

TEMETTÜ DUYURULARININ HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE OLAN ETKİLERİNİN ANALİZİ*

Analysis of Impacts of Dividend Announcements on Stock Returns

Ayhan KIRBAŞ**

Özet

Bu çalışmanın amacı, BİST’de işlem gören şirketlere ait verileri kullanarak temettü duyurularının hisse senedi getirilerine olan etkilerini incelemektir. Bu amaçla 2009-2014 yılları arasında toplamda 136 şirketin 548 temettü duyurusu kullanılmıştır. Bu duyuruların duyuru günü civarında oluşturulan olay pencereleri vasıtasıyla hisse senedi getirilerine olan etkisi regresyon analizi ile test edilmiştir. Çalışmada, nakit temettü, hisse temettü ve melez temettü dağıtım biçimleri için ayrı analizler yapılmıştır. Nakit temettü analizinden elde edilen bulgulara göre, nakit temettü duyurusunun yapıldığı gün ve sonrasındaki günlerde temettü verimi ile anormal getiriler arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu ilişki, duyuru gününde başlamakta ve ilk iki gün içerisinde en anlamlı seviyesine ulaşmakta ve bu bilginin fiyata dönüşme süreci anlamlı bir şekilde en az 15 gün süresince devam etmektedir. Hisse temettü ve melez temettü için yapılan analizlerde anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır. Yatırımcılar, duyuru günü ve çevresindeki günlerde hisse senedi ve melez temettü duyurularına karşı kayıtsızdırlar. Bütün analizlerde duyuru günü öncesinde anlamlı ilişkiler kurulamamıştır. Dolayısıyla, fiyatlara etki edebilecek önemli bir bilgi olan temettü bilgisinin şirket içerisinde piyasaya önceden sızdırılmadığı ve içerden öğrenenler ticaretinin (insider trading) olmadığı sonucuna varılmıştır.

Abstract

The aim of this study is to examine the impact of dividend announcements on stock returns by using companies’ data registered in BIST. For this purpose, a total of 548 dividend announcements from 136 companies have been used. The impact of those announcements on stock prices has been tested by regression analysis using event date windows created around announcement date. Analyses have been carried out for each cash dividend, stock dividend and hybrid dividend distribution forms. According to results of cash dividend analyses, there is a significant and positive relationship between dividend yield and abnormal returns for the days after and including announcement date. This relationship starts at the day of announcement, reaches its peak during the first two days, and continues at least 15 days. However, significant relationships could not be reached by stock dividend and hybrid dividend analyses. Investors are indifferent to stock dividend and hybrid dividend announcements around announcement date. In all analyses, any significant relationships could not be set up in the days before the announcement date. Hence, it has been concluded that dividend information which is important information that can affect stock price has not been leaked from the company to market prior to announcement date and hence there is no insider trading.

Anahtar Kelimeler:

Temettü, Temettü
Politikaları, Temettü
Verimi, Açıklama Etkisi,
BİST

JEL Kodları:

G10, G14, G35

Key Words:

Dividend,
Dividend Policies,
Dividend Yield,
Announcement Effect,
BİST

JEL Codes:

G10, G14, G35

* Bu çalışma, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü’nde hazırlanan “Temettü Duyurularının Hisse Senedi Getirilerine Olan Etkilerinin Analizi: Borsa İstanbul Şirketlerinde Bir Uygulama” başlıklı doktora tezinden üretilmiştir.

** Dr., ayhan.kirbas@gmail.com, ORCID: 0000-0003-4365-4736

1. Giriş

Temettü politikalarının ve temettü ödeme kararlarının şirketin hisse senedi fiyatına ve dolayısıyla piyasa değerine olan etkisi finans literatüründe uzun bir zamandır önemli bir araştırma konusudur. Bu konuda çok sayıda teoriler ortaya atılmış ve bu teorileri test etmek amacıyla çok sayıda ampirik çalışma yapılmıştır. Ancak bu konuda tam bir görüş birliğine varılamamıştır. Hatta bazı akademisyenler temettü konusunu bir bilmeceye benzetmişlerdir (Dividend Puzzle). Sonuç olarak “Temettü Bilmecesi” henüz çözülebilmemiş değildir.

Bu çalışmanın amacı bu konuya gerekli katkıyı sağlamaktır. Türkiye için yapılmış önceki çalışmalardan farklı olarak, temettü kararının kamuya açıklandığı gerçek gün esas alınmış ve yönetim kurulu tarihi, genel kurul tarihi veya temettü dağıtım gününden yola çıkılmamıştır. Analizlerde olay günü olarak temettü duyurularının kamuoyuna ilk duyurulduğu tarih alınarak verilerin daha hassas ve sonuçların da daha sağlıklı olmasına yönelik önemli bir adım atılmıştır.

Ayrıca, temettü duyurusunun salt etkisini ölçebilmek amacıyla bu duyurunun diğer bilgi etkilerinden ayrıştırılması gerekliliğinden yola çıkarak birçok faktör de analizlerde dikkate alınmıştır. Diğer önemli bir husus da sadece nakit temettü konusunun değil hisse temettü ve melez temettü konularının da analizi yapılarak daha kapsamlı bir çalışma yapılmış olmasıdır.

2. Literatür Taraması

Literatür incelendiğinde bu konuda temel olarak iki görüşün olduğu görülmektedir. Bunlardan birincisi kâr dağıtım politikasının hisse senedinin fiyatını ve dolayısıyla şirketin piyasa değerini etkilemediğini ileri sürerken diğer görüş ise, bu görüşün tam tersini ileri sürerek kâr dağıtım politikasının hisse senedinin fiyatı üzerinde etkili olduğunu savunmaktadır.

Modigliani ve Miller (“MM”) tarafından öngörülen İlişkisizlik Teorisi’nde (Dividend Irrelevance Theory) mükemmel sermaye piyasası (perfect capital markets), rasyonel davranış (rational behavior) ve mükemmel belirlilik (perfect certainty) ile tanımlanabilecek ideal bir ekonomide temettü politikasının şirketin değerine bir etkisi olmayacağı savunulmuştur (Miller ve Modigliani, 1961).

Diğer yandan Gordon (1963) ve Lintner (1962) tarafından geliştirilen “Eldeki Kuş” (bird-in-the-hand) Teorisi’ne göre yatırımcılar açısından temettü eldeki kuş, sermaye kazancı ise daldaki kuştur ve her zaman eldeki bir kuş, daldaki kuştan daha iyidir çünkü gelecek belirsizlik içerir. Yatırımcılar, belirsizlik durumunda bugün dağıtılan temettüyü gelecekteki potansiyel sermaye kazançlarından daha az riskli görmektedirler ve temettü kazancını sermaye kazancına tercih etmektedirler.

Eldeki Kuş Teorisi’ni destekleyici yönde başka çalışmalar da yapılmıştır. Örneğin, Litzenberger ve Ramaswamy (1982), CAPM kullanarak temettü ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemişler ve beklenen getiri ile temettü verimi arasında pozitif ve lineer olmayan bir ilişki bulmuşlardır.

