setinin oluşturulmaya başlaması 2002 yıllarında ortaya çıkmaktadır. Bu çalışmada analiz döneminin belirlenmesinde bu faktör etkili olmuştur. Analize konu veriler, Worldscope veri tabanından Datastream aracılığıyla sağlanmıştır. Analizler, Stata 14 ekonometri paket programı kullanılarak yapılmıştır.

Analiz sürecinde kurumsal yönetim uygulamalarından kaynaklanabilecek içsellik problemi (endogeneity problem) önemli bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Bu durumda En Küçük Kareler tahmin yönteminin uygulanması halinde, sapmalı ve tutarsız bulgular elde edilebilmektedir (Baltagi, 2013: 155). Kurumsal yönetim konusuna açıklık getiren teoriler çerçevesinde, Cornett, McNutt ve Tehranian (2009), Demsetz ve Lehn (1985), kurumsal yönetime ilişkin analizlerde içsellik probleminin dikkate alınmasının gerektiğini vurgulamışlardır. Wintoki ve diğ. (2012), kurumsal yönetim analizlerinde en küçük kareler veya sabit etkiler regresyon tahminlerinin yanıltıcı sonuçlar verebileceğini belirtmişlerdir. İçsellik probleminin üstesinden gelebilmek için dinamik panel veri tahmin yöntemlerinin uygulanması önerilmektedir (Windmeijer, 2005). Bu çalışmada, Arellano ve Bover (1991; 1995) ile Blundell ve Bond (1998), tarafından geliştirilen Sistem GMM yöntemi kullanılarak regresyon tahminleri yapılmıştır. Sistem GMM yöntemi, otokorelasyon ve değişen varyans problemlerinde etkin sonuçlar sağlamaktadır (Roodman, 2009; Mileva, 2007). Bu yöntem kullanılarak, değişen varyansa ve otokorelasyona dirençli tahminler yapılabilmektedir (Tatoğlu, 2013: 92-103). Sistem-GMM yöntemi, Fark-GMM yöntemine kıyasla daha az veri kaybına neden olduğu için özellikle tercih edilmiştir. (Arellano ve Bover, 1995; Blundell ve Bond, 1998).

Sistem GMM yönteminde araç değişkenlerin geçerli olması gerekmektedir. Araç değişkenlerin geçerliliğinin belirlenmesinde, Sargan test istatistiği kullanılmıştır. Diğer bir koşul ise, birinci

fark eşitliğinin hata terimleri arasında ikinci dereceden otokorelasyon olmamasıdır. Bu aşamada Arellano ve Bond otokorelasyon test istatistiklerinden yararlanılmıştır.

Regresyon analizlerinin tutarlı ve geçerli olup olmadığı incelenirken, değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı problemi (Multicollinearity), varyans büyütme faktörü (Variance Inflation Factors-VIF) aracılığıyla değerlendirilmiştir. Bulgulara göre, değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin olmadığı tespit edilmiştir. Değişen varyans probleminin tespitinde ise, Breusch-Pagan/Cook-Weisberg testinden yararlanılmıştır. Bu test sonucunda, analizlerde dayanıklı (robust) tahminler yapılmıştır.

Kurumsal yönetim uygulamaları ve kar payı dağıtım politikası arasındaki ilişki, literatürde yer alan teorik çerçeve ve öngörüler incelenerek araştırma modelleri geliştirilmiştir. Bir firmanın yönetim kurulunun yapısı, bağımsızlığı ve piyasalardaki imajının kar payı dağıtım politikası üzerinde etkisi bulunmaktadır. Buna ek olarak, denetim komitesi, ikilik ve CEO özellikleri (yaş, eğitim ve görev hizmeti) gibi diğer yönetim kurulu özellikleri de kar payı dağıtım politikasını etkileyebilir. Araştırma modeli, kurumsal yönetime özgü değişkenler, firmaya özgü faktörler ve makroekonomik göstergeler çerçevesinde oluşturulmuştur. Araştırma modeli aşağıdaki gibidir;

$$NKPD_{it} = \alpha_0 + \beta_1 NKPD_{it-1} + \beta_2 DKB_{it} + \beta_3 İOYKÜ_{it} + \beta_4 İkilik_{it} + \beta_5 Uzmanlık_{it} + \beta_6 EBO_{it} + \beta_7 YKÖ_{it} + \beta_8 Yaş_{it} + \beta_9 Karlılık_{it} + \beta_{10} NAM_{it} + \beta_{11} YF_{it} + \beta_{12} SNA_{it} + \beta_{13} GSYİH_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

Eşitlikte i , firmaları ($i=1, \dots, N$), t ise analiz dönemini ($t=1, \dots, T$) göstermektedir. Değişkenlerle ilişkin hesaplama yöntemleri, Datastream kodları, değişken kısaltmaları ve değişken tanımları Tablo 1'de sunulmuştur.

Tablo 1: Değişkenlerin Tanımları ve Hesaplamaları

Değişkenler	Kısaltma	Değişken Kodları (Datastream Codes)	Hesaplama Yöntemi
Nakit Kar Payı Dağıtım Oranı	NKPD	WC08906	Dağıtılan nakit kar payı/nakit akımı
Denetim Komitesinin Bağımsızlığı	DKB	CGBFO01V	Denetim komitesinde bulunan bağımsız yönetim kurulu üye oranı (%)
Den. Komitesinde İcracı Olmayan Y. K. Üye Oranı	İOYKÜ	CGBFDP019	Denetim komitesinde icracı olmayan yönetim kurulu üye oranı (%)
İkilik	İkilik	CGBSO09V	Yönetim kurulu başkanı ve CEO'nun aynı kişi olup olmadığı (Kukla değişken: Evet (1), Hayır (0))
Uzmanlık	Uzmanlık	CGBSO04V	Yönetim kurulunda belirli bir alanda (sektörel, finans) uzman olan üye oranı (%)
En Büyük Ortağın Payı	EBO	CGSRDP045	Oy hakkı olarak en büyük ortağın sahiplik oranı (%)
Yönetim Kurulu Ölçeği	YKÖ	CGBSDP060	Yönetim kurulu toplam üye sayısı
Yaş	Yaş	LN(Firma Yaşı)	Cari yıl ile firmanın kurulduğu yıl arasındaki fark
Karlılık	Karlılık	WC18191/WC01001	Faaliyet karı/net satışlar
Nakit Akım Marjı	NAM	WC08311/WC01001	Faaliyetlerden elde edilen nakit akımı/net satışlar
Yatırım Fırsatları	YF	WC04601/WC02301	Yatırım harcamaları/Maddi duran varlıklar
Serbest Nakit Akışı	SNA	WC5507	Hisse başına serbest nakit akışı
Reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	GSYİH	-	GSYİH büyüme hızı (%)

5. Bulgular

Bulgular genel olarak üç çerçevede ele alınmıştır. İlk olarak, araştırma modelinde yer alan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler hesaplanmış ve firmaların genel özellikleri ortaya konulmuştur. İkinci aşamada değişkenler arasındaki korelasyon ilişkileri incelenmiştir. Son olarak sistem GMM regresyon tahminleri yapılarak, kar payı dağıtım politikası ile kurumsal yönetim uygulamaları, firmaya özgü değişkenler ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiler analiz edilmiştir.

5.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Analizi

Araştırma modellerinde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlere yönelik tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon analizi Tablo 2 ve Tablo 3’de sırasıyla gösterilmektedir.

Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Çeyrek Dilimleri				
				Min.	0.25	Medyan	0.75	Maks.
Nakit Kar Payı Dağıtım Or.	252	0.26	0.34	-0.27	0.07	0.18	0.36	2.97
Denetim Kom. Bağımsızlığı	127	0.49	0.46	0.00	0.00	0.50	1.00	1.00
İc. Olm. Yönt. Kur. Üy.	129	0.96	0.13	0.33	1.00	1.00	1.00	1.00
İkilik	137	0.14	0.35	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
Uzmanlık	135	0.54	0.25	0.00	0.35	0.56	0.70	1.00
En Büyük Ortağın Payı	134	0.48	0.16	0.05	0.40	0.49	0.55	0.82
Yönetim Kurulu Ölçeği	137	11.53	3.37	5.00	9.00	11.00	14.00	21.00
Yaş	247	3.88	0.67	2.40	3.26	4.06	4.38	5.12
Karlılık	311	0.18	0.14	-0.49	0.08	0.16	0.25	0.75
Nakit Akım Marjı	317	0.19	0.16	-0.65	0.09	0.16	0.28	0.81
Yatırım Fırsatları	230	0.10	0.08	0.00	0.05	0.08	0.13	0.66
Serbest Nakit Akım Oranı	297	0.28	1.08	-8.25	0.03	0.26	0.64	3.57
GSYİH	338	0.25	0.21	-0.12	0.11	0.26	0.32	0.63

Tablo 2’ye göre firmalarda ortalama nakit kar payı dağıtım oranı 0.26 civarındadır. Denetim kurulu-ndaki bağımsız yönetim kurulu üye oranı, 0.49 olarak bulunmuştur. Firmada icrai bir görevde bulunmayan yönetim kurulu üyelerinin oranı ise, ortalama 0.96 seviyesinde tespit edilmiştir. Yö- netim kurulu başkanının aynı zamanda genel müdür olması (ikilik) durumu ortalama 0.14 civa- rında elde edilmiştir. Yönetim kurulu üyelerinden belirli bir alanda uzmanlığa sahip olan üye oranı 0.54 olarak tespit edilmiştir. En büyük sahiplik oranı, ortalama 0.48 civarındadır. Firmala- rın yönetim kurulu büyüklüğü, ortalama 11 kişiden oluşmaktadır. Ortalama firma yaşı 3.88 ola- rak hesaplanmıştır. Firmalarda satışların karlılık oranı 0.18, nakit akım marjı 0.19, yatırım fırsat- ları 0.10 ve hisse başına serbest net nakit akımı düzeyi ortalama 0.28 olarak hesaplanmıştır. GS- YİH büyüme oranı 0.25 civarındadır.

Değişkenlere ait korelasyon analizi sonuçları Tablo 3’de gösterilmiştir.

Tablo 3: Pearson Korelasyon Katsayıları

	NKPD	NKPD _{t-1}	DKB	İÖYKÜ	İkilik	Uzmanlık	EBO	YKÖ	Yaş	Karlılık	NAM	YF	SNA
NKPD	1												
NKPD _{t-1}	0.517*** (0.000)	1											
DKB	0.097 (0.300)	0.055 (0.563)	1										
İÖYKÜ	0.135 (0.143)	0.082 (0.380)	0.037 (0.680)	1									
İkilik	0.041 (0.650)	0.042 (0.648)	0.060 (0.503)	0.074 (0.404)	1								
Uzmanlık	-0.045 (0.627)	-0.095 (0.302)	0.026 (0.775)	-0.123 (0.170)	0.083 (0.340)	1							
EBO	0.006 (0.950)	0.003 (0.978)	-0.288*** (0.001)	-0.022 (0.809)	0.0608 (0.485)	-0.055 (0.530)	1						
YKÖ	0.045 (0.620)	0.066 (0.471)	-0.209** (0.019)	0.042 (0.640)	-0.164* (0.055)	-0.365*** (0.000)	0.122 (0.162)	1					
Yaş	-0.005 (0.949)	-0.005 (0.951)	-0.239** (0.020)	-0.124 (0.223)	0.162 (0.102)	0.115 (0.247)	0.267*** (0.006)	0.115 (0.250)	1				
Karlılık	-0.088 (0.166)	-0.047 (0.480)	-0.082 (0.361)	-0.122 (0.167)	0.027 (0.755)	0.233*** (0.007)	0.167* (0.055)	-0.294*** (0.000)	-0.162** (0.014)	1			
NAM	-0.164*** (0.009)	-0.039 (0.562)	0.007 (0.934)	-0.101 (0.254)	-0.050 (0.558)	0.066 (0.450)	0.157* (0.071)	-0.145* (0.092)	-0.263*** (0.000)	0.599*** (0.000)	1		
YF	-0.011 (0.886)	-0.035 (0.656)	0.363*** (0.000)	0.072 (0.506)	0.050 (0.627)	0.119 (0.254)	-0.325*** (0.001)	-0.182* (0.075)	-0.331*** (0.000)	0.128* (0.053)	0.144** (0.029)	1	
SNA	-0.354*** (0.000)	-0.207*** (0.002)	-0.163 (0.074)	-0.056 (0.540)	0.055 (0.534)	0.092 (0.301)	0.010 (0.907)	-0.173 (0.048)	-0.075 (0.267)	0.281*** (0.000)	0.380*** (0.000)	-0.143** (0.031)	1
GSYİH	-0.021 (0.743)	-0.132** (0.046)	-0.192 (0.031)	0.067 (0.454)	0.006 (0.945)	0.008 (0.930)	0.027 (0.756)	0.023 (0.793)	-0.001 (1.000)	-0.134** (0.018)	-0.108 (0.056)	-0.136** (0.039)	-0.018 (0.761)

Not: Parantez içindeki rakamlar, ilgili katsayıya ilişkin standart hata değerini göstermektedir. *, ** ve *** ilgili katsayının %10, %5 ve %1 güven seviyesinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğunu göstermektedir.

Değişkenler arasındaki korelasyon ilişkisi Pearson korelasyon analizi ile incelenmiş olup, bağımlı değişken ile bağımlı değişkene ait gecikmeli değer arasında pozitif korelasyon ilişkisi olduğu saptanmıştır. Elde edilen bilgilere göre, nakit kar payı dağıtımı ile nakit akım marjı ve serbest nakit akımı oranı arasında negatif yönlü bir ilişki gözlenmektedir. Tablo 3’de açıklayıcı değişkenlere ait en yüksek korelasyon ilişkisi karlılık ve nakit akım marjı arasında 0.599 olarak elde edilmiştir. En düşük korelasyon ilişkisi ise, yatırım fırsatları ile karlılık arasında elde edilmiş olup, 0.128 korelasyon katsayısı şeklinde elde edilmiştir. Firmaların nakit kar payı dağıtım politikaları ile nakit akım marjı arasında istatistiksel açıdan anlamlı negatif korelasyon ilişkisi olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte, serbest nakit akımı oranı arttıkça nakit kar payı dağıtım oranının azaldığını gösteren negatif yönlü korelasyon bulgusuna ulaşılmıştır.

5.2. Sistem GMM Regresyon Tahmin Sonuçları

Nakit kar payı dağıtım oranını etkileyen faktörler, Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) yöntemi temelinde analiz edilmiştir. Regresyon tahminleri, teorik yaklaşımlar göz önünde bulundurularak, farklı değişkenlerin modele dahil edilmesi yoluyla birçok model üzerinden gerçekleştirilmiştir. Araştırma modelleri ve elde edilen bulgular Tablo 4’te yer almaktadır.

Tablo 4: Sistem GMM Regresyon Analizi Sonuçları

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10	Model 11
	NKPD	NKPD	NKPD	NKPD	NKPD	NKPD	NKPD	NKPD	NKPD	NKPD	NKPD
NKPD ^(t-1)	0.410** (0.192)	0.539* (0.301)	0.525*** (0.168)	-0.350 (0.567)	0.337** (0.143)	0.715*** (0.173)	0.659* (0.353)	1.050*** (0.379)	0.222** (0.109)	0.254 (0.160)	0.740*** (0.206)
DKB	0.060 (0.070)	0.019 (0.084)	0.098* (0.053)		0.001 (0.052)	0.024 (0.025)	0.005 (0.078)	0.020 (0.035)	0.090** (0.040)	0.118* (0.068)	0.024 (0.019)
İÖYKÜ		0.681 (0.682)			0.504* (0.262)	0.924** (0.362)	0.931*** (0.361)	0.613 (0.592)	-0.002 (0.444)	-0.071 (0.408)	0.910** (0.437)
İkilik	0.054 (0.139)	0.335 (0.290)	0.094 (0.064)	-0.713** (0.337)	-0.105 (0.074)						-0.128 (0.221)
Uzmanlık	-0.065 (0.288)	-0.375* (0.208)	-0.326 (0.245)	0.270 (0.523)							
EBO	-0.690 (0.775)	-0.889* (0.517)						0.502 (1.010)	-0.082 (0.399)	-0.037 (0.282)	
YKÖ	-0.035*** (0.012)	-0.038*** (0.010)	-0.070*** (0.024)	-0.021 (0.020)	-0.001 (0.008)	-0.161*** (0.053)	-0.143*** (0.038)	-0.157* (0.081)	0.022 (0.058)	0.016 (0.048)	-0.124** (0.058)
YKÖK			0.001 (0.001)			0.006*** (0.002)	0.005*** (0.002)	0.005* (0.003)	-0.000 (0.002)	0.000 (0.002)	0.004* (0.002)
Yaş	0.229* (0.119)	0.108 (0.149)	0.208*** (0.072)	0.161** (0.081)	-0.049 (0.064)	0.041 (0.047)	0.054 (0.070)	0.065 (0.146)			0.001 (0.080)
Karlılık	-0.287 (0.394)		-0.396 (0.273)	-0.056 (0.153)				-0.324 (0.837)	-0.117 (0.470)	-0.122 (0.393)	
NAM				-0.033 (0.025)	-0.045*** (0.007)		-0.018 (0.024)				
YF				-0.479 (0.972)							
SNA		0.054 (0.370)					-0.332 (0.398)			0.023 (0.784)	
GSYİH	0.404 (0.321)	0.219 (0.403)	0.459** (0.210)	0.188 (0.405)	-0.231 (0.184)	0.162 (0.241)	-0.136 (0.346)	0.438 (0.442)	0.256 (0.343)	0.292 (0.379)	0.222 (0.292)
Wald Testi	1015.804	2196.156	571.271	427.997	376.759	340.449	470.949	269.063	133.756	81.024	21.324
P Değeri	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.006
AR(1) p değeri	0.062	0.091	0.087	0.083	0.048	0.071	0.083	0.065	0.034	0.073	0.083
AR(2) p değeri	0.301	0.563	0.518	0.406	0.808	0.993	0.901	0.434	0.482	0.657	0.748
Sargan test	7.330	11.666	4.756	6.292	25.526	9.172	14.956	8.239	28.301	28.623	10.627
Sargan test p değeri	0.966	0.864	0.997	0.985	0.182	0.688	0.528	0.941	0.205	0.329	0.715

Not: Parantez içindeki rakamlar, ilgili katsayıya ilişkin standart hata değerini göstermektedir. *, ** ve *** ilgili katsayının %10, %5 ve %1 güven seviyesinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğunu göstermektedir. Değişkenlere ait ortalama VIF değeri, 1.94 civarındadır. Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test sonucu doğrultusunda dayanıklı (robust) tahminler yapılmıştır (chi²: 25.08, p değeri:0.000).

Tablo 4'te nakit kar payı dağıtım oranını etkileyen faktörlere ilişkin Sistem GMM regresyon analizi sonuçları görülmektedir. Elde edilen bulguların geçerli ve güvenilir olup olmadığını gösteren test istatistikleri tablonun altında yer almaktadır. Buna göre, Wald Chi² test istatistiği, ilgili modellerin istatistiksel açıdan anlamlı olduğunu göstermektedir. Oluşturulan modellerin tamamında, birinci dereceden otokorelasyon problemi olmadığına ilişkin kanıt, Arellano/Bond AR(1) test istatistiği sonucunda elde edilmiştir. Araç değişkenlerin yeterli kullanıldığına ilişkin bulgu ise, Sargan Test istatistiği sonuçlarında görülmektedir. Bu doğrultuda, cari kar payı dağıtım oranının bir önceki kar payı dağıtım oranıyla pozitif ilişkili olduğu anlaşılmaktadır. Bu bulgu, geçmiş dönemde kar payı dağıtan şirketlerin cari dönemde kar payı dağıtım oranlarının artacağı anlamına gelmektedir.

Denetim komitesinde bulunan bağımsız üye oranı ile kar payı dağıtım oranı arasında istatistiksel açıdan anlamlı pozitif ilişki elde edilmiştir. Denetim komitesinin bağımsızlık düzeyi arttıkça, firmada kar dağıtım oranı artmaktadır. Temsil teorisiyle uyumlu olan bu bulgu, bağımsız üyelerin yatırımcıların faydasına olacak şekilde kar payı dağıtımını konusunda karar alınmasında etkili olduklarını göstermektedir. Böylelikle, yatırımcı ile yöneticiler arasındaki temsil problemleri ve maliyetlerinin azalacağı düşünülebilir. Bu bulgu, denetim komitesinde bulunan ve firmada icra görevi olmayan üyelerin yüzde oranı arttıkça, kar dağıtım oranının artması bulgusuyla tutarlıdır. Denetim komitesinin bağımsızlığı ile kar payı dağıtım politikası arasındaki anlamlı ve pozitif ilişki bulgusuna Belden ve ark. (2005), Kajola, (2008), Kyereboah-Coleman, (2008), Setia-Atmaja (2009), Al-Swidi ve ark. (2012), Abor ve Fiador (2013), Roy (2015), Elmagrhi ve ark. (2017) ve Rajput ve Jhunjhunwala (2019) çalışmalarında rastlanmaktadır.

Denetim komitesinin bağımsızlığı, optimal kararlar alınabilmesi ve firma faaliyetlerinin etkin denetimi açısından çok önemlidir. Böylelikle, yönetici-hissedar, yönetici-borç veren ve hissedar-borç veren arasındaki çıkar çatışmalarına neden olabilecek konular etkin bir şekilde denetlenebilmektedir. Firmada yönetim kurulunun bağımsızlığını gösteren diğer ölçüt, CEO ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olup olmadığıdır. CEO ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olması hali, ikilik (duality) olarak ifade edilmekte ve bu durumda yönetim kurulunun optimal kararlar alamayacağı temsil teorisi çerçevesinde öne sürülmektedir. Model 4'te ikilik ile kar payı dağıtım oranı arasında negatif ilişki olduğu görülmektedir. CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olması halinde, kar payı dağıtım oranının azaldığı tespit edilmiştir. Genel müdür ile yönetim kurulu başkanının farklı kişilerden oluşması firmalarda etkin ve verimli bir denge ilişkisinin kurulması açısından önemlidir, bu durum firmalarda iyi kurumsal yönetim uygulamalarının varlığına işaret etmektedir. Diğer taraftan, CEO'nun yönetim kurulu üzerinde etkisinin artması ise, firmalarda zayıf bir kurumsal yönetim göstergesi olarak değerlendirilmektedir (Core, Holthausen ve Larcker, 1999). Bir firmayı iflasa kadar sürükleyecek bir bilgi yönetim tarafından gizli tutulabilir ve bu gizli bilgilerin CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması durumunda ortaya çıkarılması veya kamuya açıklanması güçleşebilmektedir (Kolias, Arnis ve Kypriotelis, 2019). Jensen (1993) genel müdür ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olması durumunda, yönetim kurulu temel görevlerini yerine getiremeyeceğini belirtmiştir. Çünkü genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması yönetim kurulunun üzerinde bir baskı yaratacaktır. Ayrıca, iç kontrol sisteminin zayıflamasına ve CEO'nun yönetim kurulu üzerinde kontrol gücünün daha fazla olmasına neden olacaktır (Mehdi, Sahut ve Teulon, 2017). Bu durum ise, hissedarların yönetim kurulu tarafından verilen kararları kontrol etmesini ve sorgulamasını zorlaştıracaktır. İkilik ile kar payı dağıtım politikası arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Benzer bulguya, Kyereboah-Coleman (2007), Chen ve ark. (2011), Chaghadari ve Charleshtori (2011), Arshad ve ark. (2013), Abor ve Fiador (2013), Schen ve Suffian (2014), Shahid ve ark. (2016), Mehdi ve ark. (2017), Al-Kahmisi ve Hassan (2018), Sumail (2018), Mohan ve Chandramohan (2018) ve Mollah, Faroogue, Mobarek ve Molyneux (2019) çalışmalarında rastlanmıştır.

