



## Halka Açık Firmalarda Kâr Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama



### Measuring the Effects of Dividend Distribution Announcement on Public Firms' Returns: An Application on Borsa İstanbul

#### Özet

Firmaların kâr payı ödemeleri, firma değerini etkileyen en önemli unsurlardan birisidir. Çünkü, yatırımcılar istikrarlı kâr payı ödeyen firmaların hisse senetlerine değer verirler. Bu nedenle, bir firmanın kâr payı dağıtacağını açıklaması, yatırımcıların o firmanın hisse senedini talep edeceği, yani o hisse senedinin fiyatının artacağı anlamına gelebilir. Öte yandan, etkin piyasalar hipotezi, 'yarı güçlü formda etkin' bir piyasada kamuya açık firmalara ait bilgilerin yardımıyla fazla(anormal) bir getiri oranı elde edileceğini, yani kâr payı ödemesi gibi önemli bir duyurunun dahi firmanın hisse senetlerinin değeri üzerinde bir etki yaratmayacağını savunmaktadır. Bu çalışmanın amacı, firmaların dağıtacağı kâr paylarına ilişkin duyurularının, ilgili firmanın getiri oranları üzerinde nasıl bir etki yaratacağının olay etüdü yöntemiyle ortaya konulmasıdır. Uygulama, son beş yılda istikrarlı kâr payı dağıtan şirketlerin verileri kullanılarak yapılmıştır. Yapılan uygulama sonucunda, kâr payı duyurularının ilgili firmaların hisse senedi fiyatlarını etkilediği tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Etkin Piyasalar Hipotezi, Olay Etüdü, Kâr Payı, Kâr Payı Dağıtımı

Yusuf

Kaderli\*

Hatice

Başkaya\*\*

\*Doç. Dr.

Adnan Menderes  
Üniversitesi

Nazilli İİBF

İşletme Bölümü

\*\*Arş. Gör

Adnan Menderes  
Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Yüksek Lisans Mezunu



## Halka Açık Firmalarda Kâr Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama



### Measuring the Effects of Dividend Distribution Announcement on Public Firms' Returns: An Application on Borsa İstanbul

#### **Abstract**

*Firms' dividend payments are one of the important factors defining the firms' values. Because, investors appreciate the firms' stocks that make regular and stable dividend payments. Therefore, a firm's announcement of dividend distribution means demand from investors on such stocks and in turn on increased price of those stocks. On the other hand, Efficient Market Hypothesis argues in the 'semi – strong form efficiency' private information about firms would create abnormal returns in the markets, meaning an important announcements on dividend payments would create abnormal returns on firm's stock prices. The purpose of the study is how the announcement of firms' dividend payments would affect stock rates of returns of those firms by event study method. This method has been applied on some firms that have paid dividend stably for five years. The result of the study show that dividend announcement affect stock prices of analyzed firms.*

*Keywords: Efficient Market Hypothesis, Event Study, Dividend, Dividend Distribution*

## 1. GİRİŞ

Bir firmada finans yöneticisinin temel amacı, firmanın piyasa değerinin, dolayısıyla firma sahiplerinin servetlerinin en yüksek seviyeye çıkarılmasıdır. Bu amacı etkileyen en önemli unsurlardan biri firmanın kâr payı politikasıdır. Kâr payı politikası, firmanın kazancının ne kadarının dağıtılıp ne kadarının firmaya yeniden yatırılacağı kararlarına yönelik olup, temel amaç bu kararlarla firma değerinin maksimum kılınmasıdır.

Firmaların kâr payı ödeme politikası genellikle; istikrarlı kâr payı ödemesi, artışlar yaparak kâr payı ödemesi, ekstralarla kâr payı ödemesi olmak üzere üç çeşittir. Bunlar arasında en popüler olanı ise, istikrarlı kâr payı ödeme politikasıdır. Çünkü, yatırımcılar değerlendirmelerinde uzun vadede bir firmanın kâr payı dağıtımının istikrarını da göz önünde bulundurlar. İstikrarla kâr dağıtım politikasının, hisse senetlerinin piyasa fiyatını arttıracığı yönündeki düşüncelerin ardında istikrar unsuru ön plana çıkmaktadır. Kâr paylarını sabit oranlı veya artan oranlı olarak istikrarlı bir şekilde ödenmesi, kâr paylarının büyüklüğü ve sıklığı hakkındaki belirsizlikleri ortadan kaldırdığı için, böyle durumlarda firmanın kazançları daha düşük bir oran ile iskonto edilmektedir. Bu durum, firmanın piyasa değerinin artmasını sağlayacak bir sonuç ortaya koymaktadır. Bu nedenle yatırımcılar, kâr payı ödemelerini genellikle firmanın başarısı ya da başarısızlığının bir göstergesi olarak algılamaktadır.

Firmalar kâr paylarını nakit olarak ya da hisse senedi olarak öderler. Ödeme şekli ne olursa olsun önemli olan kâr paylarının istikrarlı bir biçimde ödenmesidir. Çünkü, istikrarlı bir biçimde ödenen kâr paylarını yatırımcılar, firmanın iyi durumda olduğu ve endişelenecek bir şey olmadığı şeklinde algırlar.

Bir firmanın kâr payı ödeyip ödememesi, ödenen kâr paylarının istikrarlı olup olmaması gibi faktörler yatırımcıların, hisse senedine yatırım kararlarını etkilemektedir. Yani, firmaların kâr payı dağıtımını yapacağına ilişkin duyuruları, yatırımcıya ilgili firmanın hisse senedini almasının teşvik edici yönde bir etki yaratmaktadır. Bu durum da, o firmanın hisse senedi fiyatının, dolayısıyla piyasa değerinin artmasını sağlamaktadır.

Diğer yandan, Etkin Piyasalar Hipotezi, ‘yarı güçlü formda etkin’ bir piyasada kamuya açıklanan firmalara özel bilgilerin yardımıyla anormal bir getiri elde edemeyeceğini yani, kâr payı ödemesi gibi önemli bir duyurunun dahi firmanın hisse senetleri üzerinde anormal getiri yaratmayacağını savunmaktadır.

Yapılan bu çalışmayla, hem kâr payı dağıtım duyurularının ilgili firmaların hisse senetleri üzerindeki etkisi ölçülebilecek hem de Türkiye hisse senedi piyasasının ne ölçüde etkin olduğu konusunda önemli bulgular elde edilecektir.

## 2.Literatür İncelemesi

Kâr payı dağıtım duyurularının hisse senedi fiyatlarına etkisi konusunda yapılmış yerli ve yabancı pek çok çalışma bulunmaktadır.

Pettit (1972) 1967-1969 dönemlerini kapsayan ve 135 firma üzerinde yapmış olduğu çalışmada kâr payı değişiklikleri sonucu ortaya çıkan duyurularının hisse senedi fiyatlarına etkisini incelemiş, kâr payı değişim duyurularının önemli bilgiler içerdiğini ve piyasanın bilginin hisse senetleri fiyatlarına dâhil edilmesinde etkili olduğunu gözlemlemiştir.

Ball, Brown ve Finn (1977) 1960-1969 yılları arasında aylık hisse senedi verilerini kullanarak hisse senetlerinin bedelsiz olması ya da bölünmesi gibi duyuruların hisse senedi fiyatlarına etkisini incelemiştir. Araştırma bulgularına göre, kâr payı dağıtım duyurularının hisse senetleri fiyatlarında istatistiksel olarak etkisi olmadığı gözlemlenmiştir.

Ahorony ve Swary (1980) 1963-1976 yıllarını kapsayan 140 firma ile yaptıkları çalışmada, kâr payı dağıtımlarının ilan edildiği tarihte, firmalar iki alt gruba bölünmüştür. Birinci grup, kâr payının azalacağı, ikinci grup ise kâr payının artacağını ilan eden firmalardır. Bu çalışma sonucunda, birinci grubun hisse

senetleri değerleri, duyurunun yapılmasından önceki tarihte ve duyuru tarihinde önemli ölçüde düşerken, kâr payının artacağını duyuran firmaların grubuna ait hisse senetlerinde yükselme meydana gelmiştir.

Eades, Hess ve Kim (1984) 1962-1980 dönemine ait kâr payı olarak hisse senedi dağıtımını duyurularını incelemiş ve hisse senedi fiyatına pozitif getiri sağladığını ancak vergilendirilmeyen nakit kâr payı dağıtımları için negatif bir etkisi olduğunu tespit etmiştir.

Asquith ve Mullins (1986) yapmış olduğu çalışmada, 1964-1980 yıllarını kapsayan dönemde 168 firma üzerinde kâr payı duyurularının, hisse senetleri fiyatları üzerine etkisini incelemiş ve kâr payı politikasının piyasa için pozitif bir bilgi içerdiğini savunmuştur.

Kalay ve Lowenstein, (1986) 1981 yılı dönemine ait 72-76 firma arasında yapmış olduğu çalışmada kâr payı duyurularının öncesinde ve sonrasında hisse senetleri fiyatlarına etkisini incelemiş ve piyasanın geciktirilen kâr payı duyurularının negatif bir bilgi içerdiğini yorumlamıştır.

Healy ve Palepu, (1988) 1969-1980 yıllarını kapsayan dönemde kâr payı duyurularını incelemiş ve hisse senedi fiyatlarının kâr payı başlangıçlarına bağlı olarak aratacağını, bir firmanın performansının kâr payı ödemesi ya da ödememesiyle önemli ölçüde değişeceğini belirtmiştir.

Lang ve Litzenberger (1989) 1979-1984 dönemlerini kapsayan 429 firma ile yapmış olduğu çalışmada, kâr payı değişiklikleri duyurusunun aşırı yatırım yapan firmaların yatırım politikası olarak belirlediğini savunmuştur.

John ve Lang (1991) 1975-1985 yıllarını kapsayan dönemlerde 265 firmayla yapmış olduğu çalışmada, kâr payı duyurularının etkisinin içerden öğrenenlerin ticareti ile birlikte ortak bir sinyal olduğunun bir kanıtı olduğunu gözlemlemiştir.

Ahorony ve Dotan (1994) yaptıkları çalışmada, nakit kâr payı duyurularının bir firmanın gelecek durumu hakkında faydalı bilgi sağladığı ve kâr payı dağıtımını yapan firmalarının hisse senedi fiyatlarında etkisi olacağını belirtmiştir.

Hacışabanoğlu' nun (1995) 'Temettü Politikaları' adlı çalışmasında 1995 yılında İMKB de işlem gören firmaların kâr payı duyuruları etkisiyle % 81' inin nakit kâr payı dağıtırken bir kısmının bedelli sermaye artırımına gittiğini gözlemlemiştir.

Benartzi, Michaely ve Thaler 'in (1997) 1979-1991 yıllarını kapsayan çalışmada, 1025 firma üzerinde inceleme yapmış ve araştırma sonucunda hisse senedi fiyatlarının kâr payı azalışı /artışlarıyla doğru orantılı olduğunu ve kâr payı değişikliklerinin, firmanın gelecek kazançları hakkında bilgi içermediğini gözlemlemiştir.

Karaağaç'ın (1997) yapmış olduğu çalışmada, kâr payı dağıtım duyurularının ilan tarihinde kâr payı artışı durumunda yatırımcıların fazla getiri elde etmesini sağlarken azalışı durumunda tam tersi söz konusu olduğunu, sabit kâr payı ödemesi durumunda yatırımcıların ilan tarihinde ne kâr ne zarar elde ettiğini savunmuştur. Sonuç olarak, kâr payı duyurularının hisse senedi fiyatlarını önemli ölçüde etkilemediği hatta duyuru tarihinde negatif tepki veren firmaların yüksek olduğunu tespit etmiştir.

Tatari'nin (1999) yaptığı çalışmada, 1995-1997 yılları arasında İMKB'de işlem gören tüm firmaların kâr payı duyuru tarihleri ve hisse senedi getiri verileri kullanılmıştır. Bu çalışmanın sonucuna göre, nakit kâr payı dağıtımında duyuru tarihi öncesinde pozitif bir eğilim söz konusudur. Nakit kâr payı dağıtımını, yatırımcılar açısından pozitif bir etki yaratmaktadır.

Boehme and Sorescu'nun (2000) yaptığı çalışmada, kâr payı dağıtımını duyurusunun ilan edildiği tarihte olumlu etki yarattığı ve uzun vadeli performans sinyali sağlayarak aşırı performans sergilendiği belirtilmiştir.

Boztosun (2006) ve Karaca (2007) ayrı zamanlarda birbirine benzer çalışmalar yapmış ve kâr payı dağıtım kararlarının firma değeri üzerindeki etkisini göstermişlerdir.

Bayazıtlı, Kaderli ve Gürel'in (2008) yaptıkları bir çalışmada kâr payı dağıtma duyurularının firmaların hisse senedi getirilerine etkisini İMKB'ye kayıtlı taş ve toprağa dayalı sanayide faaliyet gösteren bazı firmalar üzerinde ölçmüşler ve bir etkinin var olduğunu göstermişlerdir.

Gürel (2008) yapmış olduğu bir tez çalışmasında, kâr payı dağıtım politikalarının etkinliğini İMKB'de test etmiş ve önemli bulgular elde etmiştir.

Kaba (2009) yapmış olduğu bir bilimsel çalışmada, firmaların temettü dağıtım politikalarının firmanın piyasa değeri üzerindeki etkilerini ortaya koymuştur.

### 3.Çalışmanın Metodolojisi

Çalışmada olay etüdü yöntemi kullanılacaktır. Olay etüdü çalışmasının genel uygulanabilirliği, finansal piyasalarda yaygın kullanım alanı sağlamaktadır. Bu nedenle, olay etüdü çalışmaları, tüm dünyada oldukça popülerdir ve yaygın bir biçimde kullanılmaktadır.

