

Şirketlerin Temettü Dağıtımının, Asimetrik Bilgi Varlığında İşaret Olarak Değerlendirilmesi

Öz

Şirketlerin yöneticileri ile mevcut ya da potansiyel yatırımcıları arasında asimetrik bilginin olması durumunda, yöneticiler şirketlerinin durumunun iyi olduğu bilgisini yatırımcıya iletmek için temettü dağıtımını bir iletişim aracı olarak kullanır. Bunun için yöneticiler temettü dağıtımının istikrarlı olmasına gayret ederler. Çalışmada yatırımcının "şirketin temettü dağıtımını bilgisini" bir işaret olarak değerlendirip değerlendirmedeği analiz edilmiştir. Bu şekilde bilgi aktarımı literatürde "işaret verme teorisi" olarak bilinmektedir. Çalışmada 2009-2015 yılları arasında altı yıllık dönemde temettü dağıtımını yapan BIST (Borsa İstanbul) 50 Endeksinde yer alan 32 şirket incelenmiştir. Şirketler, üç grup olarak modelde yerini almıştır. Bağımsız değişken olarak, analist sayısı, büyüme fırsatları, işletmenin büyüklüğü, halka açıklık oranı ve nakit akışı kullanılmıştır. Çalışmada asimetrik bilgiyi analist sayısı temsil etmektedir. Türkçe literatürde, asimetrik bilginin analist sayısı ile temsil edildiği tek çalışmadır. Panel veri regresyon analizi kullanılmıştır. Analiz neticesinde BIST 50 Endeksinde yer alan şirketler için işaret verme teorisi doğrulanmıştır. Başka bir deyişle, şirket yöneticilerinin, temettü dağıtımını şirketin durumu hakkında bilgi iletimi amaçlı kullandıkları tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: *Asimetrik Bilgi, İşaret Verme Teorisi, Temettü Dağıtımı, Pay Başına Temettü, Analist Sayısı*

Dividend Payout of Corporations Considered as Signals by the Investors under Asymmetric Information

Abstract

In this study, we have analysed whether shareholders of companies are evaluating the information of dividend payout as a signal or not. This way of transferring information is known as signaling. We have used a sample of 32 companies listed in Istanbul Stock Exchange (BIST) 50 Share Index between 2009 and 2015 in Turkey. Some firm characteristics are used as independent variables. This study is the only one in Turkish Finance Litreture, including the number of analysts as a proxy for information asymmetry, on dividends propensity. We use a panel data regression model. As a result of our analysis, we have tested signaling theory for companies in BIST 50 Index. The findings are consistent with the results in signaling theory. We have concluded that managers use dividend payout as a method for transferring information about company to investors.

Keywords: *Information Asymmetry, Signaling Theory, Dividend Payout, Dividend per share, Number of Analysts Following a Firm*

İdil Özlem KOÇ¹

¹ Doç. Dr., Marmara Üniversitesi,
Bankacılık ve Sigortacılık YO,
iokoc@marmara.edu.tr

1.Giriş

Bilgi, herkes tarafından ulaşılabilir ve anında finansal varlıkların fiyatına yansır, etkin piyasa teorisindeki maliyetsiz, zahmetsiz ve aynı şekilde anlaşılabilir bilgi olur. Fakat bazen bu içsel bilgi bazı kişiler tarafından önceden öğrenilip, onların diğer yatırımcılardan farklılaşmasına neden olur. Bu durumda artık bu piyasalar etkin bir piyasa olmaya caktır. Ayrıca bilgi taraflar arasında değişik algılanıyor ya da taraflar aynı bilgiye sahip olmadıkları için finansal varlıkları ve piyasaları farklı değerlendirebiliyorlarsa bu durumdaki bilgi asimetrik bilgidir.

Mishkin asimetrik bilgiyi, “bir işlemde doğru karar verebilmek için taraflardan birinin diğer taraf hakkında yetersiz bilgiye sahip olmasıdır” şeklinde tanımlamıştır (Şıklar vd., 2000:188). Finansal piyasalarda, reel sektörde, özel yaşantıda her zaman simetrik olmayan/asimetrik bilgi ile karşılaşılır. Şirketler açısından bakıldığında bilgiye sahip olanlar, genelde içeridekiler dediğimiz şirketle iribatlı olan kişilerdir. Bu durumda içeridekiler, dışarıdakilerden daha fazla ya da farklı bilgiye başka bir deyişle asimetrik bilgiye sahiptirler. İçeridekiler arasında şirketin yöneticileri, çalışanları, finansal analistleri, menkul kıymet işlemcileri vb. sayılabilir (Rose,1997: 51).

Temettünün dağıtılması ya da dağıtılmaması, yatırımcıya herhangi bir kaynaktan daha fazla şey anlatır. Özellikle temettü dağıtılacağı bilgisinin yöneticiler tarafından kamuoyuna duyurulması yatırımcı açısından önemlidir. Çünkü yatırımcı, şirket hakkında en doğru bilgiye sahip olanın yöneticiler olduğunu düşünür ve bu tür temettü bilgisinin duyurulmasını önemser (Black,1996:8-12). Black, temettü ödemesinin yapılmayacağı bilgisinin yatırımcılar tarafından, olumsuz algılanarak, şirketin pay fiyatının düşmesine neden olacağını belirtmiştir. Bir şirketin pay senetlerine temettü ödeneceğini duyurması, genellikle şirketin pay fiyatlarının artmasına neden olur (Black,1996:10).

Böylece temettüler dolaylı olarak, şirketin gelecek getirilerinin bir işareti olarak önemli bir rol oynar. Sonuçta, yüksek cari getirisi olan bir şirketten, düşük cari getiriye sahip şirkete nazaran yüksek oranda temettü ödemesi beklenir. Ayrıca asimetrik bilginin varlığında; simetrik bilgi ya da tam bilgi durumuna göre, temettü ödemeleri daha yüksek ola-

caktır. Miller ve Rock daha yüksek asimetrik bilginin seviyesi ile daha yüksek temettü ödemesi olacağını öngörmüştür (Miller ve Rock, 1985:1031). Çünkü burada esas olan istikrarlı temettü dağıtımını ile kamuoyuna şirketin olumlu yapısı hakkında bir işaret vermektir. Aksi durumda yatırımcı şirket hakkında tam bilgiye sahip olsaydı veya bilgi asimetrik olmasaydı, şirketin durumu yatırımcı tarafından açıklıkla görülür ve bu olumlu durum, şirketin pay senetlerine veya şirketin değerine anında yansımış olurdu.

Bundan dolayıdır ki temettü dağıtımının yatırımcılar tarafından bir işaret (sinyal) olarak algılanması, yöneticilerin temettü dağıtımlarında istikrarlı davranmalarına neden olur (Omağ, 2009:136). Fakat şirketlerin yıllar bazında kârları azalmasına rağmen, yöneticiler istikrarlı temettü dağıtımının yatırımcıya bir işaret olduğu bilgisiyyle, temettü dağıtmaya devam ederlerse, bu temettü dağıtımını bilgisini yatırımcı için doğru bir işaret olmayacaktır. Bir müddet sonra gerçek durum anlaşılacak ve istikrarlı temettü ödemesi olsa bile yükselen pay senetlerinin fiyatı aşağıya düşecektir.

Miller ve Rock (1985), daha yüksek temettünün daha yüksek cari getiriler ile bağlantılı olduğunu modellerinde ortaya koymuştur. Asimetrik bilgi, cari getiriler ve yatırımların seviyesi ile bağlantılanmıştır. Modelde, zaman ve açıklanmış cari getiriler ile bağlantılı olduğu varsayılan getiriler, yatırımcılar tarafından gelecekteki getiriler olarak tahmin edilir. **Böylece, temettüler firmanın gelecekteki getirilerinin bir işareti (sinyali) olarak ortaya konur.** Bu durumda yüksek cari getiri sağlamış bir firmanın, düşük cari getirili bir firmadan ayrılan tarafı, yeterince yüksek temettü ödemesidir. Asimetrik bilgi olmasına göre yapılan temettü ödemeleri, simetrik bilginin bulunduğu şirkete veya duruma göre daha yüksektir (Deshmukh,2005:111).

Çalışmada mevcut ve potansiyel yatırımcılar ile şirket yöneticileri arasındaki asimetrik bilginin varlığında, bu durumun şirketin temettü dağıtımına nasıl yansıdığı araştırılmıştır. Başka bir deyişle, asimetrik bilginin yüksek seviyede olması durumunda, şirketin yöneticileri yatırımcıya şirketlerinin durumunun iyi olduğuna dair işaret vermek isterlerse; yüksek miktarda temettü dağıtmaya karar verir düşüncesinden yola çıkılarak, bu tür bilginin yatırımcı tarafından bir işaret oluşturup oluşturma-

diği analiz edilmiştir. Çalışmada BIST 50 şirketlerinin temettü duyurularının ya da istikrarlı temettü dağıtımlarının, yatırımcılar tarafından şirketin durumu hakkında olumlu algılanacağı varsayılmıştır. Temettü dağıtımıyla şirketler, yatırımcıya şirketlerinin geleceği hakkında işaret vermiş olurlar. Yapılan analizde istikrarlı temettü dağıtan ve istikrarlı temettü dağıtmayan şirketlerin, temettü dağıtımının işaret verme teorisinin başarısı veya “temettü dağıtımı bilgisinin” vermek istediği işaret olarak algılanıp algılanmadığı test edilmiştir.

Çalışma toplam dört bölümden oluşmaktadır. Girişi izleyen bölümde; finans literatüründe asimetrik bilginin varlığında temettü dağıtımının bir işaret olarak değerlendirilmesine dair yapılmış çalışmalar ortaya konmuştur. Üçüncü bölümde araştırmanın veri seti, uygulama yöntemi ve test edilecek hipotezler açıklanmış, panel veri regresyon analizi yapılmış ve elde edilen sonuçlar tartışılmıştır. Son bölümde çalışmaya dair genel bir değerlendirme yapılmıştır.

2. Literatür

Asimetrik bilginin varlığında, şirketlerin temettü dağıtımlarının yatırımcılar açısından değerlendirilmesine dair birçok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalar hem finansal hiyerarşi teorisi hem de işaret verme teorisi ile ilgili olmaktadır. Aşağıda bu tür çalışmalardan bazıları yer almaktadır.

Aharony ve Swary, yöneticilerin şirketin gelecek görünümü hakkındaki içsel bilgiyi kendi tasarruflarında tuttuklarını varsayarak, onların kamuoyuna bu bilginin iletilmesinde çeşitli araçları işaret olarak kullanabildiklerini göstermişlerdir. Bu araçlardan ikisi; getiriler ve temettülerdir. Yöneticiler, yatırımcılara şirketin gelecekteki beklentilerine dair bir işaret verebilmek için, **nakit temettü duyurularını kullanırlar**. Temettü kararları sadece yönetimin tekelinde olduğu için, **temettü değişikliği duyuruları, getiri tutarlarından** daha belirgin bir bilginin işaretini verir. Eğer temettüler, bu tür kamuoyuna faydalı bilginin iletimini sağlarsa, etkin bir sermaye piyasasında kamuoyu, duyuruları anında takip ederek, pay senedi fiyatlarına bu bilgi yansır (Aharony ve Swary, 1980:1). Araştırmacılar tarafından çeyrek dönemlerde temettü ve getiri miktarlarının yönetimin beklentilerinin işareti olarak kullanılabilmesi tespit edilmiştir. Çeyrek dönemlerdeki yeni temettü bilgisi-

nin bir işaret etkisi yarattığı ve pay senedi fiyatlarını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır (Aharony ve Swary, 1980:9). Sonuçlar aynı zamanda yarı güçlü formdaki etkin piyasa hipotezini desteklemiştir (Aharony ve Swary, 1980:11). Wang, Erickson ve Gau (1993:187) da, Aharony ve Swary'nin çalışmasının, şirketin gelecekteki getirileri hakkındaki asimetrik bilginin dışarıdakilere iletiminde, temettü dağıtımının esas alınabileceğini gösterdiklerini belirtir.

Tam tersi olarak, **Healy ve Palepu** (1988) da, şirketin gelirlerini veya gelirdeki değişiklikleri öngörmede, tahmin edici bir unsur olarak, temettü ile ilgili duyuruların, kullanılamayacağını belirtmiştir (Wang, Erickson ve Gau, 1993:187).

Li ve Zhao (2008:674), şirketlerin daha şeffaf bilgiler ile daha fazla temettü ödediklerini tespit etmişlerdir. Bu sonuç, temettünün işaret verme teorisi ile uyumlu değildir. Çünkü işaret verme teorisi hem asimetrik bilgi hem temettülerden güçlü pozitif bir etki öngörür. Li ve Zhao ise, asimetrik bilgi ile temettüler arasında güçlü negatif bir ilişkinin varlığını bularak, işaret verme teorisindeki eksikliği göstermişlerdir. Araştırmaları neticesinde buldukları sonuçlar, işaret verme teorisi ile tamamen uyumlu değildir.