Yönetim kurulunda bulunan ve sektöre ya da belirli bir alanda özel uzmanlığa sahip olan üyelerin olması halinde, daha etkin kararlar alınabilmesi beklenmektedir. Bu çalışmada, yönetim kurulunda belirli bir alanda uzman olan üyelerin sayısının artması halinde, kar payı dağıtım oranı bu artıştan olumsuz yönde etkilenmektedir. Belirli bir alanda uzman olan ve spesifik bilgiye sahip olan üyelerin firmanın otofinansman politikasıyla uyumlu kararlar alınması konusunda katkı sundukları anlaşılmaktadır. Bu üyelerin yatırım kararları sürecinde etkili oldukları sonucuna varılabilir. Benzer bir bulguya, Cunningham (2008) çalışmasında rastlanılmıştır.

Kar payı dağıtım oranını azaltan diğer bir faktör ise, firmanın sahiplik yapısında yer alan oy hakkı olarak en büyük ortağın varlığıdır. Firmada alınan kararların, büyük ortak tarafından belirleniyor olması, firmaya taraf kesimler açısından bu kararların etkin alınmadığının bir göstergesi olabilir. Bu çalışmada, büyük ortağın yüzde oranı ile kar payı dağıtım oranı arasında negatif ilişki olduğu saptanmıştır. Firmada büyük ortağın yüzde payı arttıkça, kar payı dağıtım oranı azalmaktadır. Başka bir ifadeyle, kar dağıtılmayıp firma bünyesinde otofinansman yapılma eğilimi artmaktadır. Bu tür firmalarda, borç finansmanının neden olabileceği risk artışından kaçınıldığı şeklinde de yorumlanabilir. En büyük ortağın varlığı ile kar payı dağıtım politikası arasındaki anlamlı ve negatif ilişki bulgusuna Maury ve Pajuste, (2005), Bena ve Hanousek, (2008), Barclay, Holderness ve Sheehan, (2009), Harada ve Nguyen (2011) çalışmalarında rastlanmaktadır.

Yönetim kurulunun ölçeği ile kar payı dağıtım oranı arasında istatistiksel açıdan anlamlı doğrusal olmayan ilişki tespit edilmiştir. Yönetim kurulunun ölçeğindeki artış başlangıçta kar payı dağıtım oranını azaltırken, ölçeğin daha da artması halinde kar payı dağıtım oranında artış görülmektedir. Firma yaşı ile kar payı dağıtım oranı arasındaki pozitif ilişki bulgusu da dikkate alındığında, faaliyetine uzun yıllardır devam eden firmalarda kurumsal yapının gelişmiş olması beklenebilir. Vekalet teorisine göre, yönetim kurulu büyük olan firmalarda üst yönetimin kontrolünün daha etkin bir şekilde yapılabilmesi savunulmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976). Büyük ölçekli yönetim kurullarının kurumsal açıdan daha etkin kararlar alınabilmesine ortam hazırladığı vurgulanmaktadır (Gill ve Obradovich, 2012; Ghasemi, Madrakian ve Keivani, 2013; Abor ve Fiador, 2013; Iqbal, 2013). Bu kapsamda büyük ölçekli yönetim kurulunda kar payı dağıtım oranının artmasıyla, ileri yaştaki firmaların kar payı dağıtım oranındaki artış bulgusu birbirini destekler niteliktedir. Yönetim kurulunun büyüklüğü ile kar payı dağıtım politikası arasındaki anlamlı ve pozitif ilişki bulgusu Kiel ve Nicholson (2003), Ozkan ve Mancinelli (2006), Litai ve ark. (2011), Afzal ve Sehrish (2010), Gill ve Obradovich (2012), Arshad ve ark. (2013) Ajanthan (2013), Mansourinia ve ark. (2013), Uwalomwa ve ark. (2015) çalışmalarının sonuçları ile tutarlılık göstermektedir.

Firmalarda nakit kar payı dağıtımı, yaşam eğrisine göre değişebilmektedir. Yeni kurulan firmaların nakit ihtiyacının daha fazla olabileceği dikkate alındığında, oto finansmana yönelmeleri ve nakit kar payı dağıtımından kaçınmaları muhtemel görülmektedir. Diğer yandan yeni kurulan bir firmanın piyasadaki kredibilite seviyesi düşük olabileceğinden, fon ihtiyacını borçlanma yoluyla karşılaması da daha maliyetli olabilecektir. Bu çalışmada firma yaşı ile kar payı dağıtım politikası arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki elde edilmiştir. Firma yaşı arttıkça, kar payı dağıtım eğilimlerinin arttığı anlaşılmaktadır. Bu bulgu, Stepanyan (2011), Wang, Ke, Liu ve Huang (2011), Afza ve Mirza (2011), Tamimi, Takhtaei ve Malchi (2014), Al-Najjar ve Kilincarslan (2018) çalışmaları ile tutarlılık göstermektedir.

Firmaya özgü yapının kar dağıtım oranına etkisi, bilanço verileri üzerinden incelenmiştir. Bu kapsamda nakit akımı oranı, karlılık oranı ve yatırım fırsatları değişkenleri ile kar dağıtım oranı arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir bulgu elde edilememiştir. Diğer yandan firmada hisse başına düşen serbest nakit akımı oranının artması halinde kar dağıtım oranının azaldığı saptanmıştır. Bir firmada serbest akımlarının fazla olması, temsil maliyetlerinin oluşmasına neden olabilmektedir. Burada elde edilen negatif ilişki bulgusu, temsil teorisine kanıt oluşturmaktadır. Gayrisafi yurtiçi hasıla oranı ile kar dağıtım oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki elde edilmiştir. Piyasalarda genel olarak ekonomik büyüme söz konusu olduğunda, firmaların kar dağıtım oranının arttığı anlaşılmaktadır. Elde edilen bulgular, kişi başına düşen GSYİH'nin yükselmesi durumunda firmaların kar payı dağıtımlarının daha muhtemel olduğu sonucunu göstermektedir. Böylelikle, firmalar faaliyetleri sonucu elde ettiği kazançları hissedarlara daha fazla nakit kar payı

olarak ödedikleri belirlenmiştir. Bu bulguya, Lin ve ark. (2018), Yaseen (2019) çalışmalarında ulaşıldığı görülmektedir.

6. Sonuç ve Öneriler

Kurumsal yönetim, bir firma üzerinde olumlu yönetim ve performans kontrolü sağlamada temel unsurlardan biri olarak kabul edilmektedir. Kurumsal yönetim ortakların çıkarlarını korumaya ve kuruluşların firma değerini geliştirmeyi amaçlamaktadır. Firmanın piyasa değeri yükselmesi, firmaya taraf kesimlerin tamamı açısından değer yaratılması sürecidir. Ancak firma yönetimi daha uzun vadede planlar yaparken, firma hissedarları düzenli bir kar payı almayı isterler. Bu durumda firma yönetimi firmanın piyasa değeri ile hissedarların kar payı dağıtım beklentileri arasında optimal bir denge kurmak zorunda kalacaklardır. Aksi takdirde, istikrarsız bir kar payı dağıtım politikasından dolayı hissedarlar beklentilerini alamadıklarında mevcut hisse senetlerini satma eğilimine girebilirler. Bu durum ise firmanın hisse senedi değerini düşürerek, piyasa değerini olumsuz yönde etkiler. Kurumsal yönetim standartlarına uyumlu olan bir firmada, hissedarların izleme ve denetleme maliyetleri azalarak, vekalet maliyetlerinin düşürülmesine katkı sağlamaktadır.

Bu çalışmada, Türkiye’de faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetim uygulamalarının nakit kar payı dağıtım kararları üzerindeki etkisi, denetim komitesinin bağımsızlığı ekseninde araştırılmıştır. Buradan hareketle, kurumsal yönetim uygulamaları ve firmaya özgü değişkenler ile kar payı dağıtım politikası arasındaki ilişkiler Sistem GMM regresyon yöntemi kullanılarak test edilmiştir. Bulgular, firmaların nakit kar payı dağıtım oranı düzeylerinin bir önceki dönemde yapılan nakit kar payı dağıtım oranı düzeyinden pozitif yönde etkilendiğini göstermiştir. Denetim komitesinin bağımsızlığı arttıkça nakit kar payı dağıtım oranının arttığını gösteren önemli bir bulguya ulaşılmıştır. Firmalarda nakit kar payı dağıtım oranı, yönetim kurulunda icrai görevi olmayan yönetim kurulu üye oranındaki artıştan, firma yaşının artmasından ve faaliyette bulunulan ekonomideki büyümeden olumlu yönde etkilendiği tespit edilmiştir. Buna karşın nakit kar payı dağıtım oranı, ikilik, özel uzmanlığa sahip üye oranının artması ve büyük ortağın sahiplik oranındaki artıştan negatif yönde etkilenmektedir. Çalışmada öne çıkan diğer önemli bir bulgu ise, yönetim kurulu ölçeği ile nakit kar payı dağıtım oranı arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Firmaya özgü faktörler incelendiğinde ise, nakit akım marjı arttıkça nakit kar payı dağıtım oranı azaldığı belirlenmiştir. Satışların karlılığı, yatırım fırsatları ve serbest nakit akımı oranı ile nakit kar payı dağıtım oranı arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir bulguya ulaşılamamıştır.

Elde edilen bulgular teorik açıdan değerlendirildiğinde, denetim komitesinin bağımsızlığının artması halinde, nakit kar payı dağıtımının artması sonucu vekalet teorisinin öngörülerıyla uyumludur. Benzer şekilde ikilik konusunda elde edilen negatif ilişki bulgusu da vekalet teorisini desteklemektedir. Kar payı dağıtım politikası açısından bakıldığında, büyük ortağın sahiplik yapısındaki artış ile nakit kar payı dağıtım oranı arasındaki negatif ilişki bulgusu, firmaların oto finansman eğiliminde olduklarına işaret etmektedir. Bu eğilim, Finansal Hiyerarşi teorine kanıt oluşturmaktadır. Yönetim ağırlıklı olarak hissedarlara kar payı dağıtmak yerine firmanın serbest nakit akımlarının firma bünyesinde bırakılmasından yana kararlar almaktadır. Burada dış finansmanın neden olabileceği maliyetlerden kaçınılmaya çalışıldığı anlaşılmaktadır.

Bu çalışmada nakit kar payı dağıtım oranının etkileyebilecek kurumsal yönetim uygulamaları üyelerin ve komitelerin bağımsızlık düzeylerine odaklanılarak incelenmiştir. Elde edilen bulgular, kurumsal yönetim uygulamalarının firmalar açısından çok önemli sonuçlar doğurduğunu ortaya koymuştur. Özellikle, firmaların küresel krizlere karşı dayanaklı olabilmeleri ve yüksek rekabet koşullarında ayakta kalabilmeleri için kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması ve yay-

gınlaştırılması önemlidir. Bu durum özellikle ülke ekonomisi açısından da önem arz etmektedir. Bu kapsamda kurumsal yönetim standartlarına uygunluğun, ihmal edilmemesi gereken önemli bir faktör olduğu anlaşılmaktadır.

Çalışmanın finans literatürüne, firmalara ve yatırımcılara önemli katkılar sağlaması beklenmektedir. Öncelikle firmalarda genel müdürlerin yönetim kurulunda yer almadığı durumlarda, firmaların daha etkin bir kar payı dağıtım politikası yürüttükleri anlaşılmaktadır. Ayrıca, yönetim kurulu ile denetim komitesinde icracı olmayan üye sayısının daha fazla olmasının ve denetim komitesinin bağımsızlığının kar payı dağıtım kararları üzerinde olumlu bir etkisinin olduğu ve kar payı dağıtım kararlarının alınması konusunda daha doğru adımların atılmasına yardımcı olacağı sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen bu bulgular doğrultusunda firmaların, yönetim ve hissedarlar arasındaki denge ilişkisini etkileyen kar payı dağıtım politikasını optimal seviyelerde tutmaları gerekmektedir. Ayrıca, ulusal ve uluslararası yatırımların firmalar için en önemli finans kaynaklarından biri olduğu dikkate alındığında başta gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların kar payı dağıtım politikalarını etkili bir biçimde gerçekleştirebilmelerinin etkin bir kurumsal yönetim anlayışının sağlanması ile mümkün olacağı söylenebilir. Ayrıca, Türkiye’de faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetim uygulamalarının kar payı dağıtım politikası ile güçlü bir etkileşim içerisinde olduğu dikkate alındığında, kurumsal yönetim uygulamalarının daha etkin kullanımını teşvik ederek buna yönelik yasal düzenlemeler yapılması önerilmektedir. Çalışmanın, kurumsal yönetim ile kar payı dağıtım politikaları arasındaki ilişkinin farklı ülkelere ait veriler kullanılarak analiz edilmesi ve kurumsal yönetimin diğer özellikleri dikkate alınarak incelenmesi şeklinde yapılabilecek olan yeni çalışmalara ışık tutması beklenmektedir.

Hakem Değerlendirmesi: Dış bağımsız.

Çıkar Çatışması: Yazarlar çıkar çatışması bildirmemiştir.

Finansal Destek: Yazarlar bu çalışma için finansal destek almadığını beyan etmiştir.

Peer-review: Externally peer-reviewed.

Conflict of Interest: The authors have no conflict of interest to declare.

Grant Support: The authors declared that this study has received no financial support.

Kaynakça/References

- Abbas, M., Qureshi, S. U., Ahmed, M. M., & Rizwan, M. (2018). Corporate governance and dividend payout policy: Mediating role of leverage. *Pakistan Journal of Social Sciences*, 38(1), 62-86.
- Abdelsalam, O., El-Masry, A., & Elsegini, S. (2008). Board composition, ownership structure and dividend policies in an emerging market: Further evidence from CASE 50. *Managerial Finance*, 34(12), 953-964.
- Abor, J., & Fiador, V. (2013). Does corporate governance explain dividend policy in Sub-Saharan Africa? *International Journal of Law and Management*, 55(3), 201-225.
- Adaoglu, C. (2000). Instability in the dividend policy of the Istanbul stock exchange (ISE) corporations: Evidence from an emerging market. *Emerging Markets Review*, 1(3), 252-270 [https://doi.org/10.1016/S1566-0141\(00\)00011-X](https://doi.org/10.1016/S1566-0141(00)00011-X)
- Adjaoud, F., & Ben-Amar, W. (2010). Corporate governance and dividend ratio: Shareholders' protection or expropriation? *Journal of Business Finance & Accounting*, 37, 648-667.
- Adjaoud, F., & Hermassi, N. (2017). The Impact of corporate governance mechanisms on the dividend policy of Canadian firms: Empirical study, *International Journal of Business, Accounting, and Finance*, 11(1), 90-115.
- Afsari, N. (2014). Relationship between corporate governance and dividend payment policy of companies listed in Tehran stock exchange. *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*, 8(11), 1891-1899.
- Afza, T., & Mirza, H. H. (2010). Ownership structure and cash flows as determinants of corporate dividend policy in Pakistan. *International Business Research*, 3(3), 210-221.
- Afzal, M., & Sehrish, S. (2010). Ownership structure, board composition and dividend ratio in Pakistan. *COMSATS Institute of Information Technology*, Islamabad-Pakistan, 24.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-397. <http://dx.doi.org/10.2307/2331397>
- Ahmad, G. N. (2015). Does corporate governance affect dividend policy: Evidence from ASEAN emerging market. *Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions*, 5(1), 88-94.
- Ajanthan, A. (2013). Corporate governance and dividend ratio: A study of listed hotels and restaurant companies in Sri Lanka. *International Journal of Management, IT and Engineering*, 3, 98-114.
- Aksoy, E. E. (2017). *Finansal yönetim: Teorik yaklaşımlar, çözümlü örnekler ve öneri yaklaşımlar*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *American Economic Review*, American Economic Association, 62(5), 777-795.
- Al-Kahmisi, T. A., & Hassan, H. H. (2018). The effects of corporate governance on dividend payout policies in Malaysian banks. *International Journal of Advanced Research and Publications*, 2(2), 29-37.
- Al-Najjar, B., & Hussainey, K. (2009). The association between dividend payout and outside directorships. *Journal of Applied Accounting Research*, 10(1), 4-19.
- Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2017). Corporate dividend decisions and dividend smoothing: New evidence from an empirical study of Turkish firms. *International Journal of Managerial Finance*, 13(3), 304-331, <https://doi.org/10.1108/IJMF-10-2016-0191>
- Al-Rahahleh, A. S. (2017). Corporate governance quality, board gender diversity and corporate dividend policy: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 11(2), 86-104.
- Al-Swidi, A. K., Fadzil, F. H., & Al-Matari, Y. A. (2012). The impact of board characteristics on firm performance: Evidence from nonfinancial listed companies in Kuwaiti stock exchange. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(2), 310-332.
- Amina, H. (2015). Dividend policy and corporate governance in Saudi stock market: Outcome model or substitute model? *Corporate Ownership and Control*, 12(2), 74-91.
- Arellano, M. & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68, 29-51.
- Arshad, Z., Akram, Y., Scholar, M., Amjad, M., & Usman, M. (2013). Ownership structure and dividend ratio. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 5(3), 378-401.

- Ataay, A. (2006). *Aile işletmelerinde başkacılık ve koruma: Vekâlet maliyetleri*, T.C. İstanbul Kültür Üniversitesi Aile 2. Aile İşletmeleri Kongresi Bildiri Kitabı, İstanbul, 64-71.
- Awwad, B. S. A. L., & Hamdan, A. M. A. (2018). Gulf cooperation council energy sectors governance and dividend policy. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(4), 163-171.
- Aydın, N., Başar, M., & Coşkun, M. (2015). *Finansal yönetim* (2. bs.). Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aydin, A. D., & Cavdar, S. C. (2015). Corporate governance and dividend policy: An empirical analysis from Borsa İstanbul Corporate Governance Index (XKURY). *Accounting and Finance Research*, 4(3), 66-76.
- Aygün, M., & Sayın, C. (2016). Kurumsal yönetim ve denetim kalitesi: Borsa İstanbul şirketleri üzerine bir inceleme. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 618(53), 51-58.
- Baltagi, B. H. (2013). *Econometric analysis of panel data* (5th Ed.). Chichester: John Wiley and Sons.
- Barclay, M., Holderness C., & Sheehan, D. (2009). Dividends and corporate shareholders. *Review of Financial Studies*, 22(6), 2423-2455, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn060>
- Belden, S., Fister, T., & Knapp, B. (2005). Dividends and directors: Do outsiders reduce agency costs? *Business and Society Review*, 110(2), 171-180.
- Bena, J., & Hanousek, J. (2008). Rent extraction by large shareholders: Evidence using dividend policy in the Czech republic. *Czech Journal of Economics and Finance*, 58(3-4), 106-130.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Commerce Clearing House.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.
- Bista, N., Bartaula, N. R., Shrestha, O., Gnawali, P., Lamichhane P., & Parajuli, P. (2019). Impact of corporate governance on dividend policy of Nepalese enterprises. In R. Rajagopal, Behl (Eds.), *Business governance and society*. Cham: Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1007/978-3-319-94613-9_21
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- Bokhari, H. W., & Khan, M. A. (2013). The impact of capital structure on firm's performance (a case of non-financial sector of Pakistan). *European Journal of Business and Management*, 5(31), 2222-2839.
- Bolodeoku, I. (2006). Corporate governance: The law's response to agency costs in Nigeria. *Brooklyn Journal of International Law*, 32(2), 467-522.
- Born, J. A., & Rimbey, J. N. (1993). A test of Easterbrook hypothesis regarding dividend payments and agency costs. *The Journal of Financial Research*, 16(3), 251-260.
- Borokhovich, K., Brunarski, K., Harman, Y., & Kehr, J. (2005). Dividends, corporate monitors and agency costs. *Financial Review*, 40, 37-65.
- Brealey, R., & Myers, S. (2005). *Principles of corporate finance* (8th Ed.). London: McGraw-Hill.
- Cansızlar, D. (2003). *Kurumsal yönetim ilkeleri*. SPK. <https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents>
- Ceylan, A., & Korkmaz, T. (2017). *İşletmelerde finansal yönetim*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Chae, J., Kim, S., & Lee, E. (2009). How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints. *Journal of Banking and Finance*, 33, 2093-2101.
- Chaghadari, M. F., & Chaleshtori, G. N. (2011). Corporate governance and firm performance. *International Conference on Sociality and Economics Development IPEDR*, 10, 484-489.
- Chen, L. T., Lim C., & Kim, Y. C. (2011). Financial characteristics, corporate governance and the propensity to pay cash dividends of Chinese listed companies. *International Business and Management*, 3(1), 176-188.
- Chen, Z., Cheung, Y-L., Stouraitis, A., & Wong, A. W. S. (2005). Ownership concentration, firm performance and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 431-449.
- Chung, K. H., Elder, J., & Kim, J. C. (2010). Corporate governance and liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2), 265-291.
- Clarke, T. (2004). *Theories of corporate governance: The philosophical foundations of corporate governance*. London and New York: Routledge.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406.

- Cornett, M. M., McNutt, J. J. & Tehranian, H. (2009). Corporate governance and earnings management at large U.S. bank holding companies. *Journal of Corporate Finance*, 15, 412-430.
- Crutchley, C. E., & Hansen, R. S. (1989). A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management*, 18, 36-46. <http://dx.doi.org/10.2307/3665795>
- Cunningham, L. A. (2008). Rediscovering board expertise: Legal implications of the empirical literature. *U. Cin. L. Rev.*, 465, <https://doi.org/10.2139/ssrn.1024261>
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177, <http://dx.doi.org/10.1086/261354>
- Deshmukh, S. (2005). The effect of asymmetric information on dividend policy. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 44(1), 107-127.
- Dewasiri, N., Koralalage, Y. W., Azeez, A. A., Jayarathne, P., Kuruppuarachchi, D., & Weerasinghe, V. (2019). Determinants of dividend policy: Evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, 45(3), 413-429. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2017-0331>
- Diñçergök, B., & Pirgaip, B. (2018). Kâr payı dağıtımı ve nakit akışı belirsizliği ilişkisi: BİST imalat sektörü firmalarında bir uygulama. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 10(4), 422-442.
- Doğan, M. (2018). Kurumsal yönetimin teorik temelleri. *Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi*, 1(1), 84-96.
- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267-293. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2004.00250.x>
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Eckbo, B. E., & Verma, S. (1994). Managerial share ownership, voting power, and cash dividend policy. *Journal of Corporate Finance*, 1, 33-62.
- Elmagrhi, M. H., Ntim, C. G., Crossley, R. M., Malagila, J., Fosu, S., & Vu, T. V. (2017). Corporate governance and dividend policy in UK listed SMEs: The effect of board characteristics. *International Journal of Accounting and Information Management*, 25(4), 459-483. <http://dx.doi.org/10.1108/IJAIM-02-2017-0020>
- Fakhari, H., & Yousefaliatabar, N. (2010). Evaluating the relationship between dividend policy and corporate governance in Tehran stock exchange firms. *Journal of Accounting and Auditing Reviews*, 62, 69-84.
- Ghasemi, R. S., Madrakian, H., & Keivani, F. S. (2013). The relationship between the corporate governance and the stock institutional ownership with the dividend - a case study of Tehran. *Journal of Business and Management*, 15(2), 65-69.
- Ghosh, C., & Sirmans, C. F. (2006). Do managerial motives impact dividend decisions in REITs? *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 32(3), 327-355.
- Gill, A. S., & Obradovich, J. D. (2012). Corporate governance, institutional ownership, and the decision to pay the amount of dividends: Evidence from USA. *International Research Journal of Finance and Economics*, 97, 60-71.
- Gusni, T. (2017). The determinants of dividend policy: A study of financial industry in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 21(4), 562-574.
- Gürbüz, A., & Ergincan, O. Y. (2004). *Kurumsal yönetim: Türkiye'deki durumu ve geliştirilmesine yönelik öneriler*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Hansen, R. S., Kumar, R., & Shome, D. K. (1994). Dividend policy and corporate monitoring: Evidence from the regulated electric utility industry. *Financial Management Association International*, 23(1), 16-22.
- Hapsoro, D., & Suryanto, T. (2017). Consequences of going concern opinion for financial reports of business firms and capital markets with auditor reputation as a moderation variable: An experimental study. *European Research Studies Journal*, 20(2A), 197-223.
- Harada, K., & Nguyen, P. (2011). Ownership concentration and dividend policy in Japan. *Managerial Finance*, 37(4), 362-379. <https://doi.org/10.1108/0307435111115313>
- Hifzalman, P., & Mukhtar, A. (2014). Corporate governance and its impact on performance of banking sector in Pakistan. *International Journal of Information, Business and Management*, 6, 106-117.
- Himmelberg, C., Hubbard R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353-384.
- Hoberg, G., & Prabhala, N. R. (2009). Disappearing dividends, catering, and risk. *Review of Financial Studies*, 22(1), 79-116. <https://www.jstor.org/stable/40056906>

