

KAR PAYI BİLMECESİNİN ARAŞTIRILMASI: BİST TEMETTÜ 25 ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Feyyaz ZEREN

Doç. Dr., Namık Kemal Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü Öğretim Üyesi

fzeren@nku.edu.tr

Özet

Amaç: Kar payı dağıtım politikaları firma değeri üzerinde etkiye sahip en önemli faktörlerin başında gelmektedir. Bu bağlamda kar payı dağıtımının firma değeri üzerinde ne yönde etki yaptığının incelenmesi önemli bir araştırma konusudur.

Yöntem: 2001-2017 yılları için nakdi kar payı dağıtım oranları ve firma değerleri arasındaki ilişkiyi BİST Temettü 25 endeksi için araştıran bu çalışmada kar payı politikalarının geçerliliği yatay kesit bağımlılığını dikkate almayan Pedroni (1999, 2004), Kao (1999), Cusum (2005) ve Westerlund-Edgerton (2007) panel eşbütünleşme testleri ve bunları takiben DOLS/FMOLS eşbütünleşme tahminicileri ile araştırılmıştır.

Bulgular: Yapılan analizler sonucunda kar payı dağıtım ve firma değeri arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişkiye rastlanmamış olup, Türkiye piyasalarının etkin olmadığı yönündeki literatür bulguları da hesaba katılarak, söz konusu örneklem için MM kar payı ilintisizliği yaklaşımının geçerli olmadığı, yalnızca Müşteri Etkisi Hipotezinin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Böylelikle geçmiş literatürü destekler nitelikte kar payı bilmecesinin devam ettiği görülmektedir.

Anahtar Sözcükler: Kar Payı Dağıtım, Firma Değeri, Müşteri Etkisi Hipotezi, Kar Payı Bilmecesi, Etkin Piyasalar Hipotezi.

THE INVESTIGATION OF DIVIDEND PUZZLE: AN APPLICATION ON BIST DIVIDENT 25 INDICES

Abstract

Objective: Dividend distribution policy is one of the most important factors having influence on firm value. In this context, the investigation of how dividend payment affects firm value is an important research area.

Method: In this paper which investigates the relationship between cash dividend distribution ratio and firm value between the years 2001 and 2017 for BİST Dividend 25 Indices, the validity of dividend policy is examined with Pedroni (1999, 2004), Kao (1999), Cusum (2005) and Westerlund-Edgerton (2007) panel cointegration tests and DOLS/FMOLS cointegration estimators.

Findings: As a result of analyzes, no significant relationship is statistically found between dividend distribution and firm value. By taking into account the literature findings about not efficiency Turkish stock market, it is resulted that the Customer Impact Hypothesis is valid for that sample and MM Dividend Irrelevance Approach is not. Hereby, It is seen that puzzle on dividend payments continuous with parallel to past literature.

Keywords: Dividend Payment, Firm Value, Customer Impact Hypothesis, Dividend Puzzle, Effective Market Hypothesis.

Giriş

Finans yöneticilerinin temel amacı firma değerinin en üst düzeye çıkarılmasıdır. Firmanın elde etmiş olduğu net karın ne kadarını kar payı olarak ortaklara dağıtacağı, ne kadarını ise otofinansmanda kullanacağı bu açıdan önem arz etmektedir. Firmalar birçok faktörü göz önüne almak suretiyle firma değerini en üst düzeye çıkartmak amacıyla ne kadar kar payı dağıtacağına karar vermektedir. Bu bağlamda firmaların kar payı dağıtım politikası firma değeri üzerindeki önemli faktörlerin başında gelmektedir (Aksoy, 2017, 212).

Literatürde kar payı dağıtım ile firma değeri arasındaki ilişkiyi ortaya koyan birçok yaklaşım mevcuttur. Bu teorilerin başında Modigliani ve Miller'in (1961) kar payı ilintisizliği yaklaşımı gelmektedir. Söz konusu yaklaşıma göre kar payı dağıtımının ne kadar olduğunun firma değeri üzerinde herhangi bir etkisi yoktur. Bu teorinin etkin piyasalar hipotezinin varlığı altında geçerli olduğu kabul edilir. Öte yandan etkin piyasalar hipotezinin varsayımlarının gerçek hayatta görülmesi pek mümkün değildir. Örneğin yatırımcıların homojen olması beklenemez. İşte bu sebeple kar payı ile firma değeri arasında bir ilişki olmadığını iddia eden müşteri etkisi yaklaşımı ortaya çıkmıştır. Bu yaklaşıma göre yatırımcıların tercihi önem arz etmektedir. Eğer yatırımcıların firmanın dağıtacağı kar payını yeniden yatırımlarda kullanmak gibi bir niyeti varsa kar payı ödeyen bir firmaya yatırım yapmayı tercih edecektir. Aksi bir durumda ise yatırımcılar sermaye kazancına yönelecektir (Aksöyek ve Yalçiner, 2014, 311).

Bir başka yaklaşım ise Gordon (1959, 1963) ve Litner'in (1962) Elde kuş tezidir. Buna göre eldeki kuş yani kar payı, daldaki kuştan yani sermaye kazancından daha iyidir. Bu tez kar payı dağıtımındaki artışın firma değerini pozitif yönde etkilediğini iddia etmektedir.

İşaret (sinyal) etkisi hipotezi kar payı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi tartışan bir başka yaklaşımdır. Buna göre yüksek kar payı dağıtımını şirketin ilerideki karlarının artacağı, düşük kar payı dağıtımını ise şirketin gelecekteki karlarının azalacağı yönünde yorumlanmaktadır (Sayılğan, 2017: 411).

Kar payı ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki olduğunu ileri süren bir başka çalışma ise davranışsal finansın kar payı tercihi tezidir. Buna göre iki yaklaşımdan bahsetmek mümkündür. Bunlardan birincisi olan özdenetim tezine göre yatırımcılar hisse senedi alıp satarak kazanç sağlamak yerine kurumsal destek ararlar, yani kar payını tercih ederler. Bir diğer davranışsal finans eğilimi ise pişmanlıktan kaçınma tezidir. Buna göre tüketim için elindeki hisseyi satan yatırımcı, hisse fiyatının yükselmesi halinde pişmanlık duyacaktır. Bu sebeple hisse senedi alıp satarak kazanç sağlamak yerine, hisseyi elinde tutarak hisse fiyatının olası bir yükselişi durumunda oluşacak pişmanlıktan kaçınmış olacaktır, yani kar payını tercih etmektedir (Saraç, 2012: 192).

Öte yandan Vergi farklılığı hipotezine göre ise düşük kar payı firma değerini maksimize edecektir. Vergi farklılığı hipotezi bu ilişkiyi iki şekilde açıklamaktadır. Bu açıklamaların birincisi sermaye kazançlarının kar paylarına kıyasla daha düşük oranlardan vergilendirilmesinden dolayı kar payı yerine sermaye kazancı tercih edilmesinin firma değerini artıracığı yönündeki fikirdir. İkincisi ise sermaye kazançlarının hisse senedi elden çıkarıldığında vergilendirilmesine karşın, kar paylarından alınan verginin kar payı dağıtıldığı anda tahsil edilmesidir. Bu sebeple hisse senedi elden çıkarılmadığı sürece alım-satım kaynaklı vergi oluşmayacaktır (Gürsoy, 2011, 614).

Kar payı ile firma değeri arasında ilişkinin negatif yönlü olduğunu öne süren bir başka yaklaşım ise temsilcilik ve ihraç maliyetleri hipotezidir. Bu yaklaşıma göre söz konusu maliyetlerden ötürü hisse senedi ihraç etmek yerine sermaye kazancı daha tercih edilebilir durumdadır. Bu sebeple hiç kar payı dağıtmamak ya da çok az kar payı dağıtmak firma değerini arttırmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2015, 274).

Bu aşamaya kadar anlatılan kar payı ve firma değeri arasındaki ilişkiyi araştıran yaklaşımlar Tablo 1'de özet şeklinde sunulmuştur. Görüldüğü üzere kar payı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi çeşitli gerekçelerle açıklayan birçok yaklaşım söz konusudur. Çalışmanın buradan sonraki kısmında ilk olarak literatürde bu konuda yapılmış eserler incelenmiş, daha sonra ise söz konusu ilişkinin BİST Temettü 25 endeksindeki durumu araştırılmıştır.

Tablo 1: Kar Payı ve Firma Değeri İlişkisi Yaklaşımları

	Kar payı ile firma değeri arasında ilişki yoktur.	Kar payı ile firma değeri arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.	Kar payı ile firma değeri arasında negatif yönlü bir ilişki vardır.
Yaklaşımlar	MM ilintisizlik yaklaşımı	Eldeki kuş tezi	Vergi farklılığı yaklaşımı
		İşaret etkisi hipotezi	
	Müşteri etkisi hipotezi	Davranışsal finansın kar payı tercihi	İhraç ve temsilcilik maliyetleri yaklaşımı

1. Literatür İncelemesi

Kar payı dağıtım ile firma değeri arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalar incelendiğinde elde edilen bulgularda genel olarak bir netliğe rastlanmamıştır. Söz konusu ilişki hakkındaki bu karmaşa literatürde “kar payı bilmecesi” olarak isimlendirilmektedir. Hem Türkiye özelinde hem de dünya genelinde bu durum literatürde yapılmış çalışmalara yansımış durumdadır.

Türkiye’de bu ilişkiyi inceleyen çalışmaların başında, 1997 yılında Aydoğan ve Güney’in hazırlamış olduğu ve İMKB Dergisinin de ilk sayısında yer alan makaleleri gelmektedir. Bu çalışmada yüksek temettü veriminin görüldüğü zamanlarda hisse fiyatlarının da yükseldiği tespit edilmiştir. Bir başka çalışmada ise Aydoğan ve Muradoğlu (1998) kar payı dağıtımının fiyatlar üzerinde herhangi bir etki yapmadığı yönünde bulgulara ulaşmışlardır.

Demir’in 2001 yılında hazırlamış olduğu makalesinde; kar payı dağıtım, gelir ve kurumlar vergisi bakımından incelenmiş, kar payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerindeki etkisi teorik bağlamda tartışılmıştır. Yapılan uygulamalı çalışmaların bir başkasında ise Batchelor ve Orakçioğlu (2003) kar payı dağıtımının hisse fiyatları üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Pekkaya (2006) regresyon analizini kullandığı çalışmasında 1987-2006 tarih aralığını kullanarak İMKB 30 endeksindeki firmaları incelemiştir. Analiz sonuçlarına göre kar payı dağıtım oranının firma değeri üzerindeki etkisi firmadan firmaya farklılık göstermektedir. Buna göre kar payı bilmecesinin devam ettiği öne sürülmektedir.

Karaca (2007) yapmış olduğu tez çalışmasında farklı kar payı dağıtım yöntemlerinin firma değeri üzerinde farklı etkilere sahip olduğunu tespit etmiştir. 2005-2010 yılının incelendiği çalışmada t testi kullanılmış olup; nakit ve melez kar payı dağıtım yöntemlerinin firma değerini olumlu yönde etkilediği, hisse senedi şeklinde kar payı dağıtımının ise firma değerini etkilemediği tespit edilmiştir. 1996-2006 yıllarının incelendiği bir başka tez çalışmasında ise Rodoplu (2008) yatırımcıların kar payı tercihleri sırasında hem sinyal hem de görünüm teorilerinin geçerli olduğunu tespit etmiştir.

Bayazıtlı ve diğerleri (2008) taş ve toprağa dayalı sanayide faaliyet gösteren bazı firmaları inceledikleri çalışmalarında kar payı duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini olay etüdü yöntemi kullanarak incelemişlerdir. Elde edilen bulgulara göre kar payı duyuruları firma değerini olumlu etkilemektedir.

Ünlü ve diğerleri (2009) 1986-2008 dönemini inceleyerek regresyon analizini kullandıkları çalışmalarında BİST 100 ve S&P 500 endekslerinde kar payı - firma değeri ilişkisini araştırmışlardır. Elde edilen bulgulara göre temettü veriminin hisse senedi yatırımında önemli bir karar kriteri olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Günalp ve diğerleri (2010) 83 adet BİST100 şirketi için 2003-2007 dönemini ele almışlardır. Ortaya çıkan bulgular vergi farklılığı hipotezini destekler niteliktedir.

Ertaş ve Karaca (2010) ise konuyu kar payı dağıtımının ilanı ve gerçekleşmesi arasındaki sürenin firma değeri üzerindeki etkisi bakımından incelemişlerdir. Elde edilen bulgulara göre söz konusu süre ne kadar kısa olursa firma değeri o derece artmaktadır.

Spor kulüplerinin incelendiği bir başka çalışmada ise Kar ve diğerleri (2012) pearson korelasyon analizini kullanmak suretiyle kar dağıtımı ile hisse senedi fiyatları arasında istatistiki açıdan anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Kaderli ve Başkaya (2014) çalışmalarında firmaların kar payı ödemelerini arttırma ya da azaltma politikalarının hisse senedi fiyatları üzerinde etkiye sahip olduğu yönünde bulguya ulaşmışlardır.

Sandıkçı (2014) yapmış olduğu tez çalışmasında BİST 100 endeksinde yer alan 82 adet firma için 2008-2012 dönemini ele almış ve Gordon Litner yaklaşımının geçerli olduğunu belirlemiştir. Eldeki kuş teorisi adı da verilen bu teoriye göre bahsi geçen firmaların yatırımcıları kar payını sermaye kazancına tercih etmektedirler.

İleri (2016) kar payı politikasının firma değeri üzerindeki etkisini otomotiv sektörü için incelediği çalışmasında T testi kullanarak kar payı dağıtımı öncesi ve sonrası hisse senedi fiyatlarında istatistiki olarak anlamlı bir değişim olup olmadığını araştırmıştır. Çalışmanın sonucunda söz konusu ilişki hakkında net bulgulara ulaşamamış ve kar payı bilmecesinin devam ettiğini öne sürmüştür.

Çelik ve diğerleri (2016) BİST'te faaliyet gösteren üretim firmalarına ait 2007-2011 dönemi verilerini logit ve probit regresyon modelleri yardımıyla incelemişlerdir. Elde edilen bulgulara göre, uzun dönemli veriler üzerinden incelenen kar payı ve firma değeri arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olduğu, kısa dönemde ise bu iki değişken arasında herhangi bir ilişki tespit edilemediği ortaya konmuştur.

Gürel ve Bayazıtlı (2017) çalışmalarında kar payı verimi ile portföy getirileri arasında yüksek bir korelasyon tespit etmişlerdir.

Türkiye'de yapılan çalışmalarda olduğu gibi Dünya'da yapılan çalışmalarda da söz konusu belirsizliğin devam ettiği görülmektedir. Bu aşamada Dünya çapında yapılan birkaç çalışmaya değilinmiştir.

Chen ve diğerleri (2005) çalışmalarında 412 adet Hong Kong firmasını 1995-1998 yılları bağlamında incelemiş ve kar payı dağıtımının firma değeri üzerinde çok küçük bir etkiye sahip olduğunu belirlemişlerdir.

Amidu (2007) Gana borsasını incelediği çalışmasında kar payı dağıtımı ile firma değeri arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmiştir. Gana piyasalarının incelendiği bir başka çalışmada ise Agyei ve Yiadom (2011) 1999-2003 yılları için 16 ticari bankayı ele almış ve kar payı dağıtımının firma değeri üzerinde pozitif yönlü bir etkiye sahip olduğu yönünde bulgulara rastlamışlardır.

Murekefe ve Ouma (2012) Kenya firmalarını inceledikleri çalışmalarında 2002-2010 yılları arasını incelemiş ve kar payı dağıtımının firma değeri üzerinde pozitif yönlü güçlü bir etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

Manjunatha (2013) Bombay borsasını incelendiği çalışmasında 29 firma ve bunların 2000-2009 arasındaki verilerini incelemiştir. Çalışmanın sonucunda kar payı dağıtımı ile firma değeri arasında herhangi bir ilişki tespit edilmemiştir.

Ajanthan (2013) ise Srilanka'yı incelendiği çalışmasında kar payı dağıtımı ile firma değer arasında pozitif yönlü güçlü bir ilişkiye rastlamıştır.

Görüldüğü üzere farklı ülkeler üzerine farklı veri aralıkları için yapılan çalışmalarda kar payı dağıtımı ile firma değeri arasındaki ilişkinin yönü hakkında farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Bu bağlamda kar payı dağıtımı ile firma değeri arasındaki ilişkinin genel olarak kabul edilebilecek bir yönü olmadığı açıktır. Literatürde kar payı bilmecesi adı verilen bu durum konunun araştırılmasını ilgi çekici yapmaktadır. Bu çalışmada literatürdeki araştırmalardan farklı olarak panel veri ekonometrisi kullanarak kar payı ve firma değeri arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Söz konusu durum çalışmanın özgün yayını ortaya koymaktadır.

Çalışmanın bu aşamasında kullanılan veriler ve ekonometrik metodoloji hakkında bilgi verilecek, devamında ise elde edilen bulgular sunulmak suretiyle BİST Temettü 25 endeksinde kar payı ile firma değeri arasındaki ilişkinin durumu incelenecektir.

2. Veri ve Ekonometrik Metodoloji

2.1. Veri

Bu çalışmada; kar payı verileri düzenli zaman serisi oluşturabilen, yani her yıl düzenli kar payı dağıtan ve BİST Temettü 25 endeksinde faaliyet gösteren firmalardan dokuz tanesi alınmak suretiyle paneller oluşturularak kar payları ile firma değerleri arasındaki uzun dönemli ilişkinin yönü panel veri analizleri ile belirlenmeye çalışılmıştır. Bu dokuz firmanın seçilmesinin iki sebebi mevcuttur. Birincisi bu firmaların kar dağıtım tarihlerinin birbirlerine oldukça yakın olmasından dolayı panel veri oluşturulmasına imkân sağlıyor olmasıdır. İkinci sebebi ise bu endekse dâhil edilen firmaların kar payı dağıtımını önemseyen ve sürekli kar payı dağıtan bir yapıda olmasından kaynaklanmaktadır. Böylelikle ekonometrik analizler yapılması için engel teşkil edebilecek olası bir veri kaybı engellenmiştir.

Öte yandan BİST Temettü 25 endeksi temettü verimi yüksek, son 3 yılda sürekli kar payı dağıtan ve halka açıklık oranı yüksek olan 25 firmadan oluşmaktadır. Bu firmalar hem likiditeye hem de kar payına önem vermeleri bakımından hisse senedi yatırımcılarına yol gösterici niteliktedir (Mazgit, 2013, 227). Bu gibi gerekçeler de BİST Temettü 25 endeksinin veri seti olarak alınmasının önemini göstermektedir.

Çalışmada 2001-2017 arasındaki yıllık veriler baz alınmıştır. Bu amaç doğrultusunda firmaların kar payını temsilen nakit temettü dağıtım yüzdesi kullanılırken, firma değerini ise kar payı dağıtımının 10 gün öncesindeki ve sonrasındaki hisse senedi fiyatları üzerinden hesaplanan getiri temsil etmektedir.

Kar payını temsil edecek veri kaynağı olarak temettü verimi, toplam temettü tutarı ve kar payı dağıtım oranı gibi diğer değişkenlere de ulaşmak mümkün iken, bunlar içerisinde en uygun değişken olarak nakit kar payı dağıtım oranı tercih edilmiştir. Zira nakdi olmayan hisse senedi şeklinde kar payı dağıtımını ya da hisse senedi çoğaltılması şeklinde bir uygulama hisse fiyatlarının düşürülmesi için yapılmaktadır. Öte yandan yekûn temettü tutarının kullanılmaması ise net kar rakamlarının volatilitésinden kaynaklanmaktadır. Net kardaki değişime göre dağıtılan kar payı rakamı da etkilenmektedir. Bu bakımdan oransal bir kar dağıtım değeri kullanılması daha makul görülmüştür.

Öte yandan, firma değerini temsil edebilecek değişkenin belirlenmesi hususunda ise FCFE (Firmaya Serbest Nakit Akımları), FCFE (Özsermayeye Serbest Nakit Akımları), DD/PD (Defter Değeri / Piyasa Değeri) oranı ve F/K (Fiyat / Kazanç) oranı gibi kuvvetli yöntemler mevcuttur. Ancak bu yöntemlerdeki firma değeri hesaplamalarının bilançolar üzerinden hesaplanması gerektiğinden dolayı, kar payı dağıtımının yapıldığı gün ve civarındaki etkiyi görmek adına böyle bir yöntemle başvurulmuştur. Zira kar payı dağıtımını ve bilançoların ilan edilişi aynı tarihe denk gelmeyebilir. Literatürde yapılan Karaca (2007), Bayazıtlı ve diğerleri (2008), Kaderli ve Başkaya (2014) gibi çalışmalara bakıldığında da yine bu yöntemin kullanıldığı görülmektedir. Söz konusu çalışmalar arasından hisse getirilerinin tespiti için Bayazıtlı ve diğerlerinin (2008) çalışmalarında kullandığı 10 gün önceki ve 10 gün sonraki hisse senedi fiyatları kullanılmak suretiyle hisse getirisini hesaplama yöntemi referans alınmıştır. Bu hisse getirisi şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\frac{(p_{t+10} - p_{t-10})}{p_{t-10}}$$

Burada p_{t+10} kar payı dağıtımını takip eden onuncu gündeki hisse fiyatını, p_{t-10} ise kar payı dağıtımından önceki onuncu günün hisse fiyatını temsil etmektedir. Adı geçen onuncu günlerin hafta sonuna denk gelmesi halinde bir sonraki iş günü baz alınmıştır.

Söz konusu kar payı dağıtım verileri www.isyatirim.com.tr adresinden, hisse fiyatı verileri ise www.ukfinance.yahoo.com adresinden elde edilmiştir.

2.2. Ekonometrik Metodoloji

Çalışmada dört adet ekonometrik metod kullanılmış olup bunlardan Pedroni (1999, 2004) ve Kao (1999) panel eşbütünleşme testleri literatürde yaygınlıkla kullanıldığından dolayı, bu testlere ilişkin ekonometrik metodoloji hakkında literatür tekrarına düşmemek adına açıklama yapmaya ihtiyaç duyulmamıştır.

Çalışmada kullanılan eşbütünleşme testlerinden bir diğeri Westerlund'un (2005) Panel CUSUM eşbütünleşme testidir. Panel Cusum testi daha küçük boyutlarda da başarılı sonuçlar verebilen ve içsellik sorununu da dikkate alması bakımından Pedroni (1999, 2004) panel eşbütünleşme testinden farklılık göstermektedir. Bununla birlikte hipotezlerin kuruluşu da Pedroni (1999, 2004) testinden farklılık arz etmektedir. Sıfır hipotezi paneller arasında eşbütünleşmenin olduğunu, alternatif hipotez ile bu ilişkinin olmadığını kanıtlamaya çalışmaktadır (Akbaş ve Şentürk, 2013, 52).

Çalışmada faydalanılan bir diğeryöntem ise Westerlund ve Edgerton (2007) tarafından geliştirilen panel eşbütünleşme testidir. Bu test yine Cusum testi gibi küçük örneklem için başarılı sonuçlar sunabilmektedir. Bununla birlikte McCoskey ve Kao (1998) tarafından geliştirilen Lagrange çarpanı yöntemine dayanan bu test yine Cusum testine benzerlik gösterir nitelikte içsellik sorununa çözüm üreten, değişen varyans ve otokorelasyonu dikkate alan bir yöntemdir. Westerlund ve Edgerton (2007) panel eşbütünleşme testinin özgün yanı bootstrap ve asimtotik değerleri sunmak suretiyle hem yatay kesit bağımlılığının olduğu hem de yatay kesit bağımlılığının olmadığı durumdaki eşbütünleşme bulguları sunmasıdır. Westerlund ve Edgerton (2007) bu yöntemde paneller arasındaki korelasyonu hesaba katmak suretiyle bootstrap simülasyonlarını kullanmaktadırlar. Öte yandan yatay kesit bağımlılığının olmadığı durumda ise asimtotik anlamlılık düzeyi dikkate alınarak yorum yapılmaktadır.

3. Ampirik Bulgular

Panel veri analizlerinde yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik testleri önem teşkil etmektedir. Çünkü kullanılacak olan birim kök, eşbütünleşme ve nedensellik testinin seçiminde bu ön testlerden elde edilecek bulgular karar verici unsurdur. Bu bağlamda incelenen örneklem için yatay kesit bağımlılığına ilişkin test sonuçları Tablo 2'de sunulmuştur. Pesaran ve diğerleri (2008) Düzeltilmiş CDLM testini ortaya atana değin grup ortalamaları sıfır olduğunda sağlıklı sonuçlar veren ancak bireysel ortalamaların sıfırdan farklı olduğu durumda verdiği sonuçlar güvenilir olmayan Breusch ve Pagan'ın (1980) CDLM testi kullanılıyordu. Pesaran ve diğerleri (2008) çalışmalarında varyans ve ortalamayı da test istatistiğine katarak bu eksikliği gidermişlerdir. Bu bağlamda çalışmada söz konusu yeni yatay kesit bağımlılığı test istatistiğini veren CDLM_{adj} testi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar Breusch ve Pagan'ın (1980) CDLM testine göre farklılık arz etmektedir. Breusch ve Pagan'ın (1980) testine göre her iki panelde de yatay kesit bağımlılığı varken, yeni yatay kesit bağımlılığı testi bu panellerde yatay kesit bağımlılığına rastlanmadığını göstermektedir.

Tablo 2: Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

	Nakdi Kar Payı Yüzdese	Hisse Senedi Getirisi
CDLM (1980)	71.31 (0.00***)	88.94 (0.00***)
Düzeltilmiş CDLM (2008)	-0.26 (0.61)	-1.027 (0.85)

Not: *** %1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Panellerde yatay kesit bağımlılığının olmadığı böyle bir durumda birinci nesil panel birim kök ve eşbütünleşme testlerinin kullanılması uygun seçim olacaktır. Bu bağlamda yatay kesit bağımlılığını dikkate almayan Im, Pesaran ve Shin (IPS) (2003) panel birim kök testi sonuçları Tablo 3'de sunulmuştur. Elde edilen bulgulara göre seviyelerinde birim köke sahip olan kar payı ve hisse getirisi panelleri birinci fark alma işlemi sonrasında durağanlaşmaktadırlar.

Tablo 3: IPS Panel Birim Kök Testi Sonuçları

	Nakdi Kar Payı Yüzdesi	Hisse Senedi Getirisi
Seviye	-1.23 (0.10)	-1.28 (0.10)
Birinci Fark	-3.85 (0.00***)	-3.94 (0.00***)

Not: *** %1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Panellerin durağanlık seviyeleri incelendikten sonraki aşama ise bu paneller arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin araştırılması olacaktır. Her iki panelin de birinci farklarında durağan olduğu böyle bir durumda kullanılması uygun olan birinci nesil testlerden Pedroni (1999, 2004) ve Kao (1999) panel eşbütünleşme testlerine göre kar payı ve firma değeri uzun vadede birlikte hareket etmektedir. Elde edilen sonuçlar Tablo 4 ve Tablo 5’de görülmektedir.

Tablo 4: Pedroni Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları

	Test İstatistiği	Anlamlılık	Ağırlıklandırılmış Test İstatistiği	Anlamlılık
Panel v istatistiği	0.35	0.35	-1.81	0.96
Panel rho istatistiği	-3.25	0.00***	-2.17	0.02**
Panel PP istatistiği	-7.91	0.00***	-7.23	0.00***
Panel ADF istatistiği	-1.34	0.08*	-1.12	0.13
Grup rho istatistiği	-1.44	0.07*		
Grup PP istatistiği	-9.19	0.00***		
Grup ADF istatistiği	-1.30	0.09*		

Not: *** %1, ** %5 ve * %10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. Pedroni testinde Barlett Kernel metodu kullanılmış ve Bandwith genişliği Newey-West yöntemi ile belirlenmiştir.

Tablo 5: Kao Panel Eşbütünleşme Test Sonuçları

Test İstatistiği	Anlamlılık
-3.73	0.0001***

Not: *** %1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Aralarında eşbütünleşme ilişkisine rastlanan bu paneller için eşbütünleşme katsayısının tahmini ise yine yatay kesit bağımlılığını dikkate almayan DOLS ve FMOLS eşbütünleşme tahminleri ile yapılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre katsayılar istatistiki olarak anlamlı görülmemektedir. Bu sonuçlara göre paneller arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin yönü hakkında bir yorum yapabilmek olanağı ortadan kalkmıştır. Söz konusu sonuçlar Tablo 6’da sunulmuştur.

Tablo 6: Eşbütünlüşme Katsayı Tahmincisi Sonuçları

FMOLS	DOLS
-0.006 (0.90)	0.0216 (0.85)

Not: Parantez içindeki değerler anlamlılığı göstermektedir.

Yatay kesit bağımlılığını dikkate almayan birinci nesil testlerden bir diğeri olan Panel Cusum (2005) eşbütünlüşme testi sonuçları ise paneller arasında uzun vadede bir ilişkinin olmadığına işaret etmektedir. Zira Tablo 7’deki test istatistiğinin anlamlı olması H_0 hipotezinin reddini, alternatif hipotezine kabulünü işaret etmektedir ve bu test için sıfır hipotezi paneller arasında eşbütünlüşme olduğunu, alternatif hipotez ise paneller arasında eşbütünlüşme olmadığını göstermektedir. Panel Cusum testi (2005) Pedroni testine göre daha güvenilir bir testtir. Zira Cusum (2005) testi Pedroni testine göre küçük örneklerde daha başarılı sonuçlar elde edebilmektedir. Bununla birlikte Panel Cusum Testi (2005) paneli daha düşük boyut bozulmalarına uğratmaktadır.

Tablo 7: Panel CUSUM Eşbütünlüşme Testi Sonuçları

Test İstatistiği	Anlamlılık
4.24	0.00***

Not: *** %1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Westerlund ve Edgerton (2007) tarafından geliştirilen panel eşbütünlüşme testinin sonuçları da Cusum (2005) testi ile örtüşmektedir. Bu teste göre yatay kesit bağımlılığının olması durumunda bootstrap anlamlılık düzeyi, yatay kesit bağımlılığının olmaması durumunda ise asimtotik anlamlılık düzeyi dikkate alınmalıdır. Bu bağlamda Tablo 8’de sunulan test sonuçlarına bakıldığında asimtotik anlamlılık değeri paneller arasında eşbütünlüşmenin olmadığı yönündeki alternatif hipotezi işaret etmektedir.

Tablo 8: Westerlund ve Edgerton Panel Bootstrap Eşbütünlüşme Test Sonuçları

LM İstatistiği	9.03
Bootstrap Anlamlılık Düzeyi	0.491
Asimtotik Anlamlılık Düzeyi	0.00***

Not: *** %1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Burada hem Panel Cusum (2005) hem de Westerlund ve Edgerton (2007) panel eşbütünlüşme test istatistiklerinin anlamlı olmamasından dolayı bu paneller arasında eşbütünlüşme katsayılarının tahmin edilmesine gerek duyulmamıştır.

Dört farklı eşbütünlüşme testi ile yapılan analizlerin sonuçları istatistiki açıdan birbirinden farklı olmasına rağmen testlerin tamamı aynı bulguları işaret etmektedir. Zira Westerlund ve Edgerton (2007) ile Cusum (2005) testleri paneller arasında eşbütünlüşme olmadığını gösterirken, Pesaran (1999, 2004) ve Kao (1999) testleri ise paneller arasında eşbütünlüşme bulunmasına rağmen bu ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olmadığını DOLS ve FMOLS eşbütünlüşme katsayı tahmincileri ile kanıtlamıştır. Böyle bir durumda her dört

test için de kar payı dağıtımını ile firma değeri arasında istatistiki olarak anlamlı herhangi bir ilişkiye rastlamak mümkün değildir. Buna göre kar payı ve firma değeri arasında bir ilişki olmadığını iddia eden Modigliani ve Miller'ın kar payı ilintisizliği tezinin ve Müşteri Etkisi Teorisinin BİST Temettü 25 endeksi kapsamında ele alınan dokuz firma için geçerli olduğu savunulabilir. Ancak, bununla birlikte Türkiye piyasalarının etkin formda olmadığı literatürde yapılan birçok çalışma ile defalarca kanıtlandığından dolayı, bu firmalar için yalnızca Müşteri Etkisi Teorisinin geçerli olduğu yorumunu yapmak daha kabul edilebilir olacaktır. Zira MM kar payı ilintisizliği yaklaşımı piyasaların etkinliği varsayımı altında söz konusu olabilmektedir. Yalnızca kar payının firma değeri üzerinde etkiye sahip olmaması piyasaların yarı güçlü formda olduğuna işaret etmek için kendi başına yeterli olmayacaktır.

Sonuç ve Tartışma

Kar payı dağıtım politikası firma değerini etkileyen önemli faktörlerin başında gelmektedir. Bilinçli bir yatırımcı bir firmaya yatırım yaparken firmanın kar payı dağıtım geçmişini gözden geçirecektir. Bununla birlikte yarı güçlü formda etkin bir piyasada yatırımcılar hisse senedi bölünmesi, aracı kurum tavsiyesi ve kar payı dağıtımını gibi kamuya açıklanan haberlerden faydalanmak suretiyle normalin üzerinde getiri sağlayamamaktadırlar. Öte yandan literatürde dağıtılan kar payının firma değerini etkileyip etkilemeyeceği, etkileyecekse bu etkinin pozitif yönde mi yoksa negatif yönde mi olacağı konusunu açıklayan birçok teori mevcuttur.

Bu çalışmada BİST Temettü 25 Endeksi firmalarının nakdi kar payı dağıtımını ve firma değeri arasındaki ilişki panel eşbütünleşme testleri ve panel eşbütünleşme tahmincileri ile araştırılmıştır. 2001-2017 dönemine ait yıllık verilen kullanıldığı ve CDLM_{adj} test sonuçlarında yer alan bulgular sebebiyle yatay kesit bağımlılığını dikkate almayan Pedroni (1999, 2004), Kao (1999), Cusum (2005) ve Westerlund-Edgerton (2007) panel eşbütünleşme testleri ve DOLS/FMOLS eşbütünleşme tahmincileri aracılığıyla yapılan analizlerin sonucunda kar payı ile firma değeri arasında istatistiki açıdan herhangi anlamlı bir bulguya rastlanmamıştır.

Bu durumda Türkiye piyasalarının zayıf formda etkinliği üzerine yapılan Özcan ve Yılcı (2009), Kapusuzoğlu (2013), Koyuncu ve Aslan (2017) gibi çalışmalar incelendiğinde Türkiye piyasalarında zayıf formda etkinliğin dahi geçerli olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır. Bu açıdan değerlendirildiğinde zayıf formda etkin olmayan bir piyasanın zaten yarı güçlü formda etkin olmayacağı ve bu sebeple Türkiye piyasaları için MM kar payı ilintisizliği yaklaşımının geçersiz olacağı söylenebilir. Çünkü her ne kadar MM kar payı ilintisizliği teorisini doğrulayacak şekilde kar payı ile firma değeri arasında bir ilişkiye rastlanmamış olsa dahi bu durum kendi başına MM kar payı teoreminin geçerliliği için yeterli değildir. MM kar payı teoreminin geçerli olması için kar payı ile firma değeri arasında bir ilişki olmamanın yanında piyasaların etkin olması gerekmektedir. Etkin piyasalar hipotezinin geçerliliği için verginin yokluğu, yatırımcıların homojen olması, düşük işlem maliyetlerinin ve finansal sıkıntı maliyetlerinin olmaması gibi birçok varsayımın sağlanması gerekmektedir. Bu sebepten dolayı Türkiye piyasalarının etkin olmaması MM kar payı ilintisizliği yaklaşımını geçersiz kılacaktır.

Böyle bir durumda kar payı ile firma değeri arasında herhangi bir ilişki olmadığını ifade eden iki yaklaşımdan sadece müşteri etkisi hipotezinin araştırma konusu BİST Temettü 25 Endeksi için geçerli olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Yani bu piyasalarda yatırımcıların tercihi önem arz etmektedir. Kar payı ile firma değeri arasında ilişki olmaması etkin piyasalardan dolayı değil, müşterilerin tercihlerinden kaynaklanmaktadır. Bazı yatırımcılar kar payını tercih ederken, bazı yatırımcılar sermaye kazancını tercih etmektedir. Bu durum sermaye kazancı ve kar paylarının farklı vergilendirilme oranlarından kaynaklanabilir. Yüksek gelir vergisi diliminde yer alan yatırımcılar sermaye kazancını tercih ederken, düşük vergi diliminde olan yatırımcılar kar payını tercih edecektir.

Sonuç olarak, kar payının dağıtımının firma değeri üzerindeki etkisinin ne yönde olduğu hususunda net bir bulguya rastlanmaması sebebiyle BİST Temettü 25 Endeksindeki firmalar için kar payı bilmecesinin devam ettiği kabul edilebilir. Söz konusu ampirik sonuçlar Aydoğan ve Muradoğlu (1998), Pekkaya (2006) ve İleri'nin (2016) bulguları ile örtüşmektedir. Bu çalışmayı özgün kılacak şekilde, literatürde kullanılan diğer yöntemlerden farklı olarak panel veri analizleri kullanılmasına rağmen araştırılan ilişkiye belirsizlik devam

etmektedir. Bu sebeple kar payı bilmecesinin devam ediyor olması söz konusu ilişkinin gizemini gelecek çalışmalara da taşımaktadır.

KAYNAKÇA

- Agyei, S. K., Yiadom, E. M. (2011). Dividend Policy and Bank Performance in Ghana. *International Journal of Economics and Finance*, 3(4), 202-207.
- Ajanthan, A. (2013). The Relationship between Dividend Payout and Firm Profitability: A Study of Selected Hotels and Restaurant Companies in Sri Lanka. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 3(6), 1-6.
- Akbaş, Y., Şentürk, M. (2013). Mena Ülkelerinde Elektrik Tüketimi ile Ekonomik Büyüme Arasındaki Karşılıklı İlişkinin Analizi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 41, 45-67.
- Aksoy, E. E. (2017). *Finansal Yönetim*. Gazi Kitabevi, 1. Baskı.
- Aksöyek, İ., Yalçın, K. (2014). *Çözümlü Problemleriyle Finansal Yönetim*. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2. Baskı.
- Amidu, M. (2007). How Does Dividend Policy Affect Performance of the Firm on Ghana Stock Exchange?. *Investment Management and Financial Innovations*, 4(2), 103-112.
- Aydoğan, K., Güney, A. (1997). Hisse Senedi Fiyatlarının Tahmininde F/K Oranı ve Temettü Verimi. *İMKB Dergisi*, 1(1), 83-96.
- Aydoğan, K., Muradoğlu, G. (1998) Do Markets Learn from Experience? Price Reaction to Stock Dividends in the Turkish Market. *Applied Financial Economics*, 8, 41-49.
- Batchelor, R., Orakçioğlu, I. (2003) Event-Related GARCH: The Impact of Stock Dividends in Turkey. *Applied Financial Economics*, 13(4), 295-307.
- Bayazıtlı, E., Kaderli, Y., Gürel, E. (2008). Kâr Payı Dağıtım Duyurularının Firmaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: İMKB'ye Kayıtlı, Taş ve Toprağa Dayalı Sanayide Faaliyet Gösteren Bazı Firmalar Üzerinde Bir Olay Etüdü Çalışması. *Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi*, 8(26), 1-16.
- Breusch, T.S., Pagan, A.R. (1980). The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification Tests in Econometrics. *Review of Economic Studies*, 47, 239-53.
- Ceylan, A., Korkmaz, T. (2015). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Ekin Basım Yayın Dağıtım, 14. Baskı.
- Chen, Z., Cheung, Y. L., Stouraitis, A., Wong, A. S. (2005). Ownership Concentration, Firm Performance, and Dividend Policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 431-449.
- Çelik, Ş., Yenice, S., Onat, O. K. (2016). Temettü Ödemelerinin Belirleyicileri ve Firma Değeri: Kavramsal Bir Model ve Tahminlemesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 31(2), 115-146.
- Demir, Y. (2001). İşletmelerin Kar Payı Dağıtım Politikaları ve Firma Değerliliğinin Vergi Uygulamaları ile İlişisine Teorik Bir Yaklaşım. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1), 55-71.
- Ertaş, F. C., Karaca, S. (2010). Kâr Dağıtımının İlânı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 47, 58-68.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics*, 41, 99-105.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*, 18, 264-272.
- Günalp, B., Kadioğlu, E., Kılıç, S. (2010). Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisi Olup Olmadığının İmkb'de Test Edilmesi. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 28(2), 47-69.
- Gürel, E., Bayazıtlı, E. (2017). Kar Payı Verimi ve Borsa İstanbul A.Ş. Üzerinde Bir Uygulama. *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(2), 122-133
- Gürsoy, C. T. (2011). *Finansal Yönetim İlkeleri*. Beta Basım Yayım, 2. Baskı

- Im, K.S., Pesaran, M.H., Shin, Y. (2003). Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels. *Journal of Econometrics*, 115, 53-74.
- İleri, F. Ş. (2016). Nakit Kar Payı Ödemesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Türkiye’de Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Gazi Üniversitesi, Ankara.
- Kar, A., Özer, Ö., Şantaş, F., Budak, F. (2012). Kar Dağıtımının Hisse Senedi Değeriyle İlişkisi: Spor Hizmetleri Sektörü Üzerine Bir Uygulama. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 4(1), 1-9.
- Karaca, S. (2007). Şirketlerin Kar Dağıtım Politikası ve Kar Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Bir İnceleme. *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, İnönü Üniversitesi, Malatya.
- Kaderli, Y., Başkaya, H. (2014). Halka Açık Firmalarda Kâr Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama. *Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(1), 49-64.
- Kao, C. (1999). Spurious Regression and Residual-based Tests for Cointegration in Panel Data. *Journal of Econometrics*, 25, 54-77.
- Kapusuzoğlu, A. (2013). Testing Weak Form Market Efficiency on the Istanbul Stock Exchange (ISE). *International Journal of Business Management and Economic Research*, 4(2), 700-705.
- Koyuncu, T., Aslan, A. (2017). Efficient Market Hypothesis and an Application on Developed Stock Markets: Panel Data Analysis. *Kapadokya Akademik Bakış - Cappadocia Academic Review*, 1(1), 17-30.
- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations. *the Review of Economics and Statistics*, 64, 243-269.
- Manjunatha, K. (2013). Impact of Debt-Equity and Dividend Payout Ratio on the Value of the Firm. *Global Journal of Commerce & Management Perspective*, 2(2), 18-27.
- Mazgit, İ. (2013). Endeks Kapsamında Olmanın Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: BİST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Sosyoekonomi*, 2, 226-264.
- McCoskey, S., Kao, C. (1998). A Residual-based Test of the Null of Cointegration in Panel Data. *Econometric Reviews*, 17(1), 57-84.
- Miller M. H., Modigliani F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *the Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Murekefe, T. M., Ouma, O. P. (2012). The Relationship between Dividend Payout and Firm Performance: A Study of Listed Companies in Kenya. *European Scientific Journal*, 8(9), 199-215.
- Özcan, B., Yılcı, V. (2009). Türk Hisse Senedi Piyasasının Zayıf Formda Etkinliğinin Testi. *İktisat, İşletme ve Finans*, 24, 100-115.
- Pedroni, P. (1999). Critical Values for Cointegration Tests in Heterogeneous Panels with Multiple Regressors. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61, 653-670.
- Pedroni, P. (2004). Panel Cointegration: Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests with an Application to the PPP Hypothesis. *Econometric Theory*, 20, 597-625.
- Pekkaya, M. (2006). Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(4), 183-209.
- Pesaran, H. M., Ullah, A., Yamagata T. (2008). A Bias-Adjusted LM Test of Error Cross-Section Independence. *Econometrics Journal*, 11, 105-127.
- Rodoplu, İ. (2008). The Effects of Dividend Policy on Returns in Different Market Trends: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Sandıkçı, M. (2014). İşletmelerde Kar Payı Dağıtım Politikaları ve Finansal Performans Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul’da Ampirik Bir Çalışma. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Selçuk Üniversitesi, Konya.
- Saraç, M. (2012). *Finansal Yönetim*. Sakarya Kitabevi, 1. Baskı.
- Sayılgan, G. (2017). *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı*. Siyasal Kitabevi, 7. Baskı.

Ünlü, U., Bayrakdarođlu, A., Ege, İ. (2009). Hisse Senedi Endeks Getirileri ve Temettü Verimi: İMKB 100 ve S&P 500 Endeksleri Üzerine Bir Uygulama. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11(1), 143-158.

Westerlund, J. (2005). A Panel CUSUM Test of the Null of Cointegration. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 67(2), 231-262.

Westerlund, J., Edgerton, D. L. (2007). A Panel Bootstrap Cointegration Test. *Economics Letters*, 97, 185-190.

www.isyatirim.com.tr

www.ukfinance.yahoo.com