

ULUSLARARASI SOSYAL ARAŞTIRMALAR DERGİSİ THE JOURNAL OF INTERNATIONAL SOCIAL RESEARCH

Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi/The Journal of International Social Research

Cilt: 15 Sayı: 93 Ekim 2022 & Volume: 15 Issue: 93 October 2022

Received: Oct 21, 2022, Manuscript No. jisr-22-77077; Editor assigned: Oct 24, 2022, PreQC No. jisr-22-77077 (PQ); Reviewed: Nov 05, 2022, QC No. jisr-22-77077; Revised: Nov 08, 2022, Manuscript No. jisr-22-77077 (R); Published: Nov 15, 2022, DOI: 10.17719/jisr.2022.77077

www.sosyalarastirmalar.com Issn: 1307-9581

FİRMA VE ÜLKE DÜZEYİNDEKİ FAKTÖRLERİN NAKİT KÂR PAYI DAĞITIM ORANINA ETKİSİ: ULUSLARARASI BİR ARAŞTIRMA¹

THE EFFECT OF FIRM AND COUNTRY-LEVEL FACTORS ON CASH DIVIDEND PAYOUT RATIO: AN INTERNATIONAL RESEARCH

Muhammed YILMAZ*

Sadiye OKTAY**

Özet

Önemli finansal karar türlerinden biri olan kâr payı dağıtım kararları kurumsal finans teorilerinin gelişmeye başladığı günden bugüne kadar hala tartışılmaya devam etmektedir. Nakit kâr payı dağıtımını ise halen uygulamada en çok kullanılan kâr payı dağıtım türlerinden birisidir. Bu çalışmanın amacı ise dünya genelinde oluşturulan bir veri setiyle firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarına etki eden firma ve ülke düzeyindeki faktörlerin araştırılmasıdır. Çalışmanın veri seti 2009-2019 yılları arasında toplam 62 ülkede faaliyet gösteren 22.654 firmadan ve toplam 163.599 gözlem sayısından oluşmaktadır. En Küçük Kareler test yöntemiyle yapılan araştırma sonuçlarına göre; nakit kâr payı dağıtım kararlarına firmaların kârlılık, büyüklük, nakit ve araştırma geliştirme harcamaları gibi firma düzeyindeki değişkenler anlamlı ve pozitif yönden diğer taraftan kaldıraç ve firma riski ise anlamlı ve negatif yönden etki etmektedir. Ayrıca firmaların faaliyet gösterdiği ülkelerin enflasyon oranı, yurtiçi tasarruf miktarının kâr payı dağıtım kararlarına pozitif etkili olduğu tespit edilmiştir. Son olarak bunların yanında ülkenin yasal yapısı olarak Anglosakson hukuk sistemini benimsemiş ülkelerde faaliyet gösteren firmaların daha fazla kâr payı dağıtım eğiliminde olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bu çalışmada ülke ve firma sayılarının yüksek olması gözlem sayısını ciddi şekilde artırmış ve sonuçların güçlü olmasını ve güvenilirliğini artırmıştır. Bundan dolayı gözlem sayısı, değişken grubunun seçimi ve oluşturulan model bu çalışmanın güçlü ve özgün yanını göstermektedir. Ayrıca farklı bir perspektifle bu çalışmanın literatüre, uygulamacılara, mevcut ve potansiyel yatırımcılara yön gösterici ve katkı sağlayıcı bir araştırma olduğu düşünülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Nakit Kâr Payı Dağıtım, En Küçük Kareler Yöntemi, Yasal Yapı, Firma ve Ülke Düzeyindeki Değişkenler

Abstract

Dividend distribution decisions are one of the important financial decision types that are still being discussed since the day corporate finance theories appeared. Cash dividend distribution is still one of the most widely used dividend distribution types in practice. This study aims to investigate the factors at the firm and country level that affect the cash dividend distribution decisions of firms with a data set obtained around the world. The data set of

¹ Bu çalışma, ikinci yazarın danışmanlığında yürütülen doktora tezinden türetilmiştir.

* Doktora Öğrencisi, Yıldız Teknik Üniversitesi, muhammed.yilmaz@yahoo.com

** Dr. Öğretim Üyesi, Yıldız Teknik Üniversitesi, sadiye@yildiz.edu.tr



the study consists of 22,654 firms operating in 62 countries and a total of 163,599 observations from 2009 to 2019. According to the results of this research conducted with the method of the Ordinary Least Squares test; Firm-level variables such as profitability, size, cash, and research and development expenditures of firms have a significant and positive effect while leverage and firm risk have a significant and negative effect on cash dividend distribution decisions. In addition, it has been determined that domestic savings and the inflation rate of the countries in which the firms operate have a positive effect on dividend distribution decisions. Finally, it is seen that firms operating in countries that have adopted the common law as the legal structure of the country tend to distribute more dividends. Therefore, there are many countries and firms in this study so this situation significantly increased the number of observations of the study and provided robustness and reliability of the results. Hereby the number of observations, the selection of the variable group, and created of the model show the mighty and originality of this study. Furthermore, this study is thought to be a guide and contribute to the literature, practitioners, and existing and potential investors from a different perspective.

Keywords: Cash Dividend Payout Ratio, Ordinary Least Squares, Legal System, Firm and Country-Level Variables

1. GİRİŞ

Günümüzde firmaların sürdürülebilir başarı sağlamalarının temelinde finansal kararların önemi tartışılmaz bir yere sahiptir. Firmaların finansal karar türleri genel olarak finansman, yatırım ve kâr payı dağıtım kararlarından oluşmaktadır (Okka, 2015; Aydın, vd., 2017). Finans literatürü incelendiğinde finansal karar türlerinden kâr payı dağıtım kararının farklı teorik ve uygulamaya sahip olduğu görülebilir. Black (1976) kâr payı konusunun daha yakından incelediğinde, parçalarının birbirine uymayan bir yapboz tablosuna benzediğini söylemektedir. Ayrıca Brealey vd. (2011) kâr payı dağıtım konusunun finans literatüründe çözülmemeyen birkaç problemden biri olduğunu söylemektedirler. Koç (2016), bu tartışmanın günümüzde devam ettiğini belirtmektedir. Bu durum kâr payı dağıtım kararlarının araştırma alanları içerisinde ilgi çekici yanını hala devam ettirmektedir.

Öncelikle kâr payı (*temettü*) tanımı; genel olarak firmaların elde ettikleri kârdan muhtelif giderler, zorunlu vergi ve karşılıklar düşüldükten sonra kalan kısmın ortaklara ödendiği tutarı ifade etmektedir (Aktaş vd., 2017, s.182 ; Karyağdı, 2014, s.153). Genel olarak firmaların bir kâr payı dağıtım politikasına sahip olduğu bilinmektedir (Karacan ve Erişir Karacan, 2016, s.218-219). Kâr payı politikasının temel amacı, firmaların elde ettikleri kârın pay sahiplerine ödemelerini gösteren planlamalardır. Kâr payı dağıtım kararı aynı zamanda finansman ve yatırım kararlarıyla ilgili olduğundan kurumsal finans literatüründe önemli karar türlerinden birisi olarak bilinir (Pinto ve Rastogi, 2019). Bu nedenle firma yönetiminin, firmanın değeri hakkında potansiyel yatırımcılardan daha fazla bilgi sahibi olduğu varsayılır (Myers ve Majluf, 1984). Dolayısıyla, firmalar kâr payı ödemelerini nakit veya pay senedi şeklinde ya da dolaşımdaki pay senetlerin geri satın alınması yoluyla gerçekleştirebilirler (Trinh vd., 2022).

