

# Kurumlar Vergisi Oranındaki Değişikliğin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi

Serkan Yılmaz KANDIR\*  
Soner YAKAR\*\*

## Özet

Çalışmanın amacı, kurumlar vergisinde indirim öngören açıklamanın hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin incelenmesidir. Çalışmanın örneklemini 2004 yılında en fazla kurumlar vergisi tahakkuk ettirilen on şirket arasından verisi derlenen beş şirket oluşturmaktadır. Çalışmada, olay çalışması yönteminden yararlanılmıştır. Bu çerçevede, 29/11/2005 tarihinde yapılan kurumlar vergisi indirimi açıklaması olay günü olarak belirlenmiş ve buna bağlı olarak olay penceresi olay gününün beş gün öncesi ve beş gün sonrası dikkate alınarak oluşturulmuştur. Analiz sonuçları, kurumlar vergisi indirimi açıklamasının olay gününde hisse senedi getirilerinde anormal bir tepkiye neden olduğunu göstermektedir. Buna göre İMKB yarı güçlü formda etkin bir piyasa olarak değerlendirilebilir.

**Anahtar Kelimeler:** Kurumlar Vergisi, Etkin Piyasalar Hipotezi, Olay Çalışması

## *Investigating the Impact of the Change in Corporate Tax Rate on Stock Returns*

### **Abstract**

Aim of this study is to investigate the impact of deduction in corporate tax announcement on stock returns. The sample of the study is composed of five companies, of which data is collected among ten companies that were accrued the highest corporate tax in 2004. Event study method is employed in the study. In this manner, corporate tax deduction announcement made on November 29<sup>th</sup> 2005 is determined as event day and event window is constructed by establishing five days

---

\*Doç.Dr., Çukurova Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, skandir@cukurova.edu.tr

\*\*Arş.Gör.Dr., Çukurova Üniversitesi, İİBF, Maliye Bölümü, soner.yakar@gmail.com

before and after the event day. Analysis results suggest that stock returns react significantly to corporate tax deduction announcement on the event day. In this manner, ISE would be accepted as a semi-strong form efficient market.

**Key Words:** Corporate Tax, Efficient Market Hypothesis, Event Study

**JEL Classification Codes:** G14, H25

## Giriş

29/11/2005 tarihinde kurumlar vergisi oranının 01/01/2006 tarihinden itibaren %30'dan %20'ye düşürüleceği açıklanmıştır. 5520 sayılı Kanunun<sup>1</sup> 32. maddesi<sup>2</sup> ile de %30 olan kurumlar vergisi oranı 01/01/2006 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere %20 olarak belirlenmiştir.<sup>3</sup> 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanununun genel gerekçesinde kurumlar vergisi oranının %30'dan %20'ye düşürülmesinin gerekçesi şöyle açıklanmıştır: “Özellikle yabancı sermaye çekmek ve çevre ülke konumundan kurtularak uluslararası iktisadi faaliyetlerin yoğunlaştığı bir merkez düzeyine erişebilmek için alınan vergisel önlemlerle neredeyse her gelişmişlik düzeyinden onlarca ülke diğerleriyle kıyasıya bir rekabet içine girmiştir. Bu çerçevede, vergi oranları söz konusu rekabetin önemli bir aracı olarak karşımıza çıkmaktadır. Başta

<sup>1</sup>Resmi Gazete, 21/06/2006, Sayı:26205.

<sup>2</sup>5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanununun 32. maddesi:

(1) Kurumlar vergisi, kurum kazancı üzerinden %20 oranında alınır.

(2) Kurumlar vergisi mükelleflerince (dar mükellefiyete tâbi kurumlarda ticari ve zirai kazançlarla sınırlı olarak) cari vergilendirme döneminin kurumlar vergisine mahsup edilmek üzere Gelir Vergisi Kanununda belirtilen esaslara göre ve cari dönemin kurumlar vergisi oranında geçici vergi ödenir. Tam mükellef kurumlar için geçerli olan esaslar dar mükellef kurumlara da aynen uygulanır.

(3) Bakanlar Kurulu, ikinci fıkrada yazılı geçici vergi oranını beş puana kadar indirmeye veya tekrar kanuni seviyesine kadar getirmeye yetkilidir.

(4) Kanunun 23. maddesine göre vergilendirilen yabancı ulaştırma kurumlarında vergi oranını karşılıklı olmak şartıyla ülkeler itibarıyla kara, deniz ve hava ulaştırma kurumları için ayrı ayrı veya topluca sıfıra kadar indirmeye veya bu maddede yazılı oranın bir katını geçmemek üzere yeni bir oran tespit etmeye Bakanlar Kurulu yetkilidir.

<sup>3</sup>Türkiye’de Kurumlar Vergisi Kanunu Alman Kurumlar Vergisi Kanunundan yararlanılarak hazırlanmıştır (Erginay, 1995:241). İlk olarak 03/06/1949 tarih ve 5422 sayılı Kanunla kurum kazançları 1950 yılından itibaren şahsi kazançlardan ayrı olarak vergilendirilmeye başlanmıştır (Mutlu, 2009:100). Kurumlar vergisi ilk olarak %10'luk oranla uygulanmış daha sonra 1960-1963 yıllarında bu oran %20 iken 1964'ten 1980'e kadar geçen dönemde %25 yükseltilmiştir. Diğer taraftan 1950-1980 yılları arasında kurumlar vergisine ek olarak ortaklara dağıtılan kâr payı üzerinden %20 oranında gelir vergisi stopajı yapılmıştır. 1980 sonrasında vergi sisteminde yapılan değişikliklerle kurum kazançlarına uygulanan gelir vergisi stopajı kaldırılmış ve kurumlar vergisi oranı %50 oranında uygulanmıştır. 1981 yılında ise %50 oranında uygulanan kurumlar vergisi ile birlikte vergi alacağı uygulamaya başlanmıştır. 1983 yılında kurumlar vergisi oranı %40'a ve vergi alacağının oranı da 1/3'e düşürülmüştür. Vergi alacağının uygulanmasındaki sorunlar nedeniyle 1985 yılı sonunda bu uygulamaya tamamen son verilmiştir. 1986 yılından itibaren kurum kazançları sadece %46 oranında kurumlar vergisine tabi tutulmuştur. 1995 yılından itibaren vergi alacağı uygulamasına yeniden dönülerek %46 olan kurumlar vergisi oranı %25'e düşürülmüş ve kâr payı üzerinden %10 veya %20 oranında (kurumun halka açık veya kapalı olmasına göre) gelir vergisi stopajı uygulanmıştır. Ayrıca, kâr payının belli bir tutarı aşması durumunda kâr payını elde eden gerçek kişiye de beyan yükümlülüğü getirilmiştir. Beyannameye kâr payı yanında bu kâr payının 1/3'üne isabet eden miktar da vergi alacağı olarak gösterilmiştir. Kurumlar Vergisi Kanununun 25'inci maddesinde yapılan değişiklik ile vergi oranı 1999 yılı kazançlarından uygulanmaya başlamak üzere %30 olarak belirlenmiştir. Vergi alacağı hesaplaması 2000 yılının kâr payları için 1/5 olarak değiştirilmiştir (Armağan, 2007:232-234). 2004 yılında 5422 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun geçici 32. maddesine istinaden kurumlar vergisi oranı %33 olarak uygulanmışken 2005 yılında %30 olarak uygulanmıştır ([http://www.gib.gov.tr/fileadmin/user\\_upload/Yararli\\_Bilgiler/2007\\_KV\\_Oranlari.html](http://www.gib.gov.tr/fileadmin/user_upload/Yararli_Bilgiler/2007_KV_Oranlari.html)).

Merkez ve Doğu Avrupa ülkeleri olmak üzere birçok ülke bugün "düz vergi" (flat tax) olarak isimlendirilen uygulamalara başvurmakta ve vergi oranlarını olabildiğince düşürmektedir. Bu rekabet olgusuna kayıtsız kalmak olanaksız olduğu gibi akıllıca da değildir. Dolayısıyla ekli Tasarının 32. maddesinden de görüleceği gibi kurumlar vergisi oranının sözü edilen bu çevresel koşullar da dikkate alınarak yeniden tespit edilmesine özen gösterilmiştir” ([http://www.gib.gov.tr/fileadmin/user\\_upload/Gerekceler/5520\\_Sayili\\_Kanun.pdf](http://www.gib.gov.tr/fileadmin/user_upload/Gerekceler/5520_Sayili_Kanun.pdf),2). Kurumlar vergisindeki bu oran değişikliğiyle yerli ve yabancı kurumlar teşvik edilerek küresel vergi rekabetinde avantajlı konuma geçilmesi sağlanmaya çalışılmıştır (Armağan, 2007:234). Çünkü kurumlar vergisi kurum kazancı üzerinden alınmaktadır. Bu nedenle de şirketlerin kârlılık düzeylerini etkilemektedir. Ödenecek kurumlar vergisi yükseldikçe şirketlerin daha az kâr elde etmesine yol açmaktadır. Bu durumun şirketlerin hisse senedi getirilerini etkilemesi de kaçınılmazdır.

Bu çalışmanın amacı, kurumlar vergisi oranındaki değişimin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisinin incelenmesidir. Çalışmada, 29/11/2005 tarihinde kurumlar vergisi oranının 01/01/2006 tarihinden itibaren %30’dan %20’ye düşürüleceği açıklamasının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmanın örneklemini, 2004 yılında en fazla kurumlar vergisi tahakkuk ettirilen on şirket arasından, verisi bulunan beş şirketten oluşmaktadır. 2004 yılında en fazla kurumlar vergisi tahakkuk ettirilen on şirket arasında bulunmalarına rağmen beş şirketin araştırma yapılan dönemde İMKB’de işlem görmediği belirlenmiştir. Bu nedenle söz konusu beş şirketin verisine ulaşılamamış ve bu beş şirket analize dahil edilememiştir. Çalışmada, olay çalışması yönteminden yararlanılmıştır. Bu çerçevede, 29/11/2005 tarihinde yapılan kurumlar vergisi indirimi açıklaması olay günü olarak belirlenmiş ve buna bağlı olarak olay penceresi olay gününün beş gün öncesi ve beş gün sonrası dikkate alınarak oluşturulmuştur. Olay penceresindeki anormal ve kümülatif anormal getiriler hesaplanarak kurumlar vergisi indiriminin hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Vergi oranlarına ilişkin açıklamaların hisse senedi getirileri üzerindeki kısa vadeli etkisini inceleyen çalışmaların sayısı oldukça sınırlıdır. Üstelik sınırlı sayıdaki çalışmanın büyük bölümü, şirketlerin kâr payı dağıtım kararlarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisine odaklanmakta ve A.B.D.’yi konu almaktadır. Bu çerçevede, daha önce benzer konularda yapılan diğer çalışmalara göre bu çalışmanın özgün bir nitelik taşıdığı düşünülmektedir.

Çalışma, dört bölümden oluşmaktadır. İzleyen bölümde etkin piyasalar hipotezi incelenmiş ve ikinci bölümde ilgili literatür özetlenmiştir. Üçüncü bölümde, çalışmada kullanılan verilere ve yönteme ilişkin açıklamalar yapılmıştır. Dördüncü bölümde elde edilen bulgular raporlanmıştır.

### **1. Etkin Piyasalar Hipotezi**

Etkin piyasalar hipotezinin tarihsel gelişiminde “Rassal Yürüyüş Modeli” önemli bir yere sahiptir. Rassal Yürüyüş Modelini geliştiren Kendall (1953), 22 İngiliz hisse senedi ve emtia fiyat serileri üzerinde yaptığı çalışma sonucunda, fiyat serilerinin bir dönemden diğer döneme geçerken rassal olarak hareket ettiğini ve fiyat değişimleri arasında sıfıra yakın otokolerasyon olduğunu belirlemiştir. Fiyat serilerinin zaman içerisinde gösterdikleri bu bağımsız yapı “rassal yürüyüş modeli” olarak kabul edilmiştir. Rassal Yürüyüş Modeli, geçmiş hisse senedi fiyat bilgileri kullanılarak

gelecekteki hisse senedi fiyatlarının tahmin edilemeyeceğini ileri sürmektedir. Buna göre hisse senedi fiyat değişikliklerinin hafızası bulunmamaktadır (Kendall ve Hill, 1953; Fama, 1965). Benzer veriyi kullanarak rassal yürüyüş modelini test eden Roberts (1959), benzer sonuçlara ulaşmış ve hisse senedi fiyatlarının belirli kalıplar izlemediğini vurgulamıştır.

Finans yazınında etkin piyasa kavramını ilk kez tanımlayan Fama olmuştur (Fama, 1970). Fama, etkin bir piyasayı fiyatların ulaşılabilir tüm bilgileri sürekli olarak yansıttığı piyasa olarak tanımlamıştır. Ancak uygulamada hisse senedi fiyatlarının tüm bilgiyi yansıtmasının önünde önemli bir engel bulunmaktadır. Bilgi edinmenin bir maliyeti olduğunda fiyatların bilgiyi tamamen yansıtması zorlaşmaktadır (Stiglitz ve Grossman, 1980). Etkin piyasaların önündeki bir diğer engel ise işlem giderlerinin varlığından kaynaklanmaktadır. Bilgi ve işlem maliyetleri dikkate alındığında, hisse senedi fiyatları, bilgi edinmenin ve işlem yapmanın marjinal maliyetleri marjinal faydayı aşmadığı müddetçe bilgiyi yansıtacaktır (Elton, Gruber, Brown ve Goetzmann, 2007). Diğer yandan bir piyasanın etkinliği yatırımcılar rasyonel özellik gösterdikçe artacaktır. Buna göre yatırımcıların edindikleri bilgiye uygun yatırım kararları vermeleri beklenmektedir. Ancak yapılan gözlemler yatırımcıların her zaman rasyonel kararlar almadıklarını, bazı durumlarda psikolojik faktörlerin etkisi altında yatırım kararları verdiklerini ortaya koymaktadır (Vernimmen, 2009).

Etkin bir piyasada menkul kıymet fiyatlarının tüm bilgiyi yansıtması gerektiği kabul edilmekle birlikte bilginin anlamı farklı olabilmektedir. Bilginin anlamına bağlı olarak üç farklı düzeyde etkin piyasa tanımlanmaktadır. Her bir hipotezde, menkul kıymet fiyatlarının farklı bir tür bilgiyi yansıttığı kabul edilmektedir (Fama, 1970).

Zayıf formda etkin piyasa hipotezine göre hisse senedi fiyatları, hisse senetlerinin geçmiş fiyatları, işlem hacmi ve kısa pozisyon gibi alış satış verilerinin incelenmesi ile ortaya çıkan bilgiyi yansıtmaktadır. Etkin piyasaların bu versiyonuna göre teknik analiz başarılı sonuç vermeyecektir. Çünkü geçmişe ilişkin hisse senedi verileri kamuya açıktır ve bu bilgileri edinmek bedelsizdir (Bodie, Kane ve Marcus, 1999). Ancak uygulamalı çalışmalar zayıf formda etkin piyasa hipotezinin her zaman geçerli olmadığını göstermektedir. De Bondt ve Thaler (1985), NYSE’de işlem gören hisse senetlerini kapsayan çalışmalarında 36 aylık dönemlerde en kötü performans gösteren 50 hisse senedi ve en iyi performans gösteren 50 hisse senedinden portföyler oluşturmuşlardır. Bulgular, 36 aylık dönemde kazanan ve kaybeden hisse senetlerinin performanslarının izleyen 36 aylık dönemde tersine döndüğünü göstermiştir. Diğer yandan Jegadeesh ve Titman (1993), geçmişte daha fazla kazanan hisse senetlerinin izleyen üç ay ile on iki aylık dönemde de daha fazla kazandığını belirlemişler ve bu fiyat kalıbını “momentum” olarak adlandırmışlardır.

Yarı güçlü formda etkin piyasa hipotezine göre geçmiş hisse senedi fiyat verilerinin yanı sıra kamuya açıklanan tüm bilgiler hisse senedi fiyatlarına yansıtılmaktadır (Brealey, Myers ve Allen, 2011). Buna göre geçmiş hