

KAR PAYI DAĞITIM DUYURULARININ HİSSE SENEDİ PİYASA FİYATINA ETKİSİ: BİST 100'DE AMPİRİK BİR ÇALIŞMA

İsrafil ZOR¹

Şeyma YILMAZ KÜÇÜK²

Atıf/©: Zor, İ. ve Yılmaz Küçük, Ş. (2019). Kar payı dağıtım duyurularının hisse senedi piyasa fiyatına etkisi: BİST 100'de ampirik bir çalışma. *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12(1), 33-48, doi: 10.17218/hititsosbil.455885.

Özet: Bu çalışmanın amacı, kar payı dağıtım duyurularının hisse senetlerinin piyasa fiyatları üzerindeki etkisini incelemektir. BIST 100 Endeksinde işlem gören şirketlere ait 2014-2016 yılları arasındaki 279 bildirim çalışmanın veri setini oluşturmuştur. Çalışmada yöntem olarak olay analizi kullanılmıştır. Çalışma sonuçları, piyasa modeli ve sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeline göre farklılıklar göstermekle birlikte, dağıtılabilir kar bulunmadığı için kar payı dağıtmayacağını bildiren şirketler ve dağıtılabilir kar bulunduğu halde kar payı dağıtmayacağını bildiren şirketler tarafından yapılan duyuruların hisse senedi fiyatları üzerinde negatif bir anormal getiriye neden olduğunu göstermektedir. Nakit kar payı dağıtacağına ilişkin duyuru yapan şirketlerde de benzer bir negatif etki bulunmakla birlikte, bu şirketler için ortaya çıkan negatif anormal getirinin daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kar Payı Dağıtım, Hisse senedi Değeri, Anormal Getiri, Olay Çalışması

Effects of Dividend Distribution Announcements on the Market Price of Shares: Empirical Study in BIST 100

Citation/©: Zor, İ. ve Yılmaz Küçük, Ş. (2019). Effects of dividend distribution announcements on the market price of shares: Empirical study in BIST 100, *Hitit University Journal of Social Sciences Institute*, 12(1), 33-48, doi: 10.17218/hititsosbil.455885.

Abstract: The aim of this study is to examine the effect of dividend announcements on market prices of stocks. 279 announcements between 2014 and 2016 belonging to the companies traded in the BIST 100 Index are used as the data set. In the study, event study is used. While the results of the study differ according to the market model and capital asset pricing model, the announcements made by the company that declare that they will not distribute dividends as there is no distributable profit and that declare that they will not distribute dividends, even though there are distributable profits cause a negative abnormal return on stock prices. Although there is a similar negative impact on companies reporting that they will distribute cash dividends, it has been found that the negative abnormal return for these companies is higher.

Keywords: Dividend Distribution, Share Price, Abnormal Return, Event Study

Makale Geliş Tarihi: 29.08.2018 Makale Kabul Tarihi: 15.05.2019

Bu makale 3-5 Mayıs 2018 tarihleri arasında Çorum'da düzenlenen III. Uluslararası Stratejik Araştırmalar Kongresi adlı etkinlikte sözlü bildiri olarak sunulmuş ve özeti kongre bildiri özet kitabında basılmış "Kar Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Piyasa Fiyatına Etkisi: BİST 100'de Ampirik Bir Çalışma" başlıklı bildirinin tamamlanmış halidir.

¹Doç. Dr., Kırıkkale Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, israfilzor@kku.edu.tr, <http://orcid.org/0000-0001-6073-7571>.

²Sorumlu Yazar, Öğr. Gör., Çankırı Karatekin Üniversitesi, Meslek Yüksekokulu, Bankacılık ve Finans Bölümü, seymayilmaz@karatekin.edu.tr, <http://orcid.org/0000-0002-1547-7122>.

1. GİRİŞ

Tüm firmaların normatif finansal amacı hissedar değeri maksimizasyonunu sağlamaktır. Bu amaca ulaşabilmek için finansman, yatırım ve kar payı şeklinde üç temel karar bulunmaktadır. Esasında kar payı kararlarını yatırım ve finansman kararlarından ayrı olarak düşünmek mümkün değildir. Firmaların daha az kar payı dağıtarak otofinansman ile daha fazla yatırım gerçekleştirmeleri sağlanabilir. Bu durumun tersi düşünülduğünde, yüksek miktarda kar payı dağıtan firmaların yatırım için dış kaynaklara yönelmeleri gerekecektir. Söz edilen karmaşık yapı bir bütün olarak değerlendirildiğinde, hissedar değerini, diğer bir ifadeyle hisse senetlerinin piyasa fiyatlarını artırma amacıyla olan yönetimin, yatırım ve finansman kararlarının olduğu gibi kar payı kararlarının da etkisinin nasıl olacağını bilmeleri gerekmektedir. Finansman ve yatırım kararlarında olduğu gibi kar payı kararlarında da hissedar değerinin karardan nasıl etkileneceğine farklı yaklaşan teoriler bulunmaktadır.

Finans literatürü incelendiğinde kar payı dağıtımının firma değeri üzerindeki etkisinin birçok teori ile açıklanmaya çalışıldığı görülmektedir. Miller ve Modigliani (1961), piyasaların etkin olduğu, dağıtılan ve dağıılmayan karlar arasında vergi farklılığı bulunmadığı, tüm yatırımcıların rasyonel olduğu varsayımları altında firma değerinin kar payı dağıtım kararından etkileneceğini açıklamışlardır. Miller – Modigliani Kar Payı İlişkisizliği Yaklaşımına göre firma değeri yalnızca yatırım politikasından etkilenir ve kar payı dağıtım kararları firma değeri üzerinde bir etkiye sahip değildir. Lintner (1962) ve Gordon (1963) ise yatırımcıların kar payı gelirini sermaye kazancından daha az riskli bulmalarından dolayı tercih edeceklerini açıklamıştır. Kar payı dağıtımının özsermaye maliyetini düşüreceğinden dolayı firma değerini artırıcı etki yapacağını savunmuşlardır. Litzenberger ve Ramaswamy (1979) ise sermaye kazancı ve kar payı gelirlerinin vergilendirme oranı ve zamanı açısından farklılıklar bulunmasından dolayı kar payı kararlarının yatırımcılar için ve dolayısıyla firma değeri için önemli olabileceğini açıklamışlardır.

Finans literatüründe Miller ve Modigliani (1961), Lintner (1962) ve Gordon (1963), Litzenberger ve Ramaswamy (1979) tarafından ortaya konan teoriler temel olmakla birlikte kar payı dağıtımı gibi önemli bir finansal kararı ele alan teoriler bunlarla sınırlı kalmamıştır. Müşteri etkisi teorisine göre, bazı yatırımcılar kar payının dağıtılmasını tercih ederken, bazı yatırımcılar karın şirkette bırakılmasını tercih etmektedir. Tercih farklılığına sebep olan etken ise temettü ve sermaye kazancı vergilendirmesinin farklılık gösterebilmesindedir. Temettü tercih edenler, sermaye kazancı tercih edenler ve bu ikisi arasında kayıtsız olanlar olarak sınıflandırılacak üç temel yatırımcı tipi kendi beklentilerine uygun hisselerle yatırım yapacaklardır. Şirketlerin kar payı dağıtım politikasında değişikliğe gitmesi hisse senedinin değeri üzerinde doğrudan etkili olmasa dahi yatırımcıların beklentisine uymayacağından dolayı yatırımcıları şirketten uzaklaştırarak müşteri etkisini bozabilecektir (Özvar, 2015).

Firma içi çıkar grupları olarak adlandırılan yöneticiler, hissedarlar ve borç verenlerin kendi amaçları doğrultusunda farklı davranışlar sergilemesinin firmaya yüklediği maliyetler literatürde temsil maliyeti teorisi ile açıklanmaktadır. Temsil maliyetlerinin azaltılmasında temettü politikasının önemli bir etkisi olduğu düşünülmektedir. Yüksek oranda temettü dağıtımının yapılmasının, gelecekte temettü dağıtım oranlarında azaltmaya giderek, sermaye piyasalarına olumsuz işaretler vermek istemeyen yöneticilerin performansını artıracığı ileri sürülmektedir. Yüksek temettü dağıtımını ile yöneticilerin faydasız, net bugünkü değeri negatif projelere yatırım yapmalarının engelleneceği, böylelikle firma değerinin pozitif olarak etkileneceği beklenmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2015, s. 274).

Temettü dağıtımındaki değişikliklerin firmaların gelecek kazançları hakkında piyasalar ve yatırımcılar için bilgi içerdiği sinyal etkisi teorisi içerisinde yer bulmaktadır. Bu yaklaşıma göre, firma yöneticileri, temettü dağıtımı ile ilgili verdikleri kararlarla firmanın gelecekteki karlılığı ve nakit akımları hakkında yatırımcılara bilgi sağlamaktadır. Temettü politikası kullanılarak sermaye piyasalarına sağlanan bilgi, piyasaların firma ile ilgili beklentilerinin farklılaşmasını sağlayabilecek, dolayısıyla firma değerinin etkilenmesine neden olabilecektir (Ceylan ve Korkmaz, 2015, s. 273).

Temettü kararlarının firma değeri üzerindeki etkisini açıklayan bir diğer yaklaşım işlem maliyetleridir. Temettü dağıtımı nedeniyle dışarıdan kaynak ihtiyacı doğan firmalar, ilgili kaynakları sağlamak için yeni pay ihracı maliyetleri gibi bir takım maliyetlere katlanmak zorunda kalacaktır. İşlem maliyetlerinin yüksek olması, temettü dağıtımının şirkete getireceği maliyet yükünden dolayı firma değeri üzerinde olumsuz etki yapabilecektir (Bostancı, 2017).

Davranışsal finans, yöneticilerin firma değeri açısından önemli sonuçlar doğurabilecek kararları davranışsal önyargılarla aldığını öne sürmektedir. Aşırı güvenli yöneticiler firmanın düşük değerlendiğine ve gelecekteki yatırım ihtiyaçları için dış finansmanın daha maliyetli olabileceğine rasyonel yöneticilere nazaran daha fazla inanmaktadırlar. Aşırı güvenli yöneticiler bu sebeple daha düşük kar payı ödemektedirler. Yine davranışsal finansın inceleme alanına giren kayıptan kaçınma, çıpalama ve sürü davranışlarının da kar payı dağıtımı üzerinde etkileri olduğu düşünülmektedir (Bulut ve Er, 2018).

Kar payı dağıtımının firma değeri üzerindeki etkisinin farklı teoriler tarafından farklı şekillerde değerlendirilmesi, uygulamacılar için kar payı kararlarının etkisinin belirlenmesini daha önemli hale getirmiştir. Bu çalışmada, firmalar tarafından yapılan nakit kar payı dağıtımına veya dağıtmama kararlarına ilişkin bildirimlerin hisse senedinin piyasa fiyatı üzerinde etki gösterip göstermediğini inceleme amacına odaklanılmıştır. Bu amaç doğrultusunda çalışmada olay çalışması yöntemi kullanılarak ilgili bildirimlerin yapıldığı tarihler ve bu tarihlerin öncesi ve sonrasında anormal getiriler oluşup oluşmadığı araştırılmıştır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Kar payı dağıtım kararlarının firma değeri üzerinde etkili olup olmadığına ilişkin farklı görüşler araştırmacıları bu alanda ampirik çalışmalar yapma konusunda isteklendirmiştir. Albayrak ve Pekkaya (2008), İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören sanayi ve hizmet sektörlerinde faaliyet gösteren firmaların hisse senedi fiyatları ile nakit temettü ve ofinansman arasındaki ilişkisini incelemiştir. İMKB'de işlem gören 184 firmanın 2004 ile 2006 yılları arasındaki verileri kullanılarak regresyon analizi gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçlarına göre dağıtılan temettü ve dağıtılmayan karların her ikisinin de hisse değeri üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Fakat hisse değeri üzerindeki etkiyi ifade eden katsayının temettü için daha büyük olduğu, diğer bir ifadeyle temettü dağıtılmasının hisse değeri üzerinde daha büyük bir pozitif etkisi bulunduğu gözlemlenmiştir. Yine çalışmada bir önceki dönem temettüsünün ve bir önceki dönem dağıtılmayan karların da hisse değeri üzerinde pozitif etkisi olduğu belirlenmiştir.

Ertaş ve Karaca (2010), İMKB 30 Endeksi'ne kayıtlı firmaların aldığı kar dağıtım kararı ile dağıtım tarihi arasındaki zamanın hisse değerine etkisini incelemiştir. 2007 yılına ait karların 2008 yılı içerisindeki dağıtımına ilişkin karar ve gerçekleşme tarihlerinin kullanıldığı çalışmada, hisse senetlerinin anormal getirisini hesaplamak amacıyla olay çalışması metodu kullanılmıştır. 30 günlük kâr dağıtım takvimi ile 60 günlük kâr dağıtım takvimi açısından yapılan araştırmada,

kâr dağıtım tarihlerini kâr dağıtım ilanından ne kadar kısa süre içerisinde yapılırsa, firmanın hisse senedine olan talep o ölçüde artmakta ve bu durum hisse senedinin piyasa fiyatını, dolayısıyla firmanın piyasa değerini artırmaktadır.

Günel, Kadioğlu ve Kılıç (2010) 2003-2007 yılları arasındaki beş yıllık dönemde İMKB’de işlem gören 83 şirketin 321 adet nakit temettü açıklaması ve ilgili fiyat verilerini kullanılarak regresyon analizi gerçekleştirmiş ve temettü kararına ilişkin açıklamanın hisse senedi getirisine olan etkisini test etmişlerdir. Çalışma sonucunda temettü dağıtım açıklamalarının yapıldığı tarihten sonra hisse başına nakit temettü oranı ile kümülatif normal üstü getiri arasında istatistiksel olarak anlamlı negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Açıklama tarihinden öncesi için oluşturulan olay pencerelerinde ise anlamlı bir etki belirlenmemiştir.

Kar, Özer, Şantaş ve Budak (2012), İMKB’de işlem gören spor hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin kar dağıtımı ile hisse senedi değerleri arasındaki ilişkiyi belirlemeyi amaçlamıştır. Araştırmada, Galatasaray Sportif A.Ş., Beşiktaş Futbol A.Ş., Fenerbahçe Sportif A.Ş., Trabzonspor Sportif A.Ş.’nin 2005-2010 yılları arasındaki hisse senedi değerleri ve aynı tarihlerdeki İMKB-100 endeksi verileri kullanılarak Pearson korelasyon analizi uygulanmıştır. Analizler sonucunda 2005, 2006 ve 2007 yıllarında, kar dağıtım öncesi ve kar dağıtım sonrası verileri arasında pozitif yönlü kuvvetli bir ilişki bulunmuştur. 2008 ve 2010 yılında, kar dağıtım öncesi ve kar dağıtım sonrası verileri arasında negatif yönlü kuvvetli bir ilişki tespit edilirken, 2009 yılında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Khan (2012), Pakistan’da 2001-2010 yılları arasında KSE-100 Endeksinde listelenen kimyasal ve ilaç endüstrisinde bulunan 29 şirketin temettü ilanlarının, hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda temettü dağıtım bildirimlerinin hisse senedi fiyatları üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Ayrıca çalışmada kontrol değişkeni olarak kullanılan hisse başına kar ve vergi sonrası kar değişkenlerinin de hisse senedi değeri üzerindeki pozitif ve anlamlı ilişkisi tespit edilmiştir.

Pekkaya (2012), kar payı dağıtımı ve ofofinansman kararlarının hisse değeri üzerindeki etkisini belirlemek için İMKB 30 endeksinde yer alan 19 firmanın 1987 ile 2006 yılları arasındaki verilerini kullanarak regresyon analizi uygulamıştır. Analiz sonuçlarına göre, oluşturulan modelin anlamlı olduğu sadece beş şirket tespit edilmiştir. Beş şirketin tamamı için dağıtılmayan karların hisse senedi değerini pozitif yönde etkilediği, diğer bir ifadeyle ofofinansmanın firma değerini artırdığı sonucuna varılmıştır. Söz edilen beş şirketten dördü için dağıtılan kar payları da benzer bir etkiye sahiptir. Sadece bir şirket için ise dağıtılan kar paylarının hisse değerini negatif etkilediği görülmüştür. Elde edilen bu sonuçlar ofofinansman ve kar payının hisse değeri üzerindeki kesin ve genelleştirilebilir bir ifadeye imkân tanımamaktadır.

Demirel (2014), BIST 30 Endeksi’nde işlem gören şirketlerin, kârlarını dağıtma ya da dağıtmama yönündeki kararlarının, bu şirketlerin hisse senedinin piyasa değeri üzerinde nasıl bir etkiye sahip olduğu regresyon analizi uygulanarak incelenmiştir. Firmaların temettü dağıtım miktarları ile firmaların piyasa değerleri arasında pozitif anlamlı bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır.

Kaderli ve Başkaya (2014), firmaların dağıtacağı kâr paylarına ilişkin duyuruların, ilgili firmanın getiri oranları üzerindeki etkisini olay etüdü yöntemiyle incelemiştir. 2009 ve 2010 yılı kar paylarına ilişkin bildirimlerin incelendiği çalışmada, son beş yılda istikrarlı kâr payı dağıtan şirketlerin verileri kullanılmış ve yapılan uygulama sonucunda, kâr payı duyurularının ilgili

firmaların hisse senedi fiyatlarında olumlu veya olumsuz anormal getirilere neden olduğu tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle kar payı dağıtım bildirimleri hisse senedinin piyasa değeri üzerinde etkiye sahiptir.

Mathew, Enekwe ve Anyanwaokoro (2014), temettü ödemelerinin Nijerya'daki hisse fiyatlarına olan etkisini 17 halka açık şirketin 2000 ile 2011 yılları arasındaki verilerini kullanarak araştırmıştır. Çalışmada en küçük kareler tekniği kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Araştırma sonucunda hisse başına temettünün hisse başına piyasa fiyatı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca temettü ödeme oranının da hisse değeri ile anlamlı bir ilişki içinde olduğu, fakat temettü verim oranının hisse değeri ile ilişkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonuçlarına varılmıştır.

Kırbaş (2015), 2009-2014 yılları arasında BİST'te işlem gören 136 şirkete ait 548 temettü duyurusunu kullanarak, temettü duyurularının hisse senedi getirilerine olan etkilerini incelemiştir. İlgili çalışmada regresyon analizi uygulanmıştır. Nakit temettü dağıtım yapan şirketlerin, nakit temettü duyurusunun yapıldığı gün ve sonrasında günlerde temettü verimi ile anormal getirileri arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiş olmasına rağmen hisse temettü ve melez temettü için yapılan analizlerde anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır.

Kadioğlu, Telçeken ve Öcal (2015) Borsa İstanbul'da işlem göre 112 şirketin 2003-2015 yılları arasında açıkladığı 902 kar payı dağıtım bildirimini inceleyerek fiyatlarda meydana gelen reaksiyonu test etmişlerdir. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda hisse başına kar payları ile anormal getiriler arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Söz edilen negatif etkinin yatırımcıların kar payı ile sermaye kazancı arasındaki vergi farklılığına önem vermelerinden kaynaklandığı düşünülmüştür.

Çelik, Yenice ve Onat (2016) Borsa İstanbul'da işlem gören üretim firmalarının 2007 ile 2011 yılları arasındaki verilerini kullanarak risk faktörü ve kurumsal yönetim faktörünün temettü politikası üzerindeki etkisini incelemiştir. Ayrıca temettü politikası ile firma değeri ilişkisi de çalışma da incelenmiştir. Çalışma sonucunda risk ile temettü politikaları arasında negatif; kurumsal yönetim ve temettü politikaları arasında pozitif bir ilişkinin varlığını destekler nitelikte bulgulara ulaşılmıştır. Yine çalışma sonucunda firma değeri değişkeni olarak bir yıllık getirilerin kullanıldığı modelde firma değeri ile temettü politikası arasında bir ilişki tespit edilememesine rağmen, beş yıllık getirilerin kullanıldığı modelde temettü politikası ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki belirlenmiştir.

Gürel ve Bayazıtlı (2017) işletmelerin dağıttıkları nakit kar paylarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini inceledikleri çalışmalarında, 2001 ile 2007 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören 179 şirketin verilerini kullanmışlardır. Çalışmada kar payı dağıtan işletmeler kâr payı verimi ve piyasa değeri büyüklüğüne göre portföylere ayrılırken, kâr payı dağıtmayan işletmeler sadece piyasa değeri büyüklüğüne göre portföylere ayrılmıştır. Regresyon analizi ile yapılan testler sonucunda, kar payı verimleri yüksek olan portföylerin getirilerinin daha yüksek olduğu belirlenirken, piyasa değeri büyüklüğü ve mevsimsel etki değişkenlerinin getiri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Zeren (2017) kar payı verileri düzenli zaman serisi oluşturabilen, yani her yıl düzenli kar payı dağıtan ve BİST Temettü 25 endeksinde faaliyet gösteren 9 şirketin 2001-2017 yılları arasındaki verileri ile kar payları ile firma değerleri arasındaki uzun dönemli ilişkinin yönünü panel veri analizleri ile belirlenmeye çalışılmıştır. Çalışma sonucunda kar payı dağıtım ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye rastlanmamıştır.

3. VERİ VE METODOLOJİ

3.1. Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışma, şirketler tarafından yapılan nakit kar payı dağıtım bildirimlerinin şirketlerin hisse fiyatını nasıl etkilediğini tespit etmek amacıyla Borsa İstanbul’da işlem gören şirketler üzerinde yapılmıştır. Şirketlerin nakit kar payı dağıtma, dağıtılabılır kar bulunmadığı için dağıtmama veya dağıtılabılır kar bulunduğu halde dağıtmamalarına ilişkin yönetim kurulu kararları belirlenerek, bu bildirimlerin yapıldığı tarih etrafındaki günlerde hisselerde anormal bir getiri ve belirli gün aralıklarında kümülatif anormal getiriler oluşup oluşmadığı incelenmiştir.

Borsa İstanbul’da işlem gören tüm şirketler, yatırımcı açısından önem arz eden durumları Kamu Aydınlatma Platformu (KAP) aracılığıyla kamuoyuyla paylaşmak durumundadır. 2014-2016 yılları arasında KAP aracılığıyla yapılan kar payı dağıtımına ilişkin bildirimler taranmış ve ilgili döneme ait verilerine ulaşılabilen 279 bildirim tespit edilmiştir. Türkiye piyasası için gerçekleştirilen diğer çalışmalara göre daha geniş bir veri setine sahip olması nedeniyle bu çalışmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

3.2. Çalışmanın Yöntemi

Çalışmada, finans, muhasebe, yönetim, ekonomi, pazarlama gibi birçok disiplin için kullanılabilen bir yöntem olan olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem, 1933 yılında ilk kez Dolly tarafından kullanılmış ve o tarihten bu yana birçok çalışmanın metodunu oluşturmuştur. Olay çalışması yöntemi Finans alanında, bir olayın firma değeri üzerindeki etkisini belirlemeye yarayan istatistiksel bir yöntem olarak kullanılmaktadır.