Firmaların kâr payı ödemelerinde en yaygın olarak kullandığı yöntemlerin başında nakit kâr payı ödemeleri gelmektedir. Firmaların finansal durumunun nakit kâr payı ödemesini gerçekleştirebilecek kapasitede olması gerekmektedir (Karyağdı, 2014, s.57). Nakit olarak yapılan kâr payı ödemesi işletmenin piyasada dolaşımdaki bütün pay senetlerine doğrudan yapılan ödemeyi ifade etmektedir (Fabozzi ve Peterson, 2003, s.547). Peki, bu durumda optimal bir kâr payı dağıtımı nasıl yapılır? Burada dikkat edilmesi gereken nokta eğer bir firma kâr payı dağıtım oranını artırırorsa dağıtılacak nakit kâr miktarı artmış olur. Dolayısıyla firmanın büyümesi ve diğer faaliyetler için ihtiyaçlar duyduğu fonu finanse edebilecek oto finansman gücü azalmış olur. Bu sebeple "kâr payı dağıtım oranını belirlemek basit bir yönetsel karar değildir" Ayrıntılı bir analiz ve planlama gerektirir (Sayılğan, 2017, s. 407). Bu durum kâr payı dağıtım kararı alınırken birçok faktörün göz önüne alındığı gerçeğini ortaya çıkarmaktadır. Firmaların kâr payı dağıtım kararlarını anlamak için yapılması gereken en temel unsurun firmaların kâr payı dağıtım kararlarını etkileyen faktörlerin analiz edilmesidir (Shefrin ve Statman, 1984).

Literatür incelendiğinde kâr payı dağıtım kararlarını etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Bu çalışmada bu faktörler iki grup içerisinde incelenmektedir. İlk olarak firma düzeyindeki faktörler olarak firmanın finansal göstergeleri dikkate alınırken diğer tarafta ise firmanın faaliyet gösterdiği ülkelerin finansal göstergeleri dikkate alınmaktadır. Ayrıca La porta vd. (1998) ülkelerin yasal yapılarının yani bir ülkenin benimsediği hukuk sistemi açısından hangi hukuk ekolüne dayalı olduğunu belirli bir sınıflandırma ile göstermiştir. Bu sınıflandırma Anglosakson ve Kıta Avrupası Hukuk Sistemini benimsemiş ülkeler olarak gösterilmektedir. Bu yüzden ülkelerin hukuki yapıları da açıklayıcı değişkenler arasına eklenmiştir.

Kâr payı politikasının belirleyicilerine dayalı olarak kâr payı ödemesi için birçok teorik açıklamalar sunulmuştur (Bhattacharyya, 2007 ; Baker vd., 2011; Baker ve Weigand, 2015; Dewasiri ve Weerakoon, 2016). Farklı



birçok teorinin ortaya çıkmasını Black (1976) bilmece olarak nitelendirmiştir. Fakat Baker vd. (2011) ve Dewasiri ve Weerakoon (2016), tek bir teori veya belirleyicinin tek başına kâr payı politikasını açıklama olasılığının olmadığını vurgulamaktadır. Dolayısıyla kâr payı dağıtımı ile ilgili olarak literatürde sıklıkla karşılaşılan teoriler mevcuttur.

Bu çalışmanın motivasyonu, uluslararası bir veri setinin kullanılması yoluyla firmaların genel olarak kâr payı dağıtım kararlarını etkileyen faktörlerin tespit edilmesi ve hem teorik hem de pratik yorumların yapılmasıdır. Bu sayede firmaların genel kâr payı dağıtım eğilimlerinin ve bu kararlarını etkileyen faktörlerin tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Bu doğrultuda firmaların kâr payı dağıtım kararlarına etki eden içsel ve dışsal faktörler, en küçük kareler (EKK/Ordinary Least Squares (OLS)) yöntemiyle analiz edilmiştir. Dolayısıyla bu araştırma sonuçları itibarıyla firma yöneticilerine, ortaklara, potansiyel yatırımcılara ve tüm paydaşlara yol gösterici bir çalışma olma eğilimindedir.

Araştırmanın geri kalan kısmı şu şekilde düzenlenmiştir: 2. bölüm ilgili literatürdeki teorik alt yapıyı gözden geçirmektedir. 3. bölüm ilgili literatürde daha önce yapılmış çalışmalardan bazı örnekler göstermektedir. 4. bölüm çalışmanın yöntemini yani verileri, araştırma modelini ve hipotezleri içermektedir. 5. bölüm ise analiz sonucunda elde edilen bulguları ve bu bulguların yorumlarını göstermektedir. 6. bölüm ise araştırma neticesinde elde edilen sonuçları, tartışmaları ve sınırlılıkları göstererek çalışmayı sonlandırmaktadır.

2. TEORİK ALT YAPI

Literatür incelendiğinde kâr payı dağıtımı ile alakalı olarak birçok teori tartışılmaktadır. Bu teorilerden ilk olarak Eldeki Kuş Teorisi, yatırımcıların kârın dağıtılmasını dağıtılmamasına tercih ettiğini öne süren yani dağıtılan kâr payının elde ki kuş olarak nitelendirildiği düşüncesidir (Lintner, 1956; Gordon, 1959). Ayrıca literatürde ilk teorilerden olan Kâr Payı İntisizlik Teorisi Miller ve Modigliani (1961) tarafından ortaya konan mükemmel piyasalarda kâr payı dağıtılmasının veya dağıtılmamasının firma değeri üzerinde bir etkisinin olmadığını ifade etmektedir. Bunun yanında Easterbrook (1984) kâr payı ve vekâlet maliyetleri arasında ters bir ilişki öneren Vekâlet Teorisini ortaya koymaktadır. Jensen (1986) serbest nakit akışını bir yöneticinin elindeki fazla nakit akışı olarak tanımlamaktadır. Burada vekâlet çatışmalarını azaltmanın ve vekâlet maliyetlerini düşürmenin bir yolu olarak kâr payı ödemesini göstermektedir. Hatta negatif net bugünkü değere sahip projelere yatırım yapma pahasına kâr payı ödemesinin vekâlet problemini azaltacağına öne sürmektedir (Jensen, 1986).

Myers (1984) Kâr Payı Hiyerarşi Teorisini bir firma yatırım için finansmana ihtiyaç duyduğunda, ilk olarak birikmiş karlarla daha sonra borçla ve son olarak da öz sermaye ile yatırımı finanse etme yoluna gittiklerini ileri sürmektedir. Bu teori kâr payı ödemeleri için doğrudan bir etkiye sahip olmasa da, kâr paylarının ve yatırımların uzlaştırılması ve birlikte değerlendirilmesi gerektiğini göstermektedir (Fama ve French, 2002).

Mueller (1972), Kâr Payı Yaşam Döngüsü Teorisi ise büyük ve olgun firmalar büyük yatırımlar yaptığında, ortakların kâr payı gelirlerinde bir azalma ile karşı karşıya kalabileceğini ve bunun firma yaşam döngüsü için önemli etkileri olduğunu öne sürmektedir. Ayrıca Fama ve French (2001), yüksek kâr/düşük büyüme görünümüne sahip kuruluşların temettü ödeme eğiliminde olduğunu, düşük kârlı/yüksek büyüme gösteren şirketlerin ise daha isteksiz olduğunu öne sürmektedir. Dolayısıyla olgun firmaların kâr payı ödeme eğiliminde olduğunu, genç firmaların ise kâr payı ödeme eğiliminde olmadığını belirtmektedir (DeAngelo vd., 2006). Ayrıca firmaların, kâr payı ödemelerini artırmaları, serbest nakit akışlarını ve vekâlet maliyetlerini azaltmaktadır. Bununla birlikte daha önceki çalışmalarda kâr payı ödemesi için açıklayıcı bir değişken olarak firmaların büyüklüğünün önemi vurgulanmaktadır (Fama ve French, 2000; Jensen ve Meckling, 1976; Von Eije ve Megginson, 2008). Daha düşük düzeyde bilgi asimetrisine sahip olduğu düşünülen büyük firmalar aynı zamanda sermaye piyasalarına daha düşük maliyetle artan erişimden yararlanır ve hissedarlara daha yüksek temettü öderler (Holder vd., 1998). Kâr payı dağıtımı yatırımcılar açısından mevcut ve gelecekteki kazançlar hakkında bilgi sağlama aracı olarak kullanılmaktadır. Kâr payı dağıtım oranının taşıdığı bilgi içeriği Sinyal Teorisi olarak adlandırılmaktadır. Bu durum firmanın gelecekteki kazançları hakkında ilgililere bilgi vermektedir (Bhattacharya, 1979).

Bu teorilerin yanında literatürde kâr payı dağıtımıyla alakalı olarak; Walter Modeli (Walter 1956), Artık Değer Yaklaşımı (Gitman ve Zutter, 2014), Vergi Tercihi Teorisi, (Litzenberger ve Ramaswamy 1979), Karşılama Teorisi (Baker ve Wurgler, 2004a; Baker ve Wurgler, 2004b) sıralanabilir.

3. LİTERATÜR TARAMASI

Genel olarak kurumsal finans teorilerinin gelişmesinden önce yatırımcıların düşük kâr payından ziyade



yüksek kâr payına odaklandıkları kabul gören bir anlayıştı (Thakur, 2018). Fakat kurumsal finans teorilerinin gelişmesiyle birlikte kâr payı dağıtımını ile ilgili birçok teori ortaya çıkmıştır ve günümüzde de hala tartışılmaktadır (Koc, 2016). Bu durum kâr payı dağıtım kararı alınırken birçok faktörün göz önüne alındığı gerçeğini ortaya çıkarmaktadır. Firmaların kâr payı dağıtım kararlarını anlamak için yapılması gereken en temel unsurun firmaların kâr payı dağıtım kararlarını etkileyen faktörlerin analiz edilmesidir (Shefrin ve Statman, 1984). Kâr payı dağıtım kararlarına etki eden firma ve ülke düzeyindeki faktörler yapılan araştırmalara konu olmuştur. Bu doğrultuda kâr payı dağıtımını etkileyen unsurları araştıran belli başlı bazı çalışmalara yer verilmiştir.

La Porta vd. (2000a) dünya genelinde 33 ülkede kâr payı üzerine yaptıkları bir araştırmada daha güçlü bir yatırımcı koruma sistemine sahip ülkelerde kâr payı ödemesinin daha yüksek olduğunu söylemektedirler. Ancak, bu tür ülkelerde, yüksek büyüme fırsatlarına sahip şirketler için kâr payı ödemesi daha düşüktür. Bunun yanında, Fama ve French (2001) yüksek kârlılığa ve düşük yatırım fırsatlarına sahip büyük firmaların kâr payı ödeme eğiliminde olduğunu veya bu durumun tam tersini söylemektedirler. Dolayısıyla kârlılık, yatırım fırsatları ve büyüklük, kâr payı ödeyen ve ödemeyen firmalar arasındaki ayrımı gözler önüne seren en önemli firma dinamikleri olduğunu belirtmişlerdir. Amidu ve Abor (2006) EKK yöntemiyle Gana Borsası üzerinde yaptıkları araştırmada 22 firmanın 1998-2003 tarihleri arasında firmaların kâr payı dağıtım oranına kârlılığın, nakit akışlarının ve vergilerin pozitif, risk, büyüme ve piyasa değeri/defter değeri oranının ise negatif etki ettiğini tespit etmişlerdir. Buna ek olarak da firmalardaki kurumsal sahiplik oranının ve firma büyümesinin istatistiksel olarak anlamsız olduğunu söylemektedirler. Ayrıca, Al-Malkawi (2007) 1989-2000 yılları arasında Amman Borsası'nda faaliyet gösteren firmaların kâr payı dağıtım kararlarını etkileyen faktörleri Tobit modeliyle analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonuçlarına göre firmanın büyüklüğü, yaşı ve kârlılığı kâr payı dağıtım kararı üzerinde pozitif etkiye sahipken firmanın kaldıraç oranı ise kâr payı dağıtım kararı üzerinde negatif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Denis ve Osobov (2008) altı ülkeden (Almanya, İngiltere, ABD, Japonya, Fransa ve Kanada) elde ettiği verileri kullanarak kâr payı kararlarının belirleyicilerini araştırmışlar ve sonuç olarak kâr payı kararının büyüme, büyüklük ve kârlılık gibi firma düzeyindeki temel faktörlerden etkilendiğini ortaya koymuştur. Brockman ve Unlu (2009) ise 52 ülke verisini kullanarak uluslararası bir çalışmayla kredi veren kurumların firmaların finansal kararlarına (iflas haricinde) önemli ölçüde etki ettiklerini ve bu durumun kâr payı ödemelerini etkilediğini ifade etmektedirler. Ayrıca araştırmanın sonucunda kredi veren kurumların haklarının zayıf olduğu ülkelerde hem kâr payı ödeme olasılığının hem de kâr payı miktarının düşük olduğu gözlemlenmiştir. Farooq ve Jabbouri (2015) ise Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesi (MENA) firmaları için kâr payı dağıtımının borç maliyeti ile negatif ilişkili olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca, bu durumun daha yüksek bilgi asimetrisine sahip firmalarda daha yaygın olduğunu söylemektedirler.

Yıldız vd. (2014) 2003-2010 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören 118 şirketin verilerini araştırarak elde ettikleri sonuçlarda firmaların nakit kâr payı dağıtım kararı üzerine vergi, kârlılık, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü ve likidite gibi değişkenlerinin pozitif yönde, kaldıraç değişkeninin ise negatif yönde etkili olduğu bulunmuştur. Borsa İstanbul'da yapılan bir diğer çalışmada ise Erdaş (2017) farklı sektörlerde düzenli olarak kâr payı dağıtan firmaların 2010-2015 yılları arasında kâr payı dağıtım oranına etki eden firma düzeyindeki değişkenleri panel veri yöntemiyle analiz etmiştir. Araştırmanın sonucunda; kâr payı dağıtım oranı ile büyüklük, nakit oranı, pay başına kazanç ve pay senedinin piyasa değeri arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Diğer yandan kâr payı dağıtım oranı ile kaldıraç arasında ise negatif bir ilişki bulunmuştur. Bunun yanında Al-Najjar ve Kılınçarslan (2018) ise BİST'de 2003-2012 yılları arasında 264 firma verisinden yararlanarak firmaların kâr payı dağıtım kararlarına kârlılığın, olgunluğun ve büyüklüğün pozitif büyüme fırsatlarının ve kaldıraçın ise negatif etkili olduğunu tespit etmişlerdir.

Tran (2020) 47 ülke verisiyle yaptığı çalışmada yolsuzluğun kâr payı ödeme oranı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu bulunmuştur. Aynı çalışmada kâr payı dağıtım oranı ile kârlılık, büyüklük, olgunluk ve maddi duran varlık oranı arasında pozitif ilişkili olduğu büyüme arasında negatif bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Bu durum firmanın yatırım fırsatlarının kâr payı ödemesini kısıtladığının bir göstergesi olduğunu ileri sürmektedir. Ayrıca ülkelerin hukuki sistemlerine göre Kıta Avrupası Hukuk Sistemini benimsemiş ülkelerin, Anglosakson Hukuk Sistemini benimsemiş ülkelere göre daha fazla kâr payı dağıtma eğiliminde olduğu söylenmektedir.

Hasan vd. (2022) ise firmaların ARGE yoğunluğu ile kâr payı dağıtımındaki etkileşime bakmışlardır. Ar-Ge yoğunluğunun nakit kâr payı ödemeleri ile negatif ilişkili olmasına rağmen, yatırımcı koruma ve diğer ülke düzeyindeki faktörlerin etkileşimi ile Ar-Ge yoğunluğu ve kâr payı ödemeleri arasındaki ilişkinin pozitif hale geldiğini göstermektedir. Ayrıca, yatırımcı korumasının, Ar-Ge yoğunluğu ile firma nakit kâr payı ödemeleri arasındaki ilişki üzerinde, seçilen diğer ülke düzeyindeki faktörlere göre daha güçlü bir etkiye sahip olduğunu



söylemektedirler.

Koo vd. (2017) finansal raporlama kalitesinin yüksek kâr payı ödemeye yol açtığını belirtmişlerdir. Aynı şekilde Trinh vd. (2022) finansal raporlama kalitesinin kâr payı dağıtım kararlarına etkisini araştırmışlardır. 76 ülke verisinden yararlanarak 2000-2019 yılları arasında yaptıkları analizde firmaların finansal raporlarının kalitesi kâr payı ödemelerini artırdıklarını tespit etmişlerdir. Finansal bilgilerin daha şeffaf bir şekilde açıklanmasının, firmaların vekâlet maliyetlerini ve bilgi asimetrisini azaltmadaki etkinliğini vurgulamaktadır.

4. YÖNTEM

Bu kısımda veri setinin özellikleri, içeriği, değişkenlerin tanımlamaları, oluşturan model ve hipotezleri, temel istatistiki çıktılar gösterilmektedir.

4.1. Veri Setinin Özellikleri

Çalışmada ilk olarak, firma düzeyindeki veriler Thomson Reuters Eikon veri tabanı üzerinden elde edilmiştir. Firmaların hangi ülkede olduğunu belirlemek amacıyla firmaların genel merkez ofislerinin bulunduğu ülkeye atama yapılmıştır. Bütün veriler yıllık ve ABD doları cinsinden hesaplanmaktadır. İlk örneklem doksan ülkeden oluşmaktadır. Ayrıca örneklemin açık ve geçerli finansal bilgilere sahip firmalardan oluşmasını sağlamak için, belirli finansal yapıları ve kâr payı kararları üzerindeki olası düzenleyici etkisi nedeniyle finans ve kamu hizmeti sunan firmalar veri setine dâhil edilmemiştir. Buna ek olarak La Porta vd.'nin (2000b) ve Tran'ın (2020) çalışmalarını takip ederek zorunlu kâr payı dağıtım şartı bulunan Brezilya, Şili, Kolombiya, Yunanistan ve Venezuela ülkeleri örneklem dışında tutulmuştur. Bunların yanında toplam varlıklar için sıfır veya negatif değerlere sahip firmalar, yanlış bildirilen veriler düzenlenmiştir. Ayrıca uç değerlerin etkisini ele almak için, tüm firma düzeyindeki değişkenlerin başta ve sonda bulunan uç değerlerinin yüzde birlik (%1 trim işlemi uygulanmıştır) kısmı örneklemden çıkartılmıştır. Örneklemin zaman ve birim özelliklerine sahip olması panel veri olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla nihai örneklem, 2009-2019 tarihleri arasında 62 ülkede faaliyet gösteren 22.654 firmadan ve toplam 165.599 gözlemden oluşmaktadır. Tüm değişkenlerin tanımları ve kaynakları Tablo 2 gösterilmektedir. Ayrıca ülkelerin benimsedikleri hukuk sistemine göre sınıflandırılması Tablo 1de raporlanmıştır.

Tablo 1: Ülkelerin Benimsedikleri Hukuk Sistemine Göre Sınıflandırılması

Anglosakson Hukuk Sistemini Benimsemiş Ülkeler	Amerika Birleşik Devletleri, Avustralya, Bahreyn, Bangladeş, Birleşik Arap Emirlikleri, Birleşik Krallık, Güney Afrika, Hindistan, Hong Kong, İrlanda, İsrail, Kanada, Kenya, Kıbrıs, Malezya, Nijerya, Pakistan, Singapur, Sri Lanka, Suudi Arabistan, Tayland, Yeni Zelanda
Kıta Avrupası Hukuk Sistemini Benimsemiş Ülkeler	Almanya, Arjantin, Avusturya, Belçika, Bulgaristan, Çin, Danimarka, Endonezya, Fas, Fildişi Sahili, Filipinler, Finlandiya, Fransa, Güney Kore, Hırvatistan, Hollanda, İspanya, İsveç, İsviçre, İtalya, Japonya, Kuveyt, Lüksemburg, Macaristan, Malta, Meksika, Mısır, Norveç, Peru, Polonya, Portekiz, Romanya, Rusya, Slovenya, Tayvan, Tunus, Türkiye, Umman, Ürdün, Vietnam

Tablo 2: Değişkenlerin Tanımlanması

Kısaltma	Değişkenin Adı	Hesaplama Şekli	Kaynak
NKPDO	Nakit Kâr Payı Oranı	$\frac{\text{Nakit Ödenen Toplam Kâr Payı}}{\text{Toplam Kâr Payı}}$	Thomson Reuters Eikon



		Toplam Varlıklar	
KÂRLILIK	Firma Kârlılığı	Vergi Sonrası Net Kâr/ Toplam Varlıklar	Thomson Reuters Eikon
KALDIRAÇ	Firma Kaldıraç	Toplam Borç/ Toplam Varlıklar	Thomson Reuters Eikon
BÜYÜKLÜK	Firmanın Büyüklüğü	Firma Piyasa Değerinin Logaritması	Thomson Reuters Eikon
NAKİT	Nakit Değerler	Nakit Ve Nakit Benzeri Varlıklar/ Toplam Varlıklar	Thomson Reuters Eikon
AR-GE	Araştırma ve Geliştirme	Toplam ARGE Harcama Tutarı/Toplam Varlıklar	Thomson Reuters Eikon
RISK	Firma Riski	Net Kârdaki Bir Önceki Yıla Göre Yüzdesel Değişim İle Bu Değişimin Ortalaması Arasındaki Mutlak Farkın Doğal Logaritması	Thomson Reuters Eikon
ENFLASYON	Enflasyon	Yıllık Tüketici Fiyat yüzdesi	Dünya Bankası - Dünya Ekonomik Göstergeler
TASARRUF	Yurt İçi Tasarruflar	Yurt İçi Tasarruflar/GSYİH	Dünya Bankası - Dünya Ekonomik Göstergeler
YASALYAPI	Ülkenin Benimsediği Hukuk Sistemi (Kukla değişken)	Anglosakson =1 Kıta Avrupası =0	La porta vd., (1998).

Tablo 2 incelendiğinde değişkenlere ait, kısaltma, kısaltmanın açılımı olan değişkenlerin açıklanması, değişken oluşturulurken hangi formül ile kullanıldığı ve verilerin hangi veri tabanlarından elde edildiği gösterilmektedir.

4.2. Hipotez Geliştirme

Finansal tablolar, yatırımcıların bilgi edinmeleri ve firmaların finansal performanslarını değerlendirmeleri için bir araçtır. Ayrıca bilginin şeffaflığı, pay sahipleri için firma kalitesinin değerlendirilmesinde önemli bir rol oynamaktadır (Trinh vd. 2022, s.3). Bu sebeple firmaların güçlü finansal bilgileri kâr payı dağıtım kararlarını etkilemektedir. Bunun yanında firmanın faaliyet gösterdiği ülkelerin ekonomik durumlarının kâr payı dağıtım kararlarını etkilemektedir. Dolayısıyla literatür incelendiğinde nakit kâr payı dağıtım kararlarına etki eden faktörlerin hipotezleri kurulmuştur. Bu sebeple bu çalışmada geliştirilen hipotezler değişken sıralamasına göre şu şekildedir;

H_{1a} : Firma kârlılığının artması, nakit kâr payı dağıtım oranını arttırır.

H_{1b} : Firma kaldıraç oranının artması, nakit kâr payı dağıtım oranını azaltır.

H_{1c} : Firma büyüklüğünün artması, nakit kâr payı dağıtım oranını arttırır.

H_{1d} : Firma nakit değerlerinin artması, nakit kâr payı dağıtım oranını arttırır.

H_{1e} : Firma AR-GE harcamalarının artması, nakit kâr payı dağıtım oranını azaltır.

H_{1f} : Firma riskinin artması, nakit kâr payı dağıtım oranını azaltır.

H_{1g} : Firmanın faaliyet gösterdiği ülkenin enflasyon oranının artması, nakit kâr payı dağıtım oranını arttırır.

H_{1h} : Firmanın faaliyet gösterdiği ülkenin yurt içi tasarruf miktarının artması, nakit kâr payı dağıtım oranını arttırır.

H_{1i} : Firmanın faaliyet gösterdiği ülkenin Anglosakson hukuk sistemini benimsemiş olması nakit kâr payı dağıtım oranını arttırır.



4.3. Araştırma Modeli

Bu çalışmanın amacı panel veri seti ile firmaların nakit kâr payı dağıtım kararlarına etki eden firma ve ülke düzeyindeki faktörlerin analizini gerçekleştirmektir. Ana kütle tahminlemede EKK Yönteminin sonuçlarının tahmin gücünün yüksek çıkması, bu yöntemin seçilmesinin temel nedenidir. Bu doğrultuda Tran'ın (2020), Trinh vd. 'nin (2022) ve Hasan vd.'nin (2022) çalışmalarını takip edilerek geliştirilen model aşağıdaki denklemlerle gösterilmiştir.

$$NKPDO_{it} = \alpha + \beta_1 K\hat{A}RLILIK_{it} + \beta_2 KALDIRA\check{C}_{it} + \beta_3 B\ddot{U}Y\ddot{U}KL\ddot{U}K_{it} + \beta_4 NAK\ddot{I}T_{it} + \beta_5 ARGE_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 ENFLASYON_{it} + \beta_8 TASARRUF_{it} + \beta_9 YASALYAPI_{it} + \delta_j + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Burada *i* firma kesit verilerini ifade ederken *t* ise yılları göstermektedir. Modelde NKPDO bağımlı değişken olarak kullanılmaktadır ve kâr payı dağıtım kararının göstergesidir. Açıklayıcı değişkenler firma düzeyinde ölçülen içsel ve ülke düzeyinde ölçülen dışsal değişkenler olarak iki grupta incelenmektedir. Firma düzeyindeki değişkenler olarak modelde kullanılan; kârlılık, kaldırma, büyüklük, nakit, AR-GE, risk olarak modele dâhil edilmiştir. Bunların yanında ülke seviyesindeki değişkenler olarak ifade edilen bazı açıklayıcı değişkenler modele eklenmiştir. Bunlar yıllık enflasyon oranı ve yurt içi tasarruf oranı olarak gösterilmektedir. Son olarak ülkelerin benimsedikleri hukuk sisteminin ifade etmek için yasal yapı açıklayıcı değişkeni modelle eklenmiştir. Bu değişken bir kukla değişken olarak ülkelerin hukuk sistemi olarak hangi ekolü benimsediğini ifade etmektedir. Eğer Anglosakson hukuk sistemini benimsemiş bir ülkeyse 1 değilse Kıta Avrupası hukuk istemini benimsemiş ülkeler olarak 0 (Sıfır) değerini almaktadır. Ayrıca δ_j ülkelerin sabit etkisi δ_t ise zamana bağlı etkileri ifade eden kukla değişkenlerdir. Son olarak ε_{it} ise hata terimini ifade etmektedir.

Denklem 1 de gösterilen model EKK yöntemi kullanılarak tahmin edilmiştir. Değişen varyans ve otokorelasyon problemini gidermek ve dirençli tahmin yapmak amacıyla Rogers (1993) tarafından geliştirilen Rogers kümelenmiş standart hatalar yöntemi kullanılmıştır. Ayrıca modele yıl ve ülke kukla değişkenleri eklenerek ülkeye ve yıla özgü ölçülemeyen faktörlerinde etkisi dikkate alınmıştır. Bunun yanı sıra firma sayısının çok yüksek olmasından dolayı, modele firma sabit etkileri eklenmemiş, bu sebeple Rogers yönteminde kümelenme, firma düzeyinde yapılmıştır.

5. BULGULAR VE YORUM

Bu bölümde elde edilen örneklem oluşturulan model ile test edilmiştir. Bununla ilgili olarak yapılan incelemeler sonucunda Tablo 3'de tanımlayıcı istatistikler yer verilmiştir. Ardından Tablo 4'de korelasyon matrisi listelenmiştir. Sonra oluşturulan model EKK yöntemi ile test edilmiştir. Elde edilen bulgular Tablo 5'de gösterilmiştir. Raporlanan bu bilgiler yorumlanmıştır.

Tablo 3: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	St. Sapma.	Minimum	Maksimum
NKPDO	185,114	0.0249513	0.0317027	0	0.2342231
KÂRLILIK	335,709	-0.1459926	0.8066017	-10.93266	0.3356792
KALDIRAÇ	338,830	0.2240956	0.3004778	0	3.737798
BÜYÜKLÜK	299,486	18.29508	2.278482	12.72659	24.00765
NAKİT	335,643	0.1962238	0.2073192	0.0003034	0.9782447
ARGE	339,339	0.0223598	0.0788118	0	0.8514159



RİSK	323,429	4.645646	1.595339	0.2052786	9.290129
ENFLASYON	344,424	2.52451	2.961895	-4.478103	53.54831
TASARRUF	344,424	28.19575	10.28879	-6.145441	61.28734
YASAL YAPI	344,424	0.4784219	0.4995349	0	1

Tablo 3; Tüm örneklem için değişkenlerin gözlem sayılarını ortalama, standart sapma, minimum ve maksimum değerini yani firma ve ülke düzeyindeki değişkenlerin temel tanımlayıcı istatistiklerini göstermektedir. Araştırmanın kapsamında kullanılan bağımlı değişkenin (NKPDO) gözlem sayısı 185.114, ortalama değeri 0,0249513, standart sapması 0.0317027, minimum değeri 0 (sıfır) ve maksimum değeri ise 0.2342231'dir. Diğer değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistik verileri ise Tablo 3 ayrıntılı incelendiğinde görülebilir.

Tablo 4: Korelasyon Matrisi

DEĞİŞKENLER	NKPDO	KÂRLILIK	KALDIRAÇ	BÜYÜKLÜK	NAKİT	ARGE	RİSK	ENF.	TAS.	YASAL Y.
NKPDO	1									
KÂRLILIK	0.179	1								
KALDIRAÇ	-0.189	-0.199	1							
BÜYÜKLÜK	0.096	0.250	-0.052	1						
NAKİT	0.185	-0.170	-0.244	-0.039	1					
ARGE	0.050	-0.226	-0.024	-0.051	0.332	1				
RİSK	-0.163	-0.097	0.079	-0.217	-0.023	-0.002	1			
ENFLASYON	0.042	0.043	0.030	-0.124	-0.117	-0.059	0.011	1		
TASARRUF	0.025	0.148	-0.028	0.149	-0.024	-0.116	-0.059	-0.029	1	
YASAL YAPI	0.082	-0.191	0.046	-0.201	0.042	0.126	0.075	0.053	-0.337	1

Tablo 4'de değişkenler arası korelasyon analizi gerçekleştirilmiş ve elde edilen korelasyon ilişkisine ait sonuçlar tabloda gösterilmiştir. Genel olarak bağımsız değişkenler arasında yüksek korelasyon gözlemlenmemiştir. Fakat bağımlı değişken ve bağımsız değişkenler arasında anlamlı ve önemli bir ilişki olduğu Tablo 4'de gözlemlenmektedir. Hipotezleri destekleyen bir diğer görüş ise bağımsız değişkenler ile bağımlı değişken arasındaki korelasyon ilişkisidir. Ayrıca bağımlı değişken NKPDO ile en yüksek korelasyon ilişkisine sahip kaldırmaç değişkeni iken en az anlamlı ilişkinin gözlemlendiği değişken tasarruflardır. Son olarak Tablo 4'deki firma riski ve AR-GE arasındaki korelasyon sonucu (p -değeri 0.207) anlamlı çıkmamıştır. Bunun dışındaki bütün değerler %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Tablo 4'ün sade görünümü için p anlamlılık düzeyleri gösterilmemiştir.

Ayrıca Varyans Şişirme Faktörü ile (Variance Inflation Factor (VIF)) bağımsız değişkenlerin çoklu doğrusal bağlantısı olup olmadığı incelenmiştir. Bu doğrultuda Tablo 5'deki bağımsız değişkenlerin ortalama VIF değerleri sırasıyla I. Sütun için: 1.17, II. Sütun için: 1.16, III. Sütun için: 1.18 değeri elde edilmiştir. Gujarati ve Porter'a (2009) göre bu değerlerin 10'un altında olması modelin çoklu doğrusal bağlantıya sahip olmadığını göstermektedir. Elde edilen ortalama VIF değerleri dikkate alındığında kurulan modellerle birlikte değişkenlerin çoklu doğrusal bağlantıya



sahip olmadığı görülmektedir.

Tablo 5: EKK Yöntemine Göre Nakit Kâr Payı Dağıtım Kararını Etkileyen Faktörler

DEĞİŞKENLER	(1)	(2)	(3)
KÂRLILIK	0.031***	0.030***	0.030***
	(7.11)	(7.06)	(7.03)
KALDIRAÇ	-0.013***	-0.015***	-0.015***
	(-13.22)	(-14.29)	(-14.48)
BÜYÜKLÜK	0.002***	0.002***	0.002***
	(21.73)	(17.67)	(18.10)
NAKİT	0.033***	0.033***	0.034***
	(27.49)	(27.40)	(27.72)
ARGE	0.041***	0.039***	0.039***
	(4.90)	(4.68)	(4.78)
RİSK	-0.002***	-0.002***	-0.002***
	(-21.03)	(-21.20)	(-21.13)
ENFLASYON		0.001***	0.0002***
		(12.00)	(2.79)
TASARRUF		0.0003***	0.0003***
		(21.28)	(24.88)
YASAL YAPI			0.006***
			(9.41)
SABİT	-0.020***	-0.028***	-0.031***
	(-11.86)	(-16.33)	(-17.21)
ÜLKE ETKİSİ	Dâhil	Dâhil	Dâhil
YIL ETKİSİ	Dâhil	Dâhil	Dâhil
GÖZLEM SAYISI	163,599	163,599	163,599
R KARE	0.216	0.225	0.226
F DEĞERİ	90.96	114.1	112.5



*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tablo 5, denklem (1)'de gösterilen modelin EKK yöntemiyle test edilmesiyle elde edilmiştir. Parantez içindeki ifadeler t-istatistik değerlerini göstermektedir. (1). Sütun modelin ilk olarak firma düzeyindeki değişkenlerini analiz etmiştir. (2). Sütun ülke düzeyindeki değişkenlerin test edildiğini göstermektedir. (3). Sütun ise yasal yapıyla birlikte tüm değişkenlerin belirlenen model çerçevesinde test edildiğini göstermektedir. Her modele eklenen değişkenlerle birlikte hem değişkenlerin hem de modelin anlamlılığı artmaktadır. Bu durum analizin tutarlılığına işaretler. Araştırmanın R^2 değeri yaklaşık %23 olarak görülmektedir. Bu durum bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücü olarak ifade edilebilir.

Nakit kâr payı dağıtım oranı üzerinde firmanın kârlılık, büyüklük, nakit ve AR-GE harcama oranları gibi firma düzeyindeki değişkenler anlamlı ve pozitif yönde etkiye sahiptirler. Bunun yanında firmanın kaldıraç oranı ve firma riski nakit kâr payı dağıtım oranı üzerinde anlamlı ve negatif etkiye sahiptirler. Ülke düzeyindeki değişkenlerden enflasyon oranı, yurtiçi tasarruf miktarının nakit kâr payı dağıtım oranına anlamlı ve pozitif etkili olduğu tespit edilmiştir. Son olarak ülkenin yasal yapısı olarak Anglosakson hukuk sistemini benimsemiş ülkelerde faaliyet gösteren firmaların daha fazla nakit kâr payı dağıtım oranına sahip olduğu görülmektedir. Dolayısıyla geliştirilen hipotezler arasında H_{1e} haricinde diğer hipotezlerin hepsi kabul edilmiştir.

6. TARTIŞMA, SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışmada uluslararası bir veri seti kullanılarak, firmaların nakit kâr payı dağıtım oranına etki eden firma ve ülke düzeyindeki faktörler EKK test yöntemiyle araştırılmıştır. Öncelikle firmaların kâr payı dağıtım kararına doğrudan etki eden faktörden ilki kârlılıktır. DeAngelo vd.'ne (2006) göre daha kârlı firmaların daha fazla kâr payı dağıtım miktarına karar verdikleri ve vekâlet maliyetlerini azaltmak için güçlü bir kâr payı talebine sahip oldukları bilinmektedir. Bunun yanında nakit kavramı, firmaların nakit ve nakit benzeri varlıklarını göstermektedir. Firmanın nakit tutması ile kâr payı dağıtım arasında pozitif bir ilişki vardır ve bu çalışmanın sonuçları bu görüşü desteklemektedir. Ayrıca Becker vd., (2011); ve Subrahmanyam vd., (2014) finansman çeşitliliğine ve genişliğine sahip firmaların, nakitleri kâr payı olarak dağıtma eğiliminde oldukları fakat gelecekteki yatırımlar için oto finansman olarak kullanılan karların bu ilişkiyi negatife dönüştürebileceğini söylemektedirler. Jensen (1986), yöneticilerin ellerindeki nakit fazlasının kâr payı olarak dağıtılmasının vekâlet çatışmalarının ve maliyetlerinin azaltılmasının bir yolu olduğunu söylemektedir. AR-GE harcamaları ekonomik büyüme için önemli bir itici güç olmuştur. AR-GE yatırımının hacmi zaman içinde dünya genelinde önemli ölçüde artmıştır (Kim vd., 2021; Hasan vd.2022). Bunun ayrıca bir diğer göstergesi AR-GE harcamalarının da kârlılığı artırdığı ve bu şekilde kârlı firmaların daha fazla kâr payı dağıttığı görülmektedir. Kârlılık ve AR-GE harcamalarının nakit kâr payı dağıtım oranını olumlu yönde etkilediği bu çalışmanın bulguları itibariyle tespit edilmiştir.

Holder vd.'nin (1998) düşüncelerine göre büyük firmalar sermaye piyasalarına daha düşük maliyetle eriştiklerinden paydaşlarına daha yüksek kâr payı ödemektedirler. Bunun yanında John vd. (2011) ve Wang vd. (2011) daha büyük ölçekli firmaların, önemli nakit akışlarına sahip olmalarından dolayı yüksek kâr payı ödeme eğiliminde olduklarını söylemektedirler. Bu çalışmanın sonucunu John vd. (2011) ve Wang vd.'nin (2011) görüşlerini desteklemektedir. Ayrıca Fama ve French, (2000), Jensen ve Meckling, 1976; Manos ve Yaron, (2008), Renneboog ve Trojanowski, (2007) ve Von Eije ve Megginson, (2008) gibi araştırmacılar firma büyüklüğünün kâr payı dağıtımını açıklayan en önemli değişken olduğunu söylemektedirler. Bu doğrultuda büyük firmanın daha fazla kâr payı dağıttığı görülmektedir. Dolayısıyla, çalışmanın sonucu olarak büyük ve nakit sahibi olan firmaların nakit kâr payı dağıtım oranının yüksek olduğu ve asimetric bilgiyi ve vekâlet maliyetlerini azalttığı düşünülmektedir. Bu durumun tersi küçük ve genç firmalar ise daha az kâr payı dağıtma eğiliminde olduğu söylenebilir. Firmanın kârlılığı ve büyüklüğü kâr payı ödemelerini artırdığından bu çalışmada elde edilen sonuçlar Kâr Payı Yaşam Döngüsü Teorisini (Mueller, 1972) ve Vekâlet Yaklaşımını (Jensen, 1986) desteklemektedir. Borç yükü firma kaldıraçını artırdığından ve firmanın dış finansman olanaklarına erişim olanakları azaldığından dolayı kaldıraç oranı yüksek firmaların genel olarak kâr payı dağıtma eğilimleri daha azdır (Fama ve French, 2002). Bu çalışmanın bulguları da bu durumu desteklemektedir. Ayrıca firmanın borçluluğunun artması kaldıraç oranını artırdığından dolayı firmanın riskini de artırdığı düşünülmektedir. Aynı şekilde firmanın riski arttıkça iflas olasılığı da artmaktadır. Bu durum firmaların gelecekte nakit akışlarında dengesizliğe sebep olacağından dolayı firmalar daha az kâr payı ödeyerek ve ellerinde daha fazla nakit tutma eğiliminde olacaklardır (Trinh, 2022; Becker vd., 2011; John vd., 2011). Araştırmacıların yapmış oldukları çalışmada elde ettikleri bulgular bu düşünceyi desteklemektedir.

Araştırmada kullanılan ülke düzeyindeki değişkenlerin de dikkate alınması firmaların faaliyet gösterdiği



ülkelerdeki makroekonomik göstergelerden nasıl etkilendiğini ve bunun kâr payı dağıtım kararlarına ne gibi etkilerinin olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durum Trinh vd.'ne (2022; S.5) göre sadece zengin ülkelerin özelliğinin değil fakir ülkelerde ekonomik özelliklerinin dikkate alındığının göstergesidir. Basse ve Reddemann, (2011) enflasyonun nakit kâr payı dağıtımını artırdığını söylemektedirler. Bu çalışma bu görüşü desteklemektedir. Enflasyonun arttığı bir ortamda nakit kâr payı dağıtım oranı artmaktadır. Son olarak La Porta vd.'nin (1998) görüşlerine göre Anglosakson Hukuk Sistemini benimsemiş ülkelerdeki yatırımcılar en güçlü yasal korumaya sahiptirler. Bu çalışmanın sonuçları gösteriyor ki Anglosakson Hukuk Sistemini benimsemiş ülkelerde faaliyet gösteren firmaların Kıta Avrupası Hukuk Sistemi ekolünü benimsemiş ülkelerde faaliyet gösteren firmalara göre daha fazla kâr payı dağıtım eğiliminde olduğu görülmektedir. Dolayısıyla yapılan bu çalışma daha önce bahsedilen teoriler arasında Eldeki Kuş Teorisi, Vekâlet Teorisi, Sinyal Teorisi, Artık Değer Yaklaşımı ve Kâr Payı Yaşam Döngüsü Teorilerini destekleyen sonuçlar elde ettiği görülmektedir.

Özetle, uluslararası bir araştırma olarak yapılan bu çalışma nakit kâr payı dağıtım kararlarına etki eden firma ve ülke düzeyindeki değişkenlerin etkisini EKK yöntemiyle analiz etmiştir. Sonuç itibarıyla bu çalışma firmaların genel kâr payı dağıtım davranışlarını etkileyen faktörlerin neler olduğunu ve yönünü güçlü bir veri setiyle analiz etmiştir. Dolayısıyla yapılan bu araştırma literatüre farklı bir perspektif kazandırarak hem teorik hem de pratik yorumların yapılmasına imkân sağladığı, zengin ve güçlü bir çıktı sunduğu düşünülmektedir. Böylelikle bu çalışma yöneticilerin, mevcut ve potansiyel yatırımcıların, araştırmacıların ve genel anlamda tüm paydaşların da yararlanabileceği önemli bir kaynak olarak görülmektedir. Ayrıca ulusal ve uluslararası literatüre de önemli derecede katkı sağladığı düşünülmektedir.

Çalışmanın kısıtları olarak bazı eksiklikler sıralanabilir örnek olarak bu çalışmada herhangi bir ülke ve sektör ayırımına gidilmemiştir. Bunun yanında ülkelere ve firmalara ait kâr payını etkileyen diğer pek çok faktör bu çalışmada dikkate alınamamıştır. Ancak gelecek çalışmalarda ülkelerin farklı kültürel değişkenleri açıklayıcı değişken olarak kullanılması literatürü zenginleştirilebilir. Ayrıca daha ileriki çalışmalarda ise kriz dönemlerinin öncesi sonrası firmaların kâr payı dağıtım eğilimindeki değişiklikler araştırılabilir. Son olarak araştırma yönteminin değiştirilmesi ve teorilerin karşılaştırılması yapılabilir.

KAYNAKÇA

- Aktaş, Ramazan vd. (2017). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Al-Malkawi HAN. (2007). Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, Vol.23, no.2, pp. 44-70.
- Al-Najjar B, Kılınçarslan E. (2018). Revisiting Firm-Specific Determinants of Dividend Policy: Evidence from Turkey. *Economic Issues*, Vol.23, no.1, pp.1-45.
- Amidu M, Abor J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *Journal of Risk Finance*, Vol.7, no.2, pp.136-145.
- Aydın N, Mehmet B, Metin C. (2017). *Finansal Yönetim*, 5. Bs., Ankara: Detay Yayıncılık.
- Baker HK, Weigand R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, Vol. 41, no.2, pp. 126-144.
- Baker HK, Singleton JC, Veit ET. (2011). Survey Research in Corporate Finance - Bridging the Gap between Theory and Practice, New York: Oxford University Press.
- Baker M, Wurgler J. (2004). A catering theory of dividends. *Journal of Finance*, Vol.59, no.3, pp.1125-1165.
- Baker M, Wurgler J. (2004b). Appearing and disappearing dividends: the link to catering incentives. *Journal of Financial Economics*, Vol.73, no.2, pp.271-288.
- Basse T, Reddemann S. (2011). Inflation and the dividend policy of US firms. *Managerial Finance*, Vol.37, no.1, pp.34-46.
- Becker B, Ivković Z, Weisbenner S. (2011). Local dividend clienteles. *The Journal of Finance*, Vol.66, no.2, pp. 655-683.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *The bell journal of economics*, Vol.10, no.1, pp.259-270.
- Bhattacharyya N. (2007). Dividend policy: a review. *Managerial Finance*, Vol.33, no.1, pp.4-13.
- Black F. (1976). The dividend puzzle. *The journal of portfolio management*, Vol.2, no.2, pp.5-8.
- Brealey RA, Myers SC, Allen F. (2011). Principles Of Corporate Finance. 10th Edition, New York: Mc Graw Hill/Irwin.
- Brockman P, Unlu E. (2009). Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. *Journal of Financial Economics*, Vol.92, no.2, pp.276-299.
- DeAngelo H, DeAngelo L, Stulz RM. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the



- life-cycle theory. *Journal of Financial economics*, Vol.81, no.2, pp.227-254.
- Denis DJ, Osobov I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial economics*, Vol.89, no.1, pp.62-82.
- Dewasiri NJ, Yatiwella WB. (2016). Why do companies pay dividends?: a comment. *Journal of Corporate Ownership and Control*, Vol.13, no.2, pp.443-453.
- Easterbrook FH. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, Vol.74, no.4, pp.650-659.
- Erdaş ML. (2017). Kâr Payı Dağıtım Politikasını Etkileyen İşletmelere Özgü Faktörlerin Belirlenmesi: Borsa İstanbul 30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Journal Of Life Economics*, Vol.4, no.2, pp.49-76.
- Fabozzi FJ, Pamela PP. (2003). *Finacial Management and Analysis*. 2. Ed. New Jersey: Wiley Finance. John Wiley&Sons inc.
- Fama, E., French, K. (2002), Testing trade off and pecking order predictions about dividends and debt? *The Review of Financial Studies*, Vol.15, no.1, pp.1-33.
- Fama EF, French KR. (2000). Forecasting profitability and earnings. *The Journal of Business*, Vol.73, no.2, pp.161-175.
- Fama EF, French KR. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, Vol.60, no.1, pp.3-43.
- Farooq O, Jabbouri I. (2015). Cost of debt and dividend policy: evidence from the MENA region. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, Vol.31, no.5, pp.1637-1644.
- Gitman LJ, Chad JZ. (2014). *Principles of Managerial Finance*, 14.Th Edition, Harlow:Pearson Education.
- Gordon MJ. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The review of economics and statistics*, Vol.41, no.1, pp.99-105.
- Gujarati DN, Porter DC. (2009). *Basic Econometrics*, 5th Ed. New York: Mc Graw Hill/Irwin.
- Hasan F. (2022). R&D intensity and firms dividend policy: evidence from BRICS countries. *Journal of Applied Accounting Research*, Vol.23, no.4, pp.846-862.
- Holder ME, Langrehr FW, Hexter JL. (1998). Dividend policy determinants: An investigation of the influences of stakeholder theory. *Financial management*, Vol.27, no.3, pp.73-82.
- Jensen MC, Meckling WH. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol.3, no.4, pp.305-360.
- Jensen M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, Vol.76, no.1, pp.323-329.
- John K, Knyazeva A, Knyazeva D. (2011). Does geography matter? Firm location and corporate payout policy. *Journal of financial economics*, Vol.101, no.3, pp.533-551.
- Karacan Aİ, Esra EK. (2016). *Halka Açık Şirketlerde Kâr Dağıtım*, 1. Bs. İstanbul: Legal Yayıncılık.
- Karyağdı N. (2014). *Tüm Yönleriyle Kâr Dağıtım*. Maliye Hesap Uzmanları Derneği. 4. Bs. İstanbul: Oluş Yayıncılık.
- Kim J. (2021). The impact of R&D intensity, financial constraints, and dividend payout policy on firm value. *Finance Research Letters*, Vol.40, 101802.
- Koç İÖ. (ed.) (2016). *Şirketlerde Kâr Payı Dağıtım*. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Koo DS, Ramalingegowda S, Yu Y. (2017). The effect of financial reporting quality on corporate dividend policy. *Review of Accounting Studies*, Vol.22, no.2, pp.753-790.
- La P, Shleifer A, Vishny RW. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, Vol.106, no.6, pp.1113-1155.
- La P, Shleifer A, Vishny RW. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, Vol.55, no.1, pp.1-33.
- La Porta, Shleifer A, Vishny RW. (2000b). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, Vol.58, no.1-2, pp.3-27.
- Lintner J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, Vol.46, no.2, pp.97-113.
- Litzenberger RH, Ramaswamy K. (1979). The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *Journal of financial economics*. Vol.7, no.2, pp.163-195.
- Manos R, Yaron J. (2008). Measuring the performance of microfinance providers: an assessment of past and present practices. *International Journal of Financial Services Management*, Vol.3, no.2, pp.171-187.
- Miller MH, Modigliani F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, Vol.34, no.4, pp.411-433.
- Mueller DC. (1972). A life cycle theory of the firm. *The Journal of Industrial Economics*, Vol.20, no.3, pp.199-219.
- Myers SC, Majluf NS. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, Vol.13, no.2, pp.187-221.



- Myers SC. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, Vol.39, no.1, pp.575-592.
- Okka O. (2015). Finansal Yönetim: Teori ve Çözümlü Problemler. 6. Bs., Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Pinto G, Rastogi S. (2019). Sectoral analysis of factors influencing dividend policy: Case of an emerging financial market. *Journal of risk and financial management*, Vol.12, no.3, pp.1-18.
- Renneboog L, Trojanowski G. (2007). Control structures and payout policy. *Managerial Finance*, Vol.33, no.1, pp.43-64.
- Rogers W. (1993). Regression Standard Errors in Clustered Samples. *Stata Technical Bulletin*, Vol.3, pp.19-23.
- Sayılğan G. (2017). *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı*.7. Bs., Ankara: Siyasal Kitapevi.
- Shefrin HM, Statman M. (1984). Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of financial economics*, Vol.13, no.2, pp.253-282.
- Subrahmanyam MG, Tang DY, Wang SQ. (2014). Does the tail wag the dog?: The effect of credit default swaps on credit risk. *The Review of Financial Studies*, Vol.27, no.10, pp.2927-2960.
- Thakur BPS, Kannadhasan M. (2018). Determinants of dividend payout of Indian manufacturing companies: A quantile regression approach. *Journal of Indian Business Research*, Vol.10, no.4, pp.364-376.
- Tran QT. (2020). Corruption, agency costs and dividend policy: International evidence. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.76, pp.325-334.
- Trinh QD, Haddad C, Tran KT. (2022). Financial reporting quality and dividend policy: New evidence from an international level. *International Review of Financial Analysis*, Vol.80, 102026.
- Von Eije H, Megginson WL. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, Vol.89, no.2, pp.347-374.
- Walter JE. (1956). Dividend policies and common stock prices. *the Journal of Finance*, Vol.11, no.1, pp.29-41.
- Wang MH. (2011). Dividend policy and the life cycle hypothesis: Evidence from Taiwan. *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol.5, no.1, pp.33-52.
- Yıldız B, Gökbulut Rİ, Korkmaz T. (2014). Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: BİST Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması1. *Ekonomik Ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Vol.10, no.1, pp.185-206.