Temettü politikalarının hisse fiyatlarına etkisi olduğunu savunan diğer bir teori ise Litzenberger ve Ramaswamy (1979) tarafından geliştirilen vergi etkileri üzerine dayanan Vergi Tercihi Teorisi’dir (Tax Preference Theory). Aslında bu teori, daha önce Miller ve Modigliani (1961) tarafından ilk defa bahsedilen Müşteri Etkisi (Clientele Effect) hipotezinin vergi

boyutunu ele alan bir yaklaşımdır. Bu teoriye göre temettüden alınan vergilerin aynı fonların Şirket içinde bırakılması durumunda daha az vergilendirilmiş olacağı varsayımıyla, Şirketin düşük temettü ödemesi yapmasının, Şirketin hisse değerine olumlu etki yapacağı savunulmaktadır. Vergilerin kâr payı ödemelerini etkilemesi ile ilgili olarak finans literatüründe iki tür yaklaşım bulunmaktadır. İlk yaklaşım, CAPM'e dayalı çalışmalardır. CAPM tabanlı bu çalışmalar literatürde ayrıca Statik Müşteri Modelleri olarak da adlandırılmaktadırlar. Bu çalışmalara örnek olarak, Litzenberger ve Ramaswamy (1979), Litzenberger ve Ramaswamy (1982), Black ve Scholes (1974), Miller ve Scholes (1982), ve Elton ve Gruber (1970) verilebilir. Diğer yaklaşım ise Dinamik Model yaklaşımı olarak da adlandırılabilir. Bu modeller risk, vergi ve işlem masraflarını da dikkate almaktadırlar.

Őu ana kadar bahsedilen üç teori de tamamen farklı görüşleri savunmaktadır. MM temettü politikasının önemsiz olduğunu, Eldeki Kuş Teorisi temettülerin artırılması gerektiğini, Vergi Tercihi Teorisi ise temettüleri düşürmenin Şirketin hisse senedi ve dolayısıyla piyasa değerini arttıracadığını savunmaktadır. Bu birbirinden tamamen farklı görüşlerin hangisinin doğru olduğuna yönelik yapılan çalışmalarda kesin bir sonuca ulaşılamamıştır (Brigham ve Ehrhardt, 2013, s. 555-556).

Bunlara ilaveten, Bhattacharya (1979), John ve Williams (1985), ve Miller ve Rock (1985) tarafından formüle edilen Bilgi İçeriği ve Sinyalleme Teorisi, temettüdeki değişikliklerin firmaların gelecekteki kazançları hakkında bilgi içerdiğini savunmaktadır. Bu görüşe göre, yöneticiler, temettüyü Şirketin gelecekteki krlılığı ve nakit akımları hakkında yatırımcılara bilgi vermek diğer bir deyişle piyasaya sinyal vermek amaçlı kullanılmaktadırlar. Temettü değişiklikleri firmanın gelecekteki kalıcı kazançlarında değişiklik olacağına dair önemli ve değerli bilgiyi yatırımcılara iletmektedir ve bu nedenle, temettü açıklaması hisse fiyatına yansımaktadır. Bu teoriyi test eden çalışmalara, Fama, Jensen, ve Roll (1969) ve Grullon, Michaely, Bernartzi ve Thaler (2002; 2005) rnek olarak gösterilebilir.

Konuyla ilgili diğer yaklaşım ise Temsil Maliyetleri ve Artık Fonlar Hipotezi olarak adlandırılabilir yaklaşımdır. Jensen (1986) tarafından geliştirilen Artık Fonlar Hipotezi'ne göre, artık fonlar, firmanın uygun sermaye maliyetiyle indirgenmiş pozitif net bugünkü değerli projelere fon ayırdıktan sonra elinde kalan fonlardır ve yöneticilerin kontrolünde olan artık fonların azaltılması ve dolayısıyla aşırı yatırım imknlarının azaltılması nedeniyle temsil maliyetinin düşürülebileceği ve firmanın piyasa değerininin artırılabilirliği ileri sürülmüştür. Easterbrook' a göre (1984), Şirketlerin temettü politikaları sermaye, vergi ve temsil maliyetlerini minimize edecek Şekilde tasarlanmalıdır. Dolayısıyla, temettü politikaları temsil maliyetlerinin azaltılmasında etkin olarak kullanılabilir bir yöntemdir. Konuyla ilgili bir diğer çalışma ise Rozeff (1982) tarafından gerçekleştirilen çalışmadır. Bu alışmada Rozeff geliştirdiği modellerde yüksek temettü ödemelerinin temsil maliyetini düşüreceğini ve aynı zamanda ise dışarıdan fon sağlama maliyetine sebep olacağını tespit etmiştir. Dolayısıyla, firmalar temsil maliyetlerindeki düşüş ile dışarıdan fon sağlamanın getirdiği maliyet artışlarını minimize edecek optimal bir temettü dağıtım politikası belirlemelidirler.

Konuyla ilgili birçok yabancı kaynaklı çalışma olmasına rağmen Türkiye'de bu konuyla ilgili yapılan çalışmalar oldukça sınırlıdır. Aydoğan ve Muradoğlu (1998), Muradoğlu ve Aydoğan (2003), çalışmalarında hisse senedi temetts ve beraberindeki rüçhan hakkı duyurularını incelemişlerdir.

Batchelor ve Orakçioğlu (2003) ise 1990-1994 dönemini kapsayan ve İMKB’de yer alan en büyük piyasa büyüklüğüne sahip 20 şirketle hisse senedi temettünün ve nakit temettünün, hisse senedi fiyatlarına olan etkisini test etmişler ve sonuç olarak, nakit temettü ödemelerinin temettü ödeme günü civarında önemli normalüstü getirilere yol açtığı sonucuna varmışlardır.

Karaca (2007) tarafından yapılan çalışmada ise İMKB-100 Endeksinde yer alan şirketler kullanılarak 2000-2005 döneminde temettü dağıtım şekillerinin şirketlerin değeri üzerinde etkisi araştırılmış ve sonuçta nakit temettü duyurularının hisse senedi fiyatını olumlu etkilediği sonucuna varmıştır. Diğer yandan, yatırımcılar hisse senedi temettü duyurularına ise kayıtsız kalmaktadırlar. Melez kâr dağıtımında ise hisse senedi sahipleri dağıtım tarihine kadar pozitif getiri elde etme şansına sahipken, bu tarihten sonra getirilerde önemli düşüşler gözlenmiştir. Hem bedelli sermaye artırımını hem de bedelsiz sermaye artırımını genel olarak piyasa tarafından olumsuz karşılanmaktadır.

Günalp, Kadioğlu ve Kılıç (2010) nakit temettü bilgisinin hisse senedi getirisi üzerine olan etkilerinin araştırıldığı çalışmaları, nakit temettünün açıklanması sonrasında oluşan hisse başına nakit temettü oranıyla kümülatif normalüstü getiri arasında istatistiksel olarak anlamlı negatif bir ilişki olduğu sonucuna varmışlar ve bu soncun da genel olarak Vergi Müşteri Etkisi hipotezini destekler nitelikte olduğunu savunmuşlardır. Ayrıca nakit temettü duyurusu öncesinde anlamlı bir fiyat hareketinin olmaması, fiyatı etkileyebilecek önemli bir bilgi olan nakit temettü kararının şirket içinden piyasaya sızmadığı yani içerden bir ticaret olmadığı (insider trading) sonucuna varılabileceğini belirtmişlerdir.

Yılmaz ve Selçuk (2010) piyasanın şirketlerin nakit temettü ödemelerinde bir önceki yıla göre değişkenliklerine nasıl tepki verdiğini ölçmek amacıyla, 2005-2008 yılları arasında BİST’de işlem gören 46 şirketin toplamda 184 temettü duyurusunun olay etüdü yöntemiyle incelemişlerdir. Sonuçlar piyasanın nakit temettü artışlarına olumlu, düşüslere ise olumsuz tepki verdiğini göstermiştir. Herhangi bir değişikliğin olmadığı durumlarda ise piyasanın da herhangi bir tepkisinin olmadığını göstermiştir. Ayrıca, azalan temettü durumlarında piyasaya önceden bilgi sızdırıldığını da tespit etmişlerdir.

3. Veri Seti ve Özellikleri

Çalışmada 2009-2014 yılları arasındaki altı yıllık süre içerisinde Borsa İstanbul Ulusal Pazar, Kurumsal Ürünler Pazarı ve İkinci Ulusal Pazar’da işlem gören 136 farklı şirketin 548 temettü açıklama duyurusu kullanılmıştır.

Temettü dağıtan şirketler nakit, hisse senedi ve melez olmak üzere üç grupta incelenmiştir. Nakit temettü için oluşturulan grupta 95 farklı şirkete ait 436 nakit temettü duyurusu yer alırken, hisse senedi temettü için oluşturulan grupta 43 farklı şirkete ait 69 temettü duyurusu ve melez temettü grubunda da 26 farklı şirkete ait 43 temettü duyurusu yer almıştır.

Nakit temettü çalışması için şirketler seçilirken BİST’de söz konusu 6 yıllık süre içerisinde yıllık en fazla bir kez ve toplamda da en az 2 kez sadece nakit temettü açıklayan ve ödeme yapan firmalar veri setine dâhil edilmiştir. Çalışmanın hisse senedi ve melez temettü kısımları için BİST’de bu kapsama giren şirketlerin sınırlı olması sebebiyle veri seti oluşturulurken özel bir kıstas uygulanmamış ve mümkün olduğunca çok verinin veri setine dâhil

edilmesi amaçlanmıştır. Veri setinde yer alan şirketlere ait yıllara göre temettü ödeme miktarları, hangi endekste oldukları gibi bilgiler Borsa İstanbul resmi internet sitesinden elde edilmiştir.

Hisse senedi ve BİST 100 Endeks getirileri hesaplanırken düzeltilmemiş gün sonu kapanış değerleri kullanılmıştır. Çalışmada olay günü olarak temettü ödeme duyurularının kamuoyuna ilk açıklandığı tarih alınmıştır. Bu bilgiler Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) resmi sitesinden şirket bazında taranarak toplanmıştır.

Bunlara ilaveten, temettü duyurularının hisse getirilerine olan etkisini tek başına ölçebilmek için temettü duyurularının yapıldığı günde eğer şirket bilanço ve/veya kr açıklaması da yapmış ise bu durumda bu bilgiler KAP'dan şirket bazında taranarak veri setine ilave edilmiştir. şirketlerin bilanço ve/veya kr açıklamaları da bilgi içeren açıklamalardır ve bu tür açıklamalar da kendi başlarına hisse getirilerine etki edebilmektedir. Bazı firmalar, temettü duyurusu yaptıklarında eř zamanlı olarak bilanço ve/veya kr açıklaması da yapmaktadırlar ve bu durum hisse getirilerine etki eden faktörleri artırmaktadır. Bu durumda, çalışmanın amacı olan temettü duyurularının hisse getirilerine olan etkisinin tek başına ölçülebilmesi zorlaşmaktadır. Bu amaçla, temettü duyurularının yapıldığı günde eğer şirket bilanço ve/veya kr açıklaması da yapmış ise bu bilgiler KAP'dan şirket bazında taranarak veri setine ilave edilmiştir. Veri setine giriş yapılırken, eğer şirket aynı günde hem temettü hem de bilanço ve/veya kr açıklaması yaptı ise, çalışmanın alışma Yöntemi bölümünde belirtilen denklemlerdeki BKA bağımsız değişkenine 1 (bir) ve diğer durumda ise 0 (sıfır) değeri verilmektedir.

şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörler bazında analiz yapabilmek için veri setindeki firmalardan sınai ve mali olarak iki sektör oluşturulmuş ve sektör etkisini görebilmek için analizler tekrarlanmıştır. Veri setinde yer alan şirketlerin hangi sektörde faaliyet gösterdiklerini belirlemek için BİST Mali (XUMAL) ve BİST Sınai (XUSIN) endeksleri referans alınmıştır.

4. Çalışmanın Yöntemi

Çalışmada temettü duyurularının hisse senedi getirilerine olan etkilerinin araştırılması için Olay Etüdü (Event Study) yönteminden ve regresyon analizinden faydalanılacaktır.

Olay pencerelerine yönelik olarak olay gününü merkez alan günlük dilimler bazında halinde dokuz farklı olay penceresi oluşturulmuştur. Tablo 1'de bu olay pencereleri açıklamaları, başlangıç ve bitiş günleriyle beraber verilmiştir. Tabloda olay günü 0 ile gösterilmekte olup, olay gününden önceki günler eksi (-) değerler ile gösterilirken, sonraki günler ise pozitif (+) değerlerle gösterilmektedir. Örneğin, başlangıcı -1 ve bitişi -5 olan olay penceresi olay gününden yani çalışmadaki anlamıyla temettü duyurusu yapılmasının bir gün öncesiyle beş gün öncesindeki zaman dilimine karşılık gelmektedir. Benzer şekilde başlangıcı 0 ve bitişi 2 olan olay penceresi olay günüyle olay gününden iki gün sonrası zaman dilimini kapsamaktadır.

Olay pencerelerinin oluşturulmasındaki amaç piyasanın söz konusu olaya verdiği tepkinin bu pencereler süresince etkisinin kümülatif olarak değerlendirilebilmesidir. Bu arada olayın etkisi ise hesaplanacak anormal getiriler ile ölçülecektir. Literatürde bu tür çalışmalarda genel olarak olay gününün öncesi ve sonrasındaki beş günlük sreler dikkate alınmaktadır. Çalışmada

olay gününün beş gün öncesi (-5) ve 15 gün sonrası (+15) kapsayacak bir analiz yapılarak daha geniş bir olay günü sonrası araştırmasının yapılması hedeflenmiştir.

Tablo 1. Olay Pencereleeri

Olay Pencereleeri		Açıklamalar
Başlangıç	Bitiş	
-5	-1	Temettü duyurularına yönelik bilginin içeriden öğrenilip öğrenilmediğinin (insider trading) test edilmesi. Bu tür bilgiler özellikle piyasa düzenleyicileri için önem arz etmektedir.
-2	-1	
0	0	Olay Günü
0	+1	Temettü duyurularının hisse fiyatlarına olan etkisinin ve bu bilginin fiyata uyarlanma sürecinin test edilmesi. Bu tür testler piyasanın etkinliğine yönelik sonuçlar da verebilmektedir.
0	+2	
0	+3	
0	+5	
0	+10	
0	+15	

Olay Etüdü yönteminde diğer bir önemli husus da anormal getirilerin nasıl ölçüleceğidir. Bu konuda literatürde değişik yöntemler vardır. Çalışmada, anormal getirilerin hesaplanması için endeks modeli (index model) ya da diğer adıyla düzeltilmiş piyasa getirisi modeli (market-adjusted return model) kullanılacaktır. Bu model, BİST’de bu tür bir çalışma yapmak için uygun olarak tanımlanan modeller arasında yer almaktadır (Başdaş, 2013).

Bu modelde, anormal getiriler aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Formülde;

AR_{it} : i hissesinin t günündeki anormal getirisi

R_{it} : i hissesinin t günündeki getirisi

R_{mt} : t günündeki piyasanın getirisi; çalışmada piyasa getirisi olarak BİST 100 Endeksinin getirileri kullanılmıştır.

Çalışmada hisse senetlerinin ve BİST 100 Endeksinin günlük getirileri aşağıdaki formüle göre hesaplanmıştır.

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

Burada;

R_{it} : i hissesinin t günündeki getirisi

P_{it} : i hissesinin t günündeki kapanış fiyatı

P_{it-1} : i hissesinin t günden bir gün öncesindeki (t-1) kapanış fiyatı

Benzer hesaplama yöntemi BİST 100 Endeksinin günlük getirileri için de kullanılmıştır.

Ayrıca, olay pencereleri boyunca her bir penceredeki kümülatif anormal getiriye hesaplamak içinde aşağıdaki formül kullanılmıştır.

$$CAR_T = \sum_{j=a}^T AR_{it}$$

Formülde;

CAR_T : i hissesinin j = a ile j = T arasındaki olay penceresindeki kümülatif anormal getirisi (a = -5,-2,0 ve T = -1,0,+1,+2,+3,+5,+10,+15)

AR_{it} : i hissesinin t günündeki anormal getirisi (t = -5,..., +15)

Çalışmanın sonraki aşamasında ise elde edilen kümülatif anormal getirilerle açıklayıcı değişkenlerin ilişkisi regresyon yöntemiyle araştırılmıştır. Regresyon analizinde nakit temettü, hisse temettü ve melez temettü grupları için aşağıda belirtilen yöntemler uygulanmıştır.

4.1. Nakit Temettü

Bağımlı değişkenin her bir olay penceresi için hesaplanan kümülatif anormal getirilerin olduğu ve bağımsız değişkenin (açıklayıcı değişkenin) ise nakit temettü veriminin oluşturduğu bir regresyon analizi yapılmıştır. Çalışmada net (vergi sonrası) nakit temettüler kullanılmıştır. Nakit temettü verimi hesaplanırken aşağıdaki formül kullanılmıştır.

$$Nakit\ Temettü\ Verimi = Net\ Nakit\ Temettü\ Miktarı / Olay\ Günü\ 'ndeki\ Hisse\ Kapanış\ Fiyatı$$

Bu şekilde, oluşan anormal getirinin nakit temettü verimi ile olan ilişkisi ya da kısaca temettü veriminin oranının anormal getirileri açıklayabilirliği analiz edilmiştir. Analizde temettü duyurusunun salt kendi başına etkisini ölçebilmek için olay gününde bilanço/kâr açıklaması gibi diğer bilgi içerikli duyuruların yapıp yapılmadığının da ayrıca analize dâhil edilmesi gereklidir. Bu da kukla değişkenler kullanılmak suretiyle gerçekleştirilmiştir.

Nakit temettü miktarındaki bir önceki döneme göre artış ve azalışında da bir bilgi içeriği olduğu ve dolayısıyla anormal getiriler üzerinde etkisi olabileceğine dair literatürde var olan çalışmalara dayanarak bu etki artış/azalış ilgili kukla değişkenlerin eklenmesi suretiyle analize dâhil edilmiştir.

Bunlara ilaveten, sektörel bazda analiz yapabilmek için denkleme sektör kukla değişkenleri de ilave edilmiştir.

Yukarıda belirtilen kümülatif anormal getiri formülüne göre her bir olay penceresinde 436 adet duyuru için 436 adet kümülatif anormal getiri ve bunlara karşılık gelen nakit temettü verimi, aynı gün bilanço/kâr açıklaması olup olmadığı bilgisi, nakit temettü miktarındaki bir önceki döneme göre artış ve azalış ve sektör bilgileri kullanılarak 436 adet bağımsız değişkenlerin ve 436 adet bağımlı değişkenin yer aldığı aşağıdaki regresyon modeli oluşturulmuştur:

$$CAR_T = \alpha + \beta_1 AGTV_T + \beta_2 BKA_T + \beta_3 AZAL_T + \beta_4 ART_T + \beta_5 MAL_T + \beta_6 SIN_T + \varepsilon \quad (1)$$

Burada;

CAR_T : T olay penceresindeki kümülatif anormal getiriye,

$AGTV_T$: T olay penceresindeki nakit temettü verimini (net),

BKA_T : T olay penceresindeki bilanço/ kâr açıklaması bilgisini,

$AZAL_T$: Nakit temettü miktarında bir önceki nakit temettüye göre azalış bilgisini,

ART_T : Nakit temettü miktarında bir önceki nakit temettüye göre artış bilgisini

MAL_T : Hisse senedinin mali sektörde olup olmadığının göstergesi,

SIN_T : Hisse senedinin sınıai sektörde olup olmadığının göstergesi,

ε : Sıfır ortalama ve sabit varyanslı hata terimini göstermektedir.

Her bir duyuruda bilanço/kâr açıklaması bilgisi için:

$BKA = 1$, eğer bilanço/kâr açıklaması temettü duyurusuyla aynı gündeysse,

$BKA = 0$, tersi durumda,

Her bir temettü duyurusunda bir önceki miktara göre azalış olup olmadığı bilgisi için:

$AZAL = 1$, eğer cari nakit temettü oranı bir önceki döneme göre azalmış ise,

$AZAL = 0$, tersi durumda

Her bir duyuruda bir önceki miktara göre artış olup olmadığı bilgisi için:

$ART = 1$, eğer cari nakit temettü oranı bir önceki döneme göre artmış ise,

$ART = 0$, tersi durumda

Her bir duyuruda ilgili şirketin mali sektörde yer alıp almadığı bilgisi için:

$MAL = 1$, eğer şirket mali sektörde ise,

$MAL = 0$, tersi durumda

Her bir duyuruda ilgili şirketin sınıai sektörde yer alıp almadığı bilgisi için:

$SIN = 1$, eğer şirket sınıai sektörde ise,

$SIN = 0$, tersi durumda değerleri kullanılmıştır.

4.2. Hisse Temettü

Analizde kullanılan hisse temettü duyurusu sayısı 69'dur. Hisse temettü içinde nakit temettüdekine benzer bir yöntem izlenmiştir. Bağımsız değişken olarak hisse temettünün sermayeye oranı kullanılmıştır. Hisse temettünün sermayeye oranı olarak tanımlanan HTSO bağımsız değişkeninin, bilanço/kâr açıklaması değişkeni BKA, hisse temettüde bir önceki yıla göre azalış ve artışı gösteren AZAL ve ART değişkenleri ve şirketin mali veya sınıai sektörde olmasını gösteren MAL ve SIN değişkenleri ile birlikte olay pencerelerinde kümülatif anormal getiriye açıklama gücü araştırılmıştır. Nihai olarak kullanılan regresyon formülü aşağıda verilmiştir.

$$CAR_T = \alpha + \beta_1 HTSO_T + \beta_2 BKA_T + \beta_3 AZAL_T + \beta_4 ART_T + \beta_5 MAL_T + \beta_6 SIN_T + \varepsilon \quad (2)$$

Burada, nakit temettüden farklı olarak $HTSO_T$ terimi hisse temettünün sermayeye oranını göstermektedir. Diğer terimler, nakit temettüdeki terimlerde aynı anlamı taşımaktadırlar.

4.3. Melez Temettü

Melez temettünün toplam 43 olan örnek sayısının az olması istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara ulaşmayı zorlaştırmaktadır. Bu sebeple, analizi sadeleştirmek için ana bağımsız değişkenler olan nakit temettü verimi, hisse temettünün sermayeye oranı ve olay gününde bilanço/kâr açıklaması olup olmaması dikkate alınmıştır. Buna göre analizler 43 duyuru için aşağıdaki regresyon formülüne göre gerçekleştirilmiştir.

$$CAR_T = \alpha + \beta_1 AGTV_T + \beta_2 HTSO_T + \beta_3 BKA_T + \varepsilon \quad (3)$$

Buradaki terimler nakit temettü ve hisse temettüdeki terimlerde aynı anlama sahiptir.

5. Bulgular

5.1. Nakit Temettü Analizinden Elde Edilen Bulgular

Nakit temettüye yönelik (1) numaralı denklem kullanılarak yapılan analizlerin sonuçları aşağıdaki Tablo 2’de verilmiştir.

Tablo 2. Nakit Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi

	CAR 1 [-5,-1]	CAR 2 [-2,-1]	CAR3 [olay günü]	CAR 4 [0,+1]	CAR 5 [0,+2]	CAR 6 [0,+3]	CAR 7 [0,+5]	CAR 8 [0,+10]	CAR 9 [0,+15]
AGTV	0,0502 (0,6245)	-0,0285 (-0,5223)	0,2242 (4,9428)**	0,5129 (6,9853)**	0,500 (5,8670)**	0,4699 (5,3888)**	0,5902 (5,9016)**	0,597 (4,6923)**	0,6008 (3,6899)**
BKA	-0,0069 (-1,2713)	-0,008 (-2,1787)*	0,0017 (0,5448)	-0,0001 (-0,0216)	-0,0028 (-0,4871)	-0,0012 (-0,1994)	-0,0033 (-0,4941)	0,0011 (0,1306)	-0,0078 (-0,7057)
AZAL	-0,0037 (-0,5601)	-0,0057 (-1,2796)	-0,0021 (-0,5645)	0,0018 (0,2946)	-0,0025 (-0,3575)	0,0011 (0,1599)	0,0032 (0,3828)	-0,0021 (-0,1972)	-0,0035 (-0,2643)
ART	-0,0063 (-1,0506)	-0,0006 (-0,1544)	0,0018 (0,5294)	0,0079 (1,442)	0,0031 (0,4895)	0,0071 (1,0898)	0,0091 (1,2176)	0,0061 (0,6491)	0,0192 (1,5806)
MAL	0,0022 (0,2606)	-0,0014 (0,2393)	0,0015 (0,3034)	0,0055 (0,7034)	0,0112 (1,2340)	0,0094 (1,0053)	0,0105 (0,9846)	-0,0024 (-0,1770)	-0,0095 (-0,5438)
SIN	0,0029 (0,3795)	-0,0008 (-0,1614)	-0,0025 (-0,5954)	-0,0049 (-0,7103)	0,0019 (0,2315)	0,0045 (0,5525)	-0,0029 (-0,3085)	-0,014 (-1,1700)	-0,0192 (-1,2570)
F-İstatistiği	0,6309	1,0996	5,1159**	9,5302**	6,6710**	5,5957**	6,7021**	4,7048**	3,9751**
R ² (%)	0,8746	1,5147	6,6774	11,7613	8,5338	7,2581	8,5702	6,1739	5,2667

Not: * %5, ** ise % 1 istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir

Yukarıdaki tablodaki değerler, her bir olay penceresinde bağımsız değişkenler *AGTV* (açıklama günü temettü verimi), *BKA* (bilanço/kâr açıklama bilgisi), *AZAL* (temettüde azalış), *ART* (temettüde artış), *MAL* (şirket mali sektörde olup olmadığı), *SIN* (şirketin sınai sektörde olup olmadığı) ile ilgili pencerelerdeki bağımlı değişkenler olan kümülatif anormal getiriler arasındaki ilişkiyi belirlemek için (1) numaralı regresyon denklemi kullanılarak elde edilmiştir. Bağımlı değişkenler kolaylık olması açısından *CAR1*'den *CAR9*'a kadar adlandırılmışlardır. Bağımlı değişkenlerin altında parantez içerisindeki değerlerden ilk değer başlangıç gününü son değer bitiş gününü göstermektedir. Örneğin, [0,+1] olay günü (dâhil) ve olay günün takip eden 1. gün (dâhil) olan pencereyi temsil etmektedir. Bağımsız değişkenlerinin olduğu satırlarda da, üsteki satır regresyon sonucu çıkan katsayı (β_1, \dots, β_6) değerini, alttaki satır ise parantez içerisinde ilgili regresyon denkleminin o katsayı için elde edilen t-istatistiğini göstermektedir. Örneğin, *AGTV* bağımsız değişkenininin *CAR1* [-5,-1] penceresindeki β_1 katsayısı 0,0502 ve ilgili t-istatistiği ise 0,6245'dir. Tablodaki bağımsız değişkenlerden sonraki değerler ise ilgili regresyon denkleminin hesaplanan F-istatistiğini ve R^2 değerini göstermektedir. Bu değerler *CAR1* için sırasıyla 0.6309 ve 0,8746'dır.

Tablodan görüldüğü gibi *AGTV* bağımsız değişkeninin olay günü öncesi hariç kalan olay pencerelerinin tamamında katsayısının değeri %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve *BKA* bağımsız değişkeninin ise sadece [-2,-1] olay penceresindeki katsayısı %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır.

Sonuç olarak, olay günü ve sonrasındaki pencereler için nakit temettü veriminin kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi olduğu görülmüştür. Olay gününde yapılan bilanço/kâr açıklamalarının kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisinin olmadığı; [-2,-1] olay penceresi hariç, görülmüştür.

Regresyon denkleminin katsayılarının genel olarak anlamlılığını sınyan F-istatistikleri de *AGTV* katsayısının istatistiklerine benzer bir görünüm sergilemiştir. Olay günü öncesi F-istatistikleri anlamsız çıkarken, olay günü ve sonrasında %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı çıkmışlardır.

Tablo 2'de ortaya konan sonuçlarla, açıklama günü nakit temettü verimi (*AGTV*) ya da kısaca temettü verimi ile kümülatif anormal getiriler arasında olay günü ve sonrasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin kurulabildiği görülmektedir. Bu ilişki pozitif yönlü bir ilişki olup [0,+1] olay penceresinde en güçlü istatistiksel anlama sahiptir. Bu süreçte, *AGTV* bağımsız değişkeninin katsayıları pozitif olup 15 güne yayılan bir süreçte olay günündeki 0,2242 değerinden 1. günün sonunda 0,5129 değerine çok hızlıca çıkmakta sonrasında hafif düşüşlerle 3. günün sonunda 0,4699 değerine ulaşmakta ve takip eden günlerde tekrar artışa başlayarak 15. günün sonunda 0,6008 değerine ulaşmaktadır. Olay günü ve sonrasında *AGTV* değişkeni anlamlı iken aynı durum olay günü öncesinde geçerli değildir. Olay günü öncesindeki t-istatistikleri ve F-istatistikleri anlamlı değildir.

Diğer bir bağımsız değişken olan olay günüyle aynı günde yapılan bilanço/kâr açıklaması (*BKA*) için ise aynı şeyleri söylemek mümkün değildir. *BKA*'nın katsayısı sadece [-2,-1] olay penceresinde anlamlıdır ancak bu olay penceresindeki F-istatistiği anlamsız olduğundan *BKA*'nın kümülatif anormal getiriye açıklayan bir değişken olduğundan bahsedilemez.

Diğer bağımsız değişkenler olan *AZAL*, *ART*, *MAL* ve *SIN* kukla değişkenleri hiç bir olay penceresinde anlamlı katsayılara sahip değildirler. Dolayısıyla, kümülatif anormal getirilerin şirketin mali ya da sınavı endekste olmasından ve temettünün azalış veya artışından bağımsız olduğundan bahsedilebilir.

5.2. Hisse Temettü Analizinden Elde Edilen Bulgular

Analizin bu aşamasında, ilgili olay pencerelerindeki kümülatif anormal getiriler ile hisse temettünün sermayeye oranı arasındaki ilişki, (2) numaralı denklem ile analiz edilmiş ve elde edilen bulgular Tablo 3'de sunulmuştur

Tablo 3. Hisse Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi

	CAR 1 [-5,-1]	CAR 2 [-2,-1]	CAR 3 [olay günü]	CAR 4 [0,+1]	CAR 5 [0,+2]	CAR 6 [0,+3]	CAR 7 [0,+5]	CAR 8 [0,+10]	CAR 9 [0,+15]
HTSO	5,4979	4,7506	3,1801	-0,7391	0,8698	7,5234	9,6205	13,2983	13,6519
	(0,9958)	(1,2076)	(0,8264)	(-0,1619)	(0,1346)	(0,8763)	(0,8970)	(1,0832)	(1,2991)
BKA	-0,0125	-0,0058	-0,0089	-0,0012	-0,0059	0,0265	0,0198	0,0246	0,0279
	(-0,6365)	(-0,4158)	(-0,6517)	(-0,0753)	(-0,2563)	(0,8668)	(0,5171)	(0,5611)	(0,7431)
AZAL	0,0237	0,0124	-0,0098	-0,0096	-0,0185	-0,0111	-0,0115	-0,0288	-0,0234
	(1,3333)	(0,9789)	(-0,7920)	(-0,6571)	(-0,8894)	(-0,4021)	(-0,3325)	(-0,7304)	(-0,6917)
ART	0,0032	0,0088	-0,0171	-0,0199	-0,0100	-0,0096	-0,3997	0,0157	-0,0111
	(0,1428)	(0,5532)	(-1,0942)	(-1,0766)	(-0,3795)	(-0,2759)	(-0,3997)	(0,3151)	(-0,2611)
MAL	-0,0453	-0,0200	-0,0072	-0,0015	0,0091	0,0165	0,0012	0,0236	0,0044
	(-2,7995)**	(-1,7372)	(-0,6351)	(-0,1137)	(0,4789)	(0,6535)	(0,0386)	(0,6562)	(0,1424)
SIN	-0,0294	-0,0073	-0,0025	0,0032	0,0183	0,0513	0,0315	0,0549	0,0349
	(-1,6025)	(-0,5589)	(-0,1925)	(0,2097)	(0,8531)	(1,7965)	(0,8847)	(1,3449)	(0,9976)
F-İstatistiği	1,6983	0,9087	0,6843	0,3100	0,9085	1,066	0,5624	0,7527	0,9223
R ² (%)	14,1154	8,0834	6,2111	2,9130	3,2564	9,3514	5,1618	6,7896	8,1942

Not: ** % 1 istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir

Yukarıdaki tablodan görüldüğü gibi hiç bir olay penceresinde anlamlı bir istatistiğe ulaşılamamıştır. *HTSO* bağımsız değişkeninin katsayısı [0,+1] penceresi hariç hep pozitif olmakla beraber olay günü sonrası ciddi oranda düşmüş sonrasında ise sürekli bir artış göstermiştir. Benzer durum t-istatistiği içinde gözlenmiştir. *BKA* bağımsız değişkeninin katsayısı ise [0,+2] olay penceresine kadar pozitif iken bundan sonra negatife dönmüştür. Tablodan da görülebileceği gibi bütün olay pencerelerinde *AZAL* ve *ART* bağımsız değişkenleri için istatistiksel olarak anlamlı olan bir katsayı yoktur. [-5,-1] olay penceresinde *MAL* bağımsız değişkeni katsayısı için %1 istatistiksel anlamlılık düzeyinde bir değere ulaşılmıştır. Ancak, F-istatistiğinin anlamsız olması bu durumun anlamlı şekilde yorumlanmasını güçleştirmektedir.

Sonuç olarak, hiç bir bağımsız değişken, kümülatif anormal getirileri açıklamaya yeterli bulunmamıştır.

5.3. Melez Temettü Analizinden Elde Edilen Bulgular

Melez temettüde analizler daha önce oluşturulan (3) numaralı denklem yardımıyla yapılmış ve elde edilen bulgular Tablo 4’de sunulmuştur.

Tablo 4. Melez Temettü Duyurusunun Hisse Getirisine Etkisi

	CAR 1 [-5,-1]	CAR 2 [-2,-1]	CAR 3 [olay günü]	CAR 4 [0,+1]	CAR 5 [0,+2]	CAR 6 [0,+3]	CAR 7 [0,+5]	CAR 8 [0,+10]	CAR 9 [0,+15]
AGTV	-0,0206	-0,1631	0,1143	0,1933	0,2188	0,0272	0,1696	0,2290	-0,0301
	(-0,1147)	(-1,3533)	(-0,9583)	(1,0442)	(0,9423)	(0,1179)	(0,7596)	(0,7235)	(-0,0746)
HTSO	-1,4967	-0,2671	1,6496	2,41	2,0913	1,1629	-0,8219	-3,9229	-1,1209
	(-0,7757)	(-0,206)	(1,2854)	(1,2099)	(0,8368)	(0,4681)	(-0,3401)	(-1,1517)	(-0,2580)
BKA	0,0266	0,0203	-0,0123	-0,0168	-0,0137	-0,0158	-0,0272	-0,0114	0,002
	(2,0118)	(2,2834)*	(-1,3951)	(-1,2274)	(-0,801)	(-0,9262)	(-1,6497)	(-0,4900)	(0,0678)
F-İstatistiği	1,7077	2,5965	1,9494	1,7786	0,9886	0,4138	1,1185	0,5681	0,032
R ² (%)	11,61	16,65	13,04	12,04	7,07	3,08	7,92	4,19	0,25

Not: * % 5 istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir

Tablodan da görüldüğü gibi sadece *BKA* bağımsız değişkeninin [-2,-1] olay penceresindeki β_3 katsayısı % 5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Ancak, buna ait F-istatistiğinin anlamlı olmaması bu katsayının anlamlı olarak yorumlanmasına olanak vermemektedir. Yine de en güçlü sonuçlar [-2,-1] olay penceresinde elde edilmiştir. Hem *HTSO* hem de *AGTV* katsayıları duyuru gününden önce negatif değerlere sahipken olay gününden başlayarak olay günün üç gün sonrasına kadar pozitif değerler almıştır. Ancak sonrasında, *HTSO*’nun katsayısı negatife dönmüştür. *AGTV* katsayısı ise [0,+10] olay penceresine kadar pozitif iken [0,+15] olay penceresinde ise negatife dönmüştür.

Sonuçta, melez temettü bileşeninde nakit temettü veriminin, kümülatif anormal getirilere etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır. Diğer yandan olay gününde yapılan bilanço / kâr açıklamalarının kümülatif anormal getirilere anlamlı bir etkisi olmadığı olay günü öncesindeki olay pencerelerinde görülürken, bu durum diğer pencerelerde geçerli değildir.

6. Genel Değerlendirme ve Sonuç

Nakit temettü konusunda elde edilen bulgular, olay günü ve sonrasındaki anormal getirilerle nakit temettü verimi arasında güçlü bir pozitif ilişkiye işaret etmektedirler. Yatırımcılar, ekonomik kriz sonrası döneme denk gelen 2009-2014 döneminde nakit temettü oranından ziyade temettü veriminin yani ilgili temettü miktarının duyuru günündeki hissenin kapanış fiyatına olan oranına daha çok önem vermişlerdir. Diğer bir deyişle, temettü verimi yüksek olan hisseler yatırımcılar tarafından tercih edilmişlerdir.

Bu durum yani yatırımcıların temettü verimi yüksek olan şirketlere olan taleplerinin artması ya da diğer bir deyişle temettü şeklindeki nakit parayı almayı tercih etmeleri Eldeki Kuş Teorisi ile örtüşmektedir. Geleceğe yönelik belirsizliklerin en yüksek olduğu zamanlarda yatırımcıların cari dönemde alacakları nakit temettüleri odaklanmaları ve verimi yüksek yani yatıracakları paraya karşın en fazla nakdi temettü şeklinde geri veren hisseleri seçmeleri normal karşılanmalıdır. Bu bakımdan yatırımcıların kriz sonrası dönemde tercihlerinde değişiklikler olduğu söylenebilir. Kriz öncesi vergi etkisinden dolayı temettü getirisini tercih etmeyip sermaye kazancını tercih eden yatırımcılar krizden sonra vergi etkisine rağmen daha güvenli ve nakit gördükleri temettü verimi yüksek olan şirketlere yatırım yapmayı tercih etmiş olabilirler. Diğer bir deyişle eldeki kuşu daldaki iki kuşa tercih etmişlerdir.

Çalışmanın önemli sonuçlarından birisi de olay günü öncesi nakit temettü duyurularından önceki günlerde anlamlı bir sonuca ulaşılamamış olmasıdır. Dolayısıyla, temettü bilgisinin şirket içerisinden piyasaya önceden sızdırılmadığı ve içerden öğrenenler ticaretinin (insider trading) olmadığı sonucuna varılmıştır. Bu durum daha önce bu konudaki Günalp vd. (2010) çalışmasının sonuçlarıyla uyumludur. Bu sonuçlar, Türkiye’de sermaye piyasalarındaki denetim kurumlarının ve mevzuatın bu konuda etkin bir şekilde çalıştığı şeklinde yorumlanabilir.

Diğer önemli bir sonuç da BİST’in yıllar içerisinde daha etkin bir piyasaya dönüşmekte olduğudur. Çalışmada sonuçların en anlamlı olduğu dönem [0,+1] dönemi olarak belirlenmiştir. Diğer bir ifadeyle temettü duyurularının yapıldığı gün ve sonrasında gün diğer bir deyişle ilk iki gün piyasa söz konusu duyurulara en anlamlı tepkiyi vermiştir. Bu süre Günalp ve diğerlerinin (2010) çalışmasında [0,+2] ve Aydoğan ve Muradoğlu (1998) çalışmasında fiyatın bilgiye uyarlanma sürecinin duyurunun yapıldığı günden bir gün sonra başladığını ortaya koymuştur. Dolayısıyla, BİST’in zamanla daha etkin hale geldiğini söylemek mümkündür.

Ayrıca, bilanço/kâr açıklaması, nakit temettü miktarındaki artış ve azalışlar gibi değişkenlere karşı yatırımcıların kayıtsız kaldıkları sonucuna da ulaşılmıştır. Bu durumu, şirketlerin mali ya da sını sektörlere faaliyet göstermeleri de değiştirmemektedir.

Yapılan analizler neticesinde, yatırımcıların hisse temettü duyurularına kayıtsız kaldıkları sonucuna ulaşılmıştır. Bu bakımdan sonuçlar Aydoğan ve Muradoğlu’nun (1998) çalışmasının bulgularıyla uyumludur. Hisse senedi şeklindeki temettünün varlığını ve büyüklüğünü temsil eden hisse temettünün sermayeye oranıyla anormal getiriler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Hisse şeklinde temettü dağıtılmasının hisselerin getirilerine bir etkisi olmaması sonucu beklenen bir sonuçtur ve normal karşılanmalıdır. Hisse temettü analizinin önemli sonuçlarından birisi de olay günü öncesindeki günlerde anlamlı bir sonuca ulaşılamamış olmasıdır. Dolayısıyla, tıpkı nakit temettü duyurularında olduğu gibi temettü bilgisinin şirket içerisinden piyasaya önceden sızdırılmadığı ve içerden öğrenenler ticaretinin (insider trading) olmadığı sonucuna varılabilir. Benzer şekilde, bilanço/kâr açıklaması, hisse temettü miktarındaki artış ve azalışlar gibi değişkenlere karşı yatırımcıların kayıtsız kaldıkları sonucuna ulaşılmıştır. Bu durumu, şirketlerin mali ya da sını sektörlere faaliyet göstermeleri de değiştirmemektedir.

Çalışma sonucunda, melez temettülerde de anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır. Melez temettülerdeki hisse senedi bileşeninde hisse senedi temettülerde belirtilen sebeplerden dolayı anlamlı sonuçlara ulaşılamaması normal karşılanabilir. Ancak, nakit temettü bileşeninde anlamlı sonuçlar beklenmekle birlikte anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır. Sonuç olarak, yatırımcılar

melez temettü duyurularına karşı kayıtsız kalmışlardır. Bunun sebepleri arasında piyasadaki melez temettüye yönelik olarak hisse senedi şeklindeki temettüye benzer bir algının olması, melez temettülerde genel olarak nakit temettü bileşenin göreceli olarak yüksek olmaması gibi nedenler sıralanabilir. Ayrıca, sonuçlar değerlendirilirken gözlem sayısının az olması ve dolayısıyla sonuçların güvenilirliğinin göreceli olarak daha az olabileceği de dikkate alınmalı ve sonuçlara ihtiyatla yaklaşılmalıdır.

Melez temettü analizinin önemli sonuçlarından birisi de olay günü öncesindeki günlerde anlamlı bir sonuca ulaşamamış olmasıdır. Dolayısıyla, tıpkı nakit temettü ve hisse temettü duyurularında olduğu gibi temettü bilgisinin şirket içerisinden piyasaya önceden sızdırılmadığı ve içerden öğrenenler ticaretinin (insider trading) olmadığı sonucuna varılabilir.

Çalışmanın temel sonuçlardan birisi de yatırımcıların nakit temettü ödemelerini diğer temettü ödemelerine tercih ettikleri yönündedir. Yatırımcılar hisse ve melez temettülere karşı kayıtsızdılar.

Anlamlı temettü dağıtımlarının yatırımcı tercihlerinde belirleyici olabileceğinin sadece belirli şirketler tarafından değil de BİST’de işlem gören şirketlerin çoğunluğu tarafında da görülmesi ve bu konuda kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında iyileştirmeler yapılarak daha fazla yatırımcı çekebilecekleri bir düzenlemeye geçmelerinde hem kendileri hem de Türkiye ekonomisi açısından fayda olduğu düşünülmektedir. Bu durum, yani şirketlerin büyük çoğunluğunun temettü dağıtmaması, ya da dağıtanların kârın düşük bir kısmını temettü olarak vermeleri Türkiye’de borsanın gelişmesindeki önemli engellerden birisidir. Borsanın bir yatırım platformu olduğu fikrinden hareketle katılımın geniş tabana yayılması, daha fazla şirketin borsaya açılması ve mevcut şirketlerinde elde ettikleri kârları istikrarlı bir şekilde hissedarlarıyla paylaşması Borsa İstanbul’un gelişmesine önemli katkılar sağlayacaktır.

Kaynakça

- Aydoğan, K., & Muradoğlu, G. (1998). Do markets learn from experience? Price reaction to stock dividends in the Turkish market. *Applied Financial Economics*, 8(1), 41-49. <https://doi.org/10.1080/096031098333230>
- Başdaş, Ü. (2013). *Event study methodology for Borsa Istanbul* (Doctoral Thesis). Middle East Technical University Institute of Social Sciences, Ankara.
- Batchelor, R., & Orakçioğlu, İ. (2003). Event-related GARCH: The impact of stock dividends in Turkey. *Applied Financial Economics*, 13(4), 295-307. <https://doi.org/10.1080/09603100210138547>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend, and “The Bird in the Hand” fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/3003330>
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effect of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 1-22. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(74\)90006-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(74)90006-3)
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2013). *Financial Management*. Cengage Learning.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1805130>
- Elton, E., & Gruber, M. (1970). Marginal stockholders' tax rates and the clientele effect. *The Review of Economics and Statistics*, 52(1), 68-74. https://doi.org/10.1142/9789814335409_0001
- Fama, E., Jensen, L., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10(1), 1-21. <https://doi.org/10.2307/2525569>
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, 18(2), 264-272. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1963.tb00722.x>
- Grullon, G., Michaely, R., Bernartzi, S., & Thaler, H. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity. *Journal of Business*, 75(3), 387-424. <https://doi.org/10.1086/339889>
- Grullon, G., Michaely, R., Bernartzi, S., & Thaler, H. (2005). Dividend changes do not signal changes in future profitability. *Journal of Business*, 78(5), 1659-1682. <http://dx.doi.org/10.1086/431438>
- Günalp, B., Kadioğlu, E. ve Kılıç, S. (2010). Nakit temettü bilgisinin hisse senedi getirisi üzerinde önemli bir etkisi olup olmadığının İMKB'de test edilmesi. *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 28(2), 47-69. Retrieved from <http://dergipark.gov.tr/huniibf/issue/29107/311348>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The Economic Review*, 76(2), 323-329. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1818789>
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, dilution and taxes: A signalling equilibrium. *Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070. <https://doi.org/10.2307/2328394>
- Karaca, S. S. (2007). *Şirketlerin kâr dağıtım politikası ve kâr payı ödeme şekillerinin firma değerine etkisinin analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda bir inceleme* (Doktora Tezi). İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya.
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices, and supply of capital to corporations. *Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243-269. <https://doi.org/10.2307/1926397>
- Litzenberger, R., & Ramaswamy, K. (1979). The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 163-195. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(79\)90012-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(79)90012-6)
- Litzenberger, R., & Ramaswamy, K. (1982). The effects of dividends on common stock prices tax effects or information effects?. *The Journal of Finance*, 37(2), 429-443. <http://dx.doi.org/10.2307/2327346>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. <http://dx.doi.org/10.1086/294442>

- Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1982). Dividends and taxes: Some empirical evidence. *Journal of Political Economy*, 90(6), 1118-1141. <http://dx.doi.org/10.1086/261114>
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051. <http://dx.doi.org/10.2307/2328393>
- Muradoğlu, G., & Aydoğan, K. (2003). Trends in market reactions: Stock dividends and right offerings at Istanbul Stock Exchange. *The European Journal of Finance*, 9(1), 41-60. <http://dx.doi.org/10.1080/13518470110047611>
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x>
- Yılmaz, A. A., & Selçuk, E. (2010). Information content of dividends: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *International Business Research*, 3(3), 126-132. doi: 10.5539/ibr.v3n3p126