

TÜRKİYE'DE KURUMLAR VERGİSİ DEĞİŞİKLİĞİNİN HİSSE SENEDİ FİYATLARI ÜZERİNE KISA DÖNEMLİ ETKİSİ*

Yrd. Doç. Dr. Pınar Derin-Güre
Orta Doğu Teknik Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

Samet Kütük
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
İdare Merkezi

• • •

Öz

Türkiye’de kurumlar vergisi oranı en son 2006 yılında değiştirilmiştir. Bu çalışmanın amacı 2005 yılında yapılan kurumlar vergisi değişikliği açıklamasının hisse senedi fiyatları üzerine kısa dönemli etkisinin incelenmesidir. Türkiye Cumhuriyeti Başbakanı, 29 Kasım 2005 tarihinde kurumlar vergisi oranında indirimle gidileceğini açıklamış, kurumlar vergisi oranının gelecek yılın başından itibaren % 30’dan % 20’ye düşürüleceğini belirtmiştir. Etkin Piyasa Hipotezi doğrultusunda, açıklamanın hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ölçmek için olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Bildiğimiz kadarıyla, bu çalışma 2005 yılında Türkiye’deki kurumlar vergisi değişikliği açıklamasının varlık fiyatları üzerine etkisini bu büyüklükte bir veri seti kullanarak inceleyen ilk çalışmadır. Kandır ve Yakar (2012) aynı açıklamayı İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında yer alan en çok vergi ödeyen beş şirket için incelemiş ve hisse senedi getirilerinin istatistiksel olarak anlamlı düzeyde tepki verdiği sonucuna ulaşmıştır. Bu çalışmada iki büyük örneklem kullanılarak olay penceresinde hisse senedi fiyatlarında istatistiksel olarak anlamlı değişmelerin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen bu sonuç yarı etkin piyasalarda varlık fiyatlarının kamuya mal olmuş bilgileri ve beklentileri fiyatlandığı savını desteklemektedir.

Anahtar Sözcükler: Kurumlar Vergisi Değişikliği, Türkiye’de Hisse Senedi Fiyatları, Olay Çalışması, Etkin Piyasa Hipotezi, İMKB

Short Term Impacts of the Corporate Income Tax Change on Stock Prices in Turkey

Abstract

The aim of this paper is to analyze the short-term effects of the official announcement of the corporate income tax change on stock prices in Turkey in 2005. Prime Minister of Turkey announced the decline in corporate income tax rate on November 29, 2005. He indicated that the corporate tax rate would be decreased from 30% to 20% starting from the next year. In line with the market efficiency hypothesis, we use event study methodology to measure the effects of this announcement on asset prices. To the best of our knowledge, we are the first to analyze impacts of the announcement of the corporate income tax change in Turkey in 2005 on asset prices using substantially large data sets. Kandır and Yakar (2012) investigate the effects of the same announcement with five companies among highest corporate income tax payers in İstanbul Stock Exchange Market and they conclude that reactions in the stock returns were significant. We obtain that there is no significant change in asset prices in the event period using two different large sample sets. This result is parallel to the fact that stock prices in semi-efficient stock markets reflect publicly available information and expectation.

Keywords: Corporate Income Tax, Stock Prices in Turkey, Event Study, Efficient Market Hypothesis, ISE

* Makale geliş tarihi: 30.04.2015
Makale kabul tarihi: 11.02.2016

Türkiye’de Kurumlar Vergisi Değişikliğinin Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Kısa Dönemli Etkisi

Giriş

Bu çalışmanın amacı 2005 yılında gerçekleşen kurumlar vergisi indirimi açıklamasının hisse senedi piyasasına kısa dönemli etkisinin incelenmesi ve Etkin Piyasalar Hipotezine (EPH) göre İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının (İMKB) etkin bir piyasa olup olmadığının test edilmesidir. Türkiye’de kurumlar vergisinde son indirim, 2006 yılında gerçekleşmiş olup indirimle ilgili resmi açıklama 29 Kasım 2005 tarihinde Türkiye Cumhuriyeti Başbakanı tarafından Türkiye Büyük Millet Meclisi’ndeki siyasi parti grup toplantısında yapılmıştır. Buna göre 2006 yılından itibaren kurumlar vergisi oranı %30’dan %20’ye indirilmiştir.

Bu çalışmada, yapılan resmi duyurunun İMKB’de işlem gören firmalar üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin bulunup bulunmadığı olay çalışması (event study) yöntemiyle incelenmektedir. EPH’ye göre yapılan resmi duyurunun hisse senedi piyasasına olay penceresinde¹ istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin bulunması beklenmemektedir; zira yapılan resmi açıklama öncesinde kamuoyunda kurumlar vergisi oranlarında indirimin kısa dönemde gerçekleşeceği ile ilgili bilgi ve beklenti bulunmaktadır.

Benzer bir çalışmanın Kandır ve Yakar (2012: 177) tarafından yapıldığı bilinmektedir. Kandır ve Yakar çalışmalarında 2004 yılında en çok kurumlar vergisi tahakkuk eden 10 şirketten verisi bulunan 5 şirketi incelemekteirler. Kurumlar vergisi oranlarında gerçekleşecek indirim ile ilgili yapılan resmi açıklamanın piyasa tarafından beklenen bir durum olmadığı varsayımı ile hareket edilen çalışmanın sonuçlarına göre; resmi indirim açıklaması olay penceresi döneminde incelemeye konu olan 5 şirketin hisse senedi getirilerinde anormal bir yükselmeye neden olmaktadır. Yazarlar kurdukları varsayım ve elde ettikleri ampirik bulgular neticesinde, İMKB’nin EPH’ye göre yarı etkin bir piyasa olduğu sonucuna varmaktadırlar.

Bu çalışma da ise daha büyük iki örneklem oluşturulmuştur. İlk örnekte, açıklamanın yapıldığı dönemde İMKB’de işlem gören firmaların

¹ Olay penceresi, olay çalışması analiz yöntemine konu olan olayın etkilerinin görülmesinin beklendiği zaman aralığını ifade etmektedir. Detaylar metodolojinin anlatıldığı bölümde paylaşılacaktır.

neredeyse tamamına yer verilirken; ikinci örnekleme 2005 yılında en çok kurumlar vergisi tahakkuk eden 100 firmadan verisine ulaşılabilen 31 firma kullanılmıştır. Bildiğimiz kadarıyla bu çalışma 2005 yılında kurumlar vergisi indirim açıklamasının hisse senedi fiyatlarına etkisini bu büyüklükte veri setiyle inceleyen ilk çalışma niteliğindedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde Türk Vergi Sistemi içinde kurumlar vergisinin yerinden ve son değişikliğe kadar geline süreçten genel hatlarıyla bahsedilmektedir. Üçüncü bölümde EPH’yi ve Olay Çalışması yöntemini konu olan yazın taraması yer almaktadır. Dördüncü bölümde analizde kullanılan yöntem, veri seti, test sonuçları ve yapılan analiz paylaşılmaktadır. Son bölümde ise çalışmada ulaşılan sonuçlar özetlenmekte ve değerlendirilmektedir

1. Türkiye’de Kurumlar Vergisi

Kamu geliri hükümetlerin anayasal sınırlar çerçevesinde kamu hizmeti sağlamak amacıyla çeşitli kaynaklardan elde ettiği gelirler toplamıdır. Hükümetler, vergi, resim, harç, özelleştirme, kamu iktisadi teşekkülü karları, ceza uygulamaları gibi birçok kaynaktan gelir elde edebilmektedirler. Kamu kesimi gelir kaynaklarında var olan çeşitliliğe rağmen kamu gelirleri içinde en önemli payı vergi gelirleri oluşturmaktadır. 2014 yılında Türkiye’de genel devlet toplam gelirleri içinde vergi gelirlerinin payı %52,5 seviyesinde bulunmaktadır (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2015). Vergi gelirlerinin kamu gelirleri içindeki payı ve ülkede faaliyette bulunan ekonomik birimler üzerinde etkisi düşünüldüğünde, vergi sisteminde yapılacak bir değişikliğin etkilerinin iyi incelenmesi gerekmektedir.

Ülkemizde vergi gelirleri sınıflandırması doğrudan ve dolaylı vergiler olmak üzere iki genel grup altında yapılmaktadır. En genel tanımlamayla doğrudan vergiler vergi mükellefinin ve verginin ekonomik yükünün değişmediği vergilerdir. Diğer yandan dolaylı vergilerde vergi mükellefi kanun koyucu tarafından belirlenirken verginin ekonomik yükü piyasadaki arz-talep koşullarına göre belirlenmektedir.

Türkiye’de vergi sistemi incelendiğinde doğrudan vergi gelirlerinin toplam vergi gelirleri içindeki payının 1999-2014 yılları arasında %32,7 olduğu görülmektedir (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2015). Türkiye’de doğrudan vergiler kişi ve kurum kazançlarından sırasıyla 1960 tarihli Gelir Vergisi Kanununa ve 1949 tarihli Kurumlar Vergisi Kanununa dayanarak toplanmaktadır (Gelir İdaresi Başkanlığı: 2007).

Tablo 1: Türkiye’de Kurumlar Vergisi Oranları (%)

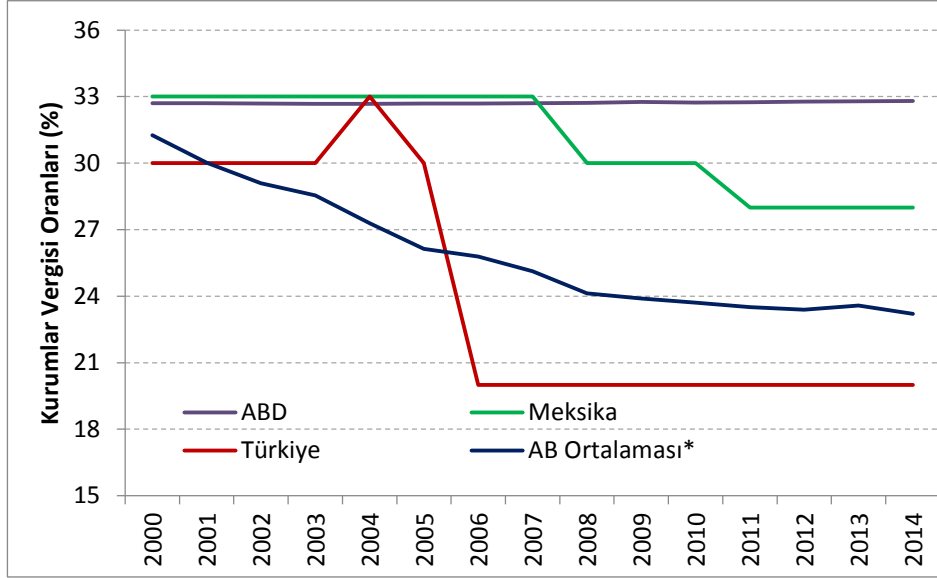
| Yıllar | Vergi Oranı (%) | Yıllar | Vergi Oranı (%) |
|-----------|-----------------|----------|-----------------|
| 1990-1993 | 46 | 2004 | 33 |
| 1994-1998 | 25 | 2005 | 30 |
| 1999-2003 | 30 | 2006-... | 20 |

Kaynak: Gelir İdaresi Başkanlığı, 2014.

Tablo 1’de Türkiye’de 1990 ve 2015 yılları arasında kurumlar vergisi oranları gösterilmektedir. Mevcut durumda Türkiye’de 2006 yılında yürürlüğe giren %20 kurumlar vergisi oranı uygulanmaktadır.

Kurumlar vergisi oranı şirketlerin karlılık oranlarını doğrudan etkilemesi nedeniyle genel ekonomik faaliyetler üzerinde önemli etkiye sahiptir. Kurumlar vergisi oranı ekonomide üretken kaynakların hangi oranda hükümet bütçesine dâhil edileceğini gösteren bir parametredir. Yüksek kurumlar vergisi oranları kaynak dağılımını üretim yönünden olumsuz etkilemekte ve ikincil etkileri ele alındığında üretimde meydana gelebilecek düşüşler işgücü piyasalarını da olumsuz etkilemektedir. Diğer yandan, özellikle ülkelerin buldukları jeopolitik konum da kurumlar vergisi oranlarının belirlenmesinde önemli bir unsur olarak görülmektedir. Çevre ülkelere göre yüksek kurumlar vergisi oranları ülkelerin rekabetçiliğine etki ederek doğrudan yabancı yatırım girişlerini olumsuz etkilemektedir (Gropp & Kostial: 2001). Gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Türkiye için kurumlar vergisi uygulaması sürdürülebilir yüksek büyüme oranları için önemli bir unsur olarak görülmektedir. Şekil 1’den görülebileceği gibi vergi indirimi öncesinde Türkiye yakınında bulunan Avrupa ülkeleri ortalamasının üzerinde kurumlar vergi uygulamaktadır.

Şekil 1: Çeşitli Ülkelerde Kurumlar Vergisi Oranları²



Kaynak: OECD

Türkiye’de uygulanmakta olan kurumlar vergisi oranları 2006 yılında gerçekleşen indirim öncesinde ABD’nin, Meksika’nın ve AB ortalamasının üzerinde bulunmaktadır (Şekil 1). Türkiye’nin bölgesel olarak en büyük rakibi konumunda bulunan AB’den daha yüksek vergi uyguladığı 2000’li yıllarda AB kurumlar vergisi ortalamasının azalan eğilimle hareket ettiği ve Türkiye ile AB ortalaması arasındaki farkın 2005 yılına kadar açıldığı görülmektedir.

Kurumlar vergisi oranında indirim ihtiyacı olduğu Kasım 2005’te yayımlanan Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından hazırlanan 2005 yılı Türkiye ülke raporunda ifade edilmektedir. Raporda (IMF, 2005: 30), “kurumlar vergisi oranında daha fazla indirim yapılması konusunda üzerinde uzlaşmış bir talep vardır” denilmektedir. Söz konusu raporda ayrıca, Türkiye’nin yeni üye olmuş AB ülkeleri seviyesine gelene kadar kurumlar vergisi oranında kademeli bir indirim yapması gerektiğinden bahsedilmektedir. 2008 yılında hükümetin, IMF ile daha fazla stand-by anlaşması yapmama kararı

2 *AB Ortalaması, Avusturya, Belçika, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Estonya, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Macaristan, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Polonya, Portekiz, Slovakya, Slovenya, İspanya, İsveç ve İngiltere’den oluşan 22 AB üyesi ülkenin ortalama kurumlar vergisi oranlarıdır.

almış olması IMF tarafından yapılan bu açıklamanın günümüzde Türkiye ekonomisi için önemsiz olduğu yönünde değerlendirilmesine neden olabilir. Ancak, 2005 yılı Türkiye'nin IMF ile son stand-by anlaşmasını imzaladığı yıl olarak değerlendirilmeli ve bu yıl içinde fondan 10 milyar dolarlık kredi sağlandığı açıklamanın önemini yorumlarken göz önünde bulundurulmalıdır.

Kurumlar vergisi indirimine ihtiyaç duyulmasının yanında bu indirimin yakın bir gelecekte gerçekleşeceği yönünde dönemin Maliye Bakanı Kemal Unakıtan'ın açıklamaları bulunmaktadır. 27 Mayıs 2005 yılında Ankara'da düzenlenen Kayıt Dışı Ekonomi konulu panelde Maliye Bakanı tarafından vergi indirimlerine, özellikle bölge ülkeleri ile rekabet edebilmek adına kurumlar vergisi indirimine, devam edileceği belirtilmektedir. Bakan, yaptığı açıklamada kurumlar vergisi ve gelir vergisi ile ilgili çalışmaların kısa süre içinde tamamlanacağını ifade etmektedir (Milliyet, 2005a).

Benzer şekilde 14 Kasım 2005 tarihinde Uşak Sanayi ve Ticaret Odasının düzenlediği Vergi Ödülleri Töreninde yine Maliye Bakanı tarafından yapılan açıklamada gelir ve kurumlar vergisinde büyük bir indirim yapılacağı ifade edilmektedir. Gerçekleşecek indirim oranının herkesi şaşırtacağı, indirim ile ilgili detayların ise Başbakan tarafından açıklanacağı belirtilmektedir. Bu açıklama ile kurumlar vergisi oranında büyük bir indirimin sinyalinin bir kez daha verildiği düşünülmektedir (Yeni Asır, 2005).

Son olarak, Maliye Bakanı tarafından resmi açıklamanın iki gün öncesinde 27 Kasım 2005 tarihinde Hürriyet'e verilen bir röportajda kurumlar vergisi oranında 10 puanlık bir indirimin gerçekleşeceği ve Başbakan tarafından gerekli açıklamanın önümüzdeki 10 gün içinde yapılacağı ifade edilmektedir (Hürriyet, 2005).

Maliye Bakanı tarafından bu konuda yapılan açıklamalar ışığında, kurumlar vergisi indiriminin gerçekleşeceği yönünde net sinyal ve önemli ölçüde bilgi birikiminin piyasada oluştuğu görülmektedir. Bu nedenle ekonomik birimler kurumlar vergisi indiriminin resmi açıklama öncesinde yakın gelecekte gerçekleşmesini yüksek bir olasılıkla beklemişlerdir.

Kurumlar vergisi oranının 2006 yılından itibaren %30'dan %20'ye düşürüleceği yönünde resmi açıklama 29 Kasım 2005 tarihinde Başbakan Recep Tayyip Erdoğan tarafından Türkiye Büyük Millet Meclisi'nde düzenlenen siyasi parti grup toplantısında yapılmıştır (Milliyet, 2005b). Yapılan açıklamada gerçekleşecek indirim ile Türkiye'de yapılacak yerli ve yabancı yatırımların desteklenerek küresel piyasalarda rekabetçilik avantajı kazandırılacağından bahsedilmektedir. Mevcut durumda yüksek kurumlar vergisi oranları nedeniyle yüksek olan vergi kaçağı oranının düşeceğinden, uygulamaya konacak indirim ile kurumlar vergisi beyanlarında artış sağlanacağından bu sayede vergi tabanında ve vergi gelirlerinde artış

sağlanacağından bahsedilmektedir. Başbakan tarafından yapılan resmi açıklamada değinilen konular, Türkiye’nin -indirim öncesi dönemde- kurumlar vergisi oranında indirim ihtiyacı duyduğunu bir kez daha ortaya koymaktadır.

2. Literatür

Çalışmanın temel amacı kurumlar vergisi indirimi açıklamasının hisse senedi fiyatlarına kısa dönemli etkisinin araştırılması ve İMKB’nin yarı etkin bir piyasa olup olmadığının test edilmesi olduğundan EPH bu doğrultuda önem kazanmaktadır. Hisse senedi piyasasında denge fiyatları bu piyasalara katılan bütün oyuncuların alım ve satım davranışlarının eş anlı dengesinden oluşmaktadır. EPH’ye göre piyasa denge noktası piyasaya gelen her türlü yeni bilgiye duyarlılık göstermekte ve varlık fiyatlarının piyasa değeri her zaman gelecekte oluşacak nakit akımlarının cari değerine eşit olmaktadır.

EPH’nin temel düşüncesi olan piyasada işlem gören varlık fiyatlarının kamuya mal olmuş her türlü bilgiyi içerdiği düşüncesine ilk olarak 1960’lı yıllarda Eugene F. Fama’nın ve Paul A. Samuelson’nun çalışmalarında yer verilmektedir.

Samuelson (1965: 44) çalışmasında, rekabetçi piyasalarda her satıcının bir alıcısının olduğunu ifade etmektedir. Samuelson rekabetçi piyasalarda eğer bir iktisadi ajan fiyatların artacağını düşünüyorsa; fiyatların zaten artmış olacağını ileri sürmektedir. Buna göre rekabetçi piyasalarda fiyatlar zaman içinde birbirinden bağımsız hareket etmekte ve fiyat değişimlerinin önceden tahmin edilmesi mümkün olmamaktadır. Benzer şekilde Fama’ya (1965a: 34) göre bir piyasanın etkin piyasa olabilmesi için varlık fiyatlarının tam olarak piyasadaki her türlü bilgiyi yansıtması gerekmektedir. Bu görüşe göre güncel piyasalarda işlem gören varlık fiyatları bugüne kadar elde edilen her türlü bilgiyi içerdiğinden; yatırımcıların geçmiş piyasa verilerini, kamuya mal olmuş bir bilgiyi ya da firmalarla ilgili özel bir bilgiyi kullanarak anormal getiri elde etmeleri mümkün görülmemektedir. Etkin piyasalarda, piyasaya yeni bir bilgi geldiğinde, kar maksimizasyonunu hedefleyen birçok bağımsız yatırımcının eş anlı davranışı sonucunda yeni bilgi piyasa fiyatlarına herhangi bir gecikmeye yol açmadan yansiyacaktır (Fama, 1965b: 75-77).

Fama (1970: 383) çalışmasında piyasaların etkinliğini zayıf formda, yarı güçlü formda ve güçlü formda olmak üzere üç başlık altında sınıflandırmaktadır. Zayıf formda etkin piyasalarda varlık fiyatları sadece geçmiş fiyat davranışlarını yansıtmakta ve yatırımcıların sadece geçmiş fiyat bilgilerini kullanarak piyasadaki anormal getiri elde etme ihtimalleri bulunmamaktadır. Yarı güçlü formda etkin piyasalarda varlık fiyatları geçmiş fiyat bilgilerinin yanı sıra kar-zarar açıklaması, hisse senedi bölünmesi duyurusu gibi kamuya mal olmuş her türlü bilgiyi ve beklentiyi yansıtmakta ve

yatırımcıların bu bilgileri kullanarak anormal getiri elde etme ihtimalleri bulunmamaktadır. Son olarak, güçlü formda etkin piyasalarda varlık fiyatları her türlü özel ve kamuya mal olmuş bilgiyi yansıtmakta; diğer bir deyişle bilgi etkinliği bulunmaktadır. Güçlü formda etkin piyasalarda yatırımcıların elde ettikleri bir bilgiyi kullanarak birbirinden farklı oranlarda getiri elde etmeleri mümkün değildir (Finnerty, 1976: 1).

Fama'nın sınıflandırmasında yer verdiği güçlü formda etkin piyasaların varlığı araştırmacılar tarafından eleştirilere maruz kalmıştır. Grossman ve Stiglitz (1980: 403-405) çalışmalarında, bir piyasada tam olarak bilgi etkinliğinin bulunma ihtimalinin imkânsıza yakın olduğunu ortaya koymaktadırlar. Ayrıca yazarlara göre bilgi edinmenin de maliyeti olduğundan herhangi bir piyasanın güçlü etkin piyasa olma ihtimali oldukça düşüktür. Öte yandan, bir piyasada tam bilgi etkinliği varsa yatırımcıların birbirlerinden farklı getiri sağlamalarının, yani anormal getiri elde etmelerinin ihtimali yoktur ve ticaret yapmak anlamlı değildir. Fama da ilerleyen zamanlarda Grossman ve Stiglitz'in güçlü formda etkin piyasaların oluşma ihtimalini zor olduğu yönündeki görüşüne benzer çalışmalar ortaya koymaktadır. Fama (1991: 1603) çalışmasında, bilgi ve işlem maliyetlerinin güçlü etkin piyasaya rastlanma ihtimalini ciddi oranda azalttığını ortaya koymakta; yarı güçlü formda etkin piyasaların daha sık rastlanır piyasalar olduğunu ifade etmektedir. Fama (1991: 1607) bir piyasanın yarı etkin bir piyasa olup olmadığını test etmek için olay çalışması analizinin kullanılabileceğini önermektedir.

Olay çalışması analizi, elde edilen bir bilgi yada meydana gelen bir olay sonucunda piyasa etkinliğini ampirik bulgularla ölçmek için kullanılan bir araçtır. Olay çalışması analiz yöntemi, Fama, Fisher, Jensen ve Roll'un çalışmaları sonrasında yeni bir bilgi karşısında varlık fiyatlarında oluşan değişimin ölçümü için kullanılan standart bir yöntem olarak öne çıkmaktadır (Binder, 1998: 111).

Olay çalışması yönteminin kullanıldığı öncü çalışmada (Fama, Fisher, Jensen ve Roll, 1969: 20) hisse senedi bölünmesi açıklamasının New York Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören hisse senedi fiyatlarına etkisi incelenmektedir. Açıklama sonrasında hisse senedi piyasasında incelemeye konu olan dönemde fiyatların yeniden değerlendirildiği gözlemlenmekte ve hisse senedi fiyatlarında meydana gelen en büyük değişimin duyurunun yapıldığı haftaya denk geldiği görülmektedir.

Cutler (1988: 1110) çalışmasında ABD'de açıklanan 1986 Vergi Reform Kanununun kıymetli kâğıt piyasasındaki varlık fiyatları üzerine etkisini olay analizi yöntemiyle incelemektedir. Çalışmada Temsilciler Meclisinin Aralık 1985 ve Senato Maliye Komitesinin Mayıs 1986 oylaması olay günleri olarak ele alınmaktadır. Cutler (1988: 1114) analizini 1 gün, 10 gün ve 1 aylık üç

farklı olay penceresiyle incelemektedir. Elde edilen bulgular sonucunda, vergi sistemindeki değişiklik haberlerine piyasa tepkisinin sınırlı olduğu; benzer vergi haberlerinin yapıldığı günlerde ortaya çıkan anormal getirilen birbirleriyle ilişkisiz olduğu ileri sürülmektedir.

Land ve Shackelford (2000: 1) Mayıs 1997’de ABD bütçe kanunu uzlaşısının hisse senedi fiyatları üzerine etkisini temettü ödemeleri ayırımına göre incelemektedir. Uzlaşılan bütçe kanunu ile fiili vergi oranının %28’den %20’ye düşmesi beklenmektedir. Analizde en büyük 2000 ABD şirketi 129 haftalık bir dönemde incelenmektedir. Elde edilen bulgular vergi değişikliği hakkında Beyaz Saray ve Kongrenin uzlaşmaya vardığı dönemde firmaların kar payı ödemeleri ve hisse senedi piyasa fiyatları arasında ters ilişki bulunduğunu ortaya koymaktadır. Buna göre uzlaşma öncesi dönemde kar payı ödemesi yapmış firmaların piyasa değerlerinin -uygulama sonucunda uygulanacak daha düşük vergi oranlarından yararlanamayacağı için yatırımcıların kar payı ödemesi yapmamış firmalara yönelmeleri sonucu- henüz kar payı ödemesi yapmayan firmalara göre daha az değerlendirildiğini ortaya koymaktadır. Lang ve Shackelford’ın (2000: 26-27) elde ettiği analiz sonuçları, Cutler’ın (1988) çalışmasının aksine, sermaye getiri vergisiyle ilgili haberlerin varlık fiyatları üzerinde etkili olduğunu ortaya koymaktadır.

Amoako-Adu, Rashid ve Stebbins (1992: 275) çalışmasında Kanada’da 1985 yılında \$500.000 olarak açıklanan ve 1987 yılında \$100.000’a indirilen sermaye vergisi muafiyetlerinin hisse senedi fiyatlarına etkisi incelenmektedir. Elde edilen bulgular hisse senedi fiyatlarının 1985 yılında gerçekleşen ilk vergi muafiyeti değişimine istatistiksel olarak anlamlı bir piyasa tepkisi göstermediğini; diğer yandan 1987 yılında gerçekleşen vergi muafiyeti indirimine ciddi bir piyasa tepkisi oluştuğunu ortaya koymaktadır. Bu durumun arkasında yatan temel neden olarak ilk vergi muafiyeti değişimi açıklamasının piyasa tarafından beklenen bir değişim olduğunun; ancak 1987 yılında parlamentoda okunan vergi reformu taslağının piyasa tarafından beklenmemesi olarak gösterilmektedir. Sonuç olarak, Kanada’da beklenmeyen vergi değişimi açıklamalarının hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olduğu ifade edilmektedir.

Türkiye’de 2005 yılında gerçekleşen kurumlar vergisi indirimi açıklamasının hisse senedi fiyatları üzerine etkisi Kandır ve Yakar (2012) tarafından, olay çalışması yöntemi ile analiz edilmektedir. Kandır ve Yakar çalışmalarında verisi bulunan ve 2004 yılında en çok vergi tahakkuk ettiren 5 şirketin olay dönemindeki anormal getirilerini incelemektedir. Analiz sonuçlarına göre, bu çalışmanın aksine, olay döneminde beş şirketin istatistiksel olarak anlamlı düzeyde ortalama anormal getiri elde ettiği belirtilmektedir. Yazarlar makalelerinde kurumlar vergisindeki değişikliğin beklenmediğini ve beklenmeyen kurumlar vergisi indirimi açıklamasının piyasada fiyatlanarak olay gününde anormal getiri elde edildiğini saptadıklarını ileri sürmektedirler.

Beklenmeyen bilginin piyasada yeniden değerlendirilmeye yol açarak olay penceresi döneminde anormal getiri elde edilmesini sağladığından, EPH'ye göre İMKB'nin yarı güçlü formda etkin bir piyasa olabileceği sonucuna ulaşılmaktadır.

3. Metodoloji ve Ampirik Bulgular

Bu çalışmada kurumlar vergisi indirimi resmi açıklamasının hisse senedi fiyatları üzerinde kısa vadeli etkisinin olup olmadığı incelenmekte ve piyasadaki bilgi birikiminin ışığında İMKB'nin yarı etkin bir piyasa olup olmadığı, Fama (1991: 1607) tarafından önerildiği gibi, olay çalışması yöntemi ile test edilmektedir. Analiz yöntemi olarak MacKinlay (1997) ve Brown ve Warner'ın (1985) çalışmalarından derlenen olay çalışması yöntemi kullanılmaktadır.

Olay çalışması analizinde ilk basamak olayın belirlenmesidir. Analizde kullanılan olay hisse senedi bölümlenmesi, temettü dağıtımı, birleşme ve devralma açıklaması gibi firmalara ayrı ayrı farklı tarihlerde etki edebilen ancak benzer karaktere sahip olaylardan oluşabileceği gibi; teşvik sistemi değişikliği, mevzuat değişikliği gibi birçok firmayı ya da bütün piyasayı aynı anda etkileyen bir olayda olabilmektedir. Firmaların farklı günlerde etkilendiği olaylarda olay günü olarak olayın gerçekleştiği gün alınmakta ve firmaların verileri bir zaman çizgisi üzerinde normalize edilmektedir. Bu çalışmaya konu olan olayı 29 Kasım 2005 tarihinde dönemin Başbakanı tarafından Türkiye Büyük Millet Meclisi'ndeki grup toplantısında yaptığı Kurumlar Vergisi indirim açıklaması oluşturmaktadır. Olay günü olarak kurumlar vergisi indiriminin yürürlüğe girdiği 1 Ocak 2006 tarihi özellikle seçilmemiştir; zira EPH doğrultusunda piyasaya yeni bir bilgi geldiğinde kar maksimizasyonu amacıyla hareket eden birçok yatırımcının alım satım davranışları sonucu bu bilgi vakit kaybetmeksizin piyasa verilerine yansımaktadır. Olayın belirlenmesinden sonra ikinci basamakta olay penceresi belirlenmektedir. Olay penceresi olay öncesi ve olayı takip eden günleri kapsayan olayın etkisinin görülmesinin beklendiği zaman dilimidir. Olay öncesi günler piyasa oyuncularının olaya konu olan bilgiyi önceden elde etme ihtimalleri nedeniyle olay sonrası günler ise piyasa tepkisinin asıl gözlemlenmesi beklenen günler olması sebebiyle olay penceresi dönemine dâhil edilmektedir. Olayın türüne ve etkinin beklenen gerçekleşme zamanına bağlı olarak farklı uzunlukta olay pencereleri belirlenebilmektedir. Brown ve Warner (1985: 14-15) çalışmalarında olay penceresinin çok uzun tutulmasının test istatistiğinin istatistiksel gücünü düşürdüğünü ortaya koymakta ve yanlış sonuçlara ulaşmaktan kaçınmak için olay penceresinin kısa tutulmasında yarar görüldüğünü öne sürmektedir. Benzer şekilde olay penceresinin uzun tutulması

her türlü bilgi ve gelişmeye açık piyasaların incelenen olay dışında kontrol edilmeyen farklı bir bilgiye de tepki verme ihtimalini artırmaktadır. Yanlış sonuçlardan kaçınmak amacıyla olay penceresinin iyi analiz edilerek oluşturulması gerekmektedir. Temel kural olarak olay penceresinin olayın etkisini içerecek kadar uzun şaşırtıcı etkileri dışarıda bırakacak kadar kısa olması gerekmektedir (McWilliams & Siegel, 1997: 629). Auerbach ve Hassett (2005: 15) çalışmalarında toplamda 5 günlük daha kısa bir olay penceresi seçerken Andrade, Mitchell ve Stafford’un (2001: 110) çalışmalarında olay penceresi olaydan önceki 20 günü ve olay gününü içerecek şekilde belirlenmiştir. Bu çalışmada Brown ve Warner (1985: 15) çalışmalarına benzer şekilde olaydan önce 5 gün, olay günü ve olaydan sonra 5 gün olmak üzere toplamda 11 günlük bir olay penceresi belirlenmiştir.

Analize konu edilen varlık fiyatlarının normal zamanlardaki karakteristiğinin tahmin edilmeye çalışıldığı zaman dilimi tahmin dönemini ifade etmektedir. Literatürde olay penceresi öncesinde, olay penceresini içeren ve olay penceresi sonrasında tahmin dönemleri bulunmakla beraber Henderson (1990: 286-287) tahmin döneminin olay penceresi dışında belirlendiği zaman diliminin en verimli olduğunu ileri sürmektedir. Tahmin dönemi ve olay penceresi birlikte analiz dönemini oluşturmaktadır. İncelemeye konu olan varlıkların uzun dönemli karakteristiğinin belirlenmeye çalışıldığı tahmin dönemi belirlenirken, olay penceresinin aksine, daha uzun zaman dilimleri tercih edilmektedir. Bu çalışmada 11 günlük olay penceresi öncesindeki 239 gün tahmin dönemi olarak belirlenmiştir. Dolayısıyla 11 günlük olay penceresi ve 239 günlük tahmin dönemi 250 günlük analiz dönemini oluşturmaktadır. Olay çalışması analizinde diğer bir basamak örneklemin seçimidir. Örneklem seçilirken olayın etkileme potansiyeli bulunan varlıklar örnekleme dâhil edilmektedir. Olayın karakteristiğine göre etkilenen küçük gruplar üzerinde olay çalışması analizi gerçekleştirilebileceği gibi bütün piyasanın etkilendiği durumlarda daha büyük örneklem grupları seçilebilmektedir. Veriye erişim sıkıntıları, işlem kolaylığı gibi nedenlerle örneklemin bütün popülasyonu yansıttığına inanılan durumlarda örneklemin daha küçük oluşturulması da mümkündür.

Olay çalışması analizinin en önemli basamaklarından biri normal ve anormal getirilerin hesaplanması aşamasıdır.

$$AG_{i,t} = GG_{i,t} - NG_{i,t} \quad (1)$$

i varlığının t zamanında elde ettiği anormal getiri $AG_{i,t}$ ile gösterilmekte ve i varlığının t zamandaki gerçek getirisinin ($GG_{i,t}$) i varlığının t zamandaki normal getirisinden ($NG_{i,t}$) farkını ifade etmektedir. Normal getirilerin ($NG_{i,t}$) hesap edilmesi için üç farklı yöntem bulunmaktadır (Brown & Warner, 1985: 6-7).

Normal getirilerin hesaplanmasında kullanılan yöntemlerden ilki ortalamaya uyarlanmış modeldir (mean adjusted model). Ortalamaya uyarlanmış modele göre normal getiri varlığın tahmin döneminde elde ettiği getirilerin ortalamasını ifade etmektedir. Bu modelle hesaplanan anormal getiriler olay penceresinde elde edilen getirilerin tahmin döneminde varlıklar için hesaplanan ortalama getirilerden farkına eşittir. Brown ve Warner (1985: 8) ve MacKinlay (1997: 17) ortalamaya uyarlanmış model ile hesaplanan anormal getirilerin basit hesaplama yöntemine rağmen diğer modellere paralel sonuçlar verdiğini; Dyckman, Philbrick ve Stephan (1984: 4-5) ise EKK piyasa modelinin ortalamaya uyarlanmış modele göre daha tutarlı sonuçlar verdiğini ileri sürmüştür.

Anormal getirilerin hesaplanmasında kullanılan ikinci yöntem piyasaya uyarlanmış getiriler (mean adjusted returns) modelidir. Bu modelde varlıkların olay penceresi döneminde piyasa ile aynı getirileri elde etmesi beklenmektedir. Buna göre olay penceresi döneminde varlıkların elde ettiği getirilerin piyasa getirisinden farkı anormal getiri olarak değerlendirilmekte ve analiz buna göre gerçekleştirilmektedir.

Bu çalışmada anormal getirilerin hesaplanmasında En Küçük Kareler (EKK) piyasa modeli kullanılmakta ve anormal getirilerin hesaplanması amacıyla takip eden regresyondan yararlanılmaktadır.

$$GG_{it} = \alpha_i + \beta_i GG_{mt} + u_{it} \quad t = t_1, t_1+1, \dots, t_2 \text{ için (2)}$$

buna göre $GG_{i,t}$ i varlığının t zamanında elde ettiği getiriyi, $GG_{m,t}$ piyasanın t zamanında elde ettiği getiriyi göstermektedir. Denkleminde yer alan, u_{it} ise i varlığının t zamanda elde ettiği getiri fazlasını (abnormal return) göstermektedir [$E(u_{it}) = 0$ ve $Var(u_{it}) = \sigma_{ui}^2$].

Bu modelin piyasa verileri ile tahmin edilmesiyle elde edilen parametrelerin getiri fazlası için çözümünüyle varlığın elde ettiği anormal getiri hesaplanmaktadır.

$$AG_{i,t} = GG_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i GG_{m,t} \text{ (3)}$$

$AG_{i,t}$ i varlığının t zamanındaki anormal getiri miktarını, $\hat{\alpha}_i$ ve $\hat{\beta}_i$ katsayıları (2) no.lu denklemin tahmin döneminde EKK yöntemi ile çözümünü elde edilen parametreleri göstermektedir.

MacKinlay (1997: 18) çalışmasında EKK piyasa modelinin avantajlarını şu şekilde sıralamaktadır: EKK piyasa metodu ile elde edilen anormal getirilerin varyansı piyasanın getiri dalgalanmalarını dışarıda tuttuğundan diğer modellere göre daha düşük sonuçlar vermektedir. Daha düşük varyans bir olay karşısında piyasa tepkisinin ölçülmesi için daha iyi bir parametre oluşturmaktadır. Piyasa getirisi ve varlık getirileri arasındaki ilişkinin artması

(yüksek R^2) daha düşük varyans elde edilmesini sağlayacağından modelin anormal getiri değişimlerini tespit etme ihtimalini de yükseltecektir. Öte yandan, anormal getirilerin hesaplanması için önerilen alternatif modellerden biri olan piyasaya uyarlanmış getiriler modeli EKK piyasa modelinin sabit teriminin (α_i) sıfıra eğiminin (β_i) ise bire eşitlenerek kısıtlanmış halidir. Bu bakımdan EKK piyasa modelini kullanarak ölçülen anormal getiriler bu kısıtı dışarıda tutmaktadır.

Bir önceki basamakta varlıkların her biri için ayrı ayrı anormal getiriler hesaplanmaktadır. Hipotez testinin yapıldığı ve sonuca ulaşılan bir sonraki basamakta ise örneklemin ortalama getirileri hesaplanmaktadır. Buna göre ortalama anormal getiriler (OAG) şu formülle hesaplanmaktadır:

$$OAG_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AG_{i,t} \quad (4)$$

OAG_t , t zamanında örneklemin ortalama anormal getirilerini; $AG_{i,t}$ i , varlığının t zamanındaki anormal getirisini ve N örnekleme dahil edilen varlık sayısını ifade etmektedir.

Ortalama anormal getirilerin yanında, olay penceresi boyunca toplam getiri hesabı için birikimli ortalama anormal getiriler hesaplanmaktadır. Birikimli ortalama anormal getiriler (BAG) olay penceresi döneminde ortalama anormal getirilerin (4) toplamını ifade etmektedir:

$$BAG_{t'} = \sum_{t=t_3}^{t_5'} OAG_t \quad (5)$$

$BAG_{t'}$, örneklemin olay penceresi içinde t zamanında birikimli anormal getirisini göstermektedir.

Ortalama ve birikimli ortalama anormal getiriler hesaplandıktan sonra hipotez testi yapılmaktadır. Hipotez testinin boş hipotezi olay penceresinde anormal getirilerin sıfıra eşit olması – varlık fiyatları hareketlerinin normal zamana göre değişim göstermemesi durumunu – ifade etmektedir. Bu durumu test etmek için ihtiyaç duyulan t istatistiği (t^*) tahmin dönemi verileri ile şu şekilde hesaplanmaktadır:

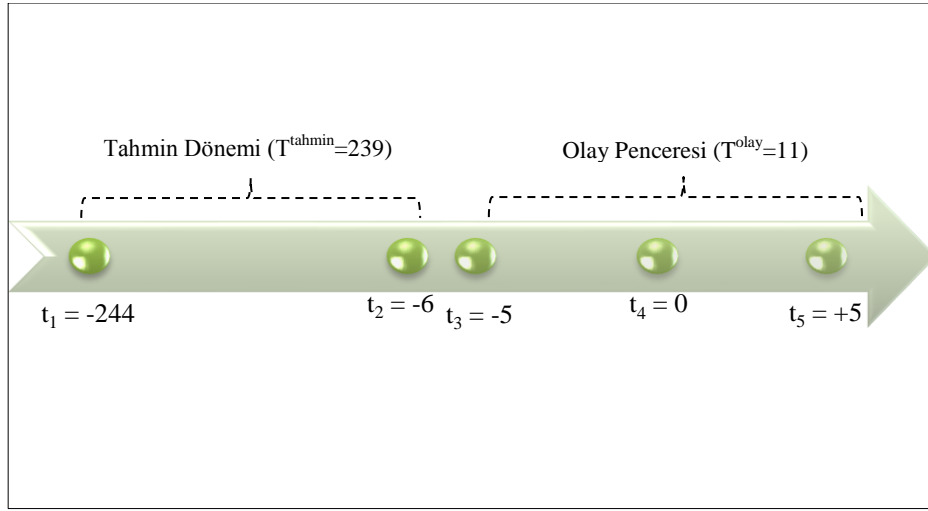
$$t^* = \frac{OAG_t}{\hat{s}(OAG_t)} \quad (6)$$

3 t_3 ve t_5 zaman ifadeleri s.18’de yer alan “Şekil 2: Olay Çalışmasında Zaman Çizelgesi”nden takip edilebilir.

$$\hat{s}(OAG_t) = \sqrt{\frac{\sum_{t=t_1}^{t_2} (OAG_t - \overline{OAG}_t)^2}{T^{tahmin}-1}}$$
 tahmin döneminde ortalama anormal

getirilerin (OAG_t) standart sapma değerini ve $\overline{OAG}_t = \frac{1}{T^{tahmin}} \sum_{t=t_1}^{t_2} OAG_t$ ortalama anormal getirilerin tahmin dönemi ortalamasını ifade etmektedir. Test istatistiği oluşturulurken varlığın uzun dönemli karakteristiği belirlenmeye çalışıldığından sadece tahmin dönemi verileri kullanılmaktadır. T^{tahmin} , tahmin dönemi uzunluğunu göstermektedir.

Şekil 2: Olay Çalışmasında Zaman Çizgisi



Anormal getiriler ve test istatistiklerinin elde edilmesinden sonra son basamak sonuçların paylaşılması ve yorum getirilmesi aşamasıdır. Olay penceresi döneminde istatistiksel olarak anlamlı ortalama anormal getirilerin elde edilmesi durumunda piyasanın olaya tepki gösterdiği değerlendirilmesinde bulunmaktadır.

Bu çalışmada iki farklı örneklem oluşturulmuştur. Birinci örnekleme açıklamanın yapıldığı dönemde İMKB’de işlem gören hisse senetlerinden verisi bulunan 256 şirketin tamamı dahil edilirken; ikinci örnekleme yüksek kurumlar vergisi ödeyen şirketlerde farklı bir etki olup olmadığını test etmek

amacıyla 2005⁴ yıl sonu itibarıyla en fazla kurumlar vergisi tahakkuk eden ilk 100 şirketten verisi bulunan 31 şirkete yer verilmiştir.

Bir hisse senedi verisinin analize dâhil edilebilmesi için Bloomberg veri tabanı üzerinde üst üste en fazla 2 günlük verisinin eksik olması gerekmektedir. Analizde eksik olan veri değerleri yerine en son işlem gördüğü piyasa kapanış değerleri kullanılmıştır. Üst üste 3 ve daha üstü günlük verisi eksik olan şirketler yanlış sonuçlara ulaşmamak adına örneklemin dışında tutulmuştur.

Örneklemlerin oluşturulmasından sonra, hisse senetlerinin günlük getirileri hesaplanmıştır. Bu aşamada Bloomberg veri tabanından elde edilen net kar payı ödemelerine göre uyarlanmış toplam getiri endeksi verisi kullanılarak günlük getiriler⁵ aşağıdaki formülle hesaplanmıştır.

$$GG_{i,t} = \ln(TGE_{i,t}) - \ln(TGE_{i,t-1}) \quad (7)$$

$GG_{i,t}$, i hisse senedinin t gününde elde ettiği günlük getiriyi ve $TGE_{i,t}$ ise i hisse senedi için t gününde Bloomberg veri tabanı üzerinden elde edilen net kar payı ödemelerine göre uyarlanmış günlük toplam getiri endeksi verisini göstermektedir.

Günlük getiri verilerinin elde edilmesinden sonra EKK piyasa modeli kullanılarak normal getiriler hesaplanmıştır.⁶ Öncelikle 256 firmadan oluşan ilk örneklem için parametreler tahmin edilmiş ve anormal getiriler hesaplanmıştır.

Tablo 2 olay penceresi boyunca ilk örneklemin elde ettiği ortalama anormal getirileri ve ilgili günlerdeki t istatistiğini göstermektedir. Buna göre olay penceresi boyunca ortalama anormal getiriler kurumlar vergisi resmi indirim açıklamasının gerçekleştiği olay gününden önceki iki günde yükseliş kaydetse de olay gününde istatistiksel olarak anlamlı düzeyde tepki vermemişlerdir. Bunun yanında olay gününde ortalama anormal getirilerin negatif olduğu görülmektedir. Diğer yandan, tüm firmalar için birikimli anormal getirinin de olay penceresi sonunda negatif değerde olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

4 En çok kurumlar vergisi ödeyen 100 şirket ödedikleri vergi oranlarıyla beraber her yıl Gelir İdaresi Başkanlığı tarafından açıklanmaktadır. Ancak bazı şirketler isimlerinin bu listede gözükmesini istememektedirler. Bu nedenle bu listede yer alan ancak ismi açıklanmayan şirketlerin İMKB’de işlem görüp görmediği kontrol edilememekte ve analize dahil edilememektedir.

5 Günlük veri işgünü verisini ifade etmektedir.

6 Çalışmadaki hesaplamalar STATA programı kullanılarak yapılmıştır.

Tablo 2: EKK Piyasa Modeli Olay Penceresinde Ortalama Anormal Getiri (OAG), t-istatistiği, Birikimli Anormal Getiri (BAG):

Tüm Firmalar

| Günler | OAG | t-istatistiği | BAG |
|--------|--------|---------------|--------|
| -5 | -0,001 | -0,094 | -0,001 |
| -4 | -0,005 | -0,571 | -0,005 |
| -3 | -0,013 | -1,547 | -0,018 |
| -2 | 0,008 | 1,022 | -0,010 |
| -1 | 0,009 | 1,134 | 0,000 |
| 0 | -0,005 | -0,568 | -0,005 |
| +1 | -0,005 | -0,607 | -0,010 |
| +2 | 0,004 | 0,506 | -0,006 |
| +3 | -0,003 | -0,345 | -0,009 |
| +4 | 0,002 | 0,236 | -0,007 |
| +5 | 0,004 | 0,429 | -0,003 |

Kaynak: Bloomberg ve Yazarların Hesaplamaları

Aynı işlemler 2005 yıl sonu itibarıyla kurumlar vergisi tahakkuk eden 100 şirketten verisi bulunan 31 şirket için gerçekleştirilmiştir. Tablo 3'e EKK piyasa modeli ile tahmin edilen ortalama anormal getiri değerleri gösterilmektedir. Elde edilen bulgulara göre olay gününden 2 gün önce, 2 gün sonra ve olay penceresinin son gününde en çok vergi ödeyen şirketlerin istatistiksel olarak anlamlı düzeyde pozitif anormal getiri elde ettikleri görülmektedir. Benzer şekilde en çok kurumlar vergisi tahakkuk eden firmalar için olay penceresi döneminde birikimli anormal getirilerin ciddi oranda pozitif tepki gösterdiği görülmektedir. Ancak olay penceresinde elde edilen bu anormal getirilerin olay günü etrafında yığılma göstermediği ve birbirinden bağımsız olduğu görülmekte bu nedenle olayla ilişkisinin bulunduğu yönünde bir kanıt oluşturamamaktadır. Öte yandan, resmi açıklamanın gerçekleştiği olay gününde en çok kurumlar vergisi ödeyen firmaların ortalama anormal getirilerinin değişmediği görülmektedir.

Tablo 3: EKK Piyasa Modeli Olay Penceresinde Ortalama Anormal Getiri (OAG), t-istatistiği, Birikimli Anormal Getiri (BAG)

En Çok Kurumlar Vergisi Ödeyen Firmalar

| Günler | OAG | t-istatistiği | BAG |
|--------|--------|---------------|-------|
| -5 | 0,010 | 1,853 | 0,010 |
| -4 | 0,005 | 0,953 | 0,016 |
| -3 | -0,006 | -1,153 | 0,009 |
| -2 | 0,013 | 2,308 | 0,022 |
| -1 | 0,008 | 1,505 | 0,030 |
| 0 | 0,000 | 0,016 | 0,031 |
| +1 | 0,004 | 0,635 | 0,034 |
| +2 | 0,019 | 3,375 | 0,053 |
| +3 | 0,000 | 0,029 | 0,053 |
| +4 | -0,004 | -0,666 | 0,049 |
| +5 | 0,015 | 2,627 | 0,064 |

Kaynak: Bloomberg ve Yazarların Hesaplamaları

Sonuç olarak, EKK piyasa modeli ile tahmin edilen iki örnekleme olay gününde ya da olay penceresi içinde kurumlar vergisi indirim açıklaması ile ilişkilendirilebilecek bir getiri farklılaşması bulunmamaktadır.

Elde edilen bulgular beklentileri doğrulamaktadır. Nitekim kurumlar vergisi indiriminin gerçekleşeceğine yönelik ihtiyaç ve açıklamalar indirimin kısa vadede gerçekleşeceği yönünde beklenti oluşturmuş ve piyasa tarafından bu bilgi resmi açıklama öncesinde fiyatlandırılmıştır. Tam tarihi bilinmemekle birlikte kurumlar vergisi indiriminin gerçekleşeceği yönünde genel beklentinin resmi açıklama öncesinde oluşmuş olabileceğinden, elde edilen bulgular EPH doğrultusunda İMKB’nin yarı etkin bir piyasa olduğu teziyle çelişmemektedir.

Sonuç

Türkiye’de kurumlar vergisi oranı, resmi açıklamanın yapıldığı 29 Kasım 2005 tarihi sonrası 1 Ocak 2006 yürürlük tarihi olmak üzere %30’dan %20’ye düşürülmüştür. Bu çalışmanın amacı 2005 yılında gerçekleşen resmi kurumlar vergisi açıklamasının İMKB’de işlem gören hisse senedi fiyatları üzerinde kısa dönemli etkisinin bulunup bulunmadığının incelenmesidir.

Bu etkinin ölçülmesi amacıyla olay çalışması analizi yöntem olarak benimsenmiştir. Resmi açıklamanın yapıldığı tarih olay günü olarak ele alınmıştır. İMKB’de işlem gören ve verisi derlenebilen şirketlerin tamamından

oluşan birinci örneklem ve en çok vergi tahakkuk ettiren ilk 100 şirketten verisi derlenen 31 şirket ikinci örneklem olarak analize dahil edilmiştir. Anormal getiriler EKK piyasa modeli ile tahmin edilmiştir. Elde edilen bulgular neticesinde, oluşturulan iki örnekleminde olay penceresinde resmi kurumlar vergisi indirimi açıklaması ile ilişkilendirilebilecek piyasa tepkisi oluşturmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum kurumlar vergisi oranının indirim beklentisinin piyasa tarafından net tarihi bilinmemekle birlikte konuyla ilgili ihtiyaç ve Maliye Bakanı'nın beyanları neticesinde resmi açıklama öncesinde fiyatlanmış olabileceğinin bir sonucu olarak görülmektedir. Zira resmi indirim açıklaması öncesinde yapılan indirimin gerçekleşeceği yönünde somut bilgi birikimi piyasada mevcuttur. Bu nedenle piyasanın gelen resmi indirim açıklaması bilgisini daha önceden fiyatlamış olabileceği ışığında EPH ile çelişen bir durum ortaya çıkmamakta, İMKB yarı güçlü formda etkin bir piyasa olarak değerlendirilmektedir.

Kandır ve Yakar'ın (2012: 183) olay çalışması yöntemi ile aynı resmi açıklamayı analiz ettiği çalışmasında, verisi bulunan ve 2004 yılında en çok vergi tahakkuk ettiren 5 şirketin olay dönemindeki anormal getirileri incelenmektedir. Bu çalışmanın aksine resmi kurumlar vergisi indirimi açıklamasının beklenmeyen bir bilgi olarak varsayıldığı analiz sonuçlarına göre olay döneminde beş şirketin istatistiksel olarak anlamlı düzeyde ortalama anormal getiri elde ettiği belirtilmektedir. Etkin Piyasalar Hipotezine göre kamuya mal olan bu beklenmeyen bilginin piyasada yeniden değerlendirilmeye yol açarak olay penceresi döneminde anormal getiri elde edilmesini sağladığı, bu nedenle İMKB'nin yarı güçlü formda etkin bir piyasa olduğu ileri sürülmektedir.

Elde edilen sonuçlar neticesinde iki çalışmada İMKB'nin yarı güçlü formda etkin bir piyasa olabileceğini ifade etse de, analiz sonuçları birbirine zıt sonuçlar vermektedir.

Kaynakça

- Amoako-Adu, Ben, Muhammed Rashid ve Malcolm Stebbins (1992), "Capital Gains Tax and Equity Values: Empirical Test of Stock Price Reaction to the Introduction and Reduction of Capital Gains Tax Exemption", *Journal of Banking and Finance*, 16 (2): 275-287.
- Andrade, Gregor, Mark Mitchell ve Erik Stafford (2001), "New Evidence and Perspectives on Mergers", *The Journal of Economic Perspectives*, 15 (2): 103-120.
- Auerbach, Alan J. ve Kevin A. Hassett (2005), "The 2003 Dividend Tax Cuts and the Value of the Firm: An Event Study", *NBER Working Paper*, 11449.

- Beaver, William H. (1968), “The Information Content of Annual Earnings Announcements. Journal of Accounting Research”, *Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, 6: 67-92.
- Binder, John J. (1998), “The Event Study Methodology Since 1969”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11: 111-137.
- Brown, Stephen J. ve Jerold B. Warner (1985), “Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies”, *Journal of Financial Economics*, 14: 3-31.
- Cutler, David M. (1988), “Tax Reform and the Stock Market: An Asset Price Approach”, *American Economic Review*, 78 (5): 1107-1117.
- Dyckman, Thomas, Donna Philbrick ve Jens Stephan (1984), “A Comparison of Event Study Methodologies Using Daily Stock Returns: A Simulation Approach”, *Journal of Accounting Research*, 22: 1-33.
- Fama, Eugene F. (1965), “The Behavior of Stock Market Prices”, *Journal of Business*, 38 (1): 34-105.
- Fama, Eugene F. (1995), “Random Walks in Stock Market Prices”, *Financial Analysts Journal*, 51 (1): 75-80.
- Fama, Eugene F. (1970), “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work” , *Journal of Finance*, 25 (2): 383-417.
- Fama, Eugene F. (1991), “Efficient Capital Markets: II”, *Journal of Finance*, 46 (5): 1575-1617.
- Fama, Eugene F., Lawrence Fisher, Michael C. Jensen ve Richard Roll (1969), “The Adjustment of Stock Prices to New Information” *International Economic Review*, 10 (1): 1-21.
- Finnerty, Joseph E. (1976), “Insiders and Market Efficiency”, *Journal of Finance*, 31 (4): 1141-1148.
- Gelir İdaresi Başkanlığı (2007), <http://www.gib.gov.tr/index.php?id=469> (15.08.2015).
- Gropp, Reint ve Kristina Kostial (2001), “Finance Development A Quarterly Magazine of the IMF”, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/gropp.htm> (13.08.2015).
- Grossman, Sanford J. ve Joseph E. Stiglitz (1980), “On the Impossibility of Informationally Efficient Markets”, *American Economic Review*, 70 (3): 393-408.
- Henderson, Glenn V. (1990), “Problems and Solutions in Conducting Event Studies”, *American Risk and Insurance Association Stable*, 57 (2): 282-306.
- Hürriyet Gazetesi (2005), <http://hurarsiv.hurriyet.com.tr/goster/haber.aspx?id=3568961&tarih=2005-11-27> (15.08.2015).
- International Monetary Fund (2005), “Turkey: Request for Stand-By Arrangement and Extension of Repurchase Expectations”, *IMF Country Report*, 05/412, (Washington).
- Kandır, Serkan Y. ve Soner Yakar (2012), “Kurumlar Vergisi Oranındaki Değişikliğin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi”, *Maliye Dergisi*, 163: 170-186.
- Lang, Mark H. ve Douglas A. Shackelford (2000) “Capitalization of Capital Gains Taxes: Evidence From Stock Price Reactions To The 1997 Rate Reduction”, *Journal of Public Economics*, 76 (1): 69-85.
- MacKinlay, A. Craig (1997), “Event Studies in Economics and Finance”, *Journal of Economic Literature*, 35: 13-39.
- McWilliams, Abigail ve Donald Siegel (1997), “Event Studies In Management Research: Theoretical and Empirical Issues”, *Academy of Management Journal*, 40 (3): 626-657.

- Milliyet Gazetesi (2005a), "Unakıtan: Kurumlar vergisi düşürülecek", <http://www.milliyet.com.tr/2005/05/27/son/soneko39.html> (15.08.2015).
- Milliyet Gazetesi (2005b), "Kurumlar Vergisi indirimini, Erdoğan açıkladı: Yüzde 20", <http://www.milliyet.com.tr/2005/11/29/son/soneko10.html> (15.08.2015).
- Samuelson, Paul A. (1965), "Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly", *Industrial Management Review*, 6 (2): 41-49.
- T.C.Kalkınma Bakanlığı (2015), "Kamu Kesimi ve Genel Devlet İstatistiklerine İlişkin Açıklama", <http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/YillarBazindaGenelDevletIstatistikleri.aspx> (01.09.2015).
- Yeni Asır Gazetesi (2005), "Vergi İndirimi Yolda", <http://ya2005.yeniasir.com.tr/11/14/index.php3?kat=ana&sayfa=ekon3&bolum=gunluk> (19.08.2015).