- Hu, A., & Kumar, P. (2004). Managerial entrenchment and payout policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(4), 759-790.
- Ibrahim, I., & Shuaibu, H. (2016). Ownership structure and dividend policy of listed deposit money banks in Nigeria: A tobit regression analysis. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 6(1), 1-19. <https://doi.org/10.5296/ijaf.v6i1.9277>
- Ikunda, C., Muiru, M., & Kamau, S. M. (2016). The impact of corporate governance on dividend payout of manufacturing firms listed at the Nairobi securities exchange. *Journal of Finance and Accounting*, 4(5), 254-261.
- Iqbal, S. (2013). The impact of corporate governance on dividend decision of firms: Evidence from Pakistan. *African Journal of Business Management*, 7(11), 811-817.
- Jahanzeb, A., Memon, P. A., Tunio, J. A., & Shah, S. S. A. (2016). Impact of corporate governance and firm-level control variables on dividend policy of service trade sector of Malaysia. *Journal of Economic and Social Development*, 3(2), 115-124.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 247-263.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiraporn, P., Kim, Y., & Kim, J. (2011). Dividend policy and corporate governance quality: Evidence from ISS. *The Financial Review*, 46, 251-279.
- Jiraporn, P., & Ning, Y. (2006). Dividend policy, shareholder rights, and corporate governance. *Journal of Applied Finance*, 16, 24-36.
- John, K., & Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22(4), 371-403. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00005-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00005-3)
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, dilution, and taxes: A signalling equilibrium. *The Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02363.x>
- Kajola, S. (2008). Corporate governance and firm performance: The case of Nigerian listed firm. *European Journal of Economics*, 6(3), 1-13.
- Kakanda, M. M., & Salim, B. (2017). Corporate governance, risk management disclosure, and firm performance: A theoretical and empirical review perspective. *Asian Economic and Financial Review*, 7(9), 836-845.
- Kanapathippillai, K., & Anandasayanan, S. (2015). Corporate governance practices and its impact on dividend policy: A study on Sri Lankan listed manufacturing companies. *Clear International Journal of Research in Commerce & Management*, 6(3), 87-92.
- Karamustafa, O., Varıcı, İ., & Er, B. (2009). Kurumsal yönetim ve firma performansı: İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki firmalar üzerinde bir uygulama. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(1), 100-119.
- Kawshala, H., & Panditharathna, K. (2017). The effect of dividend policy on corporate profitability: An empirical study on beverage, food and tobacco industry in Sri Lanka. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 7(8), 542-546.
- Keenan, J. (2004). Corporate governance in UK/USA boardrooms. *Corporate Governance: An International Review*, 12(2), 172-176. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00356.x>
- Kiel, G. C., & Nicholson, G. J. (2003). Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11, 189-205.
- Kole, S. R. (1995). Measuring managerial equity ownership: A comparison of sources of ownership data. *Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance and Organization*, 1, 413-35.
- Kowalewski, O., Stetsyuk, I., & Talavera, O. (2008). Corporate governance and dividend policy in Poland. *Post-Communist Economies*, 20(2), 203-218. <https://doi.org/10.1080/14631370802018973>
- Kulathunga, K. M. K. N. S., & Weerasinghe, W. D. J. D. (2017). Corporate governance and dividend policy: A study of listed manufacturing companies in Sri Lanka. *International Journal of Scientific Research and Innovative Technology*, 4(2), 64-81.

- Kurawa, J. M., & Ishaku, A. (2014). The effect of corporate governance on dividend policy of listed banks in Nigeria: A panel data analysis. *Researchjournal's Journal of Finance*, 2(8), 3-12.
- Kyereboah-Coleman, A. (2007). Corporate governance and shareholder value maximization: An African perspective. *African Development Review*, 19(2), 350-367. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8268.2007.00165.x>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55, 1-33.
- Lang, L. H. P., & Litzenberger, R. H. (1989). Dividend announcements: Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis? *Journal of Financial Economics*, 24(1), 181-191. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90077-9](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90077-9)
- Lin, K-L., & Shen, C-H. (2012). The impact of corporate governance on the relationship between investment opportunities and dividend policy: An endogenous switching model approach. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 41, 125-145.
- Lin, S., Lai, H., & Hsu, A. (2018). How does asymmetric information affect catering behavior? *Emerging Markets Finance & Trade*, 54, 2433-2454.
- Lin, T., Chen, Y., & Tsai, H. (2017). The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. *Finance Research Letters*, 20, 1-12. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.06.008>
- Litai, C., Chuan, L., & Kim, Y. (2011). Financial characteristics, corporate governance and the propensity to pay cash dividends of Chinese listed companies. *International Business and Management*, 3(1), 176-188.
- Mallin, C. A. (2010). *Corporate governance* (3rd Ed.). New York: Oxford University Press Inc.
- Mancinelli, L., & Ozkan, A. (2006). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. *The European Journal of Finance*, 12(3), 265-282.
- Maniagi, G. M., Denco, M. J., Ondiek, B. A., Okaka, D., & Musiega, D. (2013). Corporate governance, dividend policy and performance. Special reference to banks listed on Nairobi security exchange Kenya. *International Journal of Innovative Research & Development*, 5(2), 56-69.
- Mansourinia, E., Emamgholipour, M., Rekabdarkolaei, E. A., & Hozoori, M. (2013). The effect of board size, board independence and CEO duality on dividend policy of companies: Evidence from Tehran stock exchange. *International Journal of Economy, Management and Social Sciences*, 2(6), 237-241.
- Mardani, R. M., Sumiati, M., & Indrawati, N. K. (2018). *Ownership structure, corporate governance and dividend policy: Evidence from Indonesia*. In the 2018 International Conference of Organizational Innovation, KnE Social Sciences, 1249-1255. <https://doi.org/10.18502/kss.v3i10.3466>
- Maury, C., & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1813-1834. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.07.002>
- Mehdi, M., Sahut, J., & Teulon, F. (2017). Do corporate governance and ownership structure impact dividend policy in emerging market during financial crisis? *Journal of Applied Accounting Research*, 18(3), 274-297. <https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2014-0079>
- Mileva, E. (2007). *Using Arellano-Bond dynamic panel GMM estimators in stata*. Bronx: Fordham University Economic Department.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, 40, 1031-1051. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34, 411-433. <http://dx.doi.org/10.1086/294442>
- Mitton, T. (2004). Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 5(4), 409-426. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2004.05.003>
- Mohan, A., & Chandramohan, S. (2018). Impact of corporate governance on firm performance: Empirical evidence from India. *International Journal of Research in Humanities, Arts and Literature*, 6(2), 209-218.
- Mollah, S., Farooque, O. A., Mobarek, A., & Molyneux, P. (2019). Bank corporate governance and future earnings predictability. *Jour. of Fin. Services Research*, 1-26. <https://doi.org/10.1007/s10693-019-00307-7>
- Montalvan, S. M., Barilla, C. D., Ruiz, G. D., & Figueroa, D. L. (2017). Corporate governance and dividend policy in Peru: Is there any link? *Revista Mexicana de Economíay Finanzas*, 12(2), 103-116.
- Musa, H., Rech, F., & Musova, Z. (2019). The role corporate governance in debt and dividend policies: Case of Slovakia. *Invest. Manag. and Financial Innov.*, 16(2), 206-217. [https://doi.org/10.21511/imfi.16\(2\).2019.18](https://doi.org/10.21511/imfi.16(2).2019.18)

- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Jou. of Fin. Econ.*, 13, 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Noe, T. H., & Rebello, M. J. (1996). Asymmetric information, managerial opportunism, financing, and payout policies. *The Journal of Finance*, 51(2), 637-660. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb02697.x>
- Okka, O. (2009). *Analitik finansal yönetim teori ve problemler* (1. bs). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Oleksy, P., & Zygula, A. (2018). The effect of ownership structure on dividend policy and shareholder value: A financialisation perspective on construction companies in Poland. *Central European Economic Journal*, 3(50), 41-52. <https://doi.org/10.1515/ceej-2017-0016>
- Opeyemi, M. F., Olusegun, D. J., Olukayode, A. E., & Olusola, O. S. (2018). Determinants of dividend policy of listed deposit money banks in Nigeria. *World Journal of Finance and Investment Research*, 3(1), 25-40.
- Otekunrin, A. O., Nwanji, T. I., Hermans, R. E., Ajayi, S. A., Dayo, F., Falaye, A. J., & Eluyela, D. F. (2018). Dividend policy and corporate governance regulation and practice in Nigerian banks. *Journal of Management and Corporate Governance*, 10(2), 18-59.
- Öztürk, M. B., & Demirgüneş, K. (2008). Kurumsal yönetim bakış açısıyla entellektüel sermaye. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 19, 375-411.
- Pahi, D., & Yadav, I. S. (2018). Role of corporate governance in determining dividend policy: Panel evidence from India. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 9(3), 111-115.
- Pandey, M. I. (2005). *Financial management* (9th Ed.). India: Vikas Publishing House.
- Pieloch-Babiarz, A. (2019). Ownership structure, board characteristics and dividend policy: Evidence from the Warsaw stock exchange. *Economics and Law*, 18(3), 317-330. <https://doi.org/10.12775/EiP.2019.022>
- Rajput, M., & Jhunjhunwala, S. (2019). Corporate governance and payout policy: Evidence from India. *Corporate Governance*, 19(5), 1117-1132. <https://doi.org/10.1108/CG-07-2018-0258>
- Renneboog, L., & Szilagyi, P. G. (2008). Corporate restructuring and bondholder wealth. *European Financial Management*, 14(4), 792-819. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2007.00414.x>
- Riaz, S., Liu, Y., & Ahmad, M. I. (2016). Dividend policy and corporate governance perspective. *Accounting and Finance Research*, 5(3), 77-86.
- Ridwan, M. Z., & Pratiwi, H. (2018). Dividend policy in Indonesian companies: Does corporate governance matter? *International Journal of Engineering & Technology*, 7(3.25), 306-310.
- Roodman, D. (2009). How to Do xtabond2: An introduction to “difference” and “system” GMM in stata. *Stata Journal*, 9(1), 86-136.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2002). *Corporate finance* (6th Ed.). Boston: McGraw-Hill Com.
- Roy, A. (2015). Dividend policy, ownership structure and corporate governance: An empirical analysis of Indian firms. *Indian Journal of Corporate Governance*, 8(1), 1-33.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *The Journal of Financial Research*, 5(3): 249-259.
- Sakr, A., Gawad, H. A., & Soliman, M. M. (2016). The Effect of corporate governance on corporate payout policy on Egyptian firms. *The Business and Management Review*, 7(2), 102-112.
- Sani, A. A., & Musa, A. M. (2017). Corporate board attributes and dividend payout policy of listed deposit money banks in Nigeria. *International Journal of Research in IT, Management and Engineering*, 7(1), 7-13.
- Schen, Y. P., & Suffian, M. T. (2014). CEO duality and dividend policy: Empirical evidence on oil and gas companies in Malaysia. *International Conference on Accounting Research & Education*, 1-14.
- Schooley, D., & Barney, L. (1994). Using dividend policy and managerial ownership to reduce agency costs. *Journal of Financial Research*, 12, 363-373.
- Setia-Atmaja, L. Y. (2009). Governance mechanisms and firm value: The impact of ownership concentration and dividends. *Corp. Gover. An Int. Rev.*, 17(6), 694-709, <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00768.x>
- Setiawan, D., & Phua, L. K. (2013). Corporate governance and dividend policy in Indonesia. *Business Strategy Series*, 14(5/6), 135-143. <https://doi.org/10.1108/BSS-01-2013-0003>
- Shafana, M., & Safeena, S. (2019). Board independence and dividend policy in listed non-financial companies in Sri Lanka. *Iconic Research and Engineering Journals*, 2(11), 134-143.

- Shahid, M. S., Gul, F., Rizwan, M., & Bucha, M. H. (2016). Ownership structure, board size, board composition and dividend policy: New evidence from two emerging markets. *Journal of Business Studies*, 12(2), 25-36.
- Shehu, M. (2015). Board characteristics and dividend payout: Evidence from Malaysian public listed companies. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(16), 35-40.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94, 461-488. <https://doi.org/10.1086/261385>
- Silva, L. C., Goergen, M., & Renneboog, L. (2004). *Dividend policy and corporate governance*. New York: Oxford University Press.
- Smith, C., & Watts, R. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32, 263-292. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90029-W](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(92)90029-W)
- Smith, F. S., Puleo, V. A., & Casey, K. M. (2008). Dividend policy and corporate governance: A research note. *Corporate Ownership and Control*, 5(3), 220-224. <http://doi.org/10.22495/cocv5i3clp6>
- Stepanyan, G. G. (2011). Firm life cycle and the choice of the form of payout. *SSRN Electronic Journal*, <http://doi.org/10.2139/ssrn.1632834>
- Sumail, L. O. (2018). Corporate governance and dividend payout ratio in non-financial firms listed in Indonesian stock exchange. *Business and Economic Horizons*, 14(4), 851-861. <http://dx.doi.org/10.15208/beh.2018.58>
- Tabalujaan, B. S. (2001). Corporate governance of Indonesian banks: The legal and business contexts. *Australian Journal of Corporate Law*, 13, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.268569>
- Tamimi, M., Takhtaei, N., & Malchi, F. (2014). Relationship between firm age and financial leverage with dividend policy. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6(2), 53-63.
- Tatoğlu, F. Y. (2013). *İleri panel veri analizi* (2. bs.). İstanbul: Beta Yayınları.
- Tümerdem, M. (2016). *Finansal piyasalar ve kurumlar (yeni düzenlemeler perspektifinde finansal araçlar, faaliyetler ve kurumlar)*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Uwalomwa, U., Olamide, O., & Francis, I. (2015). The effects of corporate governance mechanisms on firms dividend payout policy in Nigeria. *Journal of Accounting and Auditing: Research & Practise*, 2015, 1-11. <https://doi.org/10.5171/2015.313679>
- Uwuigbe, U., Jafaru, J., & Ajayi, A. (2012). Dividend policy and firm performance: A study of listed firms in Nigeria. *Accounting and Management Information Systems*, 11(3), 442-454.
- Wang, M-H., Ke, M-C., Liu, D-Y., & Huang, Y-S. (2011). Dividend policy and the life cycle hypothesis: Evidence from Taiwan. *The International Journal of Business and Finance Research*, 5(1), 33-52.
- Wei, Z., Wu, S., Li, C., & Chen, W. (2011). Family control, institutional environment and cash dividend policy: Evidence from China. *China Jou. of Account. Res.*, 4(1-2), 29-46. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2011.04.001>
- Windmeijer, F. (2005). A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. *Journal of Econometrics*, 126, 25-51.
- Wintoki, B., Linck, J., & Netter, J. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105, 581-606.
- Yaseen, H. (2019). Dividend policy explained by country's standards of living: An international evidence. In D. Procházka (Eds.), *Global versus local perspectives on finance and accounting*. Cham: ACFA2018 2018 Springer Proceedings in Business and Economics. Springer.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220.
- Zahra, S., & Pearce, J. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15, 291-334.
- Zhang, H. (2008). Corporate governance and dividend policy: A comparison of Chinese firms listed in Hong Kong and in the Mainland. *China Economic Review, Elsevier*, 19(3), 437-459.