Olay çalışmasında öncelikle olay penceresi tanımlanmalıdır. Olayın gerçekleştiği tarihten belirli bir süre öncesi ve sonrasındaki süreçte yer alan her bir gün için hisse senetlerinin gerçekleşen getirileri belirlenir. Gerçekleşen getirilerin tespitinden sonra ilgili hisse senetleri için olay penceresi içerisinde beklenen getiriler tespit edilir. Gerçekleşen getirilerin beklenen getirileri aşan kısmı anormal getirileri ifade etmektedir. Olay penceresi içerisinde toplam anormal getiriler kümülatif anormal getirileri oluşturmaktadır. Bu getirilerin tesadüfi olup olmadığı incelenmek amacıyla anormal ve kümülatif anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlılığı t testi ile analiz edilmektedir.

Şirketler tarafından nakit kar payı dağıtılması veya dağıtılmamasına ilişkin yapılan bildirimler çalışmanın olayını oluşturmaktadır. Bildirimlerin yapıldığı tarihten 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası ise çalışmanın olay penceresi olarak kabul edilmiştir. Kar payı dağıtımına ilişkin bildirimde bulunan her bir şirket için olay penceresi içerisindeki günlerde ilgili şirketin hisse senedinin anormal getirileri, denklem 1’e göre hesaplanmıştır.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

AR_{it} : i hissesinin t gününde hesaplanan anormal getirisini,

R_{it} : i hissesinin t gününde hesaplanan gerçekleşen (fiili) getirisini ve

$E(R_{it})$: i hissesinin t günündeki normal (beklenen) getirisini ifade etmektedir.

Fiili getirilerin ve beklenen getirilerin hesaplanması, anormal getirilerin tespit edilebilmesi için önem arz etmektedir. Ayrıca, getiri dağılımlarının normal dağılıma yaklaştırılmasını sağlamak amacıyla fiili ve beklenen getiriler logaritmik olarak hesaplanmıştır.

$$R_{it} = \ln \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad (2)$$

$P_{i,t}$: i hissesinin t günündeki kapanış fiyatını,

$P_{i,t-1}$: i hissesinin t-1 günündeki kapanış fiyatını ifade etmektedir.

Anormal getirilerin ölçülmek amacıyla istatistiksel ve ekonomik modeller kullanılmaktadır. Bunlardan istatistiksel model, fiyat davranışları konusundaki istatistiksel varsayımlardan ortaya çıkan ve herhangi bir ekonomik teoriye dayanmayan bir modeldir. Sabit ortalama getiri modeli, piyasa modeli ve faktör modelleri birer istatistiksel modeldir. Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (CAPM) ve arbitraj fiyatlama modeli ise ekonomik model olarak kullanılmaktadır. (Koçyiğit ve Kılıç, 2008). Bu çalışmada istatistiksel modellerden piyasa modeli ve ekonomik modellerden sermaye varlıklarını fiyatlama modeli bir arada kullanılmış ve her iki modele göre karşılaştırma yapılmıştır.

3.2.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeline Göre Beklenen Getiri

Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli göre beklenen getiri ($E(R_{it})$);

$$E(R_{it}) = R_{f,t} + \beta_i (R_{m,t} - R_{f,t}) \quad (3)$$

Şeklinde hesaplanmaktadır.

$R_{f,t}$: t günü için risksiz faiz oranını,

$R_{m,t}$: t günündeki piyasa getirisini (BİST 100 Endeksinin getirisini),

β_i : i hisse senedinin sistematik riskini ifade etmektedir.

İki yıl vadeli devlet tahvilinin faizi günlük faize çevrilmiş ve T günü için risksiz faiz oranı hesaplanmıştır. Hisse senetlerinin sistematik riskini ifade eden beta (β) katsayıları, olayın gerçekleştiği tarihten 11. gün öncesi ile 252 gün öncesindeki dönem için hisse getirisinin bağımlı, BİST 100 endeksi getirisinin bağımsız değişken olarak yer aldığı regresyon modelinden elde edilen katsayıdır. T günündeki piyasa getirisi de denklem 4'de gösterildiği şekilde hesaplanmıştır.

$$R_{m,t} = \ln \left(\frac{P_{m,t}}{P_{m,t-1}} \right) \quad (4)$$

$P_{m,t}$: BİST 100 endeksinin t günündeki kapanış değerini,

$P_{m,t-1}$: BİST 100 endeksinin t-1 günündeki kapanış fiyatını ifade etmektedir.

3.2.2. Piyasa Modeline Göre Beklenen Getiri

Piyasa modeline göre, her bir şirket için olaydan 11 gün öncesi 252 gün öncesi aralığı için denklem 5'de gösterildiği şekilde katsayılar elde edilmiştir.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

R_{it} : i hissesinin t gününde hesaplanan gerçekleşen (fiili) getirisini,

$R_{m,t}$: t günündeki piyasa getirisini (BİST 100 Endeksinin getirisini),

ε_{it} : hata terimini,

α_i : sabit katsayıyı ve

β_i : i hisse senedinin piyasadaki değişime duyarlılığını ifade etmektedir.

Regresyon sonucunda elde edilen alpha ve beta katsayıları kullanılarak i hisse senedinin olay penceresi içerisinde yer alan t günü için beklenen getirisi aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} \quad (6)$$

$E(R_{it})$: i hissesinin t günündeki normal (beklenen) getirisini,

$R_{m,t}$: t günündeki piyasa getirisini (BİST 100 Endeksinin getirisini),
 α_i, β_i : piyasa modeli için tespit edilen en küçük kareler tahminlerini ifade etmektedir.

3.2.3. Kümülatif Anormal Getirilerin Tespiti

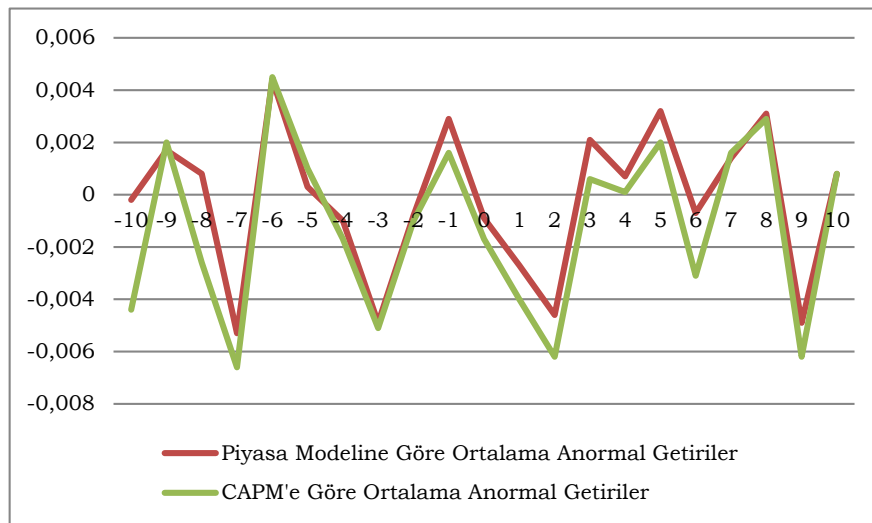
Her bir hisse senedi için olay penceresi içerisindeki her bir gün için beklenen ve gerçekleşen getiriler belirlendikten sonra denklem 1'de gösterilen şekilde anormal getiriler hesaplanabilecektir. Anormal getiriler kullanılarak denklem 5'de yer alan şekilde kümülatif anormal getirilerin (CAR) hesaplanması mümkündür.

$$CAR_{t1}^{t2} = \sum_{t1}^{t2} AR_i \quad (7)$$

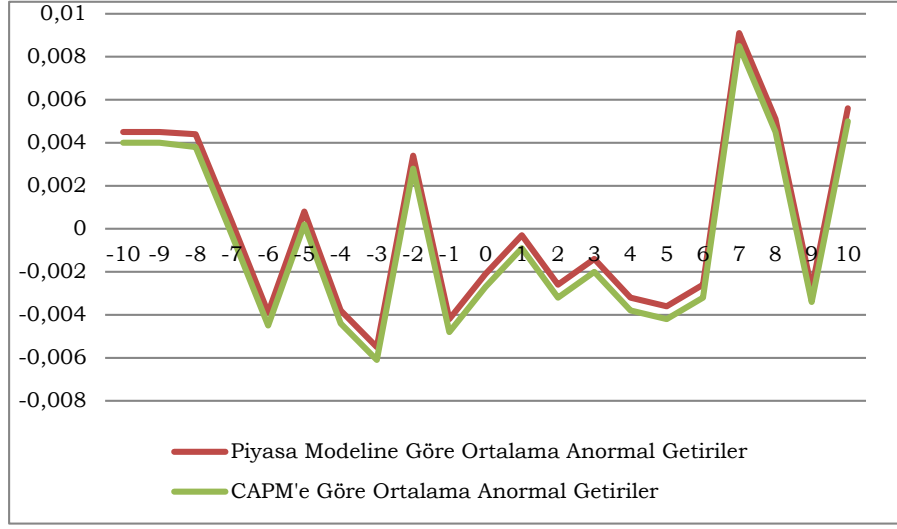
Denklemden yer alan t1 ve t2 değerleri, kümülatif anormal getirilerin hesaplanacağı olay penceresini ifade etmekte ve çalışmada sırasıyla (-10, +10), (-5, +5), (-1, +1), (-10, 0), (-5, 0), (-1, 0), (0, +1), (0, +5) ve (0, +10) dönemlerini kapsamaktadır. Çalışmada anormal getiriler ve kümülatif anormal getiriler hesaplandıktan sonra t testi uygulanarak anlamlılıkları sınanmıştır. Kümülatif anormal getirilerin sıfır olduğu hipotezinin reddedilmesi, diğer bir ifadeyle hesaplanan anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olduğunun kabul edilmesi durumunda; şirketlerin kar payı dağıtma veya dağıtmama bildirimlerinin firmaların hisse fiyatlarında meydana gelen değişim üzerinde etkili ve bu değişimi açıklayıcı bir faaliyet olduğu sonucuna varılacaktır.

4. BULGULAR

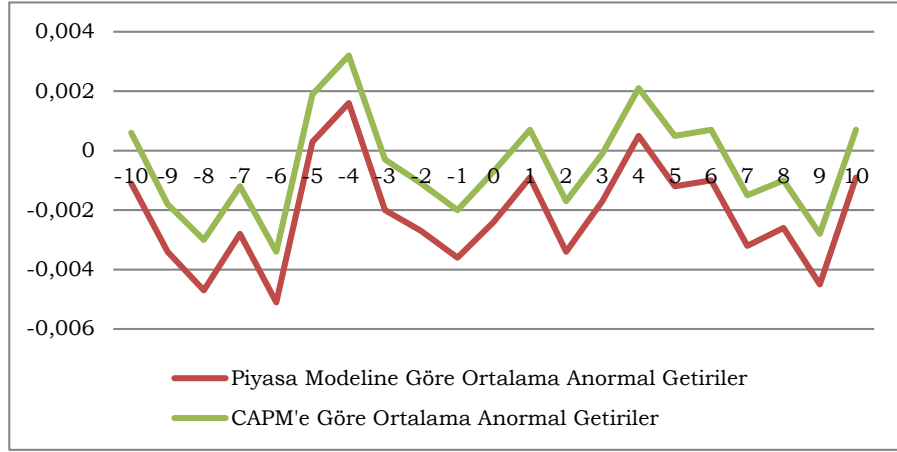
Bu çalışmada kar payı dağıtımına ilişkin bildirimlerin ilgili hisse senetleri için anormal getiri yaratıp yaratmadığı incelenmiştir. Çalışmada kullanılan 2014-2016 yılları arasındaki bildirimlerin (-10,+10) gün olay penceresi içerisinde yarattığı anormal getiriler ortalama olarak dağıtılabılır kar olmadığı için kar payı dağıtmayacak şirketler, dağıtılabılır kar olduğu halde kar payı dağıtmayacak şirketler ve kar payı dağıtacak şirketler için sırasıyla Şekil 1, Şekil 2 ve Şekil 3'de sunulmuştur. Her üç şekilde de, olay penceresi içerisinde pozitif ve negatif ortalama anormal getiriler gözlemlenmiştir. Fakat özellikle olay günü ile bir gün öncesi ve bir gün sonrasında yüksek bir etkinin bulunmaması dikkat çekicidir. Şekillerde görülen anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlılığını test etmek için olay çalışması gerçekleştirilmiştir.



Şekil 1. Dağıtılabılır Kar Olmadığından Nakit Kar Payı Dağıtmayacağını Açıklayan Şirketler için Ortalama Anormal Getiriler



Şekil 2. Dağıtılabilir Karı Olduğu Halde Nakit Kar Payı Dağıtmayacağını Açıklayan Şirketler için Ortalama Anormal Getiriler



Şekil 3. Kar Payı Dağıtma Bildirimde Bulunan Şirketler için Ortalama Anormal Getiriler

Dağıtılabilir kar bulunmadığı için kar payı dağıtmayacağını bildiren şirketler için piyasa modeli ve CAPM'e göre elde edilen ortalama anormal getiriler ve ortalama kümülatif anormal getiriler Tablo 1'de sunulmuştur. Olay penceresi içerisindeki günlük anormal getiriler incelendiğinde her iki yöntemin olay tarihinden öncesi için benzer sonuçlar verdiği görülmektedir. Bildirimden 7 gün ve 3 gün öncesinde istatistiksel olarak anlamlı negatif getiriler olduğu tespit edilmiştir. Bildirim tarihinden 6 gün önce ise her iki yöntemle göre de pozitif anormal getiri olduğu belirlenmiştir. Bildirim tarihinden sonra ise yöntemlerin verdiği sonuçlar farklılaşmıştır. Piyasa modeline göre bildirim tarihinden sonra anlamlı anormal getiri tespit edilememiştir. CAPM'e göre ise bildirim tarihinden 2 gün ve 9 gün sonra bulunan negatif anormal getiriler anlamlıdır.

Olay pencereleri içerisinde anormal getiriler incelendiğinde, piyasa modeli ve CAPM'in farklı sonuçlar verdiği belirlenmiştir. Piyasa modeline göre olay pencerelerinin tamamında bulunan anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmektedir. CAPM'e göre ise üç olay penceresi içerisinde tespit edilen negatif anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. (-10,+10) olay penceresi içerisinde yüzde beş anlamlılık düzeyinde anlamlı yaklaşık %2.58'lik negatif bir anormal getiri olduğu sonucuna varılmıştır. Yöntemlere göre

sonuçlar farklılaşmakla beraber, özellikle CAPM'e göre dağıtılabilir kar bulunmadığından kar payı dağıtılmayacağına ilişkin bildirimlerin hisse senetleri üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu söylenebilir.

Tablo 1. Dağıtılabilir Kar Olmadığından Nakit Kar Payı Dağıtmayacağını Açıklayan Şirketler için Anormal ve Kümülatif Anormal Getiriler

<i>Piyasa Modeline Göre</i>			<i>CAPM'e Göre</i>		
<i>Günler</i>	<i>AAR</i>	<i>t istatistiği</i>	<i>Günler</i>	<i>AAR</i>	<i>t istatistiği</i>
-10	-0,000	-0,091	-10	-0,004	-1,281
-9	0,002	0,503	-9	0,002	0,585
-8	0,001	0,413	-8	-0,003	-1,114
-7	-0,005	-1,828**	-7	-0,007	-1,759**
-6	0,004	1,547***	-6	0,005	1,723**
-5	0,000	0,085	-5	0,001	0,235
-4	-0,001	-0,384	-4	-0,002	-0,672
-3	-0,005	-1,523***	-3	-0,005	-1,622***
-2	-0,001	-0,284	-2	-0,001	-0,402
-1	0,003	0,695	-1	0,002	0,409
0	-0,001	-0,355	0	-0,002	-0,782
+1	-0,003	-0,868	+1	-0,004	-1,235
+2	-0,005	-1,270	+2	-0,006	-1,842**
+3	0,002	0,783	+3	0,001	0,235
+4	0,001	0,238	+4	0,000	0,035
+5	0,003	1,194	+5	0,002	0,812
+6	-0,001	-0,189	+6	-0,003	-0,901
+7	0,001	0,491	+7	0,002	0,621
+8	0,003	0,923	+8	0,003	0,969
+9	-0,005	-1,039	+9	-0,006	-1,478***
+10	0,001	0,246	+10	0,001	0,258
<i>Olay Penceresi</i>	<i>ACAR</i>	<i>t istatistiği</i>	<i>Olay Penceresi</i>	<i>ACAR</i>	<i>t istatistiği</i>
(-10,+10)	-0,009	-0,492	(-10,+10)	-0,026	-2,172**
(-5,+5)	-0,007	-0,634	(-5,+5)	-0,011	-1,291
(-1,+1)	-0,002	-0,410	(-1,+1)	-0,005	-0,809
(0,+1)	-0,005	-1,218	(0,+1)	-0,006	-1,517***
(0,+5)	-0,006	-0,698	(0,+5)	-0,007	-1,116
(0,+10)	-0,005	-0,417	(0,+10)	-0,012	-1,227
(0,-1)	0,002	0,348	(0,-1)	-0,000	-0,065
(0,-5)	-0,003	-0,344	(0,-5)	-0,006	-0,808
(0,-10)	-0,005	-0,413	(0,-10)	-0,016	-1,723**

*,**,*** işaretleri sırasıyla 1%, 5% ve 10% anlamlılık seviyelerini ifade etmektedir.

Dağıtılabilir kar bulunduğu halde nakit kar payı dağıtmayacağını bildiren şirketler için piyasa modeli ve CAPM'e göre elde edilen ortalama anormal getiriler ve ortalama kümülatif anormal getiriler Tablo 2'de sunulmuştur. Olay penceresi içerisindeki günlük anormal getiriler incelendiğinde her iki yöntemin benzer sonuçlar verdiği görülmektedir. Bildirim tarihinden 6 gün, 3 gün ve 1 gün önce ve bildirim tarihinden 4 gün ve 5 gün sonra her iki modele göre de anlamlı negatif anormal getiriler tespit edilmiştir. Yine her iki modele göre bildirim tarihinden sonraki 7. ve 10. günde elde edilen pozitif anormal getiriler istatistiksel olarak anlamlıdır. Piyasa modelinde CAPM'den farklı olarak bildirim tarihinden 2 gün önce ve 8 gün sonra da pozitif anlamlı anormal getiriler belirlenmiştir.

Olay pencereleri incelendiğinde modellerin yine benzer sonuçlar verdiği görülmektedir. (5,+5), (-1,+1) ve (0,-1) olay pencereleri içerisinde piyasa modeli ve CAPM'e göre istatistiksel olarak anlamlı ve negatif anormal getiriler olduğu belirlenmiştir. Ayrıca piyasa modeline göre (0,+5) ve (0,-5) olay pencereleri içerisindeki negatif anormal getiriler de istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Dağıtılabilir kar elde edildiği halde kar payı dağıtmama kararı alan şirketlerde, bu durumun bildirildiği tarihten beş gün öncesi ve beş gün sonrasını içeren (-5,+5) olay penceresi içerisinde piyasa modeline göre %2.25, CAPM'e göre %2.91 negatif anormal getiri

tespit edilmiştir. Bu durum dağıtılabilir kar bulunmasına rağmen dağıtılmamasının yatırımcılar tarafından olumsuz değerlendirildiğini ve hisselerin beklenen performansından daha düşük bir performans ortaya koymasına neden olduğunu göstermektedir.

Tablo 2. Dağıtılabilir Karı Olduğu Halde Nakit Kar Payı Dağıtmayacağını Açıklayan Şirketler için Anormal ve Kümülatif Anormal Getiriler

<i>Piyasa Modeline Göre</i>			<i>CAPM'e Göre</i>		
<i>Günler</i>	<i>AAR</i>	<i>t istatistiği</i>	<i>Günler</i>	<i>AAR</i>	<i>t istatistiği</i>
-10	0,005	1,867**	-10	0,004	1,780**
-9	0,005	0,715	-9	0,004	0,629
-8	0,004	1,194	-8	0,004	0,998
-7	0,000	0,074	-7	-0,000	-0,085
-6	-0,004	-1,388***	-6	-0,005	-1,656***
-5	0,001	0,438	-5	0,000	0,140
-4	-0,004	-1,278	-4	-0,004	-1,536***
-3	-0,006	-2,099**	-3	-0,006	-2,130**
-2	0,003	1,374***	-2	0,003	1,146
-1	-0,004	-1,547***	-1	-0,005	-1,922**
0	-0,002	-0,820	0	-0,003	-1,071
+1	-0,000	-0,090	+1	-0,001	-0,254
+2	-0,003	-0,922	+2	-0,003	-1,239
+3	-0,001	-0,575	+3	-0,002	-0,866
+4	-0,003	-1,603***	+4	-0,004	-2,178**
+5	-0,004	-1,713**	+5	-0,004	-2,005**
+6	-0,003	-1,051	+6	-0,003	-1,304
+7	0,009	1,842**	+7	0,009	1,741**
+8	0,005	1,306***	+8	0,005	1,168
+9	-0,003	-0,941	+9	-0,003	-1,197
+10	0,006	1,774**	+10	0,005	1,608***
<i>Olay Penceresi</i>	<i>ACAR</i>	<i>t istatistiği</i>	<i>Olay Penceresi</i>	<i>ACAR</i>	<i>t istatistiği</i>
<i>(-10,+10)</i>	0,002	0,101	<i>(-10,+10)</i>	-0,011	-0,784
<i>(-5,+5)</i>	-0,023	-2,322**	<i>(-5,+5)</i>	-0,029	-3,869*
<i>(-1,+1)</i>	-0,007	-1,506***	<i>(-1,+1)</i>	-0,008	-1,978**
<i>(0,+1)</i>	-0,002	-0,562	<i>(0,+1)</i>	-0,004	-0,809
<i>(0,+5)</i>	-0,013	-2,027**	<i>(0,+5)</i>	-0,017	-3,056
<i>(0,+10)</i>	0,001	0,096	<i>(0,+10)</i>	-0,005	-0,429
<i>(0,-1)</i>	-0,006	-1,811**	<i>(0,-1)</i>	-0,008	-2,444**
<i>(0,-5)</i>	-0,012	-1,753**	<i>(0,-5)</i>	-0,015	-2,607
<i>(0,-10)</i>	-0,002	-0,154	<i>(0,-10)</i>	-0,008	-0,924

*,**,*** işaretleri sırasıyla 1%, 5% ve 10% anlamlılık seviyelerini ifade etmektedir.

Nakit kar payı dağıtacağını bildiren şirketler için piyasa modeli ve CAPM'e göre elde edilen ortalama anormal getiriler ve ortalama kümülatif anormal getiriler Tablo 3'de sunulmuştur. Piyasa modeline ve CAPM'e göre bulunan sonuçlar farklılık arz etmektedir. Piyasa modeline göre bildirimden önceki 9, 8, 7, 6, 3, 2 ve 1. günlerde istatistiksel olarak anlamlı negatif anormal getiriler bulunmaktadır. CAPM'e göre ise sadece bildirimden önceki 8,6 ve 4. Günlerde anlamlı negatif anormal getiriler tespit edilmiştir. Yine bildirim tarihinden sonra da sonuçlar farklılık göstermektedir. Piyasa modeline göre bildirimden 7, 8 ve 9 gün sonrasında negatif anormal getiriler söz konusu iken, CAPM'e göre sadece bildirimden sonraki 9. günde anlamlı negatif anormal getiri bulunmaktadır. Modellerde göre sonuçlar farklılık göstermekle birlikte her iki modelinde pozitif anormal getiri bulunmadığı ve farklı günlerde negatif anormal getiriler bulunduğu tespiti ortaktır.

Olay pencereleri incelendiğinde modellerin yine farklı sonuçlar verdiği görülmektedir. Piyasa modeline göre (0,+1) olay penceresi haricindeki tüm olay pencerelerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif anormal getiriler olduğu belirlenmiştir. CAPM'e göre ise sadece (0,-10) olay penceresi içerisinde anlamlı negatif bir anormal getiri söz konusudur. Piyasa modeli ile elde edilen sonuçlar anormal getirilerin büyüklüğü açısından dikkat çekicidir. Modele göre (-10,+10) olay penceresi içerisinde yaklaşık %4,46'lık bir negatif anormal getiri bulunmaktadır. Diğer bir

ifadeyle nakit kar payı dağıtacağına ilişkin bildirimde bulunan şirketlerin hisse senetleri ortalama olarak bildirimden 10 gün önce ve 10 gün sonrasında içine alan 21 günlük dönemde beklenenden %4,46 daha düşük getiri sağlamaktadır.

Tablo 3. Nakit Kar Payı Dağıtacağını Açıklayan Şirketler için Anormal ve Kümülatif Anormal Getiriler

<i>Piyasa Modeline Göre</i>			<i>CAPM'e Göre</i>		
<i>Günler</i>	<i>AAR</i>	<i>t istatistiği</i>	<i>Günler</i>	<i>AAR</i>	<i>t istatistiği</i>
-10	-0,001	-0,650	-10	0,001	0,351
-9	-0,003	-1,486***	-9	-0,002	-0,799
-8	-0,005	-2,666*	-8	-0,003	-1,837**
-7	-0,003	-1,864**	-7	-0,001	-0,796
-6	-0,005	-2,683*	-6	-0,003	-1,848**
-5	0,000	0,188	-5	0,002	1,283
-4	0,002	1,073	-4	0,003	2,232**
-3	-0,002	-1,441***	-3	-0,000	-0,250
-2	-0,003	-1,435***	-2	-0,001	-0,608
-1	-0,004	-1,817**	-1	-0,002	-0,993
0	-0,002	-0,994	0	-0,001	-0,327
+1	-0,001	-0,368	+1	0,001	0,309
+2	-0,003	-1,236	+2	-0,002	-0,643
+3	-0,002	-1,204	+3	-0,000	-0,073
+4	0,001	0,286	+4	0,002	1,155
+5	-0,001	-0,549	+5	0,001	0,220
+6	-0,001	-0,554	+6	0,001	0,364
+7	-0,003	-1,638***	+7	-0,002	-0,791
+8	-0,003	-1,334***	+8	-0,001	-0,520
+9	-0,005	-2,287**	+9	-0,003	-1,647***
+10	-0,001	-0,469	+10	0,001	0,369
<i>Olay Penceresi</i>	<i>ACAR</i>	<i>t istatistiği</i>	<i>Olay Penceresi</i>	<i>ACAR</i>	<i>t istatistiği</i>
<i>(-10,+10)</i>	-0,045	-3,641*	<i>(-10,+10)</i>	-0,010	-1,172
<i>(-5,+5)</i>	-0,015	-2,121**	<i>(-5,+5)</i>	0,003	0,425
<i>(-1,+1)</i>	-0,007	-1,773**	<i>(-1,+1)</i>	-0,002	-0,574
<i>(0,+1)</i>	-0,003	-0,819	<i>(0,+1)</i>	0,000	0,000
<i>(0,+5)</i>	-0,009	-1,468***	<i>(0,+5)</i>	0,001	0,136
<i>(0,+10)</i>	-0,021	-2,528*	<i>(0,+10)</i>	-0,003	-0,448
<i>(0,-1)</i>	-0,006	-2,297**	<i>(0,-1)</i>	-0,003	-1,160
<i>(0,-5)</i>	-0,009	-1,905**	<i>(0,-5)</i>	0,001	0,286
<i>(0,-10)</i>	-0,026	-3,391*	<i>(0,-10)</i>	-0,008	-1,408***

*, **, *** işaretleri sırasıyla 1%, 5% ve 10% anlamlılık seviyelerini ifade etmektedir.

5. SONUÇ

Bu çalışmada, şirketlerin kar payı dağıtma veya dağıtmama yönünde yaptıkları bildirimlerin hisse getirileri üzerinde etkisi olay çalışması yöntemi ile araştırılmıştır. BİST 100'de listelenen şirketlere ait 2014-2016 döneminde 279 adet kar payı dağıtımına ilişkin yönetim kurulu kararının yer aldığı bildirim tespit edilmiştir. İlgili bildirimlerin, şirketlerin hisse senetlerinde bildirim tarihinden 10 gün önce ve 10 gün sonrası dönem için ortaya çıkan anormal getiriler kullanılarak bildirimlerin etkisi test edilmiştir.

Analiz sonuçlarına göre, piyasa modeli ve CAPM'e göre farklılık göstermekle birlikte dağıtılabilir kar bulunmadığından kar payı dağıtmayacağını bildiren şirketler için negatif bir etkiden söz edilebilir. CAPM'e göre ilgili şirketlerin hisse senetlerinde (-10,+10) olay penceresi içerisinde yaklaşık %2,58'lik bir negatif anormal getiri istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Dağıtılabilir kar olduğu halde kar payı dağıtmayacağını bildiren şirketler için de benzer bir

negatif etki tespit edilmiştir. Çalışmada kullanılan her iki modele göre de bu şirketler için (-5,+5) olay penceresi içerisinde %2'nin üzerinde anlamlı negatif anormal getiriler tespit edilmiştir. Bu sonuç, dağıtılabılır kar bulunsun veya bulunmasın, kar payı dağıtmayan şirketlerin bu bildirim yapıldığı tarihten belirli bir süre öncesi ve sonrasında beklenen getirisine ulaşmadığını, bu kararın yatırımcı üzerinde negatif bir etki yarattığını ifade etmektedir.

Kar payı dağıtacağına ilişkin bildirimde bulunan şirketler için piyasa modeli ve CAPM'e göre farklılık gösteren sonuçların negatif bir etkinin varlığında hemfikir oldukları görülmektedir. Piyasa modeline göre gerçekleştirilen analiz sonuçlarında (-10,+10) olay penceresi içerisinde yaklaşık %4,46'lık istatistiksel olarak anlamlı negatif anormal getiri tespit edilmiştir. Bu sonuç kar payı dağıtımının yatırımcılar üzerinde negatif bir etkiye neden olduğunu göstermektedir. Elde edilen sonuçlar Günel ve diğerleri (2010) ve Kadioğlu ve diğerleri (2015) tarafından yapılan çalışmaların sonucu ile uyum göstermektedir ve kar payı ile sermaye kazancı arasındaki dönemsel vergi farklılığının yatırımcı açısından önemli olduğuna işaret etmektedir.

Çalışmada elde edilen bulgular, piyasa etkinliğinin değerlendirilmesine imkan sağlamaktadır. Yarı güçlü formda etkin piyasalarda halka açık tüm bilgilerin menkul kıymet fiyatlarına yansıdığı kabul edilmektedir. Bu nedenle halka açıklanan bilgilere fiyatların hızlı bir şekilde uyum sağlayacağı, bu bilgilerle aşırı kazanç elde etmenin mümkün olmadığı öngörülmektedir. Çalışma sonuçları göre kar payı dağıtım bildirimleri negatif anormal getiriler sağlamaktadır. Bu durum açığa satış yapılarak normalüstü kazançlar elde edilebileceğine işaret ettiğinden Borsa İstanbul'un yarı güçlü formda etkin bir piyasa olmadığı şeklinde yorumlanabilir.

Gelecekte yapılacak çalışmalarda kar payı kararlarının hisse getirisi üzerindeki negatif etkisine ait nedenlerin tespit edilmesi literatüre önemli katkı sağlayacaktır. Özellikle yatırımcının beklediği kar payı ile gerçekleşen kar payı arasındaki farkın hisse senedi değeri üzerindeki etkisinin ölçülmesi, gerek yöneticiler gerekse yatırımcılar açısından yararlı olacaktır.

KAYNAKÇA

- Albayrak, A. S. ve Pekkaya, M. (2008). İMKB sanayi ve hizmet sektörlerinde faaliyet gösteren firmaların hisse senedi fiyatları ile kara payı dağıtım politikası arasındaki ilişkinin incelenmesi. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler MYO Dergisi*, 10(1-2), 137-156.
- Bostancı, F. (2017). *Kâr Dağıtım Kararının Belirleyicileri: Borsa İstanbul şirketleri üzerine dinamik panel veri analizi* (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Bulut, E. ve Er, B. (2018). Davranışsal kurumsal finans ekseninde kurumsal finansal kararlar: bir literatür değerlendirmesi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 20, 33-50.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2015). *İşletmelerde finansal yönetim*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Çelik, Ş., Yenice, S. ve Onat, O. K. (2016). Temettü ödemelerinin belirleyicileri ve firma değeri: Kavramsal bir model ve tahminlemesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 31(2), 115-146.
- Demirel, E. (2014). *Temettü dağıtım politikasının firma değeri üzerine etkisi ve BİST 30 endeksinde bir uygulama* (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Dolley, J. C. (1933). Common stock split-ups motives and effects. *Harvard Business Review*, 12(1), 70-81.
- Ertaş, F. C. ve Karaca, S. S. (2010). Kâr dağıtımının ilanı ve gerçekleşmesi arasında geçen sürenin firma değerine etkisi. *Journal of Accounting & Finance*, 47, 58-68.

- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of finance*, 18(2), 264-272.
- Günalp, B., Kadioğlu, E. ve Kılıç, S. (2010). Nakit temettü bilgisinin hisse senedi getirisi üzerinde önemli bir etkisi olup olmadığının İMKB’de test edilmesi. *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 28(2), 17-69.
- Gürel, E. ve Bayazıtlı, E. (2017) Kar payı verimi ve Borsa İstanbul A.Ş. üzerinde bir uygulama. *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(2), 121-133.
- Kaderli, Y. ve Başkaya, H. (2014). Halka açık firmalarda kâr payı dağıtım duyurularının hisse senedi fiyatlarına etkisinin ölçülmesi: Borsa İstanbul’da bir uygulama. *Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(1), 49-64.
- Kadioğlu, E., Telçeken, N. ve Öcal, N. (2015). market reaction to dividend announcement: evidence from turkish stock market. *International Business Research*, 8(9), 83-94.
- Kar, A., Özer, Ö., Şantaş, F. ve Budak, F. (2012). Kar dağıtımının hisse senedi değeriyle ilişkisi: spor hizmetleri sektörü üzerine bir uygulama. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 4(1), 1-9.
- Khan, K. I. (2012). Effect of Dividends on Stock Prices–A case of chemical and pharmaceutical Industry of Pakistan. *Management*, 2(5), 141-148.
- Kırbaş, A. (2015). *Temettü duyurularının hisse senedi getirilenlerine olan etkilerinin analizi: Borsa İstanbul şirketlerinde bir uygulama* (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Koçyiğit, M. ve Kılıç, A. (2008). Leasing sektöründe KDV oranı değişikliğinin İMKB’de işlem gören leasing şirketlerinin hisse senedi getirisine Etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 40, 165-174.
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The review of Economics and Statistics*, 44, 243-269.
- Litzenberger, R. H. ve Ramaswamy, K. (1979). The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *Journal of financial economics*, 7(2), 163-195.
- Matthew, O. M., Enekwe, C. I. ve Anyanwaokoro, M. (2014). Effect of dividend payment on the market price of shares: a study of quoted firms in Nigeria. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 5(4), 49-62.
- Miller, M. H. ve Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Pekkaya, M. (2012). Kar payı dağıtımının şirket değeri üzerine etkisi: İMKB 30 endeks hisselerine bir analiz. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 2(4), 183-209.
- Özvar, K. (2015). *Sahiplik yapısının kâr dağıtım politikası üzerine etkisi: Borsa İstanbul’da bir uygulama* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Nevşehir.
- Zeren, F. (2017). Kar payı bilmesinin araştırılması: BİST temettü-25 endeksi üzerine bir uygulama. *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(5), 172-183.

SUMMARY

Introduction

The different ways of assessing the impact of dividend distribution on firm value by different theories make to determine the impact of dividend decisions more important for practitioners. In this study, it is aimed to examine whether the announcements regarding the distribution or non-distribution of cash dividends made by firms have an effect on the market price of the stock.

Methodology

The event study was used in the study. 10 days before and 10 days after the notification date was accepted as the event window of the study. 279 announcements between 2014 and 2016 belonging to the companies traded in the BIST 100 Index are used as the data set. For each company reporting the dividend distribution or non-distribution, the abnormal returns of the stock of the company were calculated on the all days in the event window. Expected returns used to detect abnormal returns were calculated separately according to market model and CAPM.

Findings

For companies that reported that they would not distribute dividends due to the lack of distributable profits, statistically significant negative returns in 7 days and 3 days prior to the announcement were found according to the market model and CAPM. On the other hand, at 6 days before the date of announcement, it was determined that there was a positive abnormal return according to both methods. The results of the methods differed for the dates after the announcements. According to the market model, no significant abnormal returns were determined after the notification date. According to CAPM, negative abnormal returns found at 2 days and 9 days after the date of announcements are significant. When the abnormal returns within the event windows are examined, it is seen that the abnormal returns found in all of the event windows are statistically insignificant according to the market model. According to CAPM, the negative abnormal returns detected in three event windows ((-10, + 10), (0, + 1), (0, -10)) were statistically significant.

For companies that report that they will not distribute cash dividends with distributable profit, it is observed that both methods (market model and CAPM) give similar results when the daily abnormal returns within the event window were analyzed. Significant negative abnormal returns were determined by both models for 6 days, 3 days and 1 day before and 4 days and 5 days after announcement date. Also, according to both models, the positive abnormal returns obtained on the 7th and 10th days after the announcement date were statistically significant. In the market model unlike CAPM, positive significant abnormal returns were determined for 2 days before and 8 days after the announcement date. When the event windows are examined, it is seen that the models give similar results. In the (5, + 5), (-1, + 1) and (0, -1) event windows the statistically significant and negative abnormal returns were determined according to the market model and CAPM. In addition, negative abnormal returns within (0, + 5) and (0, -5) event windows were found to be statistically significant according to the market model.

For companies reporting dividend distributions as cash, the results were different according to the market model and CAPM. According to the market model, there were statistically significant

negative abnormal returns on the 9, 8, 7, 6, 3, 2 and 1 day before the announcement. According to CAPM, only significant negative abnormal returns were determined on days 8 and 4 before the announcement. According to the market model, there are negative abnormal returns 7, 8 and 9 days after the announcement, whereas according to CAPM there is a significant negative abnormal return only on the 9th day after announcement. Although the results were different according to the models, it was found that there was no positive abnormal return in both models. When the event windows are examined, it is seen that the models give different results. According to the market model, statistically significant and negative abnormal returns were observed in all event windows except the (0, + 1) event window. According to CAPM, only (0, -10) event window has a significant negative abnormal return.

Conclusions

Companies that do not distribute dividends, whether or not there are distributable profits, cannot reach their expected returns before and after announcement date and this decision have a negative impact on the investor. Also, study results reveal that dividend distribution has a negative effect on investors and indicates that the periodic tax difference between profit share and capital gain is important for the investor. The findings of the study provide an opportunity to evaluate the market efficiency. According to the results of the study, profit share distribution announcements cause negative abnormal returns. This situation can be interpreted as Borsa İstanbul is not an efficient market in a semi-strong form as it indicates that excess returns can be achieved by short saling.