Olay etüdü çalışmaları, ayrıca piyasanın hızlı ve verimli çalışıp çalışmadığını test etmede kullanılan bir yöntem olarak, sermaye piyasası araştırmalarında önemli bir amaca hizmet etmektedir (Kothari ve Warner, 2006: 4).

Bir olay etüdünün amacı, olay tarihinde (event date) yani bir olayın ilk kez piyasaya duyurulduğu tarih etrafında anormal (fazla) bir getiri sağlayıp sağlamadığının belirlenmesidir. Olay tarihi, bilgilerin piyasaya gönderildiği ilk tarihtir. Fazla getiriler, olay etüdü bağlamında normal şartlarda olması beklenen getirilerinden ya daha yüksek ya da daha düşük getirilerdir. Eğer hiçbir yeni bilgi piyasaya ulaşmadığı takdirde bu durum böyledir. Olay etüdü çalışmaları bir bütün olarak piyasanın performansı ile da ilgilidir. Olay etüdü çerçevesinde tespit edilen fazla getiriler 'anormal getiriler' olarak da adlandırılır. Bu çalışmada her iki terim de zaman zaman birbirleri yerine kullanılacaktır (Rao, 1995; 189).

Belirtilen bu nedenden dolayı, olay etüdü, genellikle aynı olayı yaşayan birçok firmaların üzerinde, bu olayın etkisini araştırmak için tipik olarak kullanılmaktadır. Yönetimsel tek bir olayın firmanın değerini arttırıp arttırmadığı öğrenmekten çok, olay etüdü ile yapılan testler sonucunda firmanın kazanımlarının hangi yönde değiştiği ancak bu konuyla ilgili geniş bir örnekleme yapılması ile ortaya çıkabilir. Örneğin, bilgisayar sektöründeki yeni bir ürünün ortaya çıkmasının, bilgisayar üreten ve pazarlayan firmaların hisse senetleri üzerindeki etkisini ölçebilmek için olay etüdünden faydalanılmaktadır. Olay etüdü kullanılarak bu durumu ölçebilmek için bir finansal analistin öncelikle piyasa yeni ürünler sunmuş bazı firmaları belirlemesi ve her bir firmayı 'i' şirketi olarak belirlemesi gerekir. Daha sonra bu yeni ürünün piyasaya duyurulduğu tarihi (olay tarihi) gazete, İMKB'nin resmi sitesi, kamuyu aydınlatma platformu ve dergi gibi kaynaklardan araştırılmalıdır. Ardından, her bir 'i' şirketi için belli bir zaman aralığı olan 't' üzerinden fazla getirileri hesaplanmalıdır. Bu 't' ile gösterilen zamanın fazla getirisine aynı zamanda ' artan getiri ' (bakiye getiri-residual getiri) ya da 'anormal getiri' de denilmektedir. Anormal getiri, bir firmanın belli bir dönemine ait 'fili getiri' (actual return) ile o firmadan beklenen getiri (expected return) arasındaki farktır (Rao, 1995:189-190).

$e_{it}$  'yi şu şekilde formüle etmek mümkündür (Levy,1999:425).

$$e_{it}=R_{it}-\hat{R}_{it}$$

Burada;

$e_{it}$ : Firmaya ait hisse senedinin anormal (fazla) getiri oranını,

$R_{it}$ : Bir firmaya ait hisse senedinin belli bir dönem sağladığı filli getiri oranını,

$\hat{R}_{it}$ : Örneğin sermaye varlık fiyatlama modeli, tekli endeks modeli ve arbitraj fiyatlama modeli ve pazar modeline ilgili hisse senedinin sağlanması beklenen dönemsel getiri oranını göstermektedir.

Bir olay etüdü çalışması gerçekleştirilmek istendiğinde, öncelikle olay tarihinin öncesi ve sonrasını kapsayan bir zaman aralığı için ilgili hisse senetlerine ait fiili getiri oranları ve beklenen getiri oranları arasındaki farklar, yani  $e_{it}$  bulunduktan sonra bütün bu anormal getiriler toplanır ve ortalaması alınır. Böylece ortalama anormal getiri hesaplanır. Belirtilenler ışığında ortalama anormal getiriler şu şekilde hesaplanabilir:

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N e_{it}$$

Yukarıdaki formülde yer alan N elemanı, olay etüdüne dâhil edilen firma sayısını, t elemanı ise olay etüdünde yer alan zaman aralığı yani hesaplanmakta olan toplam günlerin sayısıdır. t zamanında kümülatif anormal getiri ( $CAR_t$ ), olaya ait duyuru veya haber toplanmaya başladığı bütün günlerin ortalama anormal getirilerin toplamı olarak hesaplanır ve şu şekilde ifade edilebilir:

$$CAR_t = \sum AR_t$$

Kümülatif anormal getiri ( $CAR_t$ ), olay etüdü dönemi boyunca sağlanan anormal getirilerin bir ölçütüdür. Olay etüdü çalışmalarında nihai sonuçlar  $CAR_t$  'nin aldığı değerlere göre yorumlanır (Rao;1995:190).

#### 4.Araştırma ve Elde Edilen Bulgular

##### 4.1. Araştırmanın Verileri ve Yöntemi

Çalışmanın bu bölümünde, öncelikle Borsa İstanbul'da işlem gören ve 2009-2010 (2 yıl) yılları arasında istikrarlı olarak nakit kâr payı ödemiş olan firmalar belirlenmiştir. 2009-2010 yılları arasında düzenli olarak nakit kâr payı ödemiş olan firmaların listesi Tablo 1'de sunulmuştur.

Tablo 1. 2009-2010 Yılları Arasında Düzenli Olarak Nakit Kâr Payı Ödemiş Olan Firmalar

FİRMA ADLARI	FİRMALARIN BORSA İSTANBUL'DAKİ KODLARI	FİRMA ADLARI	FİRMALARIN BORSA İSTANBUL'DAKİ KODLARI
Adana Çimento	ADNAC	F-M İzmit Piston	FMIZT
Adel Kalemcilik	ADEL	Ford Otosan	FROTO
Afyon Çimento	AFYON	Göлтаş Çimento	GOLTS
Akbank	AKBNK	İş Bankası	ISCTR
Akçansa	AKCNS	İzocam	IZOCM
Alarko Holding	ALARK	Kartonsan	KARTN
Alkim Kimya	ALKIM	Konya Çimento	KONYA
Anadolu Efes	AEFES	Mardin Çimento	MRDIN
Anadolu Hayat Emeklilik	ANHYT	Nuh Çimento	NUHCM
Anadolu Sigorta	ANSGR	Olmuksa	OLMKS
Aselsan	ASELS	Otokar	OTKAR
Bim Mağazalar	BIMAS	Pınar Et ve Un	PETUN
Bolu Çimento	BOLUC	Pınar Süt	PNSUT
Borusan Yat. Paz.	BRYAT	Sabancı Holding	SAHOL
Bursa Çimento	BUCIM	Tofaş Oto Fab.	TOASO
Brisa	BRISA	Turcas Petrol	TRCAS
Coca Cola İçecek	CCOLA	Tüpraş	TUPRS
Çelebi	CLEBİ	Türk Traktör	TTRAK
Çimsa	ÇİMSA	Ünye Çimento	UNYEC
Eczacıbaşı Yatırım	ECZYT	Yazıcılar Holding	YAZIC
Enkai İnşaat	ENKAI		

Tablo 1’den anlaşılacağı üzere uygulamaya konu olabilecek düzenli olarak nakit kâr payı dağıtan yeterince firma bulunmaktadır.

