



Article Info/Makale Bilgisi

✓Received/Geliş: 17.04.2018 ✓Accepted/Kabul: 28.08.2018

DOI: 10.30794/pausbed.416072

Araştırma Makalesi/ Research Article

Arslan, M., Meder Çakır, H. (2018). "Firmaların Temettü Ödemeleri İle Firma Değeri Arasındaki İlişki Ve Bist 100'de Bir Uygulama" *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, sayı 33, Denizli, s. 169-180.

FİRMALARIN TEMETTÜ ÖDEMELERİ İLE FİRMA DEĞERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ ve BİST 100'DE BİR UYGULAMA*

Merve ARSLAN **, Hafize MEDER ÇAKIR***

Özet

Firmaların temettü politikası, yılsonunda elde edilen karın hangi oranda hissedarlara dağıtılacağı, hangi oranda şirket bünyesinde bırakılarak oto finansman aracı olarak kullanılacağını belirler. Bu çalışmanın amacı, işletmelerin temettü ödeyeceklerini kamuya duyurması sonucunda ilgili firmaların hisse senetlerinin anormal getiri elde edip etmeyeceklerini, olay etüdü (event study) metodu kullanılarak tespit edilmesidir. Böylelikle firmaların temettü dağıtma kararları ile firma değeri arasındaki ilişki ortaya konulacaktır. Uygulama, üretim sektöründe yer alan, BİST 100 Endeksi'ne kote olmuş ve 2016 yılında temettü ödemesi yapan 31 firma üzerinde yapılmıştır. Etkin piyasalar hipotezine göre yarı formda etkin piyasalarda kamuya duyurulan bilgiler, ilgili firmaların hisse senetlerinde anormal getiriye sebep olmamaktadır. Bu çalışma ile aynı zamanda Türkiye sermaye piyasasının yarı güçlü formda ne kadar etkin olduğu da ortaya konulması hedeflenmiştir. Yapılan çalışmalar sonucunda elde edilen bulgulara göre, firmaların temettü ödeyeceğini duyurmaları sonucunda, ilgili firmaların hisse senetleri fiyatlarının pozitif yönlü anormal getiri sağladıkları tespit edilmiştir. Bu aynı zamanda Türkiye sermaye piyasasının yarı güçlü formda bile etkin olmadığı anlamına gelmektedir.

Anahtar Kelimeler: Temettü Dağıtım Politikası, Firma Değeri, BIST 100 Endeksi, Olay Etüdü, Etkin Piyasalar Hipotezi.

RELATIONSHIP BETWEEN FIRMS DIVIDENT PAYMENT AND FIRMS VALUE AND AN APPLICATION ON BIST 100

Abstract

Divident Policy is one of the most important research areas in the field of Finance. Finance management should decide; what persantage of profit should be distrubuted to shareholders and what persantage of profit should be lefted in company will be used as self-financing tool. At this study, we analyze firm value is affected by divident policy or not. To test the hypothesis (Divident policy affect firm value), is used Event Study method. On the other hand, according to Efficient Market Hypothesis, if market is efficient on semi-strong form firms can not accieve ab-normal return on stock when they announce new knowledge to public. This study disclose that, BİST is efficient or not on semi-strong form according to Efficient Market Hypothesis. This study purposes that, when firms announce that they will distrobute dividenet payment, these firm's stocks will achieve ab-normal return or not. Divident payment decision have an impact on firm value or not. Research results reveal that, annoucement of divident payment have pozitive effect on return of stock. This result show that, BİST is not efficient on semi-strong form according to Efficient Market Hypothesis.

Keywords: Divident Distrubution, Firm Value, BIST 100, Event Study, Efficient Market Hypothesis.

*Bu makale Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde, Doç. Dr. Hafize Meder Çakır danışmanlığında Merve Arslan tarafından yazılan "FİRMALARIN TEMETTÜ POLİTİKALARI İLE FİRMA DEĞERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ ve BİST 100 DE BİR UYGULAMA" isimli yüksek lisans tezinden yararlanılarak hazırlanmıştır

**Araş. Gör., Haliç Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Anabilim Dalı, İSTANBUL.

e-posta: mervearslan@halic.edu.tr. (orcid.org/0000-0001-5252-3741)

*** Doç. Dr., Pamukkale Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Muhasebe ve Finansman Anabilim Dalı, DENİZLİ.

e-posta: hmeder@pau.edu.tr (orcid.org/0000-0002-3438-9611)

1. GİRİŞ

Günümüz finans literatüründe, firma sahip ve yöneticilerinin en temel hedefi firmalarının piyasa değerinin maksimize edilmesidir. Firmaların değerini belirleyen üç esas karar vardır. Bu kararlar (Akgüç, 2010: 5);

- Yatırım kararları,
- Finansman kararları,
- Temettü politikası kararları.

Finans yöneticisi firmanın yatırıma, finansmanına ve temettü dağıtımına ilişkin kararlarını alırken, firma değerini maksimum kılacak kararın hangisi olduğunu araştırmalı ve onu uygulamalıdır. Temettü politikası, firmanın yılsonunda elde edilen karın ne kadarının ortaklara temettü olarak dağıtılıp, ne kadarının da dağıtılmayarak firma bünyesinde bırakılacağına ilişkin kararları içerir. Yatırımcılar tasarruflarını, düzenli ve yüksek oranda temettü getirisi sağlayacak hisse senetlerine yatırmayı tercih ederler. Fakat firmanın hem yüksek temettü ödemesini beklemek, hem de büyümesini beklemek birbiriyle çelişen iki amaçtır. Yüksek oranda temettü dağıtımını yapan firma daha az oto-f finansman yapacaktır. Firma yöneticilerinin belirledikleri temettü politikası hem firmanın büyüme seyrine engel olmamalı, hem de hissedarların temettü beklentileri karşılamalıdır (Demirel, 2014: 93).

Yatırımcılar birikimlerini, istikrarlı temettü ödemesi yapan firmaların hisse senetlerine yatırmayı tercih edeceklerdir. Firmaların istikrarlı olarak temettü ödemesi yapması, yatırımcı tarafından firmanın iyi durumda olduğu şeklinde algılanacaktır.

Bu çalışmayla, firmaların temettü ödemesi yapacağını kamuya duyurması, ilgili firmaların hisse senetlerinde anormal getiriye sebep olup olmayacağını tespit edilmesi hedeflenmektedir. Yani, firmaların temettü dağıtma kararı, ilgili firmaların değeri üzerindeki etkisi araştırılmıştır.

Etkin piyasalar hipotezine göre, yarı güçlü formda etkin piyasalarda, firmalar kamuya duyurdukları hiçbir bilgi ile hisse senetlerinde anormal getiri elde edemezler. Bu çalışma ile hem firmaların temettü dağıtma kararları kamuya duyurulduğunda, firma değerinin bundan nasıl etkilendiği tespit edilmiş olacaktır. Hem de Türkiye'de sermaye piyasasının yarı güçlü formda ne ölçüde etkin olduğu ortaya konulmuş olacaktır.

2. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Firmaların temettü politikalarının ilgili firmaların hisse senetlerinin piyasa değerine etkisi konusunda şimdiye kadar yapılmış yerli ve yabancı birçok çalışma bulunmaktadır.

Ball, Brown ve Finn (1977) tarafından 1967-1969 yılları arasında gerçekleştirilen çalışmada, hisse senedi bölünmesi veya hisse senetlerinin bedelsiz olması gibi duyuruların, hisse senedi fiyatlarına etkisi, aylık hisse senedi verileri kullanılarak incelenmiştir. Araştırma bulgularına göre, firmaların kar payı dağıtım duyurularının ilgili firmaların hisse senedi fiyatlarına etkisi olmadığı tespit edilmiştir.

Aharony ve Swary (1980) tarafından gerçekleştirilen, 1963-1976 yıllarını kapsayan, 140 firmayı kapsayan çalışmada, firmalar temettü ödemesi yaptıkları ilan tarihinde iki grup olarak ayrılmıştır. Birinci grupta, ödeyeceği temettüyü artıran, ikinci grupta ise ödeyeceği temettüyü azaltan firmalar yer almaktadır. Çalışmalar sonucunda elde edilen bulgulara göre, birinci grupta yer alan firmaların duyuru tarihinden önceki tarihte ve duyuru tarihinde hisse senetlerinin piyasa fiyatlarında önemli ölçüde düşüşler görülüyor iken, duyuru tarihinden sonra firmaların piyasa fiyatlarında dikkat çeken bir yükselme trendinin hakim olduğu tespit edilmiştir.

Eades, Hess ve Kim (1984) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 1962-1980 yılları arasında kar payı dağıtım duyurularının ilgili firmaların hisse senetleri fiyatlarına etkisi incelenmiştir. Araştırmalar sonucunda elde edilen bulgulara göre, kar payı dağıtım duyurularının hisse senetlerinin fiyatı üzerinde pozitif yönlü etkisi olduğu tespit edilmiştir. Fakat vergilendirilmeyen kar payı dağıtımları üzerinde negatif yönlü etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Asquith ve Mullins (1986) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 1964-1980 yıllarını kapsayan bir zaman periyodu içinde 168 firma üzerinde, bu firmaların kar payı dağıtım yapacaklarını kamuya duyurularıyla hisse senetleri fiyatlarının bundan nasıl etkilendiğinin tespit edilmesi için olay etüdü metodu kullanılmıştır. Çalışmalar sonucunda elde edilen bulgulara göre, firmaların kar payı dağıtım duyurusu yapmasının, firmaların piyasa değeri üzerinde olumlu etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Healey ve Palepu (1988) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 1969-1980 yıllarını kapsayan zaman periyodunda, firmaların kar payı dağıtım duyurularının, ilgili firmaların hisse senedi fiyatlarını olumlu yönde etkilediği belirtilmiştir. Bu çalışmada aynı zamanda, firmaların kar payı ödemesinin ilgili firmaların performansları ile önemli ölçüde değişebileceği belirtilmiştir.

Lang ve Litzenberger (1989) tarafından, 1975-1989 yıllarını kapsayan dönemde gerçekleştirilen çalışmada,

429 firmanın kar dağıtım duyuruları ve kar payı dağıtım miktarlarında meydana gelen değişimler incelenmiştir. Çalışma sonucunda, kar payı dağıtım duyurularındaki değişiklikleri aşırı yatırım yapan firmaların bunu bir yatırım politikası olarak belirlediği ileri sürülmüştür.

Ahorony ve Dotan (1994) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, firmaların kar payı dağıtım duyurusunun ilgili firmaların hisse senetleri üzerinde pozitif yönlü olarak etkilediğini belirtmiştir. Kar payı dağıtım duyurusunun yatırımcılar tarafından firmanın iyi durumda olduğu yönünde algılandığı bu sebeple de artan talep doğrultusunda firmaların hisse senedi fiyatlarının yükseldiği belirtilmiştir.

Tatari (1999) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, İMKB Endeksi'ne kayıtlı tüm firmaların 1979-1991 yılları arasında, kar payı dağıtım duyuru tarihleri ve hisse senedi getirileri veri olarak kullanılmıştır. Kar payı duyurusunun firma değeri üzerindeki etkisi olay etüdü yöntemi kullanılarak test edilmiştir. Çalışmanın bulgularına göre, nakit kar payı dağıtım duyurusunun yatırımcılar üzerinde pozitif etkisinin olduğu ve firma değerini olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Pekkaya'nın (2006) çalışmasında kar dağıtımını etkileyen faktörler ve temettü politikasına ilişkin teoriler üzerinde durulmuştur. 1987-2006 yılları arasında İMKB 30 endeksine dahil, 19 işletmenin kar payı olarak dağıttığı tutar ile kar payı olarak dağıtmadığı tutarının firma değerini etkileyip etkilemediği etkiliyor ise ne ölçüde etkilediği üzerine regresyon analizi yapılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre yalnızca 5 firmanın istatistiksel sonuçları anlamlıdır. Buna göre de oto finansman ile firma değeri anlamlı ve olumlu bir sonuç gösteriyorken, temettü dağıtım miktarı ile firma değeri arasında aynı tutarlılık yoktur. Temettü dağıtım miktarı bazı firmalarda, firma değerini olumlu şekilde etkilerken, bazı firmalar için firma değerini olumsuz yönde etkilemektedir. Bu bulgular, kar payı politikası ile firma değeri arasındaki zıt görüşleri destekler niteliktedir.

Günel, Kadioğlu ve Kılıç (2010) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, nakit temettü duyurularının, firmaların hisse senedi piyasa fiyatı üzerinde önemli etkisinin olup olmadığı regresyon yöntemi kullanılarak test edilmiştir. Çalışma analiz için, 2003-2007 yılları arasında, İMKB'ye kote olan 83 firmanın, 321 adet nakit kar payı açıklaması ile ilgili fiyat verileri kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, firmaların nakit temettü duyurusunun, ilgili firmaların hisse senedi getirisi üzerinde olumsuz etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Bulgulara göre nakit kar payı duyurusunu geçen yıla göre artıran firmaların hisse senetlerinin getiri kaybı, geçen yıla nazaran kar payı duyurusunu azaltan firmalardan daha yüksektir. Yani yüksek nakit kar payı dağıtım duyurusunda bulunan firmaların hisse senetlerinin diğerlerine göre daha fazla değer kaybettiği belirtilmiştir. Bulgulardan diğeri de, firmaların hisse senedi getirilerinin, duyuru tarihinden itibaren ilk üç gün yüksek oranda etkilendiği daha sonra bu etkinin azalarak kaybolduğudur.

Başkaya (2012) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 2009-2010 yılları arasında kar dağıtım yapmış firmalar üzerinde olay etüdü metodu kullanarak, firmaların kar payı duyurusunun hisse senetleri fiyatlarına etkisi incelenmiştir. Kar payı duyuru, tarihi olay tarihi olarak belirlenmiştir. Çalışma bulgularına göre, firmaların kar payı dağıtım yapacağını kamuya duyurmaları sonucunda, kısa vadede (-5,+5) ilgili firmaların hisse senedi fiyatlarında yükselme olduğu tespit edilmiştir. Fakat uzun vadede bu etkinin ortadan kalktığı görülmüştür.

Çakır ve Gülcan (2012) tarafından gerçekleştirilen çalışma, Ocak 2005-Aralık 2009 döneminde finans sektörü dışında faaliyet gösteren şirketleri kapsamaktadır. Çalışmanın amacı, söz konusu firmaların hisse senedi fiyatlarının şirket devralma ve birleşmelerine tepki olarak nasıl hareket ettiklerini olay etüdü yöntemiyle incelemektir.

Kaderli, Başkaya (2012) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, halka açık anonim firmalarda, kar payı dağıtım duyularının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. 2009-2010 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören ve düzenli olarak kar payı ödemesi yapan firmalar ele alınmıştır ve olay analizi (event study) yapılmıştır. Firmaların nakit kar paylarını ödeyeceklerini duyurdukları tarih olay günü olarak belirlenmiştir. Firmalar ödedikleri kar payını geçen yıla göre azaltan ve artıran olarak kategorize edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, firmalar temettü dağıtım duyurdukları tarihten sonra anormal getiri elde etmiştir. Böylelikle H_0 hipotezi reddedilerek H_1 hipotezini kabulüne karar verilir. Yani "Firmaların temettü ödeyeceklerini kamuya duyurmaları sonucunda hisse senedi fiyatları bundan olumlu ya da olumsuz olarak etkilenir Kar payı ödemesini geçen yıla göre artıran bunu da kamuya duyuran firmalar olay tarihi civarında anormal getiri elde etmektedir. Periyot uzadıkça bu etkinin azaldığı tespit edilmiştir. Kar payı ödemesini geçen yıla göre azaltan firmaların anormal getirilerini önemli oranda düşürdüğü görülmüş fakat uzun vadede bu etkinin azaldığı tespit edilmiştir. Yapılacak bir çıkarım da; Türkiye'de sermaye piyasasının yarı etkin formda bile olmadığıdır.

3.ÇALIŞMANIN AMACI VE YÖNTEMİ

Firmaların finans yöneticilerinin en temel amacı, firmanın piyasa değerinin yani firma sahiplerinin servetlerinin maksimize edilmesidir. Bu amacı etkileyen en temel karar parametrelerinden biri de kar payı dağıtım politikasıdır. Kar payı dağıtım politikası, firmanın kazançlarının ne kadarının kar payı olarak dağıtılıp ne kadarının oto finansman sağlaması için firma bünyesinde bırakılacağına kararır (Kaderli ve Başkaya, 2012: 51).

Yatırımcılar birikimlerini, istikrarlı kar payı dağıtımını yapan firmaların hisse senetlerine yatırmayı tercih eder. Çünkü istikrarlı olarak kar paylarının ödeniyor olması yatırımcı tarafından firmanın iyi durumda olduğu şeklinde algılanır. Bu da yatırımcının yatırım kararını etkiler. Firmanın borsa aracılığı ile kar payı dağıtımını yapacağını duyurması, yatırımcıları o firmanın hisse senedini satın alması yönünde teşvik eder. Böyle bir durumda ilgili firmanın hisse senedi piyasa fiyatının, artan taleple bağlantılı olarak artması sağlanmaktadır. Fakat Etkin Piyasalar Hipotezi'ne göre "yarı güçlü formda etkin" bir piyasada firmaların kamuya duyurdukları bilgiler aracılığı ile anormal getiri sağlamayacaklarını savunur. Şayet firmalar, kamuya duyurdukları bilgiler sonrasında anormal getiri elde ediyorlar ise, ülkenin sermaye piyasasının henüz yarı formda bile etkin olmadığını söylemek yanlış olmayacaktır (Kaderli ve Başkaya, 2012: 51).

Yapılan bu çalışma ile, hem kar payı dağıtım duyurularının ilgili firmaların hisse senetleri piyasa fiyatları üzerindeki etkisi tespit edilebilecek hem de Türkiye hisse senedi piyasasının Etkin Piyasalar Hipotezi'ne göre ne ölçüde etkin olduğuna dair önemli çıkarımlar yapılacaktır.

3.1. Olay Etüdü (Event Study) Yöntemi Metodolojisi ve Önemi

Olay etüdü analiz yöntemi ile yayınlanmış ilk çalışma Dolley tarafından 1933 yılında gerçekleştirilmiştir (Çakır ve Gülcan 2012: 82). Dolley bu çalışmada, hisse senedi bölünmesinin fiyat üzerinde nasıl bir etkisinin olduğunu incelemiştir. 1930'lu yıllardan 1960'lu yılların sonuna kadar ele alınan çalışmalarda olay etüdünün karmaşıklık seviyesi artmıştır. Bu zaman periyodu içerisinde, 1948 yılında; Myers ve Bukey, 1956, 1957 ve 1958 yıllarında; Barker, 1962 yılında; Ashley tarafından çeşitli olay etüdü çalışmaları yapılmıştır. Fakat olay etüdü çalışmasında yeni ufuklar açarak günümüzde kullanılmakta olan olay etüdü metodolojisini sunan ilk çalışma 1968 yılında Ball ve Brown tarafından gerçekleştirilirken bir başka çalışma da 1969 yılında Fama, Fisher, Jensen ve Roll tarafından yapılmıştır. Ball ve Brown (1968) gerçekleştirdikleri çalışmada, firma kazançlarının duyurulmasının firma değerine (hisse senetleri fiyatları) etkisini araştırmıştır (Campbell vd.,1997: 149-150).

Olay etüdü (event study), herhangi bir firma ile ilgili bir olayın, ilgili firmanın hisse senetleri fiyatlarını ne yönde etkilediğini ölçen bir tekniktir. Bu teknik günümüzde yaygın olarak kullanılmaktadır. Günümüzde kullanılan metodolojiyi sunan ilk çalışma Ball ve Brown tarafından 1968 yılında yapılmıştır (Bekçioğlu vd., 2004: 44).

Ülkemizde Borsa İstanbul'a kote olmuş bütün firmalar, kendileri ile ilgili olumlu ya da olumsuz her tür özel bilgiyi Borsa İstanbul'a bildirmek yani bu borsa aracılığı ile bilgiyi herkese duyurmak zorundadır. Olay etüdü çalışması ile açıklanan bu özel bilgilerin firmanın hisse senedi fiyatları ne yönde etkilendiği gözlem altına alınmış olur. Firma açıklanan bu bilgi ile anormal bir getiri sağlayacak mı? Açıklanan bilgiler firmanın piyasa değerini etkileyecek mi? Böyle bir etkinin olup olmadığı olay etüdü (event study) yöntemi ile incelenebilir (Kaderli, 2007:145).

Olay etüdünün amacı, herhangi bir bilginin piyasaya ilk kez duyurulduğu tarih etrafında yani olay tarihinde (event day), anormal (excess return) getirinin sağlanıp sağlanmadığının tespit edilmesidir. Olay tarihi (event day) olayın piyasaya ilk kez duyurulduğu tarihtir. Anormal getiri; bilginin kamuya duyurulması sonucunda, normal şartlarda beklenen getiriden ya daha yüksek ya da daha düşük olarak elde edilen getiridir (Rao, 1995: 189). Ekonomistler, yaşanan olumlu ya da olumsuz durumlarda hisse senetlerinin piyasa fiyatlarında oluşan değişimleri ölçmek isterler. Normalde bu ölçümler çok zor ve uzun zaman periyotlarında yapılabilecekken, olay etüdü yöntemi ile piyasa bilgilerini kullanarak kolay ve dar zaman periyotları çerçevesinde yapılabilir (Cambell vd., 1997:149).

Olay etüdü yöntemi çoğu zaman aynı olayı yaşayan birçok firmanın üzerinde bu firmaların olayın etkisi ile hisse senetlerinin piyasa fiyatlarındaki değişimler gözlem altına alınır. Bir olay etüdü çalışmasının uygulanabilmesi için, yedi aşamadan oluşan sürecin tamamlanması gerekir (Campbell vd., 1997: 151):

- 1) Olayın tanımlanması,
- 2) Seçim kriterlerinin belirlenmesi,
- 3) Normal ve anormal getirilerin hesaplanması,
- 4) Tahmin aşaması; Değer biçme aşaması,
- 5) Ölçme ve sınamaya aşaması,
- 6) Deneysel sonuçların ortaya konulması,
- 7) Değerlendirme, yorumlama ve sonuçlandırma.

Bir olay etüdü (event study) çalışması gerçekleştirilirken, olay tarihinin öncesi ve sonrasını bir zaman periyodu içerisinde ilgili tüm firmaların hisse senetlerinin fiili getiri oranları ve beklenen getiri oranları (Pazar getirisi) hesaplanır. Her bir firmanın fiili getirisinden beklenen getirisi çıkarılarak her bir firmaya ait anormal getiri hesaplanır. Anormal getiriler toplanarak firma sayısına bölünerek Ortalama Anormal Getiri (AAR) elde edilir.

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

Yukarıdaki formülde yer alan N simgesi, olay etüdünde yer alan firma sayısını temsil eder. t elemanı olay etüdünde hesaplanmakta olan toplam günlerin sayısını temsil eder. t zamanında kümülatif anormal getirinin (CAR) hesaplanması için, olay penceresinin başladığı günden başlayarak bütün günlerin ortalama anormal getirilerinin toplanması gerekir.

$$CAR_t = \sum AR_t$$

Kümülatif Anormal Getiri (CAR), olay etüdü periyodu boyunca elde edilen anormal getirileri gösterir. Olay etüdü yöntemi kullanılarak yapılan çalışmalarda nihai sonuçlar CAR değerlerine göre yorumlanır (Roa, 1995: 190).

4. ÇALIŞMADA KULLANILAN VERİ

Bu çalışmada 2016 yılında, Üretim Sektöründe yer alan, BİST 100 Endeksine kote olan ve 2016 yılında kar dağıtımını yapmış olan 31 firma üzerinde olay etüdü çalışması yapılmıştır. www.kap.gov.tr adresinden, 2016 yılında BİST 100 Endeksine dahil olan ve kar dağıtımını yapan firmalara ulaşılmıştır.

Tablo 1. Analize Tabi Tutulan Hisse Senetleri

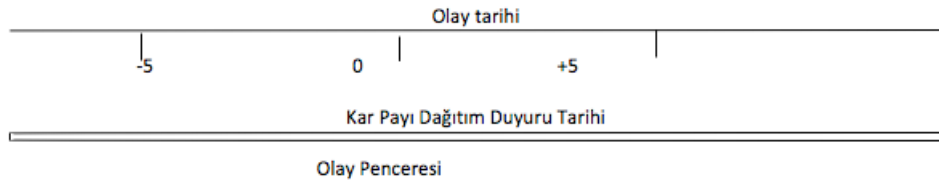
Sıra No	Hisse Senedi Kodu	Firma Adı
1	ADEL	Adel Kalemcilik
2	AEFES	Anadolu Efes
3	AKSA	Aksa
4	ALKIM	Akim Kimya
5	ARCLK	Arçelik
6	ASELS	Aselsan AŞ
7	AYGAZ	Aygaz
8	BRISA	Brisa
9	BRSAN	Borusan Mannesmann Boru Sanayi ve Ticaret A.Ş.
10	COLLA	Coca-Cola İçecek A.Ş.
11	CIMSA	Çimsa Çimento San ve Tic. A.Ş.
12	ECILC	Eczacıbaşı İlaç San ve Tic A.Ş.
13	EGEEN	Ege Endüstri ve Tic A.Ş.
14	EREGL	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.
15	FROTO	Ford Otomotiv San A.Ş.
16	GOLTS	Göлтаş Çimento Göller Bölgesi Çimento San ve Tic A.Ş.
17	GOODY	Goodyear Lastikleri T.A.Ş.
18	KONYA	Konya Çimento San A.Ş.
19	KORDS	Kordsa Kord Bezi San ve Tic A.Ş.
20	OTKAR	Otokar Otobüs Karoseri San A.Ş.
21	SISE	T. Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
22	SODA	Soda Sanayii A.Ş.
23	TATGD	Tat Konserve San A.Ş.
24	TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
25	TRKCM	Trakya Cam San A.Ş.
26	TTRAK	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.
27	TUPRS	Tüpraş - Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.
28	ULKER	Ülker Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
29	UNYEC	Ünye Çimento San ve Tic A.Ş.
30	VESBE	Vestel Elektronik San ve Tic A.Ş.
31	YUNSA	Yünsa Yünlü San ve Tic A.Ş.

Kaynak: www.isyatirim.com.tr

Yukarıdaki tabloda, olay etüdü çalışmasına dahil olan tüm firmalar ve hisse sendi kodları yer almaktadır.

Her bir firmanın kar dağıtım duyuru tarihi, olay günü (event day) olarak belirlenmiştir. Her bir firmanın kar dağıtım duyuru tarihine www.kap.gov.tr adresinden ulaşılmıştır

Zaman penceresi olarak, kar payı dağıtım duyuru tarihinden beş gün öncesi ve duyuru tarihinden beş gün sonrası belirlenmiştir.



Şekil 1. Olay Penceresi

Bu çalışmada amaç, firmaların kar payı dağıtım yapacakları bilgisini, borsa aracılığı ile kamuya duyurmaları sonucunda ilgili firmaların piyasa değerlerinde artış ya da azalış olup olmadığını tespit etmektir. Yani kamuya duyurulan, kar payı dağıtılacağı bilgisi, firmaların hisse senedi getirileri üzerinde anormal getiriye neden olup olmadığı araştırılmıştır. Etkin Piyasalar Hipotezinin “yarı-etkin formda güçlü” piyasa hipotezine göre kamuya ilan edilen bilgi ya da bilgilerin anormal getiriye neden olmaması gerekmektedir. Böylelikle Türkiye’de hisse senedi piyasasının yarı-etkin formda ne kadar güçlü olduğuna dair önemli çıkarımlar yapılacaktır.

Çalışmada bu genel analize ek olarak; aynı firmalar için 2016 yılında 2015 yılına göre kar payı dağıtım oranını artıran ve 2015 yılına göre kar payı dağıtımını azaltan firmalar olarak iki gruba ayrılmıştır. 2015 yılına göre kar payı dağıtımını artıran firmaların, kar payı dağıtım duyurusu sonucunda sağladığı Kümülatif Anormal Getiriler (CAR) hesaplanmıştır. 2015 yılına göre kar payı dağıtımını azaltan firmaların, kar payı dağıtım duyurusu sonucunda sağladığı Kümülatif Anormal Getiriler (CAR) hesaplanmıştır. Bunlar için ayrı ayrı çıkarımlar ve karşılaştırmalar yapılmıştır.

5. HİPOTEZLER

H_0 : Firmaların kar payı dağıtım yapacaklarını kamuya duyurmaları, ilgili firmaların hisse senetleri fiyatlarında anormal getiriye neden olmaz yani firma değerinin etkilemez. H_0 için $CAR_t=0$ olmalıdır.

H_1 : Firmaların kar payı dağıtım yapacaklarını kamuya duyurmaları, ilgili firmaların hisse senetleri fiyatlarında anormal getiriye neden olur yani firma değerinin etkiler. H_1 için $CAR \neq 0$ olmalıdır.

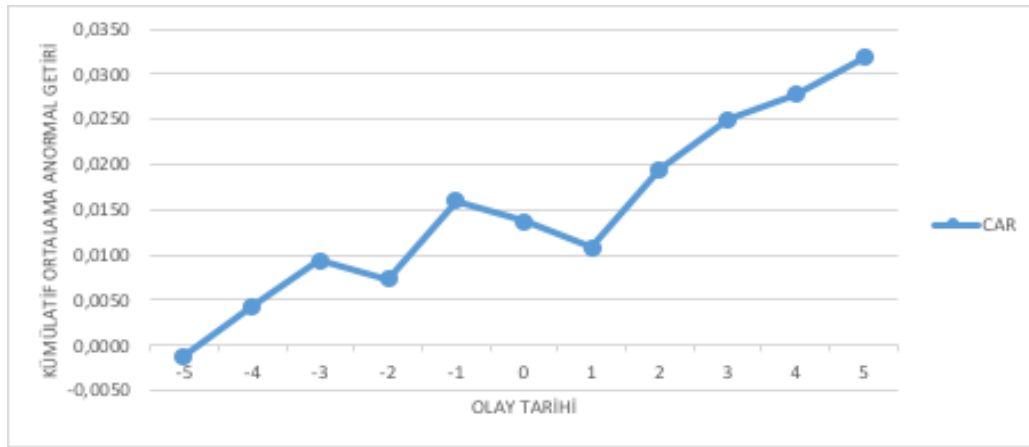
6. ARAŞTIRMA BULGULARI

Analiz, 2016 yılında üretim sektöründe yer alan, BİST 100 Endeksine kote olmuş ve 2016 yılında kar payı dağıtım yapacağını duyuran 31 firma üzerinde yapılmıştır. Olay tarihi “duyuru günü” olarak belirlenmiştir. Olay tarihinden 5 gün önce ve olay tarihinden 5 gün sonrası için beklenen dönemsel getiriler kullanılarak, Ortalama Anormal Getiriler (AAR_t) ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler (CAR_t) hesaplanmıştır.

Tablo 2. 2016 Yılında Kar Payı Dağıtım Yapacağını Duyuran Firmalara Ait Ortalama Anormal Getiriler (AAR) ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler (Olay Tarihinden 5 Gün Önce ve 5 Gün Sonrası İçin)

Olay Tarihi	AAR_t	CAR_t
-5	-0,0012	-0,0012
-4	0,0055	0,0043
-3	0,0051	0,0093
-2	-0,0021	0,0073
-1	0,0087	0,0160
0	-0,0023	0,0137
1	-0,0029	0,0108
2	0,0087	0,0195
3	0,0055	0,0250
4	0,0028	0,0278
5	0,0041	0,0319

Yukarıdaki tablo incelendiğinde, olay tarihinden itibaren günlük ortalama anormal getirilerin (AAR_t) 0'dan oldukça farklılıklar gösterdiği net olarak görülüyor. Aşağıda yer alan şekilde ilgili firmaların Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerinin olay tarihine duyarlılığı sunulmuştur.



Şekil 2. Kar Payı Dağıtımını Yapacağını Duyuran Firmaların Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerinin Olay Tarihine Duyarlılığı

Şekil 2 incelendiğinde, firmaların hisse senetlerinin olay tarihi itibarıyla anormal getiri elde ettikleri çok net biçimde görülmektedir.

Araştırmalar sonucu elde edilen bulgular, firmaların olay tarihi itibarıyla hisse senetlerinin Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerinin (CAR_t) 0'dan pozitif yönde farklı olduğunu gösteriyor. Bu sebeple H_0 hipotezinin reddedilip H_1 hipotezinin kabulüne karar verilir. Yani firmaların kar payı dağıtımını yapacaklarını kamuya ilan etmeleri ile firmaların hisse senetleri anormal getiri sağlamaktadır. Firmaların kar payı dağıtımını yapacaklarını kamuya duyurmaları ile ilgili firmaların piyasa değerinin arttığı (hisse senetlerinin anormal getiri sağladığı) tespit edilmiştir.

Aşağıda yer alan Tablo 3'de ise 2015 yılında kar payı ödeme oranları ile 2016 yılında kar payı ödeme oranları hesaplanmıştır. Daha sonra da firmalar, Şekil 3'de görüldüğü şekilde, 2016 yılında ödediği kar payını 2015 yılına göre arttıran ve 2016 yılında ödediği kar payını 2015 yılına göre azaltan firmalar olmak üzere sınıflandırılmıştır.

Tablo 3. 2015 Yılı Kar Payı Ödeme Oranları ile 2016 Yılı Kar Payı Ödeme Oranları

FİRMA ADLARI	2015 YILINDA KAR PAYI ÖDEME ORANI	2016 YILINDA KAR PAYI ÖDEME ORANI	2016-2015
ADEL	0,1235	0,3363	0,2128
AEFES	7,9910	1,8720	-6,1190
AKSA	1,3287	1,3960	0,0673
ALKIM	1,3231	0,6737	-0,6494
ARCLK	0,8035	0,2460	-0,5575
ASELS	1,0621	0,2796	-0,7825
AYGAZ	0,8602	1,4289	0,5687
BRISA	3,9602	5,2247	1,2645
BRSAN	11,5253	2,1836	-9,3417
CCOLA	1,3595	0,3668	-0,9927
CIMSA	0,9419	0,8312	-0,1107
ECILC	10,9752	15,9129	4,9377
EGEEN	0,0355	0,0284	-0,0071
EREGL	3,9361	6,7759	2,8398
FROTO	0,2900	0,3153	0,0253
GOLTS	0,1768	0,3779	0,2011
GOODY	0,0560	7,4939	7,4379
KONYA	0,2035	0,5085	0,3050
KORDS	4,7937	1,3574	-3,4363
OTKAR	0,3318	1,3816	1,0498
SISE	1,0916	2,3843	1,2927
SODA	0,2362	2,0933	1,8571
TOASO	1,0593	0,4574	-0,6019
TRKCM	1,6099	1,4068	-0,2031
TTRAK	0,1818	0,2912	0,1094
ULKER	1,2442	0,6936	-0,5506
UNYEC	4,8972	4,5242	-0,3730
VESBE	2,7482	0,7798	-1,9684

Firmalar, 2016 yılında ödediği kar payı oranını 2015 yılına göre arttıran firmalar ve 2016 yılında ödediği kar payı oranını 2015 yılına göre azaltan firmalar olarak iki kategoriye ayrılmıştır. Bu firmalar aşağıdaki haliyle Tablo 4'de sunulmuştur.

Tablo 4. 2016 Yılı Ödediği Kar Payı Oranını 2015 Yılına Göre Arttıran Firmalar ve 2016 Yılı Ödediği Kar Payı Oranını 2015 Yılına Göre Azaltan Firmaların Firmaların Listesi

2016 Yılında Ödediği Kar Payı Oranını 2015 Yılına Göre Arttıran Firmalar	2016 Yılında Ödediği Kar Payı Oranını 2015 Yılına Göre Azaltan Firmalar Firmalar
ADEL	AEFES
AKSA	ALKIM
AYGAZ	ARCLK
BRISA	ASELS
ECILC	BRSAN
EREGL	CCOLA
FROTO	CIMSA
GOLTS	EGEEN
GOODY	KORDS
KONYA	TOASO
OTKAR	TRKCM
SISE	ULKER
SODA	UNYEC
TATGD	VESBE

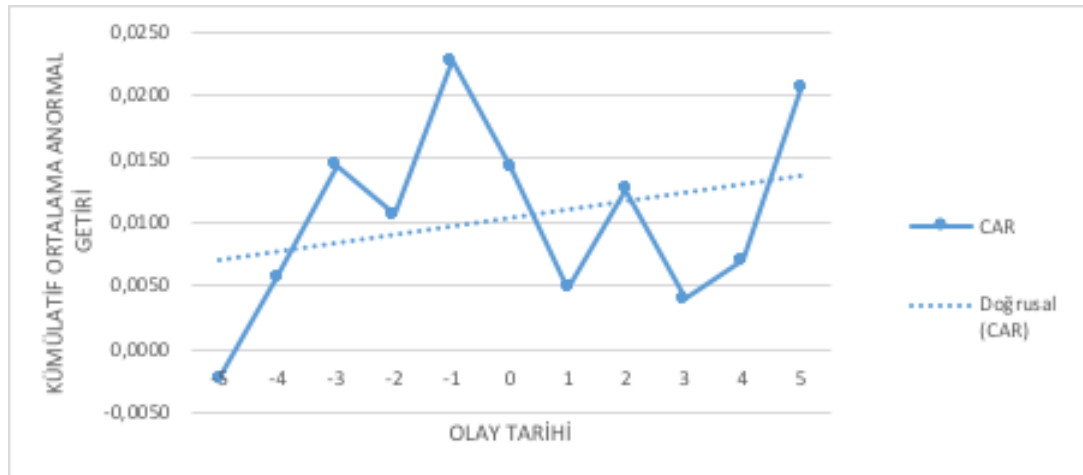
2016 yılında kar payı dağıtımını yapacağını kamuya duyuran (olay tarihi) ve 2015 yılına göre kar payı dağıtım oranını arttıran firmaların hisse senetlerinin olay tarihinden 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası zaman periyodu için günlük fiili getiri oranları hesaplanmıştır. Bu getiri oranları da kullanılarak firmalara ilişkin ortalama anormal getiriler ve kümülatif ortalama anormal getiriler bulunmuştur. Tablo 5’de sunulmuştur.

Tablo 5. 2016 Yılında Kar Payı Dağıtımını 2015 Yılına Göre Arttıran Firmaların Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri

2016 YILINDA KAR PAYI DAĞITIMIN ORANINI 2015 YILINA GÖRE ARTIRAN FİRMALARIN KÜMÜLATİF ORTALAMA ANORMAL GETİRİLERİ (CAR _t)		
OLAY GÜNÜ	AAR _t	CAR _t
-5	-0,0023	-0,0023
-4	0,0079	0,0056
-3	0,0088	0,0144
-2	-0,0039	0,0106
-1	0,0121	0,0227
0	-0,0084	0,0143
1	-0,0095	0,0048
2	0,0077	0,0125
3	-0,0086	0,0039
4	0,0030	0,0069
5	0,0136	0,0205

Tablo 5 incelendiğinde, olay tarihi itibarıyla, firmaların hisse senetlerinin kümülatif ortalama anormal getirilerinin (CAR_t) 0’den pozitif yönde farklılaştığı görülüyor. Bu durumda H₀ hipotezinin reddedilip, H₁ hipotezinin kabul edilmesine karar verilir.

2016 yılında kar payı dağıtımını yapacağını duyuran (olay tarihi) ve 2015 yılına göre kar payı dağıtım oranlarını arttıran bu firmaların hisse senetlerinin kümülatif ortalama anormal getirilerinin (CAR_t) olay tarihine olan duyarlılığı Şekil 3’de sunulmuştur.



Şekil 3. 2016 Yılında Kar Payı Dağıtımını 2015 Yılına Göre Artıran Firmaların Kümülatif Anormal Getirilerinin Olay Tarihine Duyarlılığı

Şekil 3 incelendiğinde, olay tarihi itibarıyla ilgili firmaların hisse senetlerinin anormal getirilerinin artış trendinde olduğunu görülmektedir. İlgili firmaların anormal getiri sağladıklarının ancak sağlanan anormal getiri düzeyinin düşük seyrettiği göze çarpmaktadır.

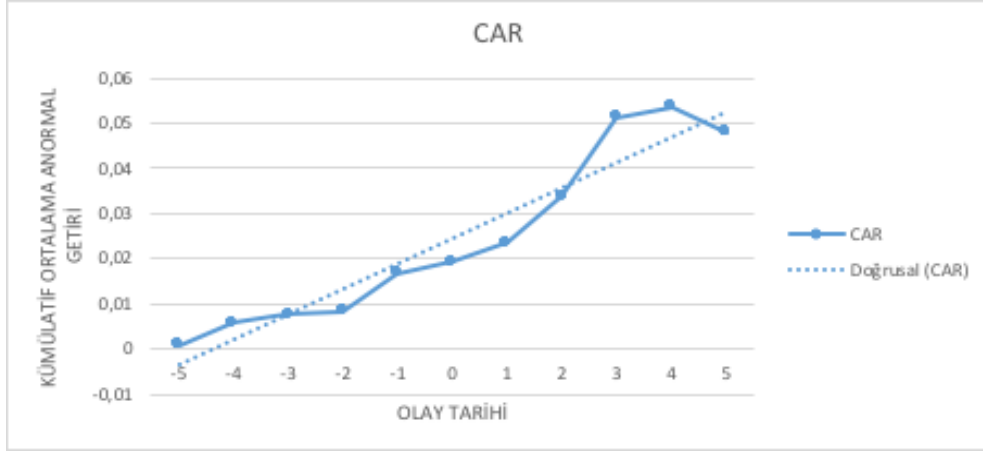
2016 yılında kar payı dağıtımını yapacağını kamuya duyuran (olay tarihi) ve 2015 yılına göre kar payı dağıtım oranını azaltan firmaların hisse senetlerinin olay tarihinden 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası zaman periyodu için günlük fiili getiri oranları hesaplanmıştır. Bu getiri oranları da kullanılarak firmalara ilişkin ortalama anormal getiriler ve kümülatif ortalama anormal getiriler bulunmuştur. Aşağıda yer alan Tablo 4.5’de sunulmuştur.

Tablo 6. 2016 Yılında Kar Payı Dağıtımını 2015 Yılına Göre Artıran Firmaların Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri

OLAY GÜNÜ	AAR	CAR
-5	0,000951	0,001
-4	0,0049	0,0059
-3	0,001791	0,0076
-2	0,000754	0,0084
-1	0,008253	0,0166
0	0,002738	0,0194
1	0,00421	0,0236
2	0,010233	0,0338
3	0,01737	0,0512
4	0,002535	0,0537
5	-0,00566	0,0481

Tablo 6 incelendiğinde, olay tarihi itibarıyla, firmaların hisse senetlerinin kümülatif ortalama anormal getirilerinin (CAR_t), pozitif yönlü olmak üzere 0’dan çok büyük farklılıklar gösterdiği görülüyor. Kümülatif ortalama anormal getirilerinin, olay tarihinden önce 0’a daha yakın pozitif farklılaşma görülüyorken, olay tarihinden sonra 0’dan büyük çok büyük pozitif yönde farklılaşma olduğu görülüyor. Bu durumda H_0 hipotezinin reddedilip, H_1 hipotezinin kabul edilmesine karar verilir.

2016 yılında kar payı dağıtımını yapacağını duyuran (olay tarihi) ve 2015 yılına göre kar payı dağıtım oranlarını azaltan bu firmaların hisse senetlerinin kümülatif ortalama anormal getirilerinin (CAR_t) olay tarihine olan duyarlılığı Şekil 4’de sunulmuştur.



Şekil 4. 2016 Yılında Kar Payı Dağıtımını 2015 Yılına Göre Azaltan Firmaların Kümülatif Anormal Getirilerinin Olay Tarihine Duyarlılığı

Şekil 4. incelendiğinde, ilgili firmaların hisse senetlerinin olay tarihinden itibaren yüksek düzeyde anormal getiri sağladıkları göze çarpmaktadır. Olay tarihi öncesi anormal getirilerde yine artış trendi hakimdir fakat olay tarihi sonrasında bu getiri oranının çok yükseldiği tespit edilmiştir.

7. SONUÇ VE ÖNERİLER

Firmalar kar payı dağıtımını yapacakları bilgisini borsa aracılığı ile kamuya bildirir. Bu çalışmada, firmaların kar payı dağıtımını yapacakları bilgisinin kamuya bildirilmesi sonucunda ilgili firmaların hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının anormal getiri sağlayıp sağlamadığı olay etüdü yöntemi kullanılarak test edilmiştir.

Olay tarihi, firmaların kar payı dağıtımını kamuya duyurduğu tarih olarak belirlenmiştir. Olay gününden 5 gün önce ve 5 gün sonrası için ilgili firmaların fiili getirileri ve beklenen getirileri hesaplanmıştır. Fiili getirilerden beklenen getiriler çıkarılarak her bir firmanın günlük anormal getirileri bulunmuştur. Hesaplanan bu veriler ile firmaların ortalama anormal getirileri (ARR) ve kümülatif anormal getirileri (CAR) hesaplanmıştır.

Elde edilen bulgular, firmaların kar payı dağıtım duyurularının, ilgili firmaların hisse senedi getirilerini etkilediği gösteriyor. Yapılan çalışmalar sonucunda, firmaların hisse senetlerinin pozitif anormal getiri sağlamış oldukları tespit edilmiştir. Bu genel analizden sonra aynı firmalar 2015 yılına göre kar payı dağıtımını azaltan ve artıran firmalar olmak üzere iki gruba ayrılıyor. 2016 yılında 2015 yılına nazaran kar payı dağıtımını azaltan firmaların hisse senetlerinin yüksek oranda pozitif anormal getiri sağladıkları göze çarpmaktadır. Yine aynı şekilde 2016 yılında 2015 yılına nazaran kar payı dağıtımını artıran firmaların hisse senetlerinin pozitif anormal getiri sağladıkları tespit edilmiştir.

Gerçekleştirilen çalışmalar ve elde edilen bulgular sonucunda, Kümülatif Anormal Getiriler (CAR_t), 0'dan farklı olduğu için test edilen hipotezlerden H_0 hipotezinin reddedilip, H_1 hipotezinin kabul edilmesine karar verilir.

H_0 : Firmaların kar payı dağıtımını yapacaklarını kamuya duyurmaları, ilgili firmaların hisse senetleri fiyatlarında anormal getiriye neden olmaz yani firma değerinin etkilemez. H_0 için $CAR_t=0$ olmalıdır.

H_1 : Firmaların kar payı dağıtımını yapacaklarını kamuya duyurmaları, ilgili firmaların hisse senetleri fiyatlarında anormal getiriye neden olur yani firma değerinin etkiler. H_1 için $CAR_t \neq 0$ olmalıdır.

Bu çalışma sonucunda elde edilen bulgular, gerek Türkiye'de yapılan çalışmaların bulgularıyla gerekse yabancı ülkelerde yapılan ilgili çalışmaların bulguları ile örtüştüğü görülmektedir. Yani firmaların kar payı dağıtımını yapmalarının, ilgili firmaların piyasa değerleri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.

Etkin piyasalar hipotezine göre, piyasanın etkin ya da yarı güçlü formda etkin olabilmesi için, firmalar tarafından kamuya açıklanan hiçbir bilginin ilgili firmaların hisse senetlerinde anormal getiriye sebep olamaması gerekir. Dolayısıyla, Borsa İstanbul'un henüz yarı güçlü formda bile etkin olmadığını söylemek yanlış olmayacaktır. Türkiye hisse senedi piyasasında, firmalar kamuya duyurdukları bilgilerden faydalanarak, kısa vadede anormal getiriler elde etmektedir. Ülkemiz piyasasına yönelik olarak yapılmış olan diğer çalışmalarda da benzer sonuçlar elde edilmiştir.

KAYNAKLAR

- Aharony, J. ve Swary I. (1980). "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Return: An Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, Vol. 35, No: 1, s. 1-12.
- Ahorony J. ve Dotan A. (1994). "Regular Dividend Announcements and Future Unexpected Earnings AnEmpirical Analysis", *The Financial Review*
- Akgüç, Ö. (2010). *Finansal Yönetim*, İ.Ü. Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı, Yayın No: 15, 8. Baskı, İstanbul.
- Asquith, P. ve Mullins, D. W, (1986)."The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth ", *Journal of Business*, Volume. 46, January, pp. 77-96.
- Ball, R., Brown, P, ve Finn, F. J. (1977)."Share Capitalisation Changes Information and The Australian Equity Market", *Australian Journal of Management*, Volume. 2, October, pp. 105-117.
- Başkaya, H. (2012). *Halka Açık Firmalarda Kar Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Olay Etüdü İle Ölçülmesi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Bekçioğlu, S., Öztürk, M. ve Kaderli, Y. (2004). "Kurulan İşbirliklerinin İMKB'ye Kayıtlı İzocam, Çelebi ve Netaş Firmalarının Hisse Senetleri Üzerinde Etkisinin Ölçülmesi: Bir Olay Etüdü Denemesi", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, MUFAD Yayınları, Sayı. 21, İstanbul.
- Campbell, John Y., Lo, Andrew W. ve Mackinlay, A.C. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*, Prenceton University Press, New Jersey.
- Demirel, E. (2014). *Temettü Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi Ve BİST 30 Endeksinde Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Eades, K., Hess, P. J. ve Kim, E. H. (1984)."Time-Series Variation in Dividend Pricing", *The Journal of Finance*, Vol. 49, No.5, ss. 1617-1638.
- Günalp, B., Kadioğlu, E. ve Kılıç, S. (2010)."Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisinin Olup Olmadığının İMKB'De Test Edilmesi", *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 28, Sayı: 2, ss. 47-69.
- Healey, P. M. ve Palepu, K. G., (1988)."Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions", *Journal of Financial Economics*, Volume. 21, pp. 149-175.
- Kaderli, Y. ve Başkaya, H. (2012). " Halka Açık Firmalarda Kar Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama", *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı. 1, ss. 49-64.
- Kaderli, Y. (2007). "Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü İle İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı. 36, ss. 144-154.
- Lang, L. H. P. ve Litzenberger, R., (1989)."Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?", *Journal of Financial Economics*, Volume. 24, September, pp. 181-191, USA.
- Meder Çakır, H. ve Gülcan, Z. (2012). "Şirket Birleşme ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi", *Mali Çözüm Dergisi*, ss. 79-107, İstanbul.
- Pekkaya, M. (2006). "Karpayı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB: 30Endeks Hisselerine Bir Analiz", *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt:2, Sayı. 4, ss. 183-209, Zonguldak.
- Rao, R.(1995). *Financial Manager*, South Western Collage Publishing, Cincinnati.
- Tatarı, M. F. (1999). *Analysis of Cash vs. Stock Dividend Announcement's Effect on Stock Prices in Istanbul Stock Exchange*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İngilizce İşletme Anabilim Dalı İngilizce Muhasebe Finansman Bilim Dalı, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul.