




VERGİ İNDİRİMİNİN HİSSE SENEDİ GETİRİSİ ÜZERİNE ETKİSİ: BİST İNŞAAT VE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI SEKTÖRLERİNDEN KANITLAR*

THE EFFECT OF VALUE – ADDED TAX REDUCTION IN HOUSING ON THE RETURNS OF THE COMPANIES OPERATING IN THE CONSTRUCTION AND REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS SECTORS

Reyhan CAN 

Dr. Öğr. Üyesi, Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi
Niğde SBMYO, Muhasebe ve Vergi Bölümü
 reyhancan@omu.edu.tr

Hatice Işın DİZDARLAR 

Doç. Dr., Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi
İİBF, İşletme
 dizdarlar@ohu.edu.tr

ÖZ

Bu çalışmanın amacı, konutlardan alınan KDV oranında yapılan değişikliğin her iki tarih için de Borsa İstanbul Tüm Endeksi'nde hisse senetleri işlem gören ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve inşaat sektöründe yer alan firmaların hisse senetlerinin getirilerine etkisinin olup olmadığını incelemektir. Olay Çalışması yöntemi kullanılan çalışmanın sonucunda 8 Eylül 2016 ve 3 Şubat 2017'de vergi ile ilgili alınan kararların gayrimenkul yatırım ortaklığı sektöründe yer alan firmaların hisse senetlerinin getirilerini üçüncü günden sonra etkilediği tespit edilmiştir. İnşaat sektöründe yer alan firmaların 8 Eylül 2016 tarihli karar sonrasında bu karardan etkilenmediği, 3 Şubat tarihinde alınan uzatma kararına piyasanın onuncu gününden itibaren tepki verdiği tespit edilmiştir. Elde edilen bu bulgulara göre yatırımcıların olay gününden belli bir süre sonra piyasanın üzerine anormal getiri elde edebilmelerinin mümkün olduğu görülmüştür.

Anahtar kelimeler: Hisse Senedi Getirileri, Etkin Piyasa Kuramı, KDV, Olay Çalışması.

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine for both dates whether the change in the VAT rate for houses has an effect on the returns of the stocks of companies operating in the construction and real estate investment trusts sectors, whose stocks are traded in the BIST All Index. As a result of the study using the Case Study method, It has been determined that the tax announcements made on September 8, 2016 and February 3, 2017 affect after the third day the returns of the company stocks in the real estate investment trust sector. It was determined that the companies in the construction sector were not affected by the announcement dated 8 September 2016, and the market reacted, starting from the tenth day, to the extension announcement on 3 February. According to these findings, it has been observed that it is possible for investors to obtain abnormal returns on the market after a certain period after the event occurs.

Keywords: Stock Returns, Efficient Market Hypothesis, Value Added Tax, Event Study.

Makale Geliş Tarihi / Receiving Date 28.9.2020
Makale Kabul Tarihi / Acceptance Date 13.11.2020

* Bu çalışma, ICAFR'19-International Congress On Accounting and Finance Research Kongresinde sunulmuş ve gözden geçirilmiş, yeniden düzenlenmiştir.

GİRİŞ

Türkiye Fama (1970) tarafından ileri sürülen etkin piyasalar hipotezine göre, geçmiş bilgilerden yola çıkarak gelecekteki hisse senedi fiyatlarını tahmin etmek mümkün değildir. Çünkü sermaye piyasalarında hisse senetlerinin fiyatları rastgele bir seyir izlemektedir. Diğer bir ifade ile hisse senedi fiyatlarında oluşan değişimler önceki fiyat değişimlerinden tamamen bağımsız bir seyir izlemektedir. Ayrıca, hisse senetlerinin geçmiş fiyat hareketlerindeki değişimler, gelecekteki fiyat değişimleri için bir bilgi sağlamamaktadır. Etkin piyasalar hipotezine göre piyasaya ulaşan yeni bilgiler hisse senedi fiyatlarına yansır ve hisse senedi fiyatlarında değişime neden olur. Piyasaya ulaşan yeni bilgi ile oluşan hisse senedi fiyatları, geçmiş hisse senedi fiyat hareketlerinden bağımsızdır. Bu nedenle de yatırımcıların geçmişteki hisse senedi fiyatlarını inceleyerek sermaye piyasalarında aşırı karlar sağlayamayacağı ileri sürülmüştür.

Hisse senedi fiyatlarını dolayısıyla hisse senedi getirilerini şirketlerin kâr payı dağıtım duyuruları, sermaye yapısı değişimi duyuruları, yıllık kar duyuruları, ihracata başlama, birleşme ve satın alma duyuruları gibi birçok duyuru etkileyebilir (Grinblatt vd., 1984) Yatırımcılar açısından vergi ile ilgili yeni haberler de piyasaya yansıyan yeni bilgilerdir. Bu nedenle de ilgili sektörlerde faaliyet gösteren firmaların hisse senetleri fiyatlarında bir değişime neden olması beklenebilir. Aynı zamanda bilginin piyasadaki tüm yatırımcılara aynı anda ulaştığı ve yatırımcılar tarafından aynı şekilde değerlendirileceği varsayıldığından piyasada var olan herhangi bir yatırımcının piyasanın sağladığı getirinin üzerinde bir getiri sağlamaması da gerekir (Fama, 1970: 387; Daniel ve Titman, 2000: 1,18-19).

Hükümetlerin kanunlar çerçevesinde elde ettikleri kamu gelirlerinden en önemlisi vergilerdir. Vergilerin ekonomi açısından önemi göz önüne alınırsa, vergilere ilişkin bir düzenleme yapılmak istendiğinde etkileri de incelenmelidir (Derin-Güre ve Kütük, 2016: 305). Özellikle ekonomik daralma dönemlerinde hükümetler, ekonomik durgunlukla mücadele etmek, talep artışı sağlamak, üretim düzeyini artırmak için vergi indirimi yapabilirler (Yıldırım vd., 2018: 408). Sermaye kazancındaki, temettü gelirlerindeki vergi oranlarındaki değişimlerin, katma değer vergisi, kurumlar vergisi oranlarındaki değişimlerin, vergi muafiyetlerinin ya da vergi reformlarının etkileri sadece mal ve hizmet piyasalarında değil aynı zamanda menkul değer piyasalarında da görülebilir.¹

2016 yılında konut satışlarında uygulanan Katma Değer Vergisi (KDV) oranının %18'den %8'e düşürülmesi Borsa İstanbul Tüm Endeksinde hisse senetleri işlem gören ve inşaat sektöründe faaliyet gösteren firmaların hisse senedi fiyatlarını etkilemesi beklenmektedir. İnşaat sektörünün birçok sektörle ilişkisinin olması nedeniyle istihdam ve üretim sürecindeki etkisi büyüktür. Aynı zamanda genel ekonomik şartlardan en çok etkilenen sektörlerden biridir. Türk inşaat sektörü ve alt sektörleri son 30 yıldır hızlı bir gelişim göstermiştir. 2002 yılından sonra hukuki alt yapıda yapılan düzenlemeler inşaat sektörüne bağlı finansman kaynakları (ipotekli senetler, sukuk türevleri, ipoteğe dayalı menkul kıymetler gibi) açısından önemli bir boşluğu doldurmuş ve yaklaşık son 20 yıllık süreçte gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketlerinde de hızlı bir büyüme gözlemlenmiştir (Urak, 2016: 161). Ayrıca, hem gayrimenkul sahiplerinin ellerindeki varlıkları likit

¹ Bu konudaki kanıtlar, Chirakijja vd. (2009), Sanger, Sirmans ve Turnbull (1990), Amoako vd. (1992), Lang ve Shackelford (1999), Koçyiğit ve Kılıç (2008), Kandır (2012), Tuncay ve Eşgünoğlu (2017), Yıldırım (2019) çalışmalarında görülebilir.

hale getirebilmek hem de küçük yatırımcıların gayrimenkulün sağladığı faydalardan yararlanabilmesi için hukuk sistemimizde düzenlenmiş mali araç ve kurumlar mevcuttur. Bu mali araç ve kurumlar; varlığa dayalı menkul kıymetler, gayrimenkul sertifikaları, gayrimenkul yatırım fonu, ipotekli borç ve irat senetleri ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarıdır (Turnacıgil ve Doğukanlı, 2018: 38).

Türkiye’de ilk olarak 1995 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından getirilen düzenlemelerle, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kurulmasına olanak sağlanmıştır (Türkmen, 2011: 274). Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek ya da belirli bir gayrimenkule yatırım yapmak amacıyla kurulabilen ve tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlarıdır (Korkmaz ve Ceylan, 2010: 145). Gayrimenkul, gayrimenkul projeleri, altyapı yatırım ve hizmetleri vb. varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının mevzuat gereği borsada işlem görme zorunluluğu bulunmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının tüm kazançları kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur (Ömürgönülşen, Pirgaip ve Pirgaip, 2015: 24).

Konut stokundaki artış ve konut satışlarındaki düşüş inşaat sektörünü, konut stokunu azaltıcı ve konut satışlarını artışı önlemlere yönlendirmiştir. Bu amaçla 08 Eylül 2016 Tarihli Resmî Gazete’de yayımlanan karar ile ekli “Mal ve Hizmetlere Uygulanacak Katma Değer Vergisi Oranlarının Tespitine İlişkin Kararda Değişiklik yapılmıştır. Bu değişikliği göre, 24/12/2007 tarihli, 2007/13033 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe konulan Mal ve Hizmetlere Uygulanacak Katma Değer Vergisi Oranlarının Tespitine İlişkin Kararın geçici 1 inci maddesinden sonra gelmek üzere aşağıdaki geçici madde eklenmiştir. Yapılan bu düzenlemeye göre; Mart 2017’ye kadar geçerli olmak üzere;

- 1- 08.09.2016 ve 31.03.2017 tarihleri arasında teslimi gerçekleştirilecek net kullanım alanı 150 m² üstü olan konut teslimlerinde yeni KDV oranı %8,
- 2- 08.09.2016 ve 31.03.2017 tarihleri arasında teslimi gerçekleştirilecek Büyükşehir Belediyesi Kanunu kapsamındaki büyükşehirlerde net alanı 150 m²’ye kadar konutlardan arsa birim m² fiyatı Bin Türk Lirası ve üzerinde olan konutların tesliminde de %8 olarak belirlenmiştir. Bununla birlikte önceki düzenlemelere göre konut teslimlerinde % 1 ve % 8 olarak uygulanan KDV oranlarında da herhangi bir değişik söz konusu değildir (İSMMMO, 2019).

3 Şubat 2017 tarih ve 29968 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 2017/9759 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile net alanı 150 metrekarenin altında olan konut teslimlerinde %8 ve %18’lik orana tabi olacak konutların kapsamında bir değişiklik yapılarak %8’lik kapsama giren konutların kapsamı genişletilmiş ve 31 Mart 2017 tarihine kadar geçerli olacak KDV indiriminin uygulama süresi 30 Eylül 2017 tarihine kadar uzatılmıştır. Ayrıca gayrimenkul satışlarında çokça kullanılan “gayrimenkul satış vaadi sözleşmeleri” ile Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun kapsamında düzenlenen “ön ödemeli konut satış sözleşmeleri”nin tabi olduğu yaklaşık %1 (binde 9,48) oranında uygulanmakta olan Damga Vergisi oranı sıfıra indirilmiştir (Bayraktaroğlu, 2017) (KDV Tebliği, 2017). Resmî Gazete’de yayımlanan bu kanunların ekonomide önemi büyük olan inşaat ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektörlerini etkilemesi beklenmektedir.



Gayrimenkul yatırım ortaklığının amacı, getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere ve gayrimenkul projelerine yatırım yapmak, portföyündeki gayrimenkullerden kira geliri ve gayrimenkul alım satım kazancı elde etmektir (SPK, 2019). Gayrimenkul yatırım ortaklıkları; kurumsal sermayenin gayrimenkul sektörüne girebilmesine, büyük kapsamlı projelerin gerçekleştirilebilmesine ve bireysel yatırımcıların katma değeri yüksek projelere doğrudan yatırım yapabilmelerine fırsat sağlayabilir. Ayrıca, bireysel ve kurumsal yatırımcılar fonlarını birleştirerek getiri potansiyeli yüksek olan projeleri gerçekleştirebilirler (Yılmaz ve İçten, 2018: 75). Portföy yönetimi açısından ise inşaat ve gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörleri dışındaki sektörlerde yer alan firmaların hisse senetlerinin getirileri ile düşük korelasyona sahip olması portföy riskinin azaltılmasını sağlayabilir. Yabancı sermayenin ülkeye girişi açısından da gayrimenkul yatırım ortaklıkları elverişli olup, uzun vadeli yatırımlar yapmak isteyen büyük çaplı yabancı fonlardan ülkenin yararlanması sağlanabilmektedir (Turnacıgil ve Doğukanlı, 2018: 42-43). Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının bir başka özelliği de bir yatırımın borçlanma ile finanse edilebilmesi ve amortisman ayrılabilmesi gibi hususların yatırımcılar için gayrimenkul yatırımını cazip kılan unsurlar olmasıdır (SPK, 2019).

Bu çalışmanın amacı, katma değer vergisi (KDV) oranında yapılan değişikliğin Borsa İstanbul'da hisse senetleri işlem gören, inşaat ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektörlerinde yer alan firmaların hisse senetlerinin getirilerine etkisini incelemektir.

1. LİTERATÜR

Sanger, Sirmans ve Turnbull (1990) tarafından 1976 ve 1986 yıllarında gerçekleşen vergi reformlarının Amerika'da New York Borsası'nda işlem gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının (GYO) hisse senedi getirilerine ve risklerine etkisi araştırılmıştır. Yapılan araştırma sonucunda, gayrimenkul varlıklarının vergilendirilmesi ile ilgili 1976'da gerçekleştirilen vergi reformunu piyasanın hem gayrimenkul yatırım ortaklıkları hem de gayrimenkul yatırımları ile ilişkili sektörlerde faaliyet gösteren firmalar için yararlı olabileceği, şeklinde değerlendirdiği ifade edilmiştir. Ayrıca, diğer sektörlerde faaliyet gösteren firmaların ise vergi kalkanına daha az tepki gösterdikleri ya da yararlanabildikleri tespit edilmiştir. 1986'da gerçekleştirilen reform ise piyasa tarafından, gayrimenkul varlık sahipleri için olumsuz olacağı, şeklinde yorumlanmıştır. GYO'ların sistematik riski, her bir reformun gerçekleştirildiği dönem için önemli ölçüde azalmıştır. Buna karşılık, GYO dışı gayrimenkul firmalarının sistematik riskleri aynı dönem için önemli ölçüde artmıştır. Çalışmanın sonucunda bu durumun GYO'ya ilişkin hükümlerin daha esnek olmasından kaynaklanabileceği şeklinde yorumlanmıştır.

Amoako vd. (1992), Kanada'da 1985 – 1987 yılında yapılan sermaye kazançları vergi muafiyeti uygulamalarının, temettü getirisi düşük olan ve temettü getirisi yüksek olan hisse senetlerinin fiyatlarına etkisini araştırmıştır. Yaptıkları analizin sonucuna göre, hem 1985'te hem de 1987'de yapılan kanun değişikliğinin temettü getirisi düşük olan ve temettü getirisi yüksek olan hisse senetleri üzerindeki etkisi farklıdır. Araştırmacılar, Kanada hisse senedi piyasasında, 1985 yılında getirilen sermaye kazancı muafiyetine ilişkin, piyasanın hisse senedi fiyatlarına tepkisinin anlamlı düzeyde olmadığını, piyasanın hisse senedi fiyatlarına verdiği tepki ile temettü getirileri arasındaki ilişkinin değişmediğini bulmuşlardır. 1987'de vergi muafiyeti uygulaması yapıldığında ise yüksek temettü getirili firmaların hisse senedi fiyatlarında, düşük temettü getirili firmalara göre önemli ölçüde daha küçük bir fiyat değişimi olduğunu ve hisse senedi piyasasının

tepkisinin vergi reformu önerisinin Kanada Meclisi'nde okunmasından bir gün önce ve bir gün sonra gerçekleştiğini tespit etmişlerdir. Araştırmacılar, Kanada'da sermaye kazancı vergi kanununda yapılan değişikliklerin hisse senedi değerini etkilediği sonucuna varmışlardır.

Lang ve Shackelford (1999), Amerika'da Mayıs 1997'de yapılan sermaye kazançlarındaki vergi indiriminin hisse senedi fiyatlarına etkisini Amerika'nın en büyük 2000 firması için araştırmıştır. Çalışmada, sermaye kazancında indirim olacağına ilişkin işaretlerin ve sermaye kazancında indirim yapılacağına ilişkin duyurunun yapıldığı beş günlük süreç analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, temettü ödemeyen firmaların hisse senetlerinin değerinin temettü ödeyen firmaların hisse senetlerinin değerine göre yüzde 6 daha fazla arttığı bulunmuştur. Araştırmacılar, bu sonucun iki ilgili açıklama ile tutarlı olduğunu tespit etmişlerdir. Bunlardan biri beklenen sermaye kazancı vergi oranındaki indiriminin, yatırımcılar açısından, yatırımın çekiciliğini artırdığıdır. Diğer tespitleri ise sermaye kazancı vergisine tabi olan hissedarların, şirketin hisse senetlerini elde ettikleri ölçüde, beklenen sermaye kazancı vergisi oranındaki bir azalma, şirketin piyasa değerini artırır, tespitidir. Bu çalışma, beklenen sermaye kazancı vergi oranlarındaki indirimin bir hafta boyunca hisse fiyatlarını önemli ölçüde etkileyen sermaye kazanç vergileri ile tutarlı kanıtlar sunmaktadır.

Koçyiğit ve Kılıç (2008)'in yaptıkları çalışmada 2008 yılından itibaren, leasing sektöründe uygulanmaya başlanan KDV oranı değişikliğinin, halka açık leasing sektörü hisse senetlerinin getirileri üzerine etkisi incelenmiştir. Olay çalışması yönteminden yararlanılarak hisse senetleri İMKB'de işlem gören tüm leasing şirketleri uygulamaya dahil edilmiştir. Çalışmada, olay penceresi olarak 43 iş günü alınmıştır. Araştırma sonuçlarına göre, olay öncesi ve sonrası, istatistiksel olarak anlamlı anormal getirilerin elde edilebileceği saptanmıştır. Kümülatif anormal getirilerin elde edilmesinin ise, sadece olay öncesi 38. ve 43. günler arasında mümkün olduğu, olaydan önceki ve sonraki diğer günlerde istatistiksel olarak anlamlı kümülatif getiriler olmadığı sonucuna varılmıştır.

Chirakijja vd. (2009), İngiliz Hükümetinin, 24 Kasım 2008'de, KDV oranını %17,5'ten %15'e indirdiğini kamuoyuna duyurduktan sonra, bu duyurunun piyasadaki mal fiyatları üzerine etkisini incelemişlerdir. Çalışmada KDV indiriminin sınırlı da olsa malların fiyatlarını düşürdüğünü ve talebi artırdığını tespit etmişlerdir. Ayrıca, farklı piyasalarda talep koşullarına göre firma davranışının da değişebileceğini belirtmişlerdir.

Kandır ve Yakar (2012), 29.11.2005 tarihli kurumlar vergisinde indirim yapılacağına dair açıklamanın hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmanın örneklemini, 2004 yılında en fazla kurumlar vergisi tahakkuk ettirilen on şirket arasından verisine ulaşılabilen beş şirketten oluşturulmuştur. Olay analizinin kullanıldığı çalışmada olay gününün beş gün öncesi ve beş gün sonrası dikkate alınmıştır. Analiz sonuçları, kurumlar vergisi indiriminin hisse senedi getirilerinde anormal bir tepkiye neden olduğunu göstermektedir.

Tuncay ve Eşgünoğlu (2017), 2005-2013 döneminde menkul kıymet gelirlerine yönelik yapılan 6 vergi düzenlemesinin BİST hisse senedi piyasasında işlem gören 12 ana sektör üzerine etkisini araştırmıştır. Olay analizinin kullanıldığı çalışmadan elde edilen bulgulara göre, hisse piyasasında yer alan sektörlerin vergi düzenlemelerine farklı tepkiler gösterdikleri ve düzenleme öncesi ve sonrası günlerde anlamlı anormal getiriler ortaya çıktığı tespit edilmiştir. Bulgulara göre; gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektörü 12 sektör içinde vergisel düzenlemelerden en az



etkilenen sektör olup sadece 2006 ve 2013 yılındaki düzenlemelerin, sektör getirilerini anlamlı olarak etkilediği görülmüştür.

Yıldırım vd. (2019) 31.10.2018 tarihindeki Katma Değer Vergisi (KDV) ve Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) oranlarındaki indirimlerin tekstil, ulaştırma ve ticaret sektör endekslerinin performansları üzerindeki etkisini incelemiştir. Olay çalışması yönteminin kullanıldığı araştırmada olay penceresi duyuru gününün on gün öncesi ve on gün sonrası dikkate alınarak oluşturulmuştur. Araştırmanın bulguları, vergi indirimlerinin, BİST Tekstil ve Deri Endeksi, BİST Ulaştırma Endeksi ve BİST Ticaret Endeksi üzerinde etkili olduğunu ve olay gününden sonraki günlerde anormal getirilerin varlığını göstermiştir. Araştırmanın sonucunda, vergi indirimlerinin ilgili sektörlerdeki endekslerin borsa değerlerini etkilediği tespit edilmiştir.

2. KONUTTA KATMA DEĞER VERGİSİ İNDİRİMİNİN BİST İNŞAAT VE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI SEKTÖRLERİNDE YER ALAN FİRMALARIN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNE ETKİSİ: OLAY ÇALIŞMASI

2.1. Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışmanın amacı, 8 Eylül 2016 tarihinde Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren ve 3 Şubat 2017 tarihli karar ile uzatma kararı alınan konutta KDV indiriminin BİST’te inşaat ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektörlerinde yer alan firmaların hisse senetlerinin getirilerine etkisini araştırmaktır. Araştırmada olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Araştırmaya dahil edilecek firmalar, Kamuyu Aydınlatma Platformu’nun resmi internet sitesindeki sektör ayırımına göre belirlenmiştir (KAP, 2019). Araştırma verisi ise 2016-2017 yıllarında hisse senetleri BİST’te işlem gören inşaat ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektörlerinde yer alan firmaların finansal bilgilerinden oluşmuştur. Araştırma döneminde BİST Tüm Endeksinde 9 adet inşaat sektörünün ve 30 adet gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörünün olmak üzere toplam 39 firmanın hisse senetlerinin işlem gördüğü tespit edilmiştir. Çalışma kapsamında yer alan firmaların hisse senetlerine ait kapanış fiyatları ve aşırı getirinin hesaplanmasında baz alınacak olan BİST 100 Endeks kapanış fiyatları Finnet Elektronik Yayıncılık Data İletişim Sanayi Ticaret Limited Şirketi’nden elde edilmiştir. Analiz, Stata 14.2 programı aracılığı ile yapılmıştır.

Çalışmanın uygulama kısmında öncelikle, konutta KDV indiriminin Resmî Gazete’de yayımlandığı tarih olan 8 Eylül 2016 ve kararın uzatıldığı tarih olan 3 Şubat 2017 tarihleri olay günü olarak belirlenmiştir. Sonrasında olay gününün 60 gün öncesi ve 60 gün sonrasını kapsayan günlük getiri oranları elde edilmiştir. Bu günlük getirilerden yararlanılarak da olay çalışması için gerekli hesaplamalar yapılmış ve konutta KDV indiriminin firmaların hisse senetlerinde anormal bir getiriye neden olup olmadığı ortaya konulmaya çalışılmıştır. Olay penceresinin 60 gün olarak seçilmesinin nedeni kısa vadeli etkinin incelenmesi durumunda getirilerin olaylara duyarlılığının daha sağlıklı bir şekilde ölçülebileceğinin düşünülmesidir. Ayrıca, ilk kanunun çıktığı tarih ile uzatmanın yaşandığı tarih iki farklı olay olarak değerlendirilmiş ve iki olay arasında bir fark olup olmadığı incelenmiştir. Bu çalışmada konutta KDV indiriminin kısa dönem performansları (ilan tarihten 60 gün öncesi ve 60 gün sonrası getirilerini kapsayacak şekilde) toplam 121 günlük getirileri kapsayacak şekilde incelenmiştir.

2.2. Çalışmanın Yöntemi

Çalışmanın araştırma kısmında kullanılan gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörü ve inşaat sektöründe yer alan firmalara ait bilgiler Tablo 1’de yer almaktadır.

Tablo 1: Araştırmada Kullanılan Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörü ve İnşaat Sektöründe Yer Alan Firmalar

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Firmaları			İnşaat Firmaları
Akfen GYO	Doğuş GYO	Nurol GYO	Yeşil Yapı A.Ş.
Akiş GYO	Emlak Konut GYO	Özderici GYO	Yayla Enerji Ür. Trzm. ve İnş. Tic. A.Ş.
Akmerkez GYO	Halk GYO	Özak GYO	Türker Proje GMY Geliştirme A.Ş.
Alarko GYO	İdealist GYO	Panora GYO	San-El Müh. Elk. Taah. San. ve Tic. A.Ş.
Ata GYO	İş GYO	Pera GYO	Orge Enerji Elk. Taah. A.Ş.
Atakule GYO	Kiler GYO	Sinpaş GYO	Kuyumcukent GMY. A.Ş.
Avrasya GYO	Körfez GYO	Reysaş GYO	Edip GMY San. ve Tic. A.Ş.
Deniz GYO	Martı GYO	Servet GYO	Anel Elektrik Proje Taah. ve Tic. A.Ş.
Torunlar GYO	TSKB GYO	Vakıf GYO	
Yapı Kredi Koray GYO	Yeni Gimat GYO	Yeşil GYO	

Çalışmada, Olay Çalışması (Event Study) yönteminden yararlanılmıştır. Olay çalışması belli bir olayın, belli bir dönem içinde, analize konu edilen firmanın hisse senedi üzerindeki etkisini ölçmeyi sağlayan ve piyasa tarafından olaylara verilen anormal tepkileri ölçmekte kullanılan ekonometrik bir yaklaşımdır (Bozkurt, Öksüz ve Karakuş, 2015: 124). Finans, muhasebe, hukuk, örgütsel davranış ve iş stratejisi gibi çeşitli disiplinlerde yaygın olarak kullanılan olay çalışması, beklenmeyen bir olayın, o olayla bağlantılı bir firma portföyünün beklenen karlılığı ve riski üzerindeki etkisinin büyüklüğünü ölçer (Agrawal ve Kamakura, 1995: 57).

Olay çalışmasının altında yatan teori, etkin piyasa hipotezidir. Etkin piyasa hipotezine göre firmaların hisse senedi fiyatları, şirketin mevcut ve gelecekteki durumu hakkında var olan tüm bilgileri yansıtır. Beklenmeyen bir olaydan kaynaklanan herhangi bir yeni bilginin bir firmanın mevcut ve gelecekteki kazancını etkileyeceği anlaşılırsa, piyasa olayı öğrenir öğrenmez hisse senedinin fiyatı değişmeye başlayabilir. Bu nedenle, hisse senedi fiyatları bir firmanın değerinin güvenilir bir göstergesi olarak görülmektedir. Bir olaydan sonra hisse senedi fiyatındaki değişimin, olay öncesi fiyatına göre, pazarın o olayın ekonomik değeri hakkındaki tarafsız tahminini yansıtması gerekir. Bir olayın firmanın değeri üzerinde bir etkisi olup olmadığını incelemek için genel piyasa hareketlerinden kaynaklanan değişiklikler ayarlandıktan sonra hisse senedi fiyatındaki değişiklik olan anormal getiri ölçülür (Agrawal ve Kamakura, 1995: 57). Anormal getiri, kabullenilen bir risk düzeyinde sağlanabilecek bir getiri oranından daha yüksek olan getiri oranı şeklinde tanımlanabilir (Çıtak ve Yıldız, 2007: 274).

Anormal getirilerin ölçülmesinde istatistiksel ve ekonomik modeller kullanılmaktadır. İstatistiksel modeller, herhangi bir ekonomik teoriye dayanmayan ve fiyat davranışları konusundaki istatistiki varsayımlardan ortaya çıkan modellerdir. Bu modeller, sabit ortalama getiri modeli, piyasa modeli ve faktör modelleridir. Ekonomik modeller ise, sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (capital assets pricing model) (CAPM) ve arbitraj fiyatlama modeli (arbitrage pricing theory) (APT)’dir (Koçyiğit ve Kılıç, 2008: 170). Bu çalışmada piyasa modeli kullanılmıştır.

Olay çalışmasında öncelikle hisse senedi getirileri aşağıdaki gibi hesaplanır;

$$R_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \quad R_{mt} = \frac{(I_t - I_{t-1})}{I_{t-1}} \quad (1)$$

Burada: R_{it} i hisse senedi için t günündeki getiriyi, P_t hisse senedinin t günündeki kapanış fiyatını, P_{t-1} hisse senedinin t-1 günündeki kapanış fiyatını göstermektedir. R_{mt} endekse ait t günündeki getiri, I_t t günündeki endeks kapanış fiyatı, I_{t-1} t-1 günündeki endeks kapanış fiyatını göstermektedir.

Çalışmada hisse senedi ve BİST 100 Endeksinin belirlenen tarihlerdeki getirileri hesaplandıktan sonra günlük getiriler kullanılarak regresyon yöntemi ile α (sabit terim) ve β katsayıları hesaplanmıştır. Araştırmada kullanılan regresyon modeli aşağıda yer almaktadır:

$$R_t = \alpha_t + \beta_t * R_{m,t} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Denklem (2)'de R_t , t gününde gerçekleşen getiriyi, $R_{m,t}$, t gününde gerçekleşen piyasa getirisini, hesaplanan α değeri risksiz faiz oranını, β ise sistematik riski göstermektedir.

Olay penceresinde gerçekleşen getiriler ve piyasa modeli ile elde edilen katsayılar kullanılarak olay penceresindeki her bir gün için beklenen getiriler aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$E(R)_t = \alpha + \beta * R_{m,t} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Burada; $E(R)_t$, t günündeki beklenen getiriyi; α , risksiz faiz oranını temsil eden sabit terimi, β , beta katsayısını ve $R_{m,t}$, t günündeki piyasa getirisini ifade etmektedir.

Anormal getiri (AR) hesaplaması aşağıda gösterildiği şekilde yapılmıştır:

$$AR_t = R_t - E(R)_t \quad (4)$$

Anormal getiri hesaplamasından sonra bir olayın belirli bir zaman aralığındaki toplam etkisini gösteren kümülatif anormal getirileri (CAR) aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$CAR_t = \sum AR_t \quad (5)$$

Bu çalışmada olay penceresi için, olay günü ile olay öncesi ve sonrası 60'ar gün olmak üzere toplam 121 gün alınmıştır. Analizde, piyasayı temsilen BİST100 endeksi kullanılmıştır.

İşlemlerin sonucunda hesaplanan CAR_t değerleri 0'dan farklı bir değere sahip oluyorsa, ilgili olayın duyurulması firma hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyerek o hisse senedinden anormal bir getiri elde edildiğini gösterirken, hesaplanan CAR_t değerleri 0'a eşit ise, ilgili olayın kamuya duyurulmasının firmanın hisse senedi fiyatlarını etkilediğini ortaya çıkarmaktadır.

Bu çalışmada test edilecek hipotezler şu şekilde olacaktır:

H_0 : Konutta KDV indirimi ile ilgili yapılan değişikliğin ilgili firma hisse senetleri üzerine bir etkisi yoktur.

H_1 : Konutta KDV indirimi ile ilgili yapılan değişikliğin ilgili firma hisse senetleri üzerine bir etkisi vardır.

3. ÇALIŞMANIN BULGULARI

Yapılan analiz sonucunda elde edilen bulgular Tablo 2’de yer almaktadır.

Tablo 2: t İstatistiği Sonuçları

Olay Günü	Sektör	Gün	Anlamlılık
8 Eylül 2016	GYO	3. gün	%5
3 Şubat 2017	GYO	3. gün	%5
8 Eylül 2016	İnşaat	-	-
3 Şubat 2017	İnşaat	10. gün	%10

Yapılan analiz sonucunda gayrimenkul yatırım ortaklığı sektöründe yer alan firmaların hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılar olay günü olan 8 Eylül tarihli ilk kanunun yayınlandığı gün istatistiki olarak anlamlı anormal getiri elde edemezken, olayın gerçekleştiği günden sonraki üçüncü gün olay öncesi üç günle kıyaslandığında yatırımcıların %5 anlamlılık düzeyinde anormal getiri elde ettikleri görülmüştür. Ayrıca, gayrimenkul yatırım ortaklığı için uzatma kararının alındığı 3 Şubat için de üçüncü günden itibaren aşırı getiri elde edildiği tespit edilmiştir.

Yapılan analiz sonucunda inşaat sektöründe yer alan firmaların hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılar olay günü olan 8 Eylül tarihli ilk kanunun yayınlandığı gün istatistiki olarak anlamlı anormal getiri elde edemezken, olay gerçekleştikten sonraki günlerde de istatistiki olarak anlamlı anormal getiri elde edemedikleri görülmüştür. Uzatma kararının alındığı 3 Şubat tarihi için yapılan analizde ise olayın gerçekleştiği günden sonraki onuncu gün olay öncesi on günle kıyaslandığında yatırımcıların %10 anlamlılık düzeyinde anormal getiri elde ettikleri görülmüştür.

SONUÇ

Etkin piyasalar hipotezi açısından piyasaya ulaşan, şirketlerin üretimlerini, karlarını, değerlerini artıracak olan her türlü yeni haber, yeni bilgi niteliğindedir ve hisse senetlerinin fiyatlarını, getirilerini etkilemesi beklenir. Ancak, beklenen, hisse senedi fiyatlarındaki ve getirilerindeki artışın piyasanın getirisinin, anlamlı düzeyde, altında ya da üstünde olmamasıdır. Piyasa getirisinden anlamlı düzeyde pozitif yönde oluşan sapmalar ya da ortaya çıkan anormal getiriler, etkin piyasa hipotezinin ihlali anlamına gelecektir. Mal ve hizmetlere uygulanacak katma değer vergisi oranlarındaki indirimler ilgili sektörlerde yer alan şirketlerin gelirlerini etkileyebilir. Şirketlerin değerlerini etkileyecek olan bilgiler, hisse senedi piyasalarındaki yatırımcılar tarafından değerlendirilerek hisse senedinin fiyatına yansıtılır.

Ülke ekonomisinde önemli bir yeri olan inşaat ve inşaatla dayalı sektörlerden biri konut sektörüdür. Son yıllarda konut sayısında aşırı artış olması konut fiyatlarını düşürmüştür. Piyasada talep fazlası oluşan aşırı arz konut satışlarının azalmasına da yol açmıştır. Hükümet tarafından konut satışlarındaki durgunluğu azaltmak, birçok sektör için lokomotif sektör niteliğinde olan inşaat sektöründe canlılık oluşturmak için 8 Eylül 2016 tarihli bakanlar kurulu kararı ile konutta KDV indirimi uygulamasına gidilmiştir. Ayrıca 3 Şubat 2017 tarihinde KDV indirimi uygulamasının uzatılması kararı alınmıştır.

Bu çalışmada 8 Eylül 2016 tarihinde Resmî Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren ve 3 Şubat 2017 tarihinde uzatma kararı alınan, konutta KDV indirimi uygulamasının Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren inşaat ve gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörlerinde yer alan firmaların hisse senetlerinin getirileri üzerine etkisi araştırılmıştır. Olay çalışmasının kullanıldığı çalışmada

gayrimenkul yatırım ortaklığı sektöründe yer alan firmaların hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların her iki tarih için de (8 Eylül 2016 ve 3 Şubat 2017) üçüncü günden itibaren anormal getiri elde edebildikleri belirlenmiştir. Sadece İnşaat sektöründe yer alan firmaların hisse senedi getirileri incelendiğinde ise 8 Eylül tarihli karar sonucunda anormal getiri elde edemedikleri belirlenmiştir. Ancak, 3 Şubat tarihli uzatma kararından sonra yatırımcıların onuncu günden itibaren anormal getiri elde edebildikleri tespit edilmiştir.

Analiz bulguları, konutta KDV indiriminin etkisinin düzenlemelerin yürürlüğe girdiği tarihlerden sonra inşaat ve gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörlerinde görüldüğünü ve etkinin her iki sektör için farklı farklı olduğunu göstermiştir. Tuncay ve Eşgünoğlu (2017)'nin çalışmasında gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektörü tüm vergi düzenlemelerinden en az etkilenen sektör olmasına ve anormal getirilerin olay öncesi ve sonrası da görülmesine rağmen, bu çalışmada sadece olay günü sonrası piyasanın tepki verdiği görülmüştür. Olay gününden önce anormal getirilerin ortaya çıkmamasının nedeni, vergi düzenlemesine ilişkin yapılan çalışmalar konusunda kamuoyuna bilgi sızdırılmaması olabilir. Bu durum piyasanın etkinliği açısından olumlu bir durum olup yarı etkin piyasa koşuluna uygundur. Ancak, olay gününden sonra anormal getirilerin görülmesi piyasa etkinliğinin ihlali anlamına gelmektedir.

Analiz sonucunda, konutta KDV indiriminin yürürlüğe girdiği dönemde, BİST hisse senedi piyasasında inşaat ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektörlerinde anormal getiri elde edilebileceği tespit edilmiştir. Analiz sonuçları, vergi indiriminin ilgili sektörlerin hisse senetlerinin getirilerine kısa vadeli etkisi olduğunu göstermektedir. 2016-2017 döneminde, BİST Tüm Endeksi inşaat ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektörlerinde yer alan firmalara yatırım yapan yatırımcıların piyasanın sağladığı ortalama getirinin üzerinde getiri elde etmeleri nedeni ile etkin piyasa hipotezi desteklenmemektedir. Ancak, etkin piyasa hipotezinin, piyasalarda bu tip anomalilerin görülebileceğini, fakat, piyasaların bir süre sonra dengeye geleceğini öne sürdüğünü de unutmamak gerekir. Araştırmanın sonucu, Türkiye'de gerçekleştirilen vergi indirimi uygulamalarının, hisse senetlerinin getirilerini etkilediğini göstermektedir. Yatırımcıların, vergi ile ilgili duyuruları dikkate alarak hisse senedi piyasalarında pozisyon almaları halinde belli bir dönem için piyasanın üzerinde anormal getiri elde etmeleri mümkündür.

KAYNAKLAR

- Agrawal, J. ve Kamakura, W. A. (1995). The economic worth of celebrity endorsers: An event study analysis. *The Journal of Marketing*, 59 (1995), 56-62.
- Amoako-Adu, B., Rashid, M., Stebbins, M., 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, 275-287.
- Bayraktaroğlu, E. (2017). Gayrimenkul vergilemesinde yeni düzenlemeler: Konut KDV'sinde yeni oranlar ve damga vergisi oranları. *Dünya Gazetesi*, 08.02.2017. <https://www.dunya.com/kose-yazisi/gayrimenkul-vergilemesinde-yeni-duzenlemeler-konut-kdvsinde-yeni-oranlar-ve-damga-vergisi-oranlari/349064>, (Erişim Tarihi: 11.03.2019).
- Bozkurt, İ., Öksüz, S. ve Karakuş, R. (2015). Finansal tablo ilanlarının hisse getirileri üzerindeki etkisi: BİST'de ampirik bir uygulama. <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/296222>, (Erişim Tarihi: 24.09.2019). *Maliye ve Finans Yazıları*, 1 (103), 112-141.

- Chirakijja, J., Crossley, T.F., Lührmann, M. ve O’Dea, C. (2009). Value – added tax: Fiscal and practical potential. NTA National Tax Association Annual Meeting. <https://ntanet.org/wp-content/uploads/proceedings/2009/003-chirakijja-the-stimulus-effect-2009-nta-proceedings.pdf>. (Erişim Tarihi: 04.09.2019).
- Çıtak, L. ve Kaplan, Yıldız F. (2007). Devralmanın devralan işletmelerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi: Sermaye piyasası kurulu izni ile gerçekleşen devralmaların devralan işletmelerin hisse senedi getiri oranları üzerindeki etkisinin incelenmesi. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 22 (2), 273-295.
- Daniel, K. Ve Titman, S. (2000). Market efficiency in an irrational world. Nber Working Paper Series, 7489. <https://www.nber.org/papers/w7489.pdf>, (Erişim Tarihi: 03.05.2019).
- Derin-Güre, P. ve Kütük, S. (2016). Türkiye’de Kurumlar Vergisi Değişikliğinin Hisse Senetleri Fiyatları Üzerine Kısa Dönemli Etkisi, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 71(1), 303-322.
- Fama, F. E. (1970). Efficient capital markets: A review of theory empirical work. The Journal of Finance, 25 (2), 388-417.
- Grinblatt, M.S., Ronald, W.M. ve Titman, S. (1984). The valuation of stock splits and stocks dividends. Journal of Financial Economics, 13 (1984), 461-490.
- İsmmmo (2019). Gayrimenkul Teslimlerinde Uygulanacak Kdv Oranları. http://archive.ismmmo.org.tr/Mansetler/MEVZUAT/Duyuru/GAYRIMENKUL_TESLIM_KDV_ORANI.pdf_762.pdf. (Erişim Tarihi: 03.05.2019).
- Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), Sektörler. <https://www.kap.org.tr/tr/Sektorler>, (Erişim Tarihi: 11.03.2019).
- Kandır, S. Y. ve Yakar, S. (2012). Kurumlar vergisi oranındaki değişikliğin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin incelenmesi. Maliye Dergisi, 163, 170-186.
- Katma Değer Vergisi Uygulama Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (2017). T.C. Resmî Gazete (29968, 03 Şubat 2017). <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/02/20170203-8.htm>, (Erişim Tarihi: 11.03.2019).
- Koçyiğit, M. ve Kılıç, A. (2008). Leasing Sektöründe KDV Oranı Değişikliğinin İMKB’de İşlem Gören Leasing Şirketlerinin Hisse Senedi Getirisine Etkisi. Muhasebe ve Finansman Dergisi, 40, 165-174.
- Korkmaz, T. ve Ceylan, A. (2010). Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi. Yenilenmiş 5. Baskı, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa.
- Lang, M.H. ve Shackelford, D.A. (1999). Capitalization of capital gains taxes: Evidence from stock price reaction to the 1997 rate reduction. NBER Working Paper Series (6885), 1-37.
- Ömürgönülşen, U., Pirgaip, Ç. Z. ve Pirgaip, B. (2015). Mahalli idarelerin altyapı yatırımlarının finansmanında gayrimenkul yatırım ortaklığı (gyo) modeli. Maliye Dergisi, 168, 20-30.
- Sanger, G. C., Sirman, C. F. ve Turnbull, G. K. (1990) The effects of tax reform on real estate: Some empirical results. Land Economics, 66 (4), 409-424.

https://www.researchgate.net/publication/227638503_The_Effects_of_Tax_Reform_on_Real_Estate_Some_Empirical_Results, (Erişim Tarihi: 12.03.2019).

Sermaye Piyasası Kurulu (2019). Gayrimenkul yatırım ortaklıkları tanıtım rehberi. <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/409>, (Erişim Tarihi, 11.03.2019).

Tuncay, M. ve Eşgünoğlu, M. (2017). Menkul kıymetlerle ilgili vergi düzenlemelerinin sermaye piyasaları üzerindeki etkisi. *International Journal Of Economic & Administrative Studies*, 19, 149-170.

Turnacıgil, S. ve Doğanlı, H. (2018). BİST gyo endeks getirilerinin svfm ile sınanması ve etki tepki analizleri. *Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4 (2), 37-57.

Türkmen, S. Y. (2011). İMKB'de işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının finansal etkinliklerinin veri zarflama analizi ile değerlendirilmesi. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 31 (2), 273-288.

Urak, E. (2016). Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına sağlanan vergisel teşvikler. *Mali Çözüm Dergisi*, 133, 161-167.

Yıldırım, H.H., Yazgan, K. F. ve Sakarya, Ş. (2019). Vergi oranlarındaki indirimin sektör endeksleri üzerindeki etkisi: BİST'de bir araştırma. M. Yüce, M. Mıynat, A.V. Can ve Ş. Sakarya (Der.), *New Economic Trends and Business Opportunities (Yeni Ekonomik Trendler ve İş Fırsatları)*. Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Yılmaz, M. K. ve İçten, O. (2018). Borsa İstanbul'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının nakit akımı odaklı finansal performans analizi (2007-2016). *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 55 (635), 73-87.