Ardından, bu firmaların 2009 ve 2010 yıllarında ödemiş olduğu nakit kâr payları ve bu kâr paylarını ödeyeceklerini kamuya duyurdukları tarihler, olay tarihi (event date) olarak belirlenmiştir. Bu kâr payı tutarları ve olay tarihleri Tablo 2’de verilmiştir.

**Tablo 2. Firmaların 2008, 2009 ve 2010 yılında Ödemiş Oldukları Nakit Kâr Payı Tutarları ve Kamuya Duyuru Tarihleri**

Firma Adları	2009 Yılı Hisse Başına Nakit Kâr Payı Ödemesi (Net)	2010 Yılı Hisse Başına Nakit Kâr Payı Ödemesi (Net)	2010 Yılı Kâr Payı Ödeyen Firmaların Kamuya Duyurdukları Tarih (Olay Tarihi)	Firma Adları	2009 Yılı Hisse Başına Nakit Kâr Payı Ödemesi (Net)	2010 Yılı Hisse Başına Nakit Kâr Payı Ödemesi (Net)	2010 Yılı Kâr Payı Ödeyen Firmaların Kamuya Duyurdukları Tarih (Olay Tarihi)
ADNAC	0,03232	0,03006	01.03.2010	FMIZP	0,10520	0,30979	08.02.2010
ADEL	0,72250	0,95200	15.03.2010	FROTO	0,62900	0,75968	04.03.2010
AFYON	5,27000	0,21250	19.03.2010	GOLTS	0,42500	0,42500	07.05.2010
AKBNK	0,15300	0,12113	10.02.2010	ISCTR	0,15208	0,13050	23.02.2010
AKCNS	0,29053	0,17338	03.03.2010	IZOCM	0,96929	0,99410	01.03.2010
ALARK	0,01462	0,01887	09.04.2010	KARTN	0,85000	0,52695	24.02.2010
ALKİM	0,41471	0,21766	12.03.2010	KONYA	0,81060	2,60440	05.03.2010
AEFES	0,27200	0,40800	30.03.2010	MRDIN	0,62862	0,55042	11.02.2010
ANHYT	0,18700	0,13600	10.03.2010	NUHCM	0,25500	0,25500	05.03.2010
ANSGR	0,05000	0,01700	10.03.2010	OLMKS	0,17000	0,52143	18.03.2010
ASELS	0,41650	0,11815	12.03.2010	OTKAR	0,72250	0,53125	15.03.2010
BIMAS	1,48750	1,02000	17.03.2010	PETUN	0,15460	0,65450	28.04.2010
BOLUC	0,07256	0,06667	09.02.2010	PNSUT	0,22320	0,96050	28.04.2010
BRYAT	0,06200	0,11180	29.03.2010	SAHOL	0,08500	0,12750	02.04.2010
BRİSA	3,74000	5,45700	05.03.2010	TOASO	0,22100	0,42500	10.03.2010
BUCİM	0,12750	0,15000	11.03.2010	TRCAS	0,08500	0,04250	09.04.2010
CCOLA	0,16708	0,23391	01.04.2010	TUPRS	2,14396	2,53164	10.03.2010
CLEBİ	1,09420	1,30580	01.04.2010	TTRAK	0,19510	2,38900	24.02.2010
ÇİMSA	0,51510	0,59670	17.03.2010	UNYEC	0,32119	0,31193	10.02.2010
ECZYT	0,04250	0,05950	12.04.2010	YAZIC	0,18849	0,21250	06.04.2010
ENKAI	0,06800	0,06182	07.04.2010				

Tablo 2’ye göre ağırlıklı olarak firmaların bazılarının geçmiş yıllara göre ödediği kâr paylarını azalttığı bazılarının ise geçmiş yıllara göre ödediği kâr paylarını arttırdığı gözlemlenmektedir. Ödediği kâr payı geçen yıla göre değişmeyen firma sayısı yok denecek kadar azdır. Bu grupta yer alan firmalar uygulamada yer almayacaktır.

Tabloda yer alan firmalar, geçen yıllara göre ödediği kâr payını arttırmaları ya da azaltmaları dikkate alınarak yeniden tasnif edilmiş ve Tablo 3’te sunulmuştur.

**Tablo 3. Geçmiş Yıllara Göre Ödediği Kâr Payını Arttıran ve Azaltan Firmalar**

<b>2010 Yılı Ödediği Kâr Payını 2009 Yılına Göre Arttıran Firmalar</b>	<b>2010 Yılı Ödediği Kâr Payını 2009 Yılına Göre Azaltan Firmalar</b>
ADEL	TTRAK
AEFES	YAZIC
ALARK	ADNAC
BRISA	AFYON
BRYAT	AKCNS
BUCİM	AKBNK
COLLA	ALKIM
CLEBİ	ANHYT
CIMSA	ANSGR
ECZYT	ASELS
FMIZP	BIMAS
FROTO	BOLUC
IZOCM	ENKAI
KONYA	ISCTR
OLMKS	KARTN
PETUN	MRDIN
PNSUT	OTKAR
SAHOL	TRCAS
TOASO	UNYEC
TUPRS	

Tablo 3 incelendiğinde, firmaların bazılarının geçen yıllara göre ödediği kâr paylarını arttırdığını, bazılarının ise, azalttığı görülmektedir. Uygulamaya konu olacak firmalar bunlardır.



Kamuya gönderilen kâr payı ödeme duyurularının, ilgili firmaların hisse senetleri fiyatlarına olan etkisinin ölçerken; geçmiş yıllara göre ödediği kâr paylarını arttıran ve azaltan firmalar için ayrı ayrı inceleme yapılmıştır.

Çalışmada sınanacak ilk hipotez, başka bir ifadeyle  $H_0$  hipotezi “firmaların hisse senedi fiyatları üzerinde hiçbir etkisi yoktur”. Yani, “bu duyuruların kamuya açıklanması ile o firmaların hisse senetlerinden anormal getiri sağlamak mümkün değildir” şeklinde belirlenmiştir. Bu ifadeye göre,  $H_0 = CAR_t = 0$ ’dır.

Alternatif Hipotez, başka bir ifadeyle  $H_1$  hipotezi “firmaların ödeyecekleri kâr paylarını kamuya duyurularının o firmaların hisse senedi fiyatlarına olumlu etkisi vardır” Yani, “bu duyuruların kamuya açıklanması ile birlikte o firmaların hisse senetlerinden anormal getiri sağlamak mümkündür” şeklinde belirlenmiştir. Bu ifadeye göre,  $H_1 \neq CAR_t \neq 0$ ’dır.

Çalışmada öncelikle, ilgili firmaların 2009-2010 yıllarındaki kâr payı ödemeleri incelenecektir. 2010 yılında ödediği kâr payını 2009 yılına göre arttıran ve azaltan firmaların ayrı ayrı olay tarihi (event date) etrafındaki +/- 5 gün ve +/- 20 günlük getiri oranları çalışmanın verilerini oluşturmaktadır.

Normal getirilerin hesaplanmasında piyasa modelinden (market model) yararlanılmıştır. Bu nedenle, olay tarihi ve etrafındaki incelemede günler için Türkiye hisse senedi piyasasını temsil eden BIST100 endeksinin getiri oranları kullanılmıştır.

Piyasa modeli uygulanırken, piyasa ve ortalama getiriler ile risk arasında ilişki kurulmaktadır. Bu çalışmada piyasa modeli kullanılacağı için tahmini getiri şu regresyon denkleminde göre hesaplanacaktır.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

Burada,

$R_{it}$  : i şirketi hisse senedinin t gününde gerçekleşen günlük getirisi yani fiili getiriyi ,

$R_{mt}$  : t günündeki bileşik endeks günlük getirisini ,

$e_{it}$  : t günündeki hisse senedinin hata terimini  $E(e_{it}) = 0$  ve  $var(e_{it}) = \sigma^2$

$\alpha_i$  ve  $\beta_i$ : katsayıları göstermektedir.

Piyasa modeliyle tahmini getirilerin ( $\hat{R}_{it}$ ) hesaplanmasından sonra, olay aralığındaki her gün için aşırı getiriler hesaplanmaktadır. Aşırı getiri ( $e_{it}$ ), i firmasının t zamanında gerçekleşen getirisiyle ( $R_{it}$ ) tahmini getirisi ( $\hat{R}_{it}$ ) arasındaki farktan oluşmaktadır. Aşırı getirilerin hesaplanmasından sonra aşırı getirilerin

ortalaması hesaplanarak ortalama aşırı getiri  $AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N e_{it}$  formülü ile bulunmaktadır. Son olarak, olay aralığında hesaplanan ortalama aşırı getiriler, sırasıyla birbirleriyle toplanarak ‘kümülatif ortalama aşırı getiriler’ ( $CAR_t$ ) hesaplanır ve yorumlanır (Rao, 1995: 190).

İşlemlerin sonucunda hesaplanan  $CAR_t$  değerleri 0’den farklı bir değere sahip oluyorsa, ilgili olayın duyurulması firma hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyerek o hisse senedinden anormal bir getiri elde edildiğini göstermektedir. Yani, bu piyasa ‘yarı güçlü formda’ bile etkin değildir. Dolayısıyla, yatırımcılar kamuya açıklanan bazı duyurulardan yararlanarak anormal getiriler elde edebilir. Ancak, hesaplanan  $CAR_t$  değerleri 0’a eşit ise, ilgili olayın kamuya duyurulmasının firmanın hisse senedi fiyatlarını etkilediği ortaya çıkar. Bu durum piyasanın ‘yarı güçlü formda’ etkin olduğunu gösterir.

Çalışmada kullanılan bu getiri oranlarının birbirlerinden bağımsız olduğu ve normal dağıldığı varsayılmaktadır.

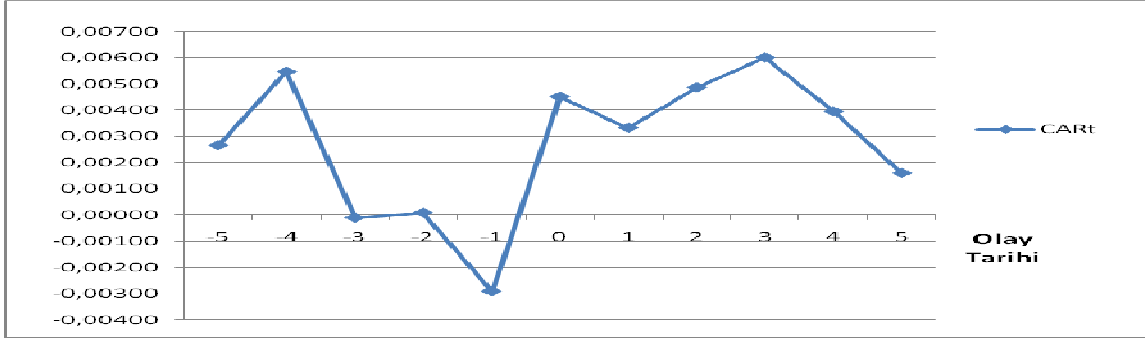
## 4.2. Araştırma Bulguları

Önceki yıla göre dağıtacağı kâr paylarını arttıran firmaların 2009-2010 yıllarına ait olay tarihinden beş gün öncesi ve sonrası için beklenen dönemsel getirilerinden yararlanılarak, ortalama anormal getirileri ( $AR_t$ ) ve kümülatif anormal ortalama getirileri ( $CAR_t$ ) hesaplanmış ve Tablo 4 ve Şekil 1’de sunulmuştur.

**Tablo 4. Önceki yıla göre dağıtacağı kâr paylarını arttıran firmalarının 2009-2010 yıllarına ait beklenen dönemsel getirileri, anormal getirileri ve kümülatif ortalama anormal getiriler (Olay tarihinden 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası)**

Olay Tarihi	$AR_t$	$CAR_t$
-5	0,00266	0,00266
-4	0,00281	0,00547
-3	-0,00558	-0,00011
-2	0,00020	0,00009
-1	-0,00300	-0,00291
0	0,00743	0,00451
1	-0,00118	0,00333
2	0,00154	0,00487
3	0,00114	0,00601
4	-0,00206	0,00395
5	-0,00235	0,00161

**Şekil 1. Önceki yıla göre dağıtacağı kâr paylarını arttıran firmaların 2009-2010 yılları itibariyle kümülatif ortalama anormal getirilerin olay tarihine duyarlılığı (Olay tarihinden 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası)**

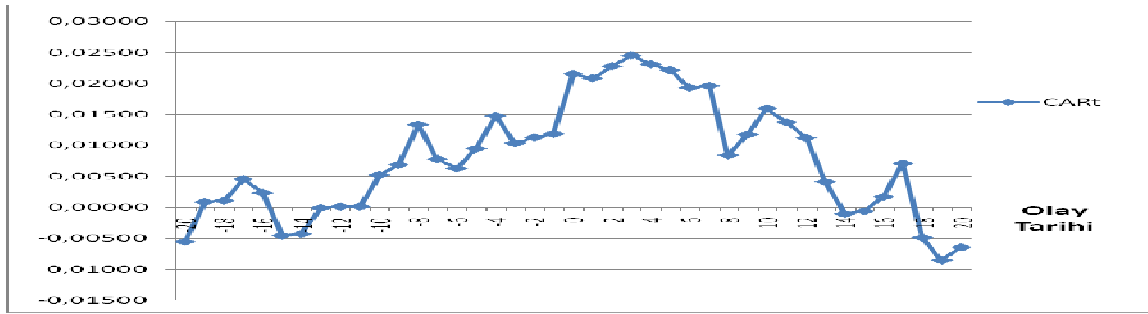


Tablo 4 ve Şekil 1 birlikte incelendiğinde, firmaların kâr paylarının bir önceki yıla göre arttırarak dağıtacağını duyurulması, o firmaların hisse senedi fiyatları ve getirileri üzerinde kısa süreli olumlu bir etki yaratmıştır. Olay tarihinden önceki 5 günlük dönemdeki anormal getirilerin kısa vadeli düşüş trendi, olay gerçekleşmesi ile birlikte yerini sert ve olumlu bir tepkiye bırakmıştır. Bunun nedeni, duyurunun kâr paylarını arttırma yönlü olmasıdır.

Önceki yıla göre dağıtacağı kâr paylarını arttıran firmaların 2009-2010 yıllarına ait olay tarihinden yirmi gün öncesi ve sonrası için beklenen dönemsel getirilerinden yararlanılarak, anormal getirileri ( $AR_t$ ) ve kümülatif anormal ortalama getirileri ( $CAR_t$ ) hesaplanmış ve Tablo 5 ve Şekil 2’de sunulmuştur.

**Tablo 5. Önceki yıla göre dağıtacağı kâr paylarını arttıran firmalarının 2009-2010 yıllarına ait beklenen dönemsel getirileri, anormal getirileri ve kümülatif ortalama anormal getiriler (Olay tarihinden 20 gün öncesi ve 20 gün sonrası)**

Olay Tarihi	$Ar_t$	$CAR_t$	Olay Tarihi	$Ar_t$	$CAR_t$
-20	-0,00551	-0,00551	1	-0,00070	0,02084
-19	0,00640	0,00089	2	0,00194	0,02279
-18	0,00020	0,00109	3	0,00175	0,02454
-17	0,00349	0,00458	4	-0,00144	0,02310
-16	-0,00222	0,00237	5	-0,00095	0,02215
-15	-0,00690	-0,00454	6	-0,00281	0,01934
-14	0,00029	-0,00425	7	0,00029	0,01963
-13	0,00418	-0,00007	8	-0,01119	0,00844
-12	0,00023	0,00016	9	0,00334	0,01178
-11	0,00001	0,00017	10	0,00419	0,01597
-10	0,00507	0,00525	11	-0,00223	0,01374
-9	0,00164	0,00688	12	-0,00251	0,01123
-8	0,00647	0,01336	13	-0,00709	0,00414
-7	-0,00556	0,00780	14	-0,00518	-0,00104
-6	-0,00149	0,00630	15	0,00045	-0,00059
-5	0,00321	0,00951	16	0,00232	0,00174
-4	0,00525	0,01476	17	0,00536	0,00710
-3	-0,00439	0,01037	18	-0,01195	-0,00485
-2	0,00093	0,01130	19	-0,00366	-0,00851
-1	0,00057	0,01187	20	0,00211	-0,00640
0	0,00967	0,02154			

**Şekil 2. Önceki yıla göre dağıtacağı kâr paylarını arttıran firmaların 2009-2010 yılları itibariyle kümülatif ortalama anormal getirilerin olay tarihine duyarlılığı (Olay tarihinden 20 gün öncesi ve 20 gün sonrası)**

Tablo 5 ve Şekil 2 birlikte ele alındığında, olay tarihinden +/- 20 gün öncesi ve sonrasını kapsayan zaman diliminde kâr payı arttıran firmaların bu durumu kamuya duyurmalarının olay tarihi etrafında, olumlu bir etki yarattığı gözlemlenmiştir. Ancak, uzun vadede bu etkinin kaybolduğu dikkat çekmektedir. 2009-2010 yılında kâr paylarını arttıran firmaların durumu 20 günlük periyoda beklenenden biraz farklı gerçekleşmiştir. Olay tarihine kadar anormal getiriler bir yükseliş trendinde iken, olay tarihinden itibaren trend düşüşe dönmüştür.

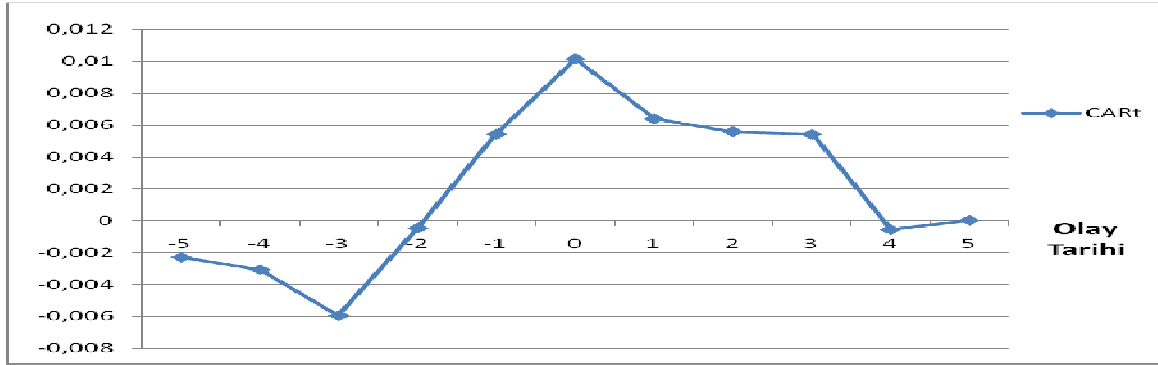
2009-2010 yılı kâr paylarını arttıracaklarını açıklayan firmalarda olumlu tepki 1-2 gün ile sınırlı kalmaktadır. Bu tepkinin ardından tüm periyotlar anormal getiriler düşüş trendi içine girmektedir.

Önceki yıla göre dağıtacağı kâr paylarını azaltan firmaların 2009-2010 yıllarına ait olay tarihinden beş gün öncesi ve sonrası için beklenen dönemsel getirilerinden yararlanılarak, anormal getirileri ( $AR_t$ ) ve kümülatif anormal ortalama getirileri ( $CAR_t$ ) hesaplanmış ve Tablo 6 ve Şekil 3'te sunulmuştur.

**Tablo 6. Önceki yıla göre dağıtacağı kâr paylarını azaltan firmalarının 2009-2010 yıllarına ait beklenen dönemsel getirileri, anormal getirileri ve kümülatif ortalama anormal getiriler (Olay tarihinden 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası)**

Olay Tarihi	$AR_t$	$CAR_t$
-5	-0,00230	-0,0023
-4	-0,00078	-0,00308
-3	-0,00287	-0,00595
-2	0,00549	-0,00047
-1	0,00588	0,00542
0	0,00472	0,01013
1	-0,00376	0,00638
2	-0,00080	0,00557
3	-0,00016	0,00541
4	-0,00597	-0,00057
5	0,00059	0,00002

**Şekil 3. Önceki yıla göre dağıtacağı kâr paylarını azaltan firmaların 2009-2010 yılları itibariyle kümülatif ortalama anormal getirilerin olay tarihine duyarlılığı (Olay tarihinden 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası)**

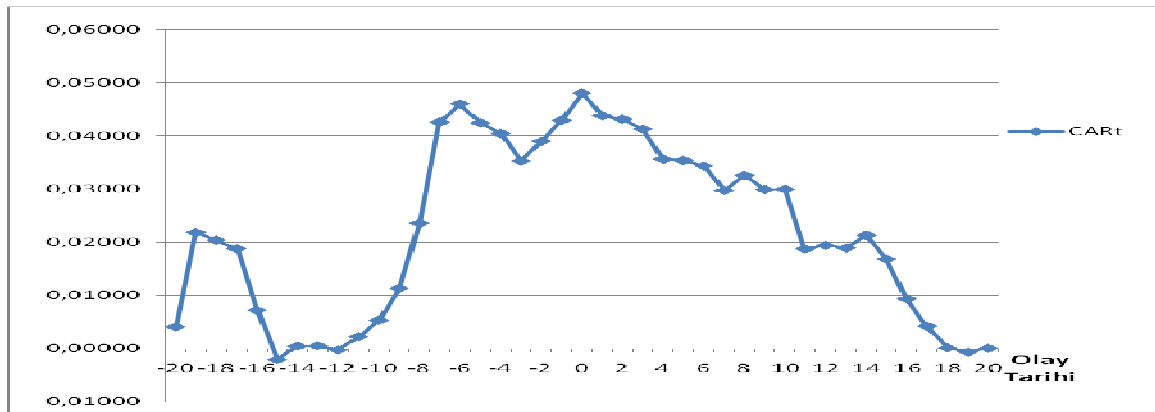


Tablo 6 ve Şekil 3 birlikte ele alındığında, 2009-2010 yılları arasında kâr payı azaltan firmaların bu durumu kamuya duyurmalarının kısa sürede olumsuz bir etki yarattığı gözlemlenmektedir. 2009-2010 yılı için kâr paylarını azaltan firmalarda olay tarihinden önce kısa vadeli bir yükseliş trendi hakimken, haberi gerçekleşmesi ile birlikte trend düşüş yönünde seyreteye başlamıştır. Haberin kâr payını ödemesini azaltma yönünde olması bu durumun nedeni olarak açıklanabilir.

Önceki yıla göre dağıtacağı kâr paylarını azaltan firmaların 2009-2010 yıllarına ait olay tarihinden yirmi gün öncesi ve sonrası için beklenen dönemsel getirilerinden yararlanılarak, anormal getirileri ( $AR_t$ ) ve kümülatif anormal ortalama getirileri ( $CAR_t$ ) hesaplanmış ve Tablo 7 ve Şekil 4'te sunulmuştur.

**Tablo 7: Önceki yıla göre dağıtacağı kâr paylarını azaltan firmalarının 2009-2010 yıllarına ait anormal getirileri ve kümülatif ortalama anormal getiriler (20 gün öncesi ve 20 gün sonrası)**

Olay Tarihi	$Ar_t$	$CAR_t$	Olay Tarihi	$Ar_t$	$CAR_t$
-20	0,00409	0,00409	1	-0,00424	0,04380
-19	0,01775	0,02184	2	-0,00066	0,04314
-18	-0,00142	0,02042	3	-0,00185	0,04128
-17	-0,00162	0,01880	4	-0,00566	0,03563
-16	-0,01155	0,00725	5	-0,00023	0,03540
-15	-0,00928	-0,00203	6	-0,00105	0,03435
-14	0,00253	0,00050	7	-0,00459	0,02975
-13	0,00004	0,00054	8	0,00283	0,03258
-12	-0,00079	-0,00025	9	-0,00267	0,02991
-11	0,00252	0,00227	10	0,00006	0,02997
-10	0,00306	0,00533	11	-0,01119	0,01878
-9	0,00599	0,01132	12	0,00065	0,01943
-8	0,01226	0,02358	13	-0,00048	0,01896
-7	0,01900	0,04258	14	0,00235	0,02130
-6	0,00344	0,04602	15	-0,00448	0,01683
-5	-0,00359	0,04244	16	-0,00747	0,00936
-4	-0,00198	0,04046	17	-0,00513	0,00422
-3	-0,00516	0,03530	18	-0,00407	0,00016
-2	0,00371	0,03901	19	-0,00079	-0,00063
-1	0,00391	0,04292	20	0,00071	0,00008
0	0,00513	0,04804			

**Şekil 4. Önceki yıla göre dağıtacağı kâr paylarını azaltan firmaların 2009-2010 yılları itibarıyla kümülatif ortalama anormal getirilerin olay tarihine duyarlılığı (Olay tarihinden 20 gün öncesi ve 20 gün sonrası)**

Tablo 7 ve Şekil 4 birlikte incelendiğinde, kâr paylarını önceki yıla göre azaltan firmalarda olay tarihinden öncesi hisse senetleri fiyatları ve getirileri yükselme eğilimindedir. Ancak, olay tarihinden itibaren, yani duyuruların kamuya açıklanmasından itibaren anormal getirilerde çok ciddi bir düşüş eğilimi başladığı ve bu eğilimin uzun vadeli olarak devam ettiği tespit edilmiştir. 20 günlük periyotta da durumun değişmediği net bir biçimde görülmektedir. Firmanın kâr paylarını azaltacağını açıklaması 20 günlük bir periyotta dahi anormal getirilerin düşüş trendinde olmasına neden olmaktadır.

2009-2010 yılı için kâr paylarını azaltan firmalarda genel olarak olayın habere tepkisinin olumsuz olduğu ve bunun normal karşılanabileceği mümkündür.

## 5.Sonuç

Firmaların kâr payı politikasındaki değişiklikler ve istikrarlılık gibi faktörler firma değerinin maksimuma çıkarılmasında önemli bir rol oynamaktadır. Bilinçli borsa yatırımcıları, bir firmaya yatırım yaparken, o firmanın kâr payı dağıtım politikalarını ve bu konudaki istikrarlılıklarını göz önünde bulundurlar. Dolayısıyla, yatırımcıların bu duruma dikkat ediyor olması, bu firmalar kâr payı dağıtacaklarına dair duyuru yaptıklarında firmaların hisse senedi fiyatlarının bu durumdan etkilenmesi muhtemel olacaktır.

Bunun yanı sıra, etkin piyasalar hipotezine göre, eğer bir piyasa ‘yarı-etkin’ ise, o piyasada kamuya açıklanan bilgilerin niteliği ne olursa olsun, firmaların hisse senedi fiyatlarının veya getirilerinin bu duyurulardan etkilenmemesi gerekmektedir. Yani, bu hipoteze göre firmalarla ilgili hiçbir duyuru, duyurunun ilgilendirdiği firmalar üzerinde bir anormal getiri elde edilmesini sağlamayacaktır.

Bu çalışmada yapılan uygulamada, son yıllarda kâr payı ödemeleri istikrarlı olan firmalar belirlenmiş ve ödedikleri bu kâr paylarını geçerli dönemlere göre arttıran ya da azaltan firmalar bu kriterlere göre sınıflandırılmıştır. Ardından, kâr paylarını arttıran ve azaltan bu firmaların kâr payı ödeyeceklerine dair duyurularının, bu firmalar üzerinde anormal getiri sağlayıp sağlamadığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

Araştırma bulguları, duyurunun yapıldığı zaman dilimi etrafında anormal getirilerin ortaya çıktığı göstermektedir. Bu şartlar altında,  $H_0$  hipotezinin red edilmesi, onun yerine alternatif hipotez olan  $H_1$  hipotezinin kabul edilmesi gerekmektedir. Yani ‘Firmaların ödeyecekleri kâr paylarını kamuya duyurmalarının o firmaların hisse senedi fiyatlarına olumlu ya da olumsuz etkisi vardır’ sonucu çıkmaktadır.

Elde edilen bu bulguyla birlikte, elde edilen en önemli sonuçlardan biri, Türkiye’de sermaye piyasasının henüz ‘yarı-etkin’ dahi olmadığıdır. Dolayısıyla, Türkiye borsasında kamuya açıklanan çeşitli duyurular vasıtasıyla anormal getiriler elde etmek mümkün olacaktır.

Ayrıca, araştırma sonuçları, özellikle ödeyecekleri kâr paylarını geçmiş dönemlere göre arttıracaklarını duyuran firmaların, olay tarihi etrafında hisse senedi fiyatlarının ve getirilerin olumlu etkilendiği ancak zaman ilerledikçe bu anormal getirilerin gittikçe azaldığını göstermektedir. Dolayısıyla, kâr paylarını arttıran ve bunu kamuya duyuran firmaların hisse senetleri olay tarihi civarında anormal getiri sağlamaktadır. Periyot genişledikçe bu etkinin tamamen yok olduğu ve olumsuzla döndüğünü söylemek yanlış olmayacaktır. Geçmiş dönemlere göre kâr paylarını azaltan ve bu durumu kamuya duyuran firmalar ise, özellikle duyurunun hemen ardından anormal getirilerinin ciddi düşüşler yaşandığı gözlenmiştir. Bu nedenle, kâr payı ödemelerinin azaltacağını duyuru firmalara ait hisse senetlerinin orta vadeli elde bulundurulmaması gerektiği ortaya çıkmaktadır.

Yapılan bu çalışmada elde edilen bulguların, gerek yabancı ülkelerde yapılan çalışmalarda gerekse Türkiye’de yapılan ilgili çalışmalarında bulunan sonuçlarla örtüştüğü yani, bir firmanın kâr payı ödemelerinin arttıracak ya da azaltacağı duyurularının o firmanın hisse senetleri fiyatları üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.

Sonuç olarak, Türkiye sermaye piyasası etkin olma yolunda yavaş ilerlemektedir ve henüz yarı-etkin bir piyasa konumunda bile değildir. Bununla birlikte, Türkiye’deki borsa yatırımcıları kamuya açık bilgilerden yararlanarak anormal getiriler elde etme imkânına sahiptir. Çalışmamızın sonucuna göre, kâr payı ödeme duyuruları da, yatırımcıların anormal getiri elde etmesini sağlayabilecek duyurular kategorisine girmektedir. Ancak, dikkat edilmesi gereken en önemli noktalardan biri, kâr payı duyurularının anormal getiri sağlama etkisinin kısa süreli olduğudur. Zaman ilerledikçe anormal getiriler de bu duyurudan sonra düşüş eğilimi yaşandığı gözlemlenmiştir.

## KAYNAKÇA

- AHARONY, J. ve SWARY I. (1980), "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Return: An Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, Vol. 35, No: 1, s. 1-12.
- AHORONY J. ve DOTAN A. (1994), *Regular Dividend Announcements and Future Unexpected Earnings An Empirical Analysis*, *The Financial Review*.
- ASQUITH, P. ve MULLINS, D. (1986), "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth ", *Journal of Business* 46, s. 77-96.
- BALL, R.; BROWN, P. ve FİNN, F.J. (1977), "Share Capitalisation Changes Information and The Australian Equity Market", *Australian Journal of Management*, 2, s. 105-117.
- BAYAZITLI, E.; KADERLİ, Y. ve GÜREL, E. (2006), "Kâr payı Dağıtım Duyurularının Firmaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: İMKB'ye Kayıtlı Taş ve Toprağa Dayalı Sanayide Faaliyet Gösteren Bazı Firmalar Üzerinde Bir Olay Etüdü Çalışması", *Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi*, 26, s. 1-16.
- BENARTZI, S.; MICHAELY, R. ve THALER, R.H. (1997) "Do Changes in Dividends Signal The Future or The past?", *Journal of Finance* 52 (July), s. 1007-34.
- BOEHME, R. ve SORESCU, S. (2000) "Seven Decades of Long Term Abnormal Return Persistence: The Case of Dividend Initiations and Resumptions", *Working Paper*.
- BOZTOSUN, D. (2006), *Temettü Dağıtım Kararının Farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi*, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara.
- EADES, K.; HESS, P. ve KIM, E. (1994), "Time-Series Variation in Dividend Pricing", *The Journal of Finance*, Vol. 49, No.5, s. 1617-1638: American Finance Association
- GÜREL, E. (2008) *Kâr Payı Dağıtım Politikalarının Etkinliği ve İMKB Uygulaması*, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara.
- HACIŞABANOĞLU, A. (1998), *Temettü Politikaları*, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- HEALEY, P. ve PALEPU, K. (1988), "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions", *Journal of Financial Economics* 21, s. 149-175.
- JOHN, K. ve LANG, L.H. P. (1991), "Insider Trading Around Dividend Announcements: Theory and Evidence ", *Journal of Finance* 46, s. 1361-1389.
- KABA, F. (2009), *Kâr Payı Dağıtımın Firma Değeri Üzerinde Etkisi ve Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Sakarya.
- KALAY, A. ve LOWENSTEIN U. ( 1985), "Predictable Exents and Excess Returns: The Case of Dividend Announcements", *Journal of Financial Economics* 14, s.423-449.
- KARAAĞAÇ, B. (1997), *Dividend Announcement Effect on the Value of the Firm*, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

KARACA, S. (2007 ), Şirketlerin Kâr Dağıtım Politikası ve Kâr Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir İnceleme, Doktora Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Malatya.

KOTHARI, S. ve WARNER, J. (2006), *Econometrics of Event Studies*, Elsevier, North Holland.

LANG, L. ve LITZENBERGER, R. (1989), "Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?", *Journal of Financial Economics* 24, s. 181-191.

LEVY, H. (1998), *Principles Of Corporate Finance*, South-Western Educational Publishing.

PETTIT, R.R. (1972), "Dividend Announcement, Security Performance, and Capital Market Efficiency", *Journal of Finance* 27 (December), s. 993-1007.

RAO, R. (1995), *Financial Manager*, South Western Collage Publishing, Cincinnati.

TATARI, M. (1999), *Analysis of Cash vs. Stock Dividend Announcement's Effect on Stock Prices in Istanbul Stock Exchange*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İngilizce İşletme Anabilim Dalı İngilizce Muhasebe Finansman Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.