

**Citation:** Deniz, D. (2019), Sahiplik Yoğunlaşmasına Göre Sinyal Teorisinin Geçerliliği: Borsa İstanbul Uygulaması, BMIJ, (2019), 7(5): 2034-2051 doi: <http://dx.doi.org/10.15295/bmij.v7i5.1297>

## SAHİPLİK YOĞUNLAŞMASINA GÖRE SİNYAL TEORİSİNİN GEÇERLİLİĞİ: BORSA İSTANBUL UYGULAMASI

Devran DENİZ<sup>1</sup>

Received Date (Başvuru Tarihi): 06/10/2019

Accepted Date (Kabul Tarihi): 03/12/2019

Published Date (Yayın Tarihi):25/12/2019

### ÖZ

*Bu çalışmada ortaklık yapısı/sahiplik yoğunlaşmasına göre sinyal teorisinin (temettünün bilgi içeriği) geçerliliği araştırılmıştır. Sahiplik yoğunlaşmasının ölçüsü olarak şirketlerin halka açıklık oranı kullanılmıştır. Çalışmanın veri dönemi 2010-2018 arası yıllar olup örneklemini Borsa İstanbul'a kote olan imalat sanayi şirketleri oluşturmaktadır. Sinyal teorisinin geçerliliği, temettü duyurularının hisse senedi fiyat etkisi (olay etüdü) yöntemi ve temettü değişimleri ile gelecek yılların kâr değişimleri arasındaki ilişkinin incelenmesi ile test edilmiştir. Her iki analiz sonucunda sahiplik yoğunlaşmasına göre sinyal teorisinin geçerliliğinde önemli farklılıklar tespit edilmiştir. Sahiplik yoğunlaşması düşük (halka açıklık oranı yüksek) şirketlerde sinyal teorisinin geçerli olduğu, sahiplik yoğunlaşması yüksek şirketlerde ise söz konusu teorisinin geçerli olmadığı belirlenmiştir. Bir başka ifade ile sahiplik yoğunlaşması arttıkça sinyal teorisinin zayıfladığı anlaşılmıştır. Elde edilen bulgular sinyal teorisinin kavramsal yapısına ve özüne uygundur. Bu bulgular sinyal teorisinin geçerliliğine yönelik yapılacak ampirik çalışmalarda sahiplik yapısının dikkate alınması gerektiğini ortaya koymuştur.*

**Anahtar Kelimeler:** Sinyal Teorisi, Temettünün Bilgi İçeriği, Ortaklık Yapısı, Sahiplik Yoğunlaşması, Halka Açıklık Oranı

**Jel Kodları:** G300, G350

## INFORMATION CONTENT OF DIVIDEND ACCORDING TO OWNERSHIP CONCENTRATION: EVIDENCE FROM ISTANBUL STOCK EXCHANGE

### ABSTRACT

*In this study, the validity of signalling theory (information content of dividend) according to ownership structure/concentration was researched. As a measure of ownership concentration, the free float ratio of companies was used. The data period of the study is between the years 2010-2018 and the sample is composed of manufacturing companies listed on Istanbul Stock Exchange. The validity of the signalling theory was tested by examining stock price effect of dividend announcements (event study method) and by examining the relationship between dividend changes and profit changes in the years following the dividend change. It was determined that signalling theory is valid in companies with low ownership concentration (high free float ratio) and that theory is not valid in companies with high ownership concentration. In other words, it is understood that as the concentration of ownership increases, signal theory weakens. The findings are in accordance with the essence of signalling theory. These findings revealed that ownership structure should be taken into consideration in empirical studies on the validity of signalling theory.*

**Keywords:** Information Content of Dividend, Signalling Theory, Ownership Structure, Ownership Concentration, Free Float Rate

**JEL Codes:** G300, G350

<sup>1</sup> Dr. Araştırma Görevlisi, Bandırma Onyediyünlü Üniversitesi, [ddeniz@bandirma.edu.tr](mailto:ddeniz@bandirma.edu.tr), <https://orcid.org/0000-0003-3808-1929>

## 1. GİRİŞ

Sinyal teorisi şirketlerin sahiplik ve yönetim yapısının birbirinden ayrılmasının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Şirket yöneticileri ile şirketin sahipleri arasında şirketin finansal durumuna dair bilgi farklılığı (asimetrik bilgi) bulunmaktadır. Şirket yöneticileri şirketin finansal durumuna ait son durumu ortaklara aktarmak için temettü kanalını kullanabilmektedir (Bhattacharyya, 1979: 259). Çünkü yöneticiler temettü dağıtımlarını şirketin sürdürülebilir kârına bağlı olarak yapmaktadırlar. Yani kâr seviyesinde kalıcı artış olduğunda temettü tutarı artırılmakta, kalıcı azalışlar olduğunda ise temettü tutarı azaltılmaktadır. Çünkü yöneticiler temettü tutarlarında negatif yönde değişim yapmaktan çekinmektedir. Özet olarak sinyal teorisine göre (temettünün bilgi içeriği) temettü tutarlarındaki değişimler şirketin gelecekteki finansal durumuna dair yatırımcılara bir işaret olarak değerlendirilmektedir (Lintner, 1956: 99-100). Nitekim Miller ve Rock (1985) gelecek dönemlere dair finansal beklentileri iyi olmayan şirketlerin yüksek seviyede temettü dağıtmasının akılcı ve sürdürülebilir olmadığını bu nedenle sadece gelecek finansal beklentisi iyi olan şirket yöneticilerinin yüksek tutarda temettü dağıtabileceğini ifade etmiştir.

Sinyal teorisi ampirik olarak iki şekilde test edilmektedir. Bunlardan birincisi ve yaygın olarak kullanılan olay etüdü yöntemi ile temettü duyurularının hisse senedi fiyat etkisinin incelenmesidir. Bu testin gerekçesi temettü dağıtımları şirketin gelecekteki finansal durumu hakkında bilgi veriyorsa temettü duyurusu yapıldığında bu bilginin hemen hisse senedi fiyatına yansıtacağı düşüncesidir. Bu alanda yapılan çalışmalar genellikle teoriyi destekleyen sonuçlar üretmiştir. Ancak söz konusu yöntemin sinyal teorisinin geçerliliğini ölçme hususunda sakıncaları olduğu birçok araştırmacı tarafından belirtilmektedir.<sup>2</sup>

Sinyal teorisinin özüne daha uygun olan ancak daha az ampirik çalışma yapılan yöntem ise temettü değişimleri ile temettü değişimini takip eden yılların kâr değişimleri arasındaki ilişkinin incelenmesidir. Sinyal teorisi kavramsal olarak bir çok araştırmacı tarafından kabul edilmesine rağmen (Benartzi vd., 1997: 1008) bu yöntemle test edildiğinde genellikle teoriyi destekleyen ampirik sonuçlar elde edilmemiştir. Bu yöntemle teoriyi destekleyen ilk çalışma Nissim ve Ziv'e (2001) aittir.<sup>3</sup> Bu çalışmada yazarlar beklenenin tersi yönde sonuçlar üreten daha önceki çalışmaları bağımsız değişken olarak öz kaynak karlılığı

<sup>2</sup> Temettü duyurularında oluşan fiyat hareketi sadece sinyal teorisinin değil vergi etkisi, eldeki kuş teorisi, yaşam döngüsü teorisi, işlem maliyetleri teorisi gibi teorilerin de etkisini içermektedir. Olay penceresindeki fiyat hareketinde bahsedilen teorilerin etkilerini ayırtmak imkânsız olup söz konusu fiyat hareketi bütün teorilerin birleşik etkisi şeklinde yorumlanabilir. Bu nedenle söz konusu fiyat hareketi ancak duyuruya negatif ve pozitif fiyat tepkisi öngören iki ayrı teori grubunun birbirlerine karşı kümülatif üstünlüğünü verebilir (Asquith ve Mullis, 1983: 81-82; Bajaj ve Vijh, 1990: 218).

<sup>3</sup> Nissim ve Ziv'in (2001) kullanmış olduğu model çalışmanın bundan sonraki kısmında NZ modeli diye kısaltarak ifade edilmiştir.

(ROE) değişkeninin modele eklenmemesi nedeniyle eleştirmiş ve ROE değişkenini modele dâhil etmişlerdir. Daha sonra yapılan ve ROE değişkeninin modele dâhil edildiği çalışmaların birçoğunda sinyal teorisini destekleyen sonuçlar elde edilmiştir. Ancak az sayıda olsa da aynı modelle teoriyi desteklemeyen sonuçlar elde eden araştırmacılar da olmuştur.

Kısacası, her iki yöntemle de zaman zaman sinyal teorisini desteklemeyen ampirik sonuçların elde edildiği görülmektedir. Bu sonuçlar sinyal teorisinin geçerliliğini etkileyen başka faktörler olabileceğine işaret etmektedir. Bu nedenle bu çalışmada sinyal teorisinin çıkış noktası olan yöneticiler ve ortaklar arasındaki ayrımının derecesine göre sinyal teorisinin geçerliliği incelenmiştir. Bir başka ifade ile ortaklık yapısı veya sahiplik yoğunlaşmasına göre sinyal teorisinin geçerliliği araştırılmıştır.<sup>4</sup> Literatürde bu ilişkiyi inceleyen çalışmaya rastlanmamıştır. Ancak konu ile ilgili teorik çerçeve sahiplik yoğunlaşması yükseldikçe sinyal teorisinin geçerliliğinin azalacağını işaret etmektedir. Çünkü temettü tutarlarında dramatik değişimlerden kaçınan yöneticiler sahiplik yoğunlaşması arttıkça (sahipliğin büyük oranda paylara sahip az sayıda ortağa ait olması durumu) bahsedilen davranış şekli konusunda daha esnek davranabilmektedir. Bu da söz konusu şirketlerde temettünün bilgi içeriğinin azalması anlamına gelmektedir. Sahiplik yoğunlaşması düşük şirketlerde ise tam tersinin yani temettünün bilgi içeriğinin artması beklenmektedir. *Özet olarak sinyal teorisi yönetici ve ortaklar arasındaki asimetric bilgi varlığından kaynaklanıyorsa, yöneticiler ve ortaklar arasındaki bilgi asimetrisini azaltan en önemli unsur olan sahiplik yoğunlaşması arttıkça teorisinin geçerliliğinin azalması beklenmektedir.* Nitekim Vieira (2005), Kaymaz (2010) ve Özvar ve Ersoy (2017) gibi birçok araştırmacı da yapmış oldukları çalışmalarda sinyal teorisinin geçerliliğinin sahiplik yoğunlaşmasından etkilenebileceğini kavramsal olarak belirtmişlerdir.

Literatürde her ne kadar doğrudan bu alanda yapılan ampirik çalışmaya rastlanmamış olsa da ortaklık yapısı ile sinyal teorisinin varlığı arasındaki ilişkiye dolaylı şekilde işaret eden çalışmalar bulunmaktadır. Temettü dağıtım oranları ile sahiplik yoğunlaşması arasında negatif; temettü dağıtım oranları ile yönetici ve ortaklar arasındaki asimetric bilgi seviyesi arasında pozitif ilişki bulan araştırmalar bunlara örnek olarak verilebilir. (Harada ve Nguyen, 2006: 2; Sakınç ve Güngör, 2015: 19; Zare vd., 2013: 4090). Yani sahiplik yoğunlaşması arttıkça temettü dağıtımına olan ihtiyacın azaldığı görülmektedir. Bu da söz konusu şirketlerde sinyal teorisinin geçerliliğinin azalacağına işaret etmektedir.

---

<sup>4</sup> Sahiplik yoğunlaşması şirketin paylarının hangi ölçüde belirli birey veya tüzel kişiliklerin elinde yoğunlaştığına ölçüsüdür. Sahiplik yoğunlaşması yüksek şirketlerde şirketin payları görece az sayıda birey veya tüzel kişinin elinde toplanmışken sahiplik yoğunlaşması düşük şirketlerde tam tersi geçerlidir (Topaloğlu ve Coşkun, 2017; Ersoy ve Çetenak, 2015)

Bu çalışmanın sonunda sinyal teorisinin sahiplik yoğunlaşmasından etkilendiği yönünde elde edilebilecek sonuçların literatüre önemli katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bunlardan en önemlisi teorinin geçerliliğine ilişkin yapılan çalışmalar arasındaki uyumsuzluğun giderilmesine katkı sağlayacak olmasıdır. Çalışmanın kısıtları arasında imalat sanayi sektörünün alt sektörlerine göre incelenmemesi sayılabilir. Alt sektörler bazında veri sayısının azalması nedeniyle serbestlik derecesi ve sonuçların güvenilirliği azalmaktadır. Bu nedenle ilerleyen yıllarda veri sayılarının daha da artmasıyla alt sektörler bazında sonuçlar incelenebilir.

Çalışmanın bundan sonraki kısmını sırasıyla literatür, veri seti, hipotez ve metodoloji, bulgular ve sonuç bölümleri oluşturmaktadır.

## 2. LİTERATÜR

Sinyal teorisinin ilk test yöntemi olan olay etüdü yöntemi ile temettü duyurularının fiyat etkilerini inceleyen çok sayıda araştırma yapılmıştır. Bunların çoğunda temettü duyurularının pozitif fiyat etkisine ulaşılmıştır. Bu pozitif etki temettü artış duyurularında hisse senedinde normalüstü pozitif getiri, temettü azalış duyurularında normalüstü negatif getiri anlamına gelmektedir. Değişim yaratmayan temettü duyuruları ise hisse senedi değerinde herhangi bir etki yaratmamaktadır. Bir başka ifade ile temettü değişimi ile hisse senedi fiyatı değişimi arasında pozitif yönlü ilişki bulunmaktadır. Nitekim temettü duyurularına verilen bu piyasa tepkisi temettü duyuru etkisi (dividend announcement effect) fenomeni olarak bilinmektedir (Gunasekarage ve Power, 2006: 209-210). Tablo 1’de olay etüdü yöntemiyle yapılan söz konusu çalışmalar özet halde sunulmuştur.

**Tablo 1.** Olay Etüdü Yöntemi ile Temettü Duyurularının Fiyat Etkisini Araştıran Çalışma Sonuçları

Araştırmacı/ Araştırmacılar	Ülke	Gözlem Sayısı	Bulgu	Sonuç *
Aharony ve Swary (1980)	ABD	3 bin 399	Olay günü ve olaydan bir gün öncesinde fiyat tepkisi elde edilmiştir. Temettü artışlarında pozitif, azalışlarında negatif fiyat değişimi.	(+)
Asquith ve Mullins (1983)	ABD	282	İlk defa temettü ödemesinin (initiation) duyurulduğu günlerde %3,7, temettü artış duyurularında %2,07 pozitif normalüstü getiri elde edilmiştir.	(+)
Healy ve Palepu (1987)	ABD	303	Temettü başlatma duyurularında %3,09, temettü sonlandırma duyurularında -%9,5 normalüstü getiri elde edilmiştir.	(+)
Abeyratna ve Power (2002)	İngiltere	1.787	Temettü duyurularının pozitif fiyat etkisi tespit edilmiştir.	(+)
Yılmaz ve Selçuk (2010)	Türkiye	184	Temettü duyurularının pozitif fiyat etkisi tespit edilmiştir.	(+)
Kırbaş (2015)	Türkiye	436	Temettü duyurularının pozitif fiyat etkisi tespit edilmiştir.	(+)
Başkaya (2012)	Türkiye	123	Temettü duyurularının pozitif fiyat etkisi tespit edilmiştir.	(+)
Deniz (2019a)	Türkiye	1.426	Temettü duyurularının pozitif fiyat etkisi tespit edilmiştir.	(+)
Benartzi vd. (1997),	ABD	4 bin 996	Temettü duyurularının herhangi bir fiyat etkisi bulunamamıştır.	İlişki yok
Conroy vd. (2000)	Japonya	3 bin 890	Temettü duyurularının herhangi bir fiyat etkisi bulunamamıştır.	İlişki yok
Chen vd. (2002)	Çin	1232	Temettü duyurularının herhangi bir fiyat etkisi bulunamamıştır.	İlişki yok
Günalp vd. (2010)	Türkiye	321	Temettü duyurularının negatif yönde etkisi bulunmuştur.	(-)
Kadioğlu vd. (2015)	Türkiye	902	Temettü duyurularının negatif yönde etkisi bulunmuştur.	(-)

\*: (+) işareti temettü duyurularının pozitif fiyat etkisini göstermekte olup sinyal teorisini desteklemektedir. “-” işareti ise temettü duyurularının negatif fiyat etkisini göstermekte olup sinyal teorisinin tam tersinin geçerli olduğu anlamına gelmektedir.

Tablo 1’den görüldüğü gibi yurtdışında yapılan çalışmaların çoğunda temettü duyurularının pozitif fiyat etkisine ulaşılmıştır. Araştırmaların bir kısmında ise herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır. Yurt içinde yapılan çalışmalarda ise temettünün pozitif fiyat etkisine ulaşan çalışmalar olsa da tersi yönde sonuçlar da elde edilmiştir.

Tablo 2’de ise temettü değişimleri ile gelecek yılların kâr değişimleri arasındaki ilişkinin NZ modeli ile araştırıldığı çalışmalar bulunmaktadır. NZ modelini kullanan araştırmacılar genellikle sinyal teorisini destekleyen sonuçlar elde etmişlerdir. Temettü değişimlerinin gelecekteki kâr değişimleri için genellikle 1 veya 2 yıllık sinyal etkisi tespit edilmiştir. Ancak Viera (2005) Fransa ve Portekiz, Grullon vd. (2005) ABD, Kadioğlu ve Öcal (2016) Türkiye için ilişki elde edemeyen araştırmacılar olmuştur.

**Tablo 2.** Temettü Değişimleri ile Gelecekteki Kâr Değişimlerinin İlişisini NZ Modeli ile Araştıran Çalışma Sonuçları

Araştırmacı/ Araştırmacılar	Ülke/ Ülkeler	Gözlem Sayısı	Bulgu	Sonuç *
Nissim ve Ziv (2001)	ABD	31 bin 800	Temettü değişimleri ile temettü değişimini takip eden birinci ve ikinci yılın kâr değişimleri arasında pozitif yönlü ilişki bulunmuştur (2 yıllık sinyal etkisi).	(+)
Jung (2007)	ABD	61 bin 148	2 yıllık sinyal etkisi bulunmuştur.	(+)
Ali vd. (2017)	Fransa ve Almanya	5 bin 826	Her iki ülke için 2 yıllık sinyal etkisi bulunmuştur.	(+)
Ghodrati ve Hashemi (2014)	İran	573	2 yıllık sinyal etkisi bulunmuştur.	(+)
Kaymaz (2010)	Türkiye	139	1 yıllık sinyal etkisi bulunmuştur.	(+)
Deniz (2019b)	Türkiye	1.048	İmalat sanayi şirketlerinin tamamı, finansal şirketlerin büyük ölçekli olanlarda 1 yıllık sinyal etkisi bulunmuştur.	(+)
Vieira (2005)	Fransa, Portekiz ve İngiltere	3 bin 278	Fransa ve Portekiz için ilişki bulunamamıştır. İngiltere için 2 yıllık sinyal etkisi bulunmuştur.	İlişki yok ve (+)
Grullon vd. (2005)	ABD	38 bin 545	İlişki elde edilmemiştir.	İlişki yok
Kadıoğlu ve Öcal (2016)	Türkiye	1.239	İlişki elde edilmemiştir.	İlişki yok

\*: (+) işareti temettü değişimleri ile temettü değişimini takip eden yılların kâr değişimi arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olduğunu göstermekte ve sinyal teorisini destekleyen sonuç elde edildiğini göstermektedir.

### 3. VERİ SETİ, HİPOTEZ VE METODOLOJİ

Bu kısımda öncelikle veri seti sunulmuş sonrasında araştırmanın metodolojisi ve hipotezi sıralanmıştır.

#### 3.1 Veri Seti

Çalışmanın veri setini 2010-2018 döneminde en az bir kez temettü dağıtan imalat sanayi sektör şirketleri oluşturmaktadır.<sup>5</sup> Borsa İstanbul'a kayıtlı 179 imalat sanayi şirketinden 111'i, söz konusu veri döneminde en az bir kez temettü dağıtımını yapmıştır.<sup>6</sup> Bu şekilde imalat sanayi şirketlerine ait toplam 753 temettü duyurusuna ulaşılmıştır. Ancak

<sup>5</sup> Veri döneminin 2010 yılından başlatılmasının bazı nedenleri bulunmaktadır. Temettü dağıtım duyuruları KAP platformundan 2010 yılı ve sonrasında düzenli şekilde elde edilebilmiştir. Ayrıca 2010 yılından daha eskiye doğru gittikçe şirketlerin ortaklık yapısına dair bilgilerin de zaman zaman elde edilemediği görülmüştür.

<sup>6</sup> Söz konusu yılların bir kısmında Borsa İstanbul'a kayıtlı olup sonradan iflas veya başka bir nedenle Borsa İstanbul'dan çıkan şirketlerin söz konusu yıllar arasındaki eğer varsa temettü dağıtımları analizde bulunmamaktadır.

yarattığı bazı sakıncalardan dolayı listeden aşağıda sayılan temettü dağıtım duyuruları çıkarılmıştır.

