

# NAKİT TEMETTÜ DAĞITIM GÜNLERİ HİSSE SENEDİ FİYATI ANOMALİSİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR ANALİZ

Murat İŞİKER\*

## Özet

Nakit temettü ödeme günlerinde borsalarda işlem gören hisse senedi fiyatında bir önceki kapanış günündeki fiyat üzerinden brüt temettü tutarı kadar azalış meydana gelmektedir. Bazı yatırımcıların nakit ödeme günü hakkında habersiz olması ya da teorik fiyat değişiminin oluşacağından yatırımcılar tarafından bilinmemesi durumlarında fiyat anomalisi yaşanabilmektedir. Bu anomalinin bir önceki günkü kapanış fiyatı baz alınarak göreceli olarak yüksek fiyattan emir gönderen yatırımcılar vasıtası ile meydana geldiği öngörülmektedir. Bu çalışmada, 2010-2019 yılları arasında Borsa İstanbul'da listelenen toplamda 232 şirketin 1186 adet nakit temettü dağıtım olayı incelenmiştir. Yöntem olarak olay çalışması yöntemi ile tek örneklem t-testi kullanılmıştır. Çalışmanın bulgularına göre nakit temettü dağıtan şirketlerinin bölünme günü açılış fiyatlarının bir önceki güne göre ortalama olarak %1.05 anlamlı anormal getiri sağladığı tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Temettü Ödemeleri, Bilgisiz Yatırımcı, Borsa İstanbul, Anormal Getiri, Olay Çalışması.

## STOCK PRICE ANOMALY ON CASH DIVIDEND DISTRIBUTION DAYS: AN ANALYSIS ON BORSA ISTANBUL

### Abstract

The price of the stocks listed in stock markets decreases on the cash dividend payment days by the gross dividend amount over the previous closing price. In cases where some investors are unaware of the dividend payment dates or when some investors do not know that there will be a theoretical price change, a return anomaly that is caused by uninformed investors may occur. It is assumed that this anomaly is caused by those investors who send orders at a relatively high price based on the closing price of the previous day. In this study, 1186 events of cash dividend distribution for 232 companies listed in Borsa Istanbul between 2010-2019 are examined. The event study methodology and one-sample t-test are used. Findings suggest that the opening price of the companies that distribute cash dividends on the ex-day provides a 1.05% significant abnormal return compared to the record day.

**Keywords:** Dividend payments, Uninformed Investors, Borsa Istanbul, Abnormal Return, Event Study.

## Giriş

Hisse senedi fiyatları nakit temettü, sermaye artırımını gibi olaylar sebebiyle teorik olarak düzeltilmeye tâbi tutulurlar. Bu durum, Borsa İstanbul tarafından yayınlanan bir prosedür ile matematiksel olarak açıklanmıştır.<sup>†</sup> Bu olaylar sebebiyle fiyatların teorik olarak değişeceğinden haberdar olmayan yatırımcılar, açılış seansı öncesi bilinçsizce ve göreceli olarak daha yüksek bir fiyattan emir göndermeleri suretiyle anomali oluşmasına neden olabilmektedir.

Finansal olayların duyuru etkileri literatürde sıklıkla araştırılmış olsa da<sup>‡</sup> bilgisiz yatırımcıların bölünme durumlarında sebep oldukları anormal fiyat hareketlilikleri konusu çok fazla irdelenmemiştir. Bu çalışmamızda, fiyat düzeltmelerinden haberdar olmayan bilgisiz yatırımcıların nakit temettü ödeme olayları özelinde bir anormal getiriye sebebiyet verip vermedikleri analiz edilmiştir. Çalışmanın araştırma sorusu şu şekildedir: Bilgisiz yatırımcıların açılış seansı emirleri, nakit temettü dağıtım gününde anomaliye sebep olmaktadır mıdır? Jalilvand vd. (2018) bilgisiz yatırımcıları, yatırımlarını değerlendirmek için gerekli finansal bilgi ve becerilere sahip olmayanlar olarak tanımlamaktadır. Araştırma sorusunda bahsedilen “Bilgisiz Yatırımcı” profili ise nakit temettü ödemesinden ya da bölünmeden habersiz olan ve ilgili hisse için açılış seansı öncesi emir gönderen yatırımcı olarak