Basiddig ve Hussainey, 2007 yılında hizmet dışı sektörlerde yer alan 282 şirket ile yaptıkları çalışmada temettü eğilimi ile asimetrik bilgi ilişkisini incelemiştir. Araştırmacılar şirketlerin temettü politikasını etkileyen faktörlere ilişkin yapılan araştırmaların sonuçlarının farklılaşabileceğinden söz ederler. Yaptıkları regresyon analizinde, bağımsız değişkenlerden birisi olarak da asimetrik bilgiyi almışlardır. Asimetrik bilgiyi çalışmalarında sayısallaştırırken şirketi izleyen analistlerin sayısını kullanmışlardır. Araştırmacılar şirketi izleyen analist sayısı ile pay başına temettü arasında pozitif ilişkinin varlığını tespit ettiler. Başka bir deyişle analist sayısı arttığında temettü ödemeleri de artacak bu da temettü politikası ile asimetrik bilgi arasındaki bir negatif ilişkiyi ortaya koyacaktır. Regresyon sonuçları İngiliz şirketlerinin temettü politikası ile asimetrik bilgi arasında anlamlı güçlü negatif bir ilişkinin varlığını göstermiştir. **Sonuçlar yatırımcılar ile yöneticiler arasındaki düşük asimetrik bilgi seviyesine sahip olan İngiliz şirketlerinin, yüksek oranda temettü dağıtma eğiliminde olduğunu kanıtlar**. Asimetrik bil-

gi seviyesi yüksek ise, temettü ödemelerinin azalma ihtimali tespit edilmiştir (Basiddig ve Hussainey, 2012:19-20).

İşaret verme teorisinde, daha yüksek şirket değeri, daha yüksek temettü ile bütünleştirilmiştir. İşaret verme teorisinde, temettü artışlarının olacağı duyuruları, pozitif anormal getiriler ile sonuçlanır. Başka bir deyişle, diğer etkenlerin aynı kaldığı varsayılarak, şirketin değeri, temettünün artan bir fonksiyonudur. Bhattacharya'nın modelinin ampirik etkilerinin bazıları, işaret verme modellerinin etkilerinden farklıdır. Daha yüksek oranda temettü duyurusu ya da bilgisi, düşük verimliliği olan yönetici türünün bir etkenidir ve daha düşük anormal getiri ve daha düşük firma değeri ile sonuçlanmaktadır (Bhattacharya, 2007:8).

Bhattacharyya çalışmasında asimetrik bilgi paradigmasını kullanarak temettü politikasını açıklamaya çalışmış, temettülerin içsel bilginin pazara geçmesini sağlamak üzere yöneticiler/içeridekiler tarafından bir araç olarak kullanıldığını iddia etmiştir. Bununla birlikte işaret verme modellerinin aksine, Bhattacharyya temettü politikasını, yeterince bilgi sahibi olmayan ortakların/yatırımcıların, yöneticiler tarafından kontrol edilen şirketin nakit akışının izlenmesinde bir bileşen olarak kabul etmiştir. İşaret verme modelinde ise, saklı bilgi, asimetrik bilginin kaynağıdır (Bhattacharya, 2007:8). Çalışmasında asimetrik bilginin daha geniş kaynağını kullanmıştır (ahlaki tehlike; yöneticinin iş saatlerinde yeterince gayret göstermesinin gözlemlenememesidir, saklı bilgi; yöneticinin verimliliğinin gözlemlenememesidir). Bu durumda düşük verim ile çalışan yönetici, daha verimli çalışan bir yöneticiye nazaran, yüksek oranda temettü ödemesi duyurusu yapacaktır. (Bhattacharya, 2007:10).

Yıldız, Gökbulut ve Korkmaz (2014:202), BIST sanayi sektöründe yer alan şirketler ile ilgili yaptıkları analizde işaret verme teorisine uygun sonuçlara ulaşımlardır. Şirketlerin geleceğe yönelik olumlu beklentileriyle nakit temettü miktarını artırma eğiliminde oldukları ve bununla ilgili taraflara bilgi ulaştırmak istediklerini tespit etmişlerdir.

Kaderli ve Başkaya (2014: 62), temettü dağıtımları istikrarlı olan, belirlenen dönemde temettülerini artıran ve azaltan şirketleri tespit ettikten sonra, bu şirketlerin geçmiş dönemlere göre temettü öde-

melerini artıracığı duyurularının, olay tarihi etrafında pay senedi fiyatlarını ve getirilerini artırdığı sonucuna ulaşmıştır. Bunun yanı sıra zaman dilimi genişledikçe, bu etki tamamen yok olmakta ve olumsuz bir etkiye dönüş yapmaktadır. Geçmişe göre temettü ödemelerini azaltacağını duyuran şirketlerin ise duyurunun hemen ardından anormal getirilerinde ciddi düşüşler yaşadıkları belirlenmiş ve bu nedenle temettü ödemelerini azaltacağını duyuran şirketlerin pay senetlerinin orta vadede elde bulundurulmaması gerektiği söylenmiştir.

Günalp, Kadioğlu ve Kılıç (2010:47) çalışmalarında Borsa İstanbul'da işlem gören 82 şirketin nakit temettü açıklamalarından sonra pay başına nakit temettü oranı ile kümülatif anormal (normalüstü) getiri arasında anlamlı negatif ilişki tespit etmiştir. Pay başına yüksek nakit temettü açıklayan bir şirketin pay senedinin anormal değer kaybı, pay başına düşük nakit temettü dağıtacağını açıklayan bir şirketinkine göre daha fazla olduğunu bulmuşlardır. Bundan dolayı şirketlerin nakit temettü duyuruları, şirketin değeri üzerinde etkilidir.

Brav ve arkadaşları, çoğunlukla Amerikan şirketlerinin 384 CFO'su (Chief Financial Officer-Mali işler başkanı) ve hazineden sorumlu yöneticilerinden oluşan örnek kütle ile yaptıkları araştırmada, söz konusu finansman yöneticilerinin, "yönetimin şirketin geleceği hakkındaki düşüncelerini" iletme yolu olarak temettüyü iyi bir araç gördüklerini tespit etmiştir. Fakat şu da eklenmelidir ki; yöneticiler şirketin gerçek değerini yatırımcıya bildirmek amaçlı olsa bile, pahalı bir işaret verme yolu olarak, temettü ödemesini kullanmazlar. Böylece, Brav ve arkadaşları yaptıkları çalışmada; işaret verme teorisini destekleyen fakat çok iddialı olmayan sonuçlara ulaştılar. Ayrıca onların araştırması aynı zamanda, vekalet teorisine¹ de çok az bir destek vermektedir (Dong, Robinson ve

1 Vekâlet Teorisine göre, şirketlerin temettü dağıtımları ile asimetrik bilgi ve vekâlet maliyetleri de azalacaktır. Çünkü şirket dağıtacağı yüksek oranda temettü nedeniyle, yatırımlarının finansmanında sermaye piyasalarına başvurma ihtiyacı duymaz. Bu durumda yeni pay senedi ihraçlarını mümkün olan en yüksek fiyatla gerçekleştirmek isteyen yöneticiler, ayrıca sermaye piyasasının gözetimi altına da girmiş olacaktır. Böylece yöneticiler, görevlerini aksatmadan yapma gereği duyarlar. Eğer yönetici temettü dağıtmayıp, iç kaynaklardan yatırımları finanse etseydi, pay sahipleri şirketin pazardaki fiyatı ve şirketin değerini öğrenememiş olacaktı (Gürsoy, 2012 :617).

Veld,2005:124).

Dong ve arkadaşlarının (2005:124) çalışması da bireysel yatırımcının temettü ödemelerine kayıtsız kalmadığını göstermiştir. Bireysel yatırımcılara anket soruları düzenlenmiş ve 1; temettü istemem, cevabından 7; temettü isterim cevabına kadar puanlanmıştır. Yatırımcıların temettü isteyip istememesine dair ortalama 4,98 civarında çıkmıştır. %60,5 ile 5 notu verilmiş, %12,3 ise 3 ve altında çıkmıştır. Bu durumda temettünün işaret verme rolü teyit edilmiştir. Dong ve arkadaşlarının buldukları sonuçlar serbest nakit akımı ve vekâlet teorisi ile tutarsızdır.

Baker ve Powell (2000:30), Lintner'in istikrarlı temettü politikasını önemseydiğinden bahsederler; Lintner, "pay sahiplerinin, temettünün istikrarlı ödenmesini tercih edeceklerini", yöneticiler tarafından tahmin edildiğini söylemiştir. Bu durumda şirketler de temettü ödemelerinde dramatik değişikliklerden ziyade bir **hedef temettü oranını** oluşturma yönünde zaman zaman ayarlamalar yapma eğilimi taşırlar. Böylece yöneticiler kısa sürede sık sık değişen temettü ödemeleri yerine istikrarlı temettü dağıtımını tercih etmişlerdir.

Deshmukh (2005:109) ise temettü politikasında asimetrik bilginin etkisini araştırmıştır. Temettülerin asimetrik bilginin seviyesi ile ters yönlü ilişkili olduğunu tespit etmiştir. Ulaştığı sonuç işaret verme teorisinden ziyade finansal hiyerarşi teorisine² uyumludur.

Deshmukh'a göre, asimetrik bilginin seviyesinin yüksek olması, şirketlerin daha düşük temettü ödemesine yol açar. Bu finansal hiyerarşi teorisine uyarken işaret verme teorisine ters düşer. Çünkü işaret verme teorisinde diğer şeyler sabitken, yöneticiler ve yatırımcılar arasındaki asimetrik bilginin mevcudiyetinde yatırımcılar temettü ödemelerini olumlu bir sinyal olarak alırlar (Deshmukh,2005:108). Temettünün dağıtılması ile işletmede alıkonan nakit azalacak ve finansal hiyerarşi teorisine göre ikinci sırada olan borçla finansmana ihtiyaç duyulacaktır. Bu teorinin temelinde,

temettü ödemeleri arttıkça, şirketin borçla finansman ihtiyacı artacağından, temettü ile borç oranı arasında pozitif ilişki beklenir (Basiddig ve Hussainey,2012:7).

Miller ve Rock, asimetrik bilgi altında temettü politikasının rolüyle ilgili bir model geliştirerek, şirketin yöneticilerinin dışarıdakilere göre daha fazla bilgiye sahip olduklarını varsaymıştır. Temettü duyuruları yatırımcılara, şirketin cari getirileri hakkında fikir edinmelerini sağlayarak onlara bir işaret vermektedir. Modellerinde cari getiriler bilindiği zaman, gelecek getiriler için de çıkarım yapılabileceği öngörülmüştür. (Miller ve Rock,1985:1031).

Bhattacharya (1979) ve John ve Williams (1985) yatırımcılara oranla yöneticilerin şirketin gerçek değeri hakkında daha nitelikli bilgiye sahip olduğunu varsayarak, işaret verme teorisinin varlığını öne sürmüşlerdir. Şirketin yöneticileri bazı bilgileri piyasaya iletme yolu olarak temettüyü kullanırlar. Bu model asimetrik bilgi ile temettü politikası arasında pozitif bir ilişki öngörür (Li ve Zhao,2008:673). Örneğin, istikrarlı bir şekilde yıllarca temettü dağıtan bir şirket, temettü ödeme oranını yükseltirse, yatırımcılar şirket hakkında olumlu düşünür ve gelecekte şirketin nakit girişlerinin artacağı ve pay senedinin de fiyatlarının yükseleceği kanısı uyanır. Bunun tersi de doğrudur (Okka, 2009:552). Böylece, yatırımcılar şirketin gelecek performansı hakkında karar verebilmek için, yönetimin şirketi değerlemesinin bir işareti olarak, temettü politikasındaki değişiklikleri dikkatlice değerlendirme gereği duyarlar (Basiddig ve Hussainey,2012:6). Sonuçta yapılacak temettü ödemelerindeki artış veya azalışlar ile yönetimin şirket hakkında beklentisini piyasaya bir çeşit işaret olarak gönderir. (Gürsoy,2012:612).

Yukarıdaki açıklamalar şunları gösterir; diğer şeyler sabitken, yüksek seviyede asimetrik bilgiye sahip bir şirket, aynı seviyede getirileri olan daha düşük asimetrik bilgiye (simetrik bilgi daha fazla) sahip şirketlere göre, işaret vermek için yüksek miktarda temettü ödemek zorundadır. Böylece, diğer şeyler sabitken, işaret unsuru, daha yüksek asimetrik bilginin varlığı daha yüksek temettü ödemesi yapılacağına işaret eder. Finansal hiyerarşi teorisi ve işaret verme teorisi, temettü politikasındaki asimetrik bilgi seviyesinin etkisiyle birbirine zıt öngörüler ortaya koyarak ve böylece iki teori ara-

2 Finansal Hiyerarşi Teorisi, şirketlerin finansman ihtiyaçlarında öncelikle dağıtılmamış karlara, sonra borç kaynağına ve son finansman kaynağı olarak da yeni pay senedi ihracına yönelmesi gerektiğini belirtir.

sında asimetrik bilginin temettü ödemelerine yansımaları açısından aralarında temel bir fark oluşur (Deshmukh, 2005:111).

3. Model

Model, Deshmukh (2005)'un çalışması dikkate alınarak oluşturulmuştur. Aslında Deshmukh asimetrik bilgi ile finansal hiyerarşi teorisi arasında ilişki kurmuştur. Fakat araştırmasında, asimetrik bilginin varlığında şirketlerin temettü dağıtımı ile finansal hiyerarşi teorisi arasında tespit ettiği ilişkinin tam tersinin işaret verme teorisi için olabileceği sonucuna da ulaşmıştır. Bu durumda Deshmukh, yüksek seviyede asimetrik bilginin varlığında; şirketlerin daha yüksek miktarda/oranda temettü dağıttıklarını ve bunun da yatırımcıya bir işaret verme anlamına geldiğini tespit etmiştir.

Bu durumda çalışmada, 3 adet model kurulmuştur. **Birincisi**; istikrarlı temettü dağıtan 14 şirketin yer aldığı model, **ikincisi**; istikrarlı temettü dağıtmayan 18 şirketin yer aldığı model, **üçüncüsü** ise; hem istikrarlı hem de istikrarsız temettü dağıtan 32 şirketin yer aldığı modeldir.

3.1 Yöntem ve Veri Seti

Çalışma verilerinin hem zaman hem de kesit verilerden oluşması sebebiyle, panel veri regresyon analizi tercih edilmiştir. Panel veri analizi, zaman boyutuna ilişkin yatay kesit verilerini kullanarak ekonomik ilişkileri tahmin eden bir analiz yöntemidir. Böylece hem zaman serisi hem de yatay kesit serileri bir araya gelmekte, gözlem sayısı ve serbestlik derecesi artmakta, sonuçta açıklayıcı değişkenler arasında yüksek derecede doğrusal ilişkinin bulunma olasılığı da azalmaktadır. Ayrıca panel veri analizi, yatay kesit ve zaman serilerinden daha karmaşık modellerin kurulmasına ve ilişkilerin test edilmesine olanak sağlamaktadır (Çalışkan, 2009:124).

Çalışmada BIST 50 Endeksinde yer alan 2009-2015 yılları arasındaki 6 yılda temettü ödemesi yapan 32 şirket incelenmiştir. 32 şirket içinde bankalar, finansal kurumlar, gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi finans sektörü şirketleri yer almaktadır. Ayrıca asimetrik bilginin varlığı ile ilgili tespitler ortaya konmak istendiği için, BIST 50 Endeksi içinde olan fakat analistler tarafından değerlendirme yapılmayan şirketler de örnek kütle-

ye dahil edilmemiştir. Şirketler söz konusu 6 yılda sürekli temettü dağıtmışlarsa “istikrarlı temettü dağıtan”, eğer 6 yıl içinde bazı yıllarda temettü dağıtmamışsa da “istikrarsız temettü dağıtan” şirketler olarak adlandırılmıştır. Bu durumda 14 istikrarlı temettü dağıtan şirket ve 18 istikrarsız temettü dağıtan şirket analize konu edilmiştir.

Analiz kapsamındaki şirketler hakkındaki finansal tablolara ve temettü dağıtımına ilişkin bilgiler, şirketlerin kendi sitelerinden, bazı aracı kurumlardan ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan (KAP) derlenmiştir.

3.2 Değişken Tanımları

Çalışmada “pay başına temettü” **bağımlı değişken** olarak seçilmiştir. Deshmukh (2005)'un çalışmasında olduğu gibi, bağımlı değişken olarak öncelikle temettü verimi (pay başına temettü / pay fiyatı) denenmiştir. Fakat temettü veriminin bağımlı değişken olması durumunda R² değerleri oldukça düşük çıkmış ve bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkeni açıklayamadığı görülmüştür. Bunun yanısıra oluşturulan modellerdeki bağımsız değişkenlerin anlamlılıkları t testine göre ölçülmüş fakat anlamlı bir sonuç da elde edilememiştir.

Bu durumda, Basiddig ve Hussainey (2012:14)'in çalışması dikkate alınarak, **pay başına temettü**³ (PBT); bağımlı değişken olarak belirlenmiştir.

Bağımsız değişkenler;

1.Analist sayısı (AS); Şirket hakkında değerlendirme yapan analist sayısı, şirket ve onun yatırımcıları arasındaki asimetrik bilginin seviyesinin bir göstergesi olarak belirlenmiştir. Çoğu çalışmada da asimetrik bilginin göstergesi olarak analist sayısı kullanılmıştır. Başka bir deyişle bir şirketi izleyen ne kadar **çok sayıda** analist var ise, şirket ve onun yatırımcıları arasında o derece **düşük seviyede asimetrik bilgi** olacaktır. Çünkü analistler, yatırımcıya bilgi sağlamada çok önemli rol oynarlar (Deshmukh,2005:111). Aksine Basiddig ve Hussainey (2012:14), İngiliz şirketlerine ilişkin analizlerinde; temettü dağıtımı ile analist sayısı arasında anlamlı pozitif ilişkinin varlığını tespit etmiştir. Bu durumda, bir şirketi izleyen analist sayısı artarsa, temettü ödemelerinin de **artacağını** belir-

3 PBT= toplam nakit temettü/ toplam pay sayısı

tır. Analist sayısı ve temettü dağıtım oranı arasındaki bu pozitif ilişki, temettü dağıtımını ve asimetrik bilgi arasında negatif bir ilişkiyi getirir. Yaptıkları regresyon sonucunda, İngiliz şirketlerinde asimetrik bilgi ve temettü politikaları arasında güçlü negatif ilişki bulunmuştur. Düşük asimetrik bilgi, temettü ödemelerinin miktarını artırır veya asimetrik bilginin yüksek seviyede olması, temettü ödeme olasılığını azaltır. Başka bir deyişle, temettü ödemeleri ile asimetrik bilgi arasındaki negatif ilişki, ABD literatüründeki çalışmalarla (Deshmukh, 2005) tutarlıdır. Basiddig ve Hussainey tarafından bulunan sonuç, vekâlet ve finansal hiyerarşi teorisine uygun olmakla birlikte, **işaret verme teorisi ile uyumlu değildir.** Yaptığımız çalışma işaret verme teorisini esas aldığı için, Deshmukh'ın (2005) çıkarımları kullanılarak aşağıdaki hipotezler belirlenmiştir.

Hipotez 1: İşaret verme teorisine göre asimetrik bilgi ve dağıtılan nakit temettü arasında pozitif bir ilişki vardır. Bu durumda, analist sayısı ile dağıtılan temettü arasında negatif ilişki olmalıdır.

2. Yatırım fırsatları (PD/DD); şirketlerin yatırımlarının optimum miktarı, şirketin büyüme fırsatlarının artan bir fonksiyonudur. Bu durumda yatırım seçenekleri fazla olan şirketler, hızlı büyüme ile daha fazla miktarda yatırım yapacak ve nihayetinde daha düşük seviyede temettü dağıtımını yapmak zorunda kalacaktır.

Literatürde temettü politikaları ile yatırım fırsatlarının ilişkisi ölçülürken, yaygın olarak PD/DD ölçüsü kullanılmaktadır. Jensen ve diğerleri temettü ödemeleri ve şirketin büyüme fırsatları arasında anlamlı negatif ilişkiyi tespit etmişlerdir (Jensen, Solberg ve Zorn,1992:251). Aksine, bazı araştırmacılar ise, PD/DD değişkeni ile şirketlerin temettü politikaları arasında pozitif yönlü bir ilişki bulmuşlardır (Yıldız, Gökbulut ve Korkmaz,2014:189).

Hipotez 2: Şirketlerin yatırım fırsatları ile pay başına temettüleri arasında anlamlı ilişki vardır.

3. İşletmenin büyüklüğü (AT); Temettü ile ilgili birçok analizde şirketin büyüklüğü ile temettü politikası veya temettü ödeme oranı ilişkilendirilmiştir. Al-Najjar ve Hussainey (2009: 9), büyük şirketlerin küçüklere göre finansal problemlere karşı

daha az kırılğan olduklarını ve daha büyük oranda temettü dağıtım eğiliminde olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca büyük şirketlerde daha düşük seviyede asimetrik bilgi de söz konusudur (Deshmukh,2005:121). Çünkü genelde büyük şirketlere ilgi çok olduğu için, bu tür şirketleri izleyen analist sayısı fazladır, bunun neticesinde de bilgi artık simetrik hale gelmekte, asimetrik bilgi azalmaktadır.

Yapılan çalışmalarda, finansal hiyerarşi teorisine göre, temettü ödemeleri ile şirketin büyüklüğü arasında pozitif anlamlı ilişki olduğu tespit edilmiştir (Deshmukh,2005:121).

Fakat çalışmamızda işaret verme teorisi esas alındığı için, analist sayısı ile temettü ödemelerinin negatif ilişkili olduğu varsayıldığından ve büyük şirketlerde de analist sayısı yüksek olduğu için, temettü ödemelerinin şirket büyüklüğü ile negatif ilişkili olması öngörülür. Çalışmada şirketlerin aktif toplamının logaritması alınarak, aktif toplamı değişkeni modele dahil edilmiştir.

Hipotez 3: Şirket büyüklüğü ile pay başına temettü arasında anlamlı negatif ilişki vardır.

4. Halka açıklık (HAO); halka açıklık oranının büyüklüğüne göre, “şirketler yatırımcıya karşı sorumlu oldukları konulara ve kurumsal yönetime daha fazla titizlik gösterirler” düşüncesi ile bu değişken modele dahil edilmiştir. Özellikle halka açıklık oranının yüksek olduğu şirketlerde, temettü dağıtımının daha fazla olacağı düşüncesi benimsenmiştir.

Hipotez 4: Şirketlerin halka açıklık oranı ile pay başına temettü arasında anlamlı pozitif ilişki vardır.

5. Nakit akışı (FAVÖK); İşaret verme teorisi, diğer faktörler sabitken, yüksek nakit akışına sahip şirketlerin, daha yüksek temettü ödeme eğiliminde olduklarını belirtir (Deshmukh,2005:113). Yatırımcıya veya piyasaya bir işaret oluşturmanın yolu olarak, yüksek nakit akışına sahip şirketlerin, yüksek temettü ödemek isteyeceği tahmin edilir. Modelde serbest nakit akışının temsilcisi olarak faiz amortisman vergi öncesi kar (FAVÖK) alınmıştır.

Hipotez 5: Nakit akışı ile pay başına temettü arasında anlamlı pozitif ilişki vardır.

Tablo 1: Analiz Sonucunda Beklenen İlişkiler

Bağımsız değişkenler	Tanım	Beklenen
Asimetrik bilgi	Analist sayısı (AS)	Negatif ilişki
Yatırım fırsatları	Piyasa değeri/Defter değeri (PD/DD)	Anlamlı bir ilişki
Büyüklik	Aktif toplamı (AT)	Negatif ilişki
Halka açıklık	Halka açıklık oranı(HAO)	Pozitif ilişki
Nakit akışı	Faiz Vergi Öncesi Kar (FAVÖK)	Pozitif ilişki
Bağımlı değişken; Pay Başına Temettü	PBT=toplam nakit temettü/ toplam pay sayısı	

Yukarıdaki hipotezler doğrultusunda, Tablo 1 düzenlenerek, bağımsız değişkenler ile bağımlı değişken arasındaki beklenen ilişki özetlenmiştir.

3.3 Bulgular ve Değerlendirme

Tablo 2’de araştırmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin ortalama, maksimum, minimum değerler, standart sapma, çarpıklık ve basıklık istatistikleri yer almaktadır.

Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistikler

TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER	AS	AT	FAVOK	HAO	PD/DD	PBT
Ortalama	20,22	9,52	8,34	0,38	2,91	0,64
Maksimum	34,00	11,36	9,81	1,00	17,83	10,00
Minimum	1,00	7,68	0,00	0,02	0,00	0,00
Standart sapma	10,29	0,71	1,41	0,18	3,18	1,48
Çarpıklık	-0,69	-0,21	-4,34	1,29	2,78	4,03
Basıklık	2,29	3,68	25,91	5,18	11,06	21,30
Gözlem sayısı	192	192	192	192	192	192

Tablo 2’de yer alan 192 gözlemden elde edilen tanımlayıcı istatistiklere göre AS ortalama 20,22’dir. Minimum aldığı değer 1, maksimum aldığı değer ise 34’tür. Standart sapma ise 10,29’dur. AT için ortalama değer 9,52 olup, minimum gördüğü değer 7,68 maksimum gördüğü değer 11,36’dır. Standart sapma ise 0,71 olarak hesaplanmıştır. FAVOK için ortalama değer 8,34 olup, minimum gördü-

ğü değer 0 maksimum gördüğü değer ise 9,81’dir. Standart sapması ise 1,41’dir. HAO ortalama 0,38 olup, minimum 0,02 maksimum ise 1’dir. Standart sapma ise 0,18’dir. PD/DD ortalama 2,91 olup minimum 0 maksimum 17,83 olmuştur. Standart sapma ise 3,18’dir. PBT ortalama 0,64 olup, minimum 0 maksimum değer ise 10’dur. Standart sapma ise 1,48 olarak bulunmuştur.

Tablo 3: Panel Birim Kök Testi

Değişkenler	Levin, Lin & Chu test	Olasılık	Adet	Gecikme
AT	-20,34	0,000	160	0
FAVOK	-60,82	0,000	160	0
HAO	-5,02	0,000	95	0
PBT	-87,78	0,000	155	0
PD/DD	-42,09	0,000	155	0

Tablo 3'te görüleceği üzere, Levin, Lin ve Chu (LLC) testinin tüm değişkenlerde (analist sayısı hariç), trend ve sabit terimin varlığında birim kök testi yapılmıştır. Sağlıklı bir regresyon modeli kurulabilmesi için değişkenlerin durağan olması veya durağan hale getirilmesi gerekmektedir. Durağanlık sağlanmadığı sürece kurulan regresyon modeli hatalı olabilmektedir. Bunun için ya-

pılan Panel Birim Kök testine göre, tüm değişkenlerin test olasılık sonuçları %5'ten düşük çıkmıştır. Böylece "tüm değişkenler temel düzeyde durağandır" kararı verilmiştir. Bu durumda değişkenlerin temel hali modele dahil edilip, modelden elde edilen hata terimlerine aynı test yapılarak modelin geçerliliği sınanmıştır.

Tablo 4: Modelin Geçerliliği

MODELLER	Levin, Lin & Chu test	Olasılık	Adet	Gecikme
İSTIKRARLI ŞİRKETLER MODELİ	-5,02	0,00	70,00	0,00
İSTIKRARSIZ ŞİRKETLER MODELİ	-14,78	0,00	90,00	0,00
TÜM ŞİRKETLER MODELİ	-19,64	0,00	160,00	0,00

Kurulan üç modelden de elde edilen artık terimlere temel düzeyde sabit terimleri dahil ederek, LLC birim kök testi yapıldığında tüm modellerde test sonucunun olasılık değerinin %5'ten küçük oldu-

ğu görülmekte olup, kurulan modellerin hata teriminde otolorelasyon yoktur. Bu durumda kurulan üç model de geçerlidir (Tablo 4).

Tablo 5: Panel Veri Regresyon Modelleri

	BAĞIMLI DEĞİŞKEN	BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER						R ²	F test	F test Olasılık
		SABİT TERİM	AS	AT	HAO	FAVÖK	PD/DD			
İSTIKRARLI ŞİRKETLER MODELİ	PBT	2,34*	-0,04*	-1,79*	0,84**	1,9*	0,01	0,42	11,39	0,00
İSTIKRARSIZ ŞİRKETLER MODELİ	PBT	5,55*	-0,05*	-0,61**	-0,13	0,20	0,09	0,22	5,86	0,00
TÜM ŞİRKETLER MODELİ	PBT	6,14*	-0,03*	-0,72*	-0,01	0,23**	0,047***	0,20	9,84	0,00

* %1 düzeyinde anlamlıdır, ** %5 düzeyinde anlamlıdır, *** %10 düzeyinde anlamlıdır.

Panel veri regresyon analizi yöntemi kullanılarak, Tablo 5'teki sonuçlara ulaşılmıştır. Tüm modeller için hesaplanan F istatistiği ve bu teste ait olasılık değerleri %5'ten küçük çıktığı için söz konusu üç model de istatistiksel olarak anlamlıdır.

$PBT = 2,34 - 0,04AS - 1,79AT + 0,84HAO + 1,9FAVÖK$ (İstikrarlı temettü dağıtan şirketler)

$PBT = 5,55 - 0,05AS - 0,61AT$ (İstikrarsız temettü dağıtan şirketler)

Oluşturulan modeller şöyledir;

$PBT = 6,14 - 0,03AS - 0,72AT + 0,23FAVÖK + 0,047PD/DD$ (Tüm şirketler)

İstikrarlı şirketler modeli; Modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranı, %42'dir (Modelin R^2 değeri %42). Yatırım fırsatları değişkeni hariç, tüm bağımsız değişkenler PBT'yi anlamlı bir şekilde açıklamaktadır. Bağımsız değişkenlerden AS ve AT değişkenleri ile PBT arasında ters yönlü bir ilişki vardır. HAO ve nakit akışı değişkenleri ile PBT arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. PD/DD oranı ile PBT arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

İstikrarsız şirketler modeli; Modeldeki bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkeni açıklama oranı %22 (R^2 değeri) olarak bulunmuştur. Bağımsız değişkenlerden sadece analist sayısı ve şirket büyüklüğü değişkenleri ile PBT arasında anlamlı negatif bir ilişki vardır. Diğer bağımsız değişkenler olan HAO, FAVÖK ve PD/DD değişkenleri ile PBT arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Tüm şirketlerin dahil edildiği modelde; Modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranı %20'dir (R^2 değeri). HAO haricinde diğer değişkenler ile PBT arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur. AS ve AT değişkenleri ile PBT arasında negatif ilişki tespit edilirken, FAVÖK ve PD/DD değişkenleri ile PBT arasında po-

zitif bir ilişki söz konusudur. Yatırım seçeneklerini temsil eden PD/DD oranı ile PBT arasında diğer modellerde (istikrarlı ve istikrarsız temettü dağıtan) anlamlı bir ilişki ortaya konulamazken, tüm şirketlerin dahil olduğu modelde PD/DD ile PBT arasında %10 anlamlılık seviyesinde pozitif ilişki vardır.

4.Sonuç

Yapılan analize göre, istikrarlı, istikrarsız ve tüm şirketlerin dahil olduğu modellerde, **analist sayısı** ile pay başına temettü arasında negatif ilişki bulunmuştur. Başlangıçtaki teorik yaklaşıma göre, analist sayısı ile asimetrik bilgi ters yönlü olduğundan, işaret verme teorisine göre asimetrik bilgi ne kadar çoksa (analist sayısı az), şirketler gelecekteki durumlarının işareti olarak temettü dağıtımını kullanırlar. Bu durumda BIST 50'de yer alan finans şirketleri haricindeki istikrarlı temettü dağıtan, istikrarsız temettü dağıtan ve her iki grubun da içinde olduğu toplam 32 şirket için, **işaret verme teorisini doğrulanmıştır**. Şirket yöneticileri, şirketin mevcut ya da potansiyel yatırımcılarına şirketin durumu hakkında temettü dağıtımını bir işaret olarak kullanmaktadır. Tablo 6'da analiz sonuçları yer almaktadır.

Tablo 6: Analiz Sonuçları

	Analist Sayısı (AS)	Yat.Fırsatları (PD/DD)	Şirket Büyüklüğü (AT)	Halka açıklık oranı (HAO)	Nakit Akımı (FAVÖK)
İstikrarlı Temettü Dağıtan Şirketler	Negatif	Anlamlı ilişki yok	Negatif	Pozitif	Pozitif
İstikrarsız Temettü Dağıtan Şirketler	Negatif	Anlamlı ilişki yok.	Negatif	Anlamlı ilişki yok.	Anlamlı ilişki yok.
Tüm şirketler	Negatif	Pozitif	Negatif	Anlamlı bir ilişki yok.	Pozitif

Yatırım fırsatları ile temettü ödemeleri arasında BIST 50'deki 32 şirket için pozitif yönlü anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Asimetrik bilginin varlığında şirket yöneticileri temettü ödemelerini artırarak, yatırımcıya şirketinin yatırım fırsatlarını iyi değerlendirdiği ve yatırımlarını artırdığı ve neticesinde de şirketin iyi durumda olduğu bilgisini ulaştırmak ister. Başka bir deyişle; yatırım fırsatları ile temettü ödemeleri arasındaki bu pozitif ilişki ile de **işaret verme teorisini doğrulanmaktadır**. Fakat istikrarlı ve istikrarsız temettü dağıtan şirketlerin temettü dağıtımları ile yatırım yapma eğilim-

leri arasında ise anlamlı bir ilişki de ortaya konulamamıştır.

Yapılan analizde üç model için, **şirketlerin büyüklükleri** ile temettü ödemeleri arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Başka bir deyişle; şirketler büyüdükçe, daha az temettü dağıtma eğilimindedirler. Değişkenler açıklanırken ortaya konduğu üzere, **bu sonuç işaret verme teorisine uyumludur** (Finansal hiyerarşi teorisine uyumlu değildir).

İstikrarlı temettü dağıtan şirketlerin **halka açıklık**

oranı yüksekse, bu şirketler daha yüksek oranda temettü dağıtımını yaparak, yatırımcıya işaret vermektedir. Bunun tersi de doğrudur. Fakat istikrarsız temettü dağıtan ve tüm şirketlerin dahil olduğu örnek kütlede ise, temettü dağıtımını ile halka açıklık oranı arasında anlamlı bir ilişki ortaya konulamamıştır.

İstikrarlı temettü ödeyen ve tüm şirketleri içine alan modeller için, şirketlerin **nakit akışı** ile pay başına temettüleri arasında pozitif anlamlı ilişki bulunmuştur. Bu da genelde şirketlerin nakit akışları arttıkça, temettü ödemelerini de artırdıkları sonucuna götürür. Yatırımcıya veya piyasaya bir işaret oluşturmanın yolu olarak, yüksek nakit akışına sahip şirketlerin, yüksek temettü ödemek isteyeceği hipotezlerde öngörülmüştü. Analizde de nakit akışı ile pay başına temettü arasında pozitif ilişkiye ulaşılmıştır. Sonuçta yatırımcıya yüksek temettü ödemesi yapan veya yapacağını duyuran şirketlerin, yatırımcıya **şirketlerinin nakit akışının da yüksek seviyede olduğu/olacağı işaretini verdikleri hipotezi doğrulanmış olur**. Doğal olarak istikrarsız temettü dağıtan şirketler ile nakit akışı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Kaynakça

AL-NAJJAR, Basil and Khaled HUSSAİNEY; (2009), "The Association Between Dividend Payout and Outside Directorships", *Journal of Applied Accounting Research*, Forthcoming.

AHARONY, Joseph and Itzhak SWARY; (1980), "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, 35(1), pp.1-12.

BASIDDIG, Husam and Khaled HUSSAİNEY; (2012), "Does Asymmetric Information Drive UK Dividends Propensity", *Journal of Applied Accounting Research*, November, pp.284-297.

BAKER, H.Kent and Gary E.POWELL; (2000), "Determinants of Corporate Dividend Policy: A Survey of NYSE Firms", *Financial Practice And Education*, January, pp.29-40

BLACK, Fischer; (1996), "The Dividend Puzzle", *The Journal of Portfolio Management*, Special Issue, pp.8-12.

BHATTACHARYA, Nalinaksha; (2007), "Dividend Policy: A Review", *Managerial Finance*, 33 (1), pp.4-13

ÇALIŞKAN, Zafer; (2009), "OECD Ülkelerinde Sağlık Harcamaları: Panel Veri Analizi", *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*,34(Temmuz-Aralık), ss.117-137.

DESHMUKH, Sanjay ; (2005), "The Effect of Asymmetric Information on Dividend Policy", *Quarterly Journal of Business and Economics*, 44(1-2), pp.107-127.

DONG, Ming, Chris ROBINSON and Chris VELD; (2005) "Why Individual Investors Want Dividends", *Journal of Corporate Finance*, 12(1), pp.121-158.

GORDON, Myron J.; (1963), "Optimal Investment and Financing Policy", *Journal of Finance*, May, pp.264-272

GÜNALP, Burak, Eyüp KADIOĞLU ve Saim KILIÇ; (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), ss. 47-69.

GÜRSOY, Cudi Tuncer; (2012), *Finansal Yönetim İlkeleri*, 2.B., Beta, İstanbul.

JENSEN, G. R., D. P. SOLBERG and T. S. ZORN; (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), pp.247-263.

KADERLİ, Yusuf ve Hatice BAŞKAYA; (2014), "Halka Açık Firmalarda Kar Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama", *Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(1), ss.49-64

LI, Kai and Xinlei ZHAO; (2008), "Asymmetric Information and Dividend Policy", *Financial Management*, 37 (4), pp.673-694.

LINTNER, John; (1962), "Dividends, Earnings Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations", *Review of Economics and Statistics*, August, pp.243-269

MILLER, Merton H. and Kevin ROCK; (1985), "Dividend Policy Under Asymmetric Information", *The Journal of Finance*, XL (4), pp.1031-1051.

MISHKİN, Frederic S.; (2000), *Finansal Piyasalar ve Kurumlar*, çev. İlyas Şıklar vd., Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.

MYERS, Stewart C. and Nicholas S. MAJLUF; (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do not Have", *Journal of Economics*, 13, pp.187-221.

OKKA, Osman; (2009), *Analitik Finansal Yönetim Teori ve Problemler*, Nobel Akademik Yayıncılık, Ankara.

OMAĞ, Aclan; (2009), *İşletmelerde Kar Dağıtım Politikasının İşletmenin Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım*, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul.

ROSE, Peter S.;(1997), *Money and Capital Markets, Financial Institutions and Instruments an A Global Marketplace*, 6th Ed., Mc Graw-Hill International Editions.

WANG, Ko, John ERICKSON and George W.GAU; (1993), "Dividend Policies and Dividend Announcement Effects for Real Estate Investment Trusts", *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, 21(2), pp.185-201

YILDIZ, Berk, Rasim İlker GÖKBULUT ve Turhan KORKMAZ; (2014) "Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: Bist Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması", *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10 (1), ss.185-206.