- Birden fazla temettü dağıtımı yapılan yılın temettü duyuruları
- Genel kurul ve yönetim kurulu arasındaki anlaşmazlık veya başka bir nedenle aynı yılın temettü tutarına ait sık sık değiştirilen temettü duyuruları
- Temettü avansı ödemesine dair duyurular
- Şirketin ortaklık yapısına dair bilgilerin tam olarak elde edilemediği veya birden fazla kaynak arasında tutarsızlık olduğu gözlemler.

Bunların sonucunda imalat sanayi şirketlerine ait 645 temettü duyurusu kalmıştır. 645 gözlem kullanılarak olay etüdü yöntemi ile analizler gerçekleştirilmiştir. Temettü değişimleri ile gelecek yılın kâr değişimi arasındaki ilişki için ise 645 gözlemden de bir kısmı çıkarılmıştır. Çünkü Türkiye’de bir faaliyet dönemine ait temettü dağıtım kararları genellikle ertesi yılın Mart ve Nisan aylarında verilmektedir. Bu durum bir faaliyet döneminin temettü değişimi ile ertesi yılın kâr değişimi arasındaki ilişkiyi yapay olarak güçlendir (Grullon vd., 2005: 1662). Bu yüzden Watts (1973) ve Grullon’un (2005) çalışmalarıyla uyumlu şekilde bir veri ayıklaması yapılmıştır. Bu amaçla temettü dağıtım kararları ertesi yılın 1. çeyrek finansal tablolarının kamuya duyurulmasından önce açıklanan temettü duyuruları analizde bırakılmış, diğer gözlemler listeden çıkarılmıştır. Bu şekilde zaten kamuya açıklanmış bir finansal sonucun temettü dağıtımlarının sinyal etkisi olarak değerlendirilmesinden kaçınılmıştır.<sup>7</sup> Toplam 645 temettü duyurusundan 1. Çeyrek finansal sonuçları açıklandıktan sonra yapılan duyurular çıkarıldığında 463 gözlem kalmış ve hipotez testleri bu gözlemlerle gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada kullanılan temettü tutarları ve temettü duyuru tarihleri KAP, İş Yatırım web sayfası ve Finnet haber expert modülünden temin edilmiş ve doğrulukları birbirleriyle karşılaştırılarak kontrol edilmiştir. Şirketlerin finansal tablo bilgileri de (öz kaynaklar ve net dönem kârı) Finnet veri dağıtım şirketinden elde edilmiştir. Şirketin sahiplik yoğunlaşmasının temsilcisi olarak halka açıklık oranı kullanılmış olup, halka açıklık oranları yıl bazında şirketlerin faaliyet raporlarından temin edilmiştir. Halka açıklık oranının düşük olması sahiplik yoğunlaşmasının yüksek, halka açıklık oranının yüksek olması sahiplik yoğunlaşmasının düşük olduğu anlamına gelmektedir. Halka açık olan kısımda şirketin

---

<sup>7</sup> Nitekim Watts (1973) sinyal teorisini temettü dağıtım kararı verirken yöneticilerin hali hazırda kamuya açıklanmayan bilgileri kullanması şeklinde değerlendirmiştir.

toplam paylarının %5'inden daha büyük kesimini elinde bulunduran ortaklar var ise halka açıklık oranından söz konusu kısım çıkarılmıştır.

Ayrıca bağımlı ve bağımsız değişkenler, analizlerin uç değerlerden (outlier) etkilenmemesi için, %95 seviyesinde winsorize edilmiştir. Winsorize edilen uç değerler analizden tamamen çıkarılmak yerine belirli bir aralığa sıkıştırılmaktadır. Böylece veri kaybı yaşanmamaktadır.<sup>8</sup>

### 3.2. Hipotez ve Metodoloji

Araştırmanın amacı sinyal teorisinin sahiplik yapısından etkilenip etkilenmediğinin belirlenmesidir. Bunun için 2 araştırma hipotezi kurulmuştur. Çünkü sinyal teorisi ampirik olarak 2 şekilde test edilmektedir. Bunlardan birincisi temettü duyurularının pozitif fiyat etkisinin olup olmadığına olay etüdü yöntemi ile tespit edilmesidir. Bu testin mantığı temettü dağıtımları şirketin gelecek finansal durum hakkında bilgi veriyorsa bu durumda söz konusu bilginin duyuru yapıldığında hemen fiyata yansıtacağı düşüncesidir. İkinci yöntem ise sinyal teorisinin özünü daha iyi yansıtan ve teorinin ampirik testi için en güçlü model temettü değişimleri ile temettü değişimini takip eden yılların kazançları arasında ilişki kurulmasıdır (Grullon vd., 2005; Kaymaz, 2010). Nitekim olay etüdü yönteminin sinyal teorisinin geçerliliğini ölçmede bazı sakıncaları bulunmaktadır (Bajaj ve Vijh, 1990: 218). Bu nedenle iki testin sonuçları arasında çatışma olması durumunda ikinci yöntemin sonuçlarının dikkate alınması daha uygun olacaktır. Araştırmanın birinci araştırma hipotezi aşağıdaki gibi oluşturulmuştur:

$H_1$ : “Sahiplik yoğunlaşmasına göre temettü duyurularının pozitif fiyat etkisi farklılaşmaktadır.”.

Temettü duyurularının fiyat etkisinin ölçülmesi ise literatürde yapılan tüm çalışmalara benzer şekilde yapılmıştır. Bunun için öncelikle bağımsız değişken olarak yalın temettü değişimi yaklaşımı ile temettü değişimi (1) numaralı formülle hesaplanmıştır.<sup>9</sup>

$$\Delta Div_{i,t} = \frac{(Div_{i,t} - Div_{i,t-1})}{BV_{i,t-1}} \quad (1)$$

<sup>8</sup> Bir değişkenin winsorize edilmesi istatistiksel analizlerin uç değerlerden etkilenmemesi için ilgili değişkenin dağılımının belirli bir aralığa sıkıştırılmasıdır (Cebenoan ve Strahan, 2004: 26). Örnek olarak bir değişken %90 seviyesinde winsorize edildiğinde, değişkenin ilk %5'lik dilimi 5. yüzdeliğe (5. percentile), son %5'lik dilimi 95. yüzdeliğe (95. Percentile) sabitlenmektedir. Ampirik çalışmalarda genellikle %99 veya %95 seviyesinde winsorize etme işlemine uygulanmaktadır.

<sup>9</sup> Literatürde beklenmeyen temettü değişimini hesaplamada iki tür yaklaşım bulunmaktadır. Bunların en çok kullanılanlarından biri yalın temettü değişimi yaklaşımıdır (naive expectation model / random walk). Bu yöntemde duyurusu yapılan temettü miktarı ile bir önceki yılın temettü miktarı arasındaki fark temettü değişimi olarak kullanılır. Yani bu yöntemde temettü değişiminin tamamı beklenmeyen temettü değişimi (unexpected dividend change) olarak değerlendirilir (Asquith ve Mullins, 1983; Aharony ve Dotan, 1994). Yalın temettü değişimlerine karşı araştırmacıların eleştirileri bulursa da üstün yönlerinin fazla olması sebebiyle bu çalışmada söz konusu yaklaşım kullanılmıştır. Konu ile ilgili detaylı bilgi için Nissim ve Ziv'in (2001) eseri incelenebilir.



Bu formülde,

$Div_{i,t}$  : i firmasının t yılında açıklanan toplam temettü miktarını

$\Delta Div_{i,t}$  : i firmasının t yılında önceki yıla göre temettü değişimini

$BV_{i,t-1}$  : i firmasından t-1 yıl sonundaki öz kaynaklarının defter değerini

göstermektedir.<sup>10</sup>

Daha sonra bağımlı değişken olarak temettü duyurusu etrafındaki olay penceresinde hisse senetlerinin normalüstü getirileri hesaplanmıştır. Olay penceresi, olay günü, olay öncesi iş günü ve olay sonrası iş gününü kapsayan (-1,1) şeklinde 3 iş gününden oluşmaktadır. Normalüstü getirilerinin hesaplanması için pazar getiri modeli (market adjusted return model) kullanılmıştır.<sup>11</sup> Bir başka ifade ile normalüstü getiri şirketin 3 günlük getirisinin imalat sanayi endeksinin 3 günlük getirisinden farkı alınarak hesaplanmıştır. Söz konusu hesaplama (2) numaralı formülde gösterilmiştir.

$$AR_{it} = R_{it} - IR_{it} \quad (2)$$

Bu denklemden,

$AR_{it}$  : i şirketine ait t yılında yapılan duyuru için olay penceresindeki normalüstü getiriyi,

$R_{it}$  : i şirketine ait t yılındaki yapılan duyuru için olay penceresindeki getiriyi,

$IR_{it}$  : i şirketinin t yılındaki olay penceresindeki BİST Sınai endeksi getirisini göstermektedir.

Araştırmanın ikinci araştırma hipotezi ise aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

$H_2$ : “*Sahiplik yoğunlaşmasına göre temettü değişimi ile temettü değişimini takip eden yılın kâr değişimi arasındaki ilişki farklılaşmaktadır.*”

Temettü değişimindekine benzer şekilde Ball ve Watts (1972), Watts ve Leftwich (1977), Ball ve Brown (1968) gibi pek çok araştırmacının “kâr değişiminin rassal yürüyüş gösterdiği” tespitlerinden dolayı (Healy ve Paleu, 1987: 11) ardışık yılların dönem net

<sup>10</sup> Temettü değişimi değişkeninin şirketin hisse sayısındaki değişimlerden etkilenememesi için hisse başına temettü yerine şirketin toplam temettü miktarı esas alınmıştır. Ayrıca şirketler arasındaki ölçek farklılığını gidermek için öz kaynakların defter değeri deflatörü kullanılmıştır.

<sup>11</sup> Normalüstü getirilerin hesaplanmasında BİST100 veya BİST Tüm endeksi yerine BİST Sınai getiri endeksi kullanılmıştır. Bununla şirketin getirisinin tüm sektörler yerine sadece kendi sektörüne ait şirketlerle karşılaştırılmak istenmiştir. Bu şekilde normalüstü getirilerin daha doğru hesaplanması amaçlanmıştır. Ayrıca BİST Sınai fiyat endeksi yerine BİST Sınai getiri endeksi tercih edilmiştir. Burada amaç yine normalüstü getirilerin en doğru şekilde hesaplanmasıdır. Çünkü getiri endeksleri firmaların dağıtmış olduğu nakit kâr paylarına göre ayarlanmakta olduğu için fiyat endekslerine kıyasla daha doğru karşılaştırma (benchmark) olanağı sağlamaktadır (www.borsaistanbul.com).

kârlarının farkı alınarak kâr değişimi değişkeni hesaplanmıştır. Şirketlerin hisse sayısındaki değişimlerden kâr değişiminin etkilenmemesi için hisse başına kâr yerine toplam kârdan hesaplama yapılmıştır.

$$\Delta E_{i,t} = \frac{(E_{i,t} - E_{i,t-1})}{BV_{i,t-1}} \quad (3)$$

Burada,

$\Delta E_{i,t}$  : i firmasının t yılında bir önceki yıla göre kârının değişimini

$E_{i,t}$  : i firmasının t yılına ait dönem net kârını

$BV_{i,t-1}$  : i firmasının t-1 yıl sonundaki öz kaynaklarının defter değerini göstermektedir.<sup>12</sup>

Temettü değişiminin hesaplanması da yukarıda açıklanan (1) numaralı formülle hesaplanmıştır. Ancak 2. araştırma hipotezinde temettü değişimleri ile gelecek yılların kâr değişimleri ilişkilendireceği için her iki değişkenin zaman indisi (t) önem kazanmaktadır. Bunun için zaman indisinde bir düzeltmeye ihtiyaç duyulmuştur. Bir faaliyet dönemine ait temettü duyurusu ertesi yıl açıklandığı için temettü tutarı değişkeninin indisi bir yıl geriye alınmıştır. Aksi halde temettü değişimi ile gelecek yılın kâr değişimi arasında bulunacak ilişki aslında eş zamanlı bir ilişkiyi gösterecektir. Sonuç olarak (4) numaralı formülle temettü değişimi değişkeni hesaplanmıştır.

$$\Delta Div_{i,t} = \frac{(Div_{i,t} - Div_{i,t-1})}{BV_{i,t-1}} \quad (4)$$

Burada,

$Div_{i,t}$  : i firmasının t yılına ait temettü miktarını (t+1'inci yılda duyurulan)

$\Delta Div_{i,t}$  : i firmasının t yılında bir önceki yıla göre temettü değişimini

$BV_{i,t-1}$  : i firmasından t-1 yıl sonundaki öz kaynakların defter değerini

göstermektedir.

Her iki araştırma hipotezinin testi için benzer yaklaşım kullanılmıştır. Öncelikle sermaye yoğunlaşmasının temsilcisi olarak şirketlerin 2010-2018 yılları arasındaki ortalama halka açıklık oranı hesaplanmıştır. Her bir şirketin söz konusu dönemde halka açıklık oranı

<sup>12</sup> (1) ve (2) numaralı formüller için paydada sırasıyla  $E_{i,t-1}$  ve  $Div_{i,t-1}$  yerine öz kaynakların defter değerini ifade eden  $BV_{i,t-1}$ 'in kullanılmasının nedeni değişimlerin standartlaştırılarak ölçülmek istenmesidir. Her iki (bağımlı ve bağımsız) değişkenin ölçeğinin benzer olması eğim (regresyon) katsayısının mutlak değerce büyüklüğünün de kolayca yorumlanması avantajını getirmektedir. Ayrıca bu şekilde sadece iki yıl arka arkaya temettü dağıtımı yapılan yılların dışında da temettü değişiminin hesaplanması mümkün olmaktadır.

açıklığı (range) %10 dan büyük olmadığı için ortalama alınmasının bir sakıncası görülmemiştir. Daha sonra veri grubundaki şirketler halka açıklık ortalamasına göre ortancadan iki eşit parçaya bölünmüştür. Halka açıklık oranı yüksek ve düşük olan iki ayrı grup için temettü duyurularının fiyat etkisi test edilmiştir. Benzer şekilde aynı gruplar için temettü değişimlerinin gelecek yılın kâr değişimi ile olan ilişkisi test edilmiştir. Elde edilen sonuçlar sırasıyla sinyal teorisinin düşük ve yüksek sahiplik yoğunlaşması olan şirketlerde geçerli olup olmadığını göstermiştir.

Sinyal teorisinin geçerliliğinin test edildiği regresyon modelleri için sırasıyla aşağıdaki panel veri modelleri kullanılmıştır.

1. *Model:* Literatürde olay etüdü yönteminde kullanılan tek modeldir (1. Araştırma hipotezinin testi için).

$$AR_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 * \Delta Div_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

2. *Model:* Nissim ve Ziv (2001) regresyon modeli (NZ Modeli) (2. Araştırma hipotezinin testi için).

$$\Delta E_{i,t+1} = \beta_{0i} + \beta_1 * \Delta Div_{it} + ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

(6) nolu denklemdeki  $ROE_{i,t}$  değişkeni  $i$  firmasının  $t$  yılına ait öz kaynak getirisini ifade etmekte olup aşağıdaki formülle hesaplanmıştır.

$$ROE_{it} = \frac{E_{i,t}}{BV_{i,t-1}} \quad (7)$$

Görüldüğü gibi 1. modelde temettü değişimi ile olay penceresindeki normalüstü getiri arasındaki ilişki incelenmektedir.  $\beta_1$  eğim katsayısının pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı olarak tahmin edilmesi temettü değişimlerinin hisse senedi fiyatı üzerinde pozitif yönlü bir etki yarattığını gösterecektir. 2. modelde ise temettü değişimi ile ertesi yılın kâr değişimi arasındaki ilişki incelenmektedir.  $\beta_1$  katsayısının pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı tahmin edilmesi bir faaliyet dönemi temettü değişiminin ertesi yılın kâr değişimi hakkında bilgi içeriğine sahip olduğunu gösterecektir.<sup>13</sup> Özetle her iki model de sinyal teorisinin geçerliliğini test etmeye yaramaktadır.

<sup>13</sup> Bu modelde temettü değişimleri ile gelecek 1 yılın kâr değişimi arasındaki ilişki incelenmiştir. Çünkü Kaymaz (2010), Deniz (2019b) gibi araştırmacılar Türkiye'deki şirketlerde sinyal etkisinin sadece 1 yıl için geçerli olduğunu tespit etmişlerdir.

#### 4. BULGULAR

Bu kısımda yukarıda bahsedilen her iki yöntemle sahiplik yoğunlaşmasına göre sinyal teorisinin geçerliliğine ait test sonuçları bulunmaktadır. Öncelikle sahiplik yoğunlaşmasına göre temettü duyurularının fiyat etkisini gösteren Tablo 3 aşağıda sunulmuştur. Bu sonuçlar (5) numaralı denklemin panel veri analizi ile tahmin edilmesi sonucunda elde edilmiştir.

**Tablo 3: Sahiplik Yoğunlaşmasına Göre Temettü Duyurularının Fiyat Etkisi**

$AR_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} \Delta Div_{it} + \varepsilon_{it}$				
	Gözlem Sayısı	Halka Açıklık Oranı	Eğim Katsayısı ( $\beta_1$ )	t istatistiği
Sahiplik Yoğunlaşması Yüksek Şirketler (1. Grup)	326	%17.5	<b>0.09*</b>	<b>1.98</b>
Sahiplik Yoğunlaşması Düşük Şirketler (2. Grup)	319	%44.8	<b>0.18***</b>	<b>4.28</b>

\*\*\*: %1, \*: %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$AR_{it}$  : i şirketinin t yılında olay penceresindeki normalüstü getirisi (Denklem 2).

$\Delta Div_{it}$  : i şirketinin t yılındaki temettü değişim oranı (Denklem 1).

Panelde zaman ve birim etkisi kontrol edilmiş ve yalnızca birim etkisi bulunmuş olup birim etkili tek yönlü model tercih edilmiştir. Önsel bilgiler ve Hausman testi sonucunda tek yönlü sabit etkili modelin kullanılmasına karar verilmiştir. Otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığına rastlanmamış ancak değişen varyans problemine rastlanmıştır. Bu nedenle değişen varyans sorununa dirençli White (1980) tahmincisi kullanılmıştır. Ayrıca Levin, Lin ve Chu (2002) ve Hadri'nin (2000) birinci nesil birim kök testleri sonucunda değişkenlerin durağan olduğu belirlenmiştir. Eserin sayfa sayısının çok yükselmemesi için test sonuçları sunulmamış olup istenilmesi durumunda okuyucularla paylaşılabilir.

Tablo 3'ten görülmektedir ki halka açıklık oranı, sahiplik yoğunlaşması yüksek şirketler için ortalama %17.5, sahiplik yoğunlaşması düşük şirketler için %44.8 olarak hesaplanmıştır. Gözlem sayıları ise 1. Grup için 326, 2. Grup için 319'dur. Panel veri analizi sonucunda hesaplanan  $\beta_1$  eğim katsayısı 1. Grup için 0.09 ve t değeri 1.98 olup %10 seviyesinde anlamlıdır. 2. Grup için ise  $\beta_1$  eğim katsayısı 0.18 ve t değeri 4.28 olup %1 seviyesinde anlamlıdır.

Dolayısıyla sahiplik yoğunlaşması düşük şirketler için temettü duyurularının fiyat etkisi sahiplik yoğunlaşması yüksek olan şirketlere göre daha belirgindir. Çünkü 2. grupta eğim katsayısı ve t değeri/anlamlılık seviyesi diğer gruba göre oldukça yüksektir. Ancak yüksek sahiplik yoğunlaşması olan şirketlerde de %10 anlamlılık seviyesinde temettü duyurularının fiyat etkisi tespit edilmiştir. Bu nedenle sahiplik yoğunlaşmasına göre temettü duyurularının fiyat etkisinin farklılaştığını ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmemiştir. Dolayısıyla sinyal teorisinin özünü daha iyi yansıtan 2. modelin sonuçları daha önemli görünmektedir.

2. Araştırma hipotezinin test sonuçları için (6) numaralı denklem panel veri analizi ile tahmin edilmiş ve sonuçları Tablo 4'te sunulmuştur.

**Tablo 4.** Sahiplik Yoğunlaşmasına Göre Temettü değişimi ile Gelecek Yılın Kâr Değişimleri Arasındaki İlişki

$\Delta E_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 * \Delta Div_{i,t} + \beta_2 * ROE_{i,t} + \epsilon_{i,t}$				
	Gözlem Sayısı	Halka Açıklık Oranı	Eğim Katsayısı ( $\beta_1$ )	t istatistiği
Sahiplik Yoğunlaşması Yüksek Şirketler (1. Grup)	223	% 16. 8	0.02	0.24
Sahiplik Yoğunlaşması Düşük Şirketler (2. Grup)	240	%44.1	<b>0.37*</b>	<b>1.89</b>

\*: %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$\Delta E_{i,t+1}$  : i şirketinin t+1 yılında bir önceki yıla göre kâr değişimi (Denklem 3).

$\Delta Div_{i,t}$  : i şirketinin t yılındaki temettü değişim oranı (Denklem 4).

$ROE_{i,t}$  : i şirketinin t yılındaki öz kaynak getirisi (Denklem 7).

Panelde zaman ve birim etkisi kontrol edilmiş ve yalnızca birim etkisi bulunmuş olup birim etkili tek yönlü model tercih edilmiştir. Önsel bilgiler ve Hausman testi sonucunda tek yönlü sabit etkili modelin kullanılmasına karar verilmiştir. Otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığına rastlanmamış ancak değişen varyans problemine rastlanmıştır. Bu nedenle değişen varyans sorununa karşı dirençli White (1980) tahmincisi kullanılmıştır. Ayrıca Levin, Lin ve Chu (2002) ve Hadri'nin (2000) birinci nesil birim kök testleri sonucunda değişkenlerin durağan olduğu belirlenmiştir. Eserin sayfa sayısının çok yükselmemesi için test sonuçları sunulmamış olup istenilmesi durumunda okuyucularla paylaşılabilir.

Tablo 4'ten görülmektedir ki sahiplik yoğunlaşması yüksek şirketler için  $\beta_1$  eğim katsayısı (0.02) ve t değeri (0.24) sifira çok yakın ve istatistiksel açıdan anlamlı değildir. 223 gözlem için t değerinin sifira çok yakın olması sahiplik yoğunlaşması yüksek şirketlerde temettü değişimlerinin gelecek yılların kâr değişimleri ile ilişkisiz olduğunu göstermektedir. Ancak sahiplik yoğunlaşması düşük şirketler için  $\beta_1$  eğim katsayısı (0.37) pozitif ve t değeri (1.89) %10 seviyesinde anlamlıdır. Yani bu şirketlerde temettü değişiminin gelecekteki kâr değişimleri ile pozitif yönde ilişkili olduğu bir başka ifade ile sinyal teorisinin geçerli olduğu anlaşılmaktadır. Bir başka ifade ile  $H_2$  hipotezi kabul edilmiş olup sahiplik yoğunlaşması temettü değişimlerinin gelecekteki kâr değişimleri olan ilişkisini etkilemektedir. Düşük sahiplik yoğunlaşması olan şirketlerde temettü değişimleri ile gelecekteki kazançlar arasında bir ilişki (pozitif yönlü) mevcutken yüksek sahiplik yoğunlaşması olan şirketlerde böyle bir ilişki bulunmamaktadır.

Özet olarak analiz sonuçlarından sahiplik yoğunlaşmasının (SY) temettü duyurularının fiyat etkisinin üzerinde belirgin şekilde etkili olmadığı anlaşılmıştır. Temettü duyurularının fiyat etkisi SY'nin düşük olduğu şirketlerde %1, SY'nin yüksek olduğu şirketlerde %10 seviyesinde anlamlıdır. Ancak temettü değişiminin gelecek yılın kâr değişimi ile olan ilişkisinde SY'nin düşük olduğu şirketlerde %10 seviyesinde anlamlı sonuç elde edilmiş, SY'nin yüksek olduğu şirketler için ise anlamlı sonuç elde edilememiştir. 2. Yöntemin sinyal teorisinin özünü daha doğru yansıtması nedeniyle her iki analizin sonucunda sahiplik yoğunlaşmasına göre sinyal teorisinin geçerliliğinin değiştiği sonucuna ulaşılmıştır. Yani sahiplik yoğunlaşmasının yükselmesi sinyal teorisinin geçerliliğini düşürmektedir.

Elde edilen bulgular sinyal teorisini ilişkin kavramsal yapıya örtüşmektedir. Bu nedenle sinyal teorisinin geçerliliğine ilişkin bundan sonra yapılacak çalışmalarda ortaklık yapısı veya sahiplik yoğunlaşması değişkenlerinin analize dahil edilmesinin gerektiği anlaşılmaktadır.

## 5. SONUÇ

Temettünün bilgi içeriği (sinyal teorisi) teorik açıdan güçlü desteğe sahip olmasına rağmen ampirik çalışmalar açısından aynı desteği elde edememiştir. Bu nedenle bu çalışmada sahiplik yoğunlaşmasına göre sinyal teorisinin geçerliliği araştırılmıştır. Çünkü temettülerin bilgi içeriğinin (sinyal teorisinin) çıkış noktası sahiplik ve yönetim yapılarının birbirinden ayrılmış olmasıdır. Bu nedende ortaklık yapısı veya bir başka ifade ile sahiplik yoğunlaşmasının sinyal teorisinin geçerliliğini etkilediği teorik olarak beklenmektedir. Ayrıca ampirik çalışmalarda sahiplik yoğunlaşması yüksek olan şirketlerin genellikle daha az temettü dağıttığı yönünde sonuçlar bulunmaktadır. Bu sonuçlar sahiplik yoğunlaşması yüksek şirketlerin dolaylı olarak temettü dağıtımını sinyal kanalına ihtiyaçlarının daha düşük olduğunu işaret etmektedir.

Dolayısıyla hem sinyal teorisinin çıkış noktası hem de ampirik çalışmalarda elde edilen dolaylı bulgular nedeniyle bu çalışmada sinyal teorisinin geçerliliği sahiplik yoğunlaşmasına göre incelenmiştir. Bunun için Borsa İstanbul imalat sanayi şirketlerinde, sahiplik yoğunlaşmasına göre temettü duyurularının fiyat etkisi ve temettü değişimleri ile gelecek yılların kâr değişimleri arasındaki ilişki incelenmiştir.

Yapılan analizler sahiplik yoğunlaşmasının temettü duyurularının fiyat etkisini belirgin şekilde etkilemediği anlaşılmıştır. Sahiplik yoğunlaşması düşük (halka açıklık oranı yüksek) şirketlerde temettü duyurularının fiyat etkisi %1 seviyesinde anlamlı iken sahiplik yoğunlaşması yüksek (halka açıklık oranı düşük) şirketlerde %10 seviyesinde anlamlı bulunmuştur. Ancak temettü değişimlerinin gelecek yılların kâr değişimi ile olan ilişkisi incelendiğinde sahiplik yoğunlaşmasına göre belirgin farklar elde edilmiştir. Sahiplik yoğunlaşması düşük şirketlerde temettü değişimlerinin gelecek yılların kâr değişimi ile olan ilişkisine dair pozitif yönlü ve anlamlı sonuçlar elde edilmiş fakat sahiplik yoğunlaşması yüksek şirketlerde böyle bir ilişki elde edilmemiştir. Yani sahiplik yoğunlaşması ile temettünün bilgi içeriği arasında negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir.

Temettü değişimleri ile gelecek yılların arasındaki kâr değişiminin araştırılması sinyal teorisinin özünü daha iyi yansıtması nedeniyle uygulanan 2 yöntem arasından söz konusu

yöntem belirleyici analiz olarak değerlendirilmiştir. Dolayısıyla her iki analiz sonucunda sahiplik yoğunlaşmasının temettünün bilgi içeriği (sinyal teorisi) üzerinde negatif yönde etkili olduğu anlaşılmıştır. Yani sahipliğin konsantre şekilde sınırlı sayıda şahıs veya tüzel kişiliğin elinde toplanması durumunda temettü dağıtımlarının içerdiği bilgi azalmakta anlamsızlaşmaktadır. Sahipliğin daha geniş bir kitleye yani çok sayıda ve az paya sahip ortaklara yayılması durumunda temettü dağıtımlarının bilgi içeriği yükselmektedir. Yani en yalın haliyle sahiplik yoğunlaşması ile sinyal teorisinin geçerliliği arasında negatif yönlü bir ilişki vardır.

Elde edilen sonuç sinyal teorisinin kavramsal yapısına uygun olarak görülmektedir. Bu sonuç sinyal teorisinin testine ilişkin yapılacak çalışmalarda sahiplik yoğunlaşmasının kontrol değişkeni olarak mutlaka kullanılması gerektiğine işaret etmektedir. Bu durumda ampirik çalışmalar arasındaki tutarsızlıkların azalması muhtemel görünmektedir. Bundan sonra finansal veya hizmet sektörüne ait şirketlerde benzer araştırmanın yapılması da faydalı görünmektedir.

## KAYNAKÇA

Ali, I., Muhammad, N. and Gohar, A. (2017). “Do Firms Use Dividend Changes to Signal Future Earnings? An Investigation Based on Market Rationality”, *International Journal of Economics and Finance*, 9(4), 20-34.

Abeyratna, G. and Power, D.M. (2002). “The Post-announcement Performance of Dividend Changing Companies: The Dividend Signalling Hypothesis Revisited”, *Accounting and Finance*, 42, 131–151.

Aharony, J. and Dotan, A. (1994). “Regular Dividend Announcements and Future Unexpected Earnings: An Empirical Analysis”, *Financial Review*, 29(1), 125-151.

Aharony, J. and Swary, I. (1980). “Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis”, *Journal of Finance*, XXXV(1), 1-12.

Asquith, P. and Mullins, D.W. (1983). “The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth”, *The Journal of Business*, 56(1), 77-96.

Bajaj, M. and Vijh, A.M. (1990). “Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Changes”, *Journal of Financial Economics*, 26, 193-219.

Başkaya, H. (2012). *Halka Açık Firmalarda Kâr Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Olay Çalışması ile Ölçülmesi*, Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.

Benartzi, S., Michaely, R. and Thaler, R. (1997). “Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?”, *The Journal of Finance*, LII(3), 1007-1034.

Bhattacharya, S. (1979). “Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy”, *Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.

Borsa İstanbul, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com)

Cebenoyan, A.S and Strahan, P.E. (2004). “Risk Management, Capital Structure and Lending at Banks”, *Journal of Banking & Finance*, 28, 19-43.

Chen, G., Firth, M. and Gao, N. (2002). “The Information Content of Concurrently Announced Earnings, Cash Dividends and Stock Dividends: An Investigation of the Chinese Stock Market”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 13(2), 101-124.

Conroy, R.M., Eades, K.M. and Harris, R.S. (2000). “A Test of the Relative Pricing Effects of Dividends and Earnings: Evidence from Simultaneous Announcements in Japan”, *The Journal of Finance*, LV(3), 1199-1227.

Deniz, D. (2019a). *Temettü Dağıtımlarının Sinyalizasyon Etkisi: BİST Uygulaması*, Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Balıkesir.



Deniz, D. (2019b). “Temettünün Bilgi İçeriği (Sinyal Teorisi): Borsa İstanbul Uygulaması”, *BMIJ*, 7(4): 1530-1554.

Ersoy, E. ve Çetenak, E.H. (2015). “Sahiplik Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, *Ege Akademik Bakış*, Cilt:15, 4, 509-521.

Finnet Haber Expert Modülü, [www.finnet.com.tr](http://www.finnet.com.tr)

Ghodrati, H. and Hashemi, A. (2014). “A study on Relationship Between Dividend Changes with Future Profitability”, *Management Science Letters*, 4, 1043-1050.

Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S. and Thaler, R. (2005). “Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability”, *Journal of Business*, 78(5), 1659-1682.

Gunasekarage, A. and Power, D.M. (2006). “Anomalous Evidence in Dividend Announcement Effect”, *Managerial Finance*, 32(3), 209-226.

Günalp, B., Kadioğlu, E. ve Kılıç, S. (2010). “Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisinin Olup Olmadığının İMKB’de Test Edilmesi”, *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 28(2), 47-69.

Hadri, K. (2000). “Testing for Stationarity in Heterogeneous Panel Data”, *The Econometrics Journal*, 3(2), 148-161.

Harada, K. and Nguyen, P. (2006). “Ownership Concentration, Agency Conflicts and Dividend Policy in Japan”, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=953433> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.953433>

Healy, P.M. and Palepu, K.G. (1987). *Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions*, Working Paper, Massachusetts Institute of Technology, Alfred P. Sloan of Management, 149-175.

İş Yatırım, <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/default.aspx>

Jung, B.C. (2007). *Information Asymmetry, Dividend Increases, Risk and Expected Future Earnings Changes*, Phd. Thesis, University of Colorado Department of Accounting, Colorado.

Kadioğlu, E. ve Öcal, N. (2016). “Temettü Değişiklikleri ile Gelecekteki Kârlılık Arasındaki İlişkinin Test Edilmesi”, *International Journal of Economics and Finance*, 8(3), 196-205.

Kamuyu Aydınlatma Platformu, [www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr)

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.

Kaymaz, Ö. (2010). *Şirket Temettü Politikasında Sinyalizasyon Teorisi ve Bir İmkb Uygulaması*, Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Kırbaş, A. (2015). *Temettü Duyurularının Hisse Senedi Getirilerine Olan Etkilerinin Analizi: Borsa İstanbul Şirketlerinde Bir Uygulama*, Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Levin, A. & Lin, C.F. and Chu, C.S. (2002). "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties," *Journal of Econometrics, Elsevier*, 108 (1), 1-24.

Lintner, J. (1956). "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.

Miller, H.M. and Rock, K. (1985). "Dividend Policy Under Asymmetric Information", *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.

Nissim, D. and Ziv, A. (2001). "Dividend Changes and Future Profitability", *The Journal of Finance*, LVI(6), 2111-2134.

Özvar, K. ve Ersoy, E. (2017). "Sahiplik Yapısının Kâr Dağıtım Kararlarına Etkisi: Panel Tobit Yöntemiyle Bir Analiz", *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt: 9, 17, 129-147.

Sakıncı, I. and Gungor, S. (2015). "The Relationship Between Ownership Structure and Dividend: An Application in Istanbul Stock Exchange", *Journal of Economics and Development Studies*, 3(4), 19-30.

Topaloğlu, E.E. ve Coşkun, N. (2017). "Firma Kârlılığını Etkileyen Faktörlerin Sahiplik Yoğunlaşması Doğrultusunda Tespiti: Ampirik Bir Yaklaşım", *Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22(1), 95-112.

Vieira, E. (2005). *Signalling with Dividends? The Signalling Effects of Dividend Change Announcements: New Evidence from Europe*, Phd Thesis, Universidade de Aveiro Management Department Rua Associação H. B. Voluntários, Portugal.

Watts, R. (1973). "The information Content of Dividends", *Journal of Business*, 46, 191-211.

White, H. (1980). "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity", *Econometrica*, 48(4), 817-838.

Zare, R., Kiafar, H., Kanani, M.A. and Farzanfar, F. (2013). "Dividend Policy from the Signaling Perspective and its Effects on Information Asymmetry among Management and Investors", *Research Journal of Applied Sciences, Engineering and Technology* 6(21): 4090-4097.

Yılmaz, A.A. and Selçuk, E.A. (2010). "Information Content of Dividends: Evidence from Istanbul Stock Exchange", *International Business Research*, 3(3), 126-132.