\* Dr. Öğr. Üyesi, İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi/İşletme Bölümü, İstanbul/Türkiye, [murat.isiker@izu.edu.tr](mailto:murat.isiker@izu.edu.tr)

<sup>†</sup> Detay için bakınız Borsa İstanbul (2020),

[https://www.borsaistanbul.com/files/Teorik\\_Fiyatların\\_Belirlenmesi\\_TUR\\_202008\\_.pdf](https://www.borsaistanbul.com/files/Teorik_Fiyatların_Belirlenmesi_TUR_202008_.pdf)

<sup>‡</sup> İlgili örnek çalışmalar için bakınız: Adaoglu (2006), Ariff vd. (2007), Campbell ve Ohuocha (2011), Isiker ve Taş (2021).

tanımlanmaktadır. B. Han vd. (2016), bilgisiz yatırımcıların yapmış oldukları işlemlerin likidite şoklarına sebebiyet verdiğini ve ayrıca bunların da bu şoklardan etkilendiğini belirtmiştir.

### Hipotezler, Yöntem ve Veri Seti

Çalışmamızda test etmek üzere altı ayrı hipotez bulunmaktadır. Bunların ilk üçü şu şekildedir:

H<sub>1</sub>:  $\frac{A_t}{K_{t-1}} = 0$ , Temettü günü<sup>§</sup> açılış ile bir önceki günlük kapanış fiyatı arasında getiri sıfırdır.

H<sub>2</sub>:  $\frac{A_t}{K_t} = 0$ , Temettü günü açılış ile aynı günlük kapanış arasındaki getiri sıfırdır.

H<sub>3</sub>:  $\frac{K_t}{K_{t-1}} = 0$ , Temettü günü kapanışı ile bir önceki günlük kapanış arasındaki getiri sıfırdır.

Burada  $A_t$  bölünme günündeki açılış fiyatını,  $K_{t-1}$  bölünmeden bir işlem günü önceki kapanış fiyatını,  $K_t$  ise bölünme günündeki kapanış fiyatını temsil etmektedir.

Yukarıda bahsedilen hipotezler endeks getirisini hesaplamaya dahil etmediği için üç ayrı hipotez daha test edilmiştir. Hipotez 4, 5 ve 6 yukarıda bulunan oranlar için anormal getiri olup olmadığını Borsa İstanbul'un getirisinden arındırmak sureti ile tespit etmek için geliştirilmiştir. Anormal getiriler, olay çalışması yönteminde sıklıkla kullanılan piyasa getiri modeli (market return model) ile bulunmaktadır. Buna göre anormal getiri ( $AR_{i,t}$ ) şu şekilde gösterilebilir:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (1)$$

Burada  $R_{i,t}$  ve  $R_{m,t}$  sırasıyla t zamanındaki hisse getirisi ve Borsa İstanbul 100 (BIST 100) endeksinin getirisini temsil etmektedir.

Bu çalışmada, 2010-2019 yılları arasında Borsa İstanbul'da listelenen toplamda 245 şirketin 1343 adet nakit temettü dağıtım olayı incelenmiştir. Artı ve eksi %10'luk bölünme katsayısı bulunan olaylar çıkarıldıktan sonra toplamda 232 şirketin 1186 olayı analizde kullanılmıştır. Hisselerin getiri verisi Thomson Reuters Eikon, temettü dağıtım günleri verisi ise Foreks Fxplus platformları aracılığı ile elde edilmiştir.

Hipotezlerin test edilmesi için tek örneklem t testi kullanılmıştır.

### Bulgular

Test edilen hipotezlerle alakalı bulgular aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir. Sırasıyla H<sub>1</sub> ve H<sub>2</sub> hipotezlerinin test sonuçları nakit temettü dağıtan şirket hisselerinin açılış fiyatlarının hem bir önceki kapanışa hem de bölünme günü kapanışına göre sırasıyla %1,15 ve %0,84 pozitif ve anlamlı getiri sağladığı tespit edilmiştir. Borsa endeksinin getiri etkisinden arındırılıp anormal getiri kıyaslaması yapıldığında ise (bir başka deyişle H<sub>4</sub> ve H<sub>5</sub> test sonuçlarına göre) yukarıda bahsedilen etkinin bir miktar azalarak %1,05 ve %0,67 olarak pozitif ve anlamlı bulunduğu görülmüştür. Ardı ardına gelen kapanış fiyatları baz alındığında ise bölünme günü kapanışının bölünme öncesi kapanışa göre borsa etkisinden arındırılmamış ve arındırılmış getiri farklılığının (yani H<sub>3</sub> ve H<sub>6</sub> analiz sonuçlarının) sırası ile 0,36% ve %0,40 civarında bulunduğu görülmektedir. Bu sonuç aslında bize şu bilgiye de vermektedir: Bilgisiz yatırımcıların açılış fiyatındaki etkisinden bağımsız olarak nakit temettü dağıtan şirketlerin bölünme günlerindeki anormal getirileri %0,40 olarak bulunmuştur.

Şekil 1 ise piyasa açılışında yaşanan anormal durumu görsel olarak ortaya koymak için hazırlanmıştır. Buna göre bölünme öncesi düzeltilmiş kapanış fiyatları 1,0000 olarak kabul

<sup>§</sup> Burada bölünmenin gerçekleştiği gün kastedilmektedir. İngilizce çalışmalarda temettü günü ex-dividend day olarak tanımlanmaktadır. Temettü almaya hak kazanmak için temettü gününden bir gün önce (record date) hisseye sahip olmak gerekmektedir. Cari uygulama için Borsa İstanbul'da nakit ödemelerin yatırımcıların hesaplarına geçişi ise t+2 gününde gerçekleşmektedir.

edildiğinde temettü dağıtan şirketlerin açılış fiyatlarının ortalaması 1,0115'e yükselmektedir. Bölünme günü kapanışında ise bu ortalama 1,0036'ya gerilemektedir. Hisselerin bölünme günü öncesindeki ve sonrasındaki BIST 100'ün durumu incelendiğinde ise ihmal edilebilir değişimler görülmektedir.

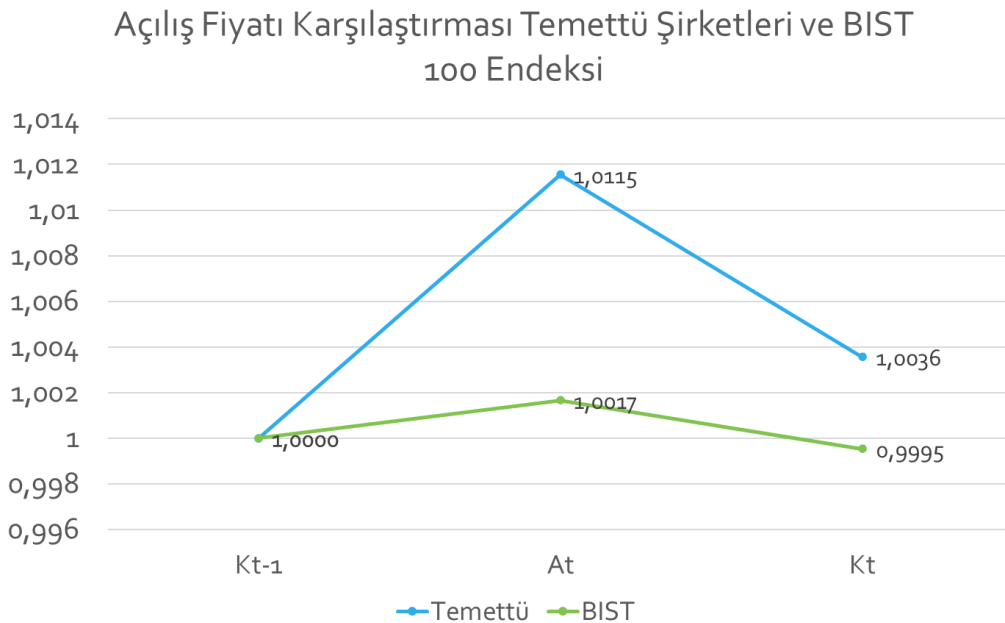
**Tablo 1:** Borsa etkisinden arındırılmamış getiri karşılaştırması

	H1	H2	H3
Ortalama	1.155%	0.842%	0.356%
Varyans	0.029%	0.063%	0.059%
Gözlem Sayısı	1186	1186	1186
t Stat Değeri	23.157	11.516	5.051
P(T<=t) çift-yönlü	0.000	0.000	0.000
t Kritik çift-yönlü	1.962	1.962	1.962

**Tablo 2:** Borsa etkisinden arındırılmış anormal getiri karşılaştırması

	H4	H5	H6
Ortalama	1.052%	0.676%	0.403%
Varyans	0.028%	0.059%	0.053%
Gözlem Sayısı	1186	1186	1186
t Stat Değeri	21.750	9.573	6.024
P(T<=t) çift-yönlü	0.000	0.000	0.000
t Kritik çift-yönlü	1.962	1.962	1.962

**Şekil 1:** Açılış fiyatı anomalisi



### Sonuç, politika önerileri ve çalışmanın kısıtları

Nakit temettü dağıtım günü hisse senedi açılış fiyatlarında anlamlı bir anormal getiri tespit edilmiştir. Bu durum bölünme günündeki kapanış fiyatlarında etkisini kaybetse de bir önceki

düzeltilmiş kapanış fiyatına göre anlamlı ve pozitif olarak etkisini korumaktadır. Bilgisiz yatırımcıların açılış fiyatında neden olduğu anomaliden bağımsız olarak, nakit temettü dağıtan şirketlerin bölünme günlerinde günlük pozitif getiri sağladığı tespit edilmiştir. Kısa vadeli günlük işlem yapan yatırımcılar için kâr elde etme olanağı mevcut olsa da burada ödenecek işlem komisyonları ve nakit temettü elde etmekten dolayı kaynaklanacak vergi maliyeti, anormal getiriden elde edilecek faydayı sınırlamaktadır. Ayrıca elde edilecek temettü ödemesinin t+2 günde hesaba geçiyor olması da yatırılan sermayenin bir kısmının kısa bir süreliğine kullanılamamasına sebep olacaktır.

Düzenleyici kuruluşlara, bölünme gerçekleştiren hisseler için emir gönderim işlemleri esnasında yatırımcılara, uyarı mahiyetinde bir bildirimde bulunmaları ve mevcut yatırımcılara, bölünme günü öncesi fiyatın değişeceği ile alakalı iletişim kanalları üzerinden bilgi vermeleri politika önerileri olarak tavsiye edilmektedir.

Çalışmanın kısıtları olarak, gün içi (5, 15 ya da 60 dakikalık) veri yerine günlük veri ile çalışılmamış olması, hisselerin likidite durumlarının ve piyasa büyüklüklerini ihmal edilmiş olması, bölünme büyüklüğüne göre gruplandırma yapılmamış olması gibi durumlar sıralanabilir. Bu hususlar konu ile alakalı ileride yapacağımız çalışmalarda veri elde etme olanağına göre hesaba katılacaktır.

#### **Kaynakça**

- Adaoglu, C. (2006). Market reaction to “unsweetened” and “sweetened” rights offerings in an emerging European stock market. *Journal of Multinational Financial Management*, 16(3), 249-268.
- Ariff, M., Khan, W. A., & Baker, H. K. (2007). Are share price reactions to rights offerings sensitive to different economic conditions? *Journal of Asia Business Studies*.
- Borsa Istanbul (2020). Özsermaye Hallerinde Payların Teorik/Referans Fiyatlarının Belirlenmesi Prosedürü, [https://www.borsaistanbul.com/files/Teorik\\_Fiyatların\\_Belirlenmesi\\_TUR\\_202008\\_.pdf](https://www.borsaistanbul.com/files/Teorik_Fiyatların_Belirlenmesi_TUR_202008_.pdf)
- Campbell, K., & Ohuocha, C. (2011). The stock market reaction to stock dividends in Nigeria and their information content. *Managerial finance*.
- Han, B., Tang, Y., & Yang, L. (2016). Public information and uninformed trading: Implications for market liquidity and price efficiency. *Journal of Economic Theory*, 163, 604-643.
- Isiker, M., & Tas, O. (2021). Cracking the fault line in stock markets: the case of bonus issue announcements. *Journal of Capital Markets Studies*, Vol. 5 No. 1, pp. 69-95. <https://doi.org/10.1108/JCMS-03-2021-0008>.
- Jalilvand, A., Noroozabad, M. R., & Switzer, J. (2018). Informed and uninformed investors in Iran: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *Journal of Economics and Business*, 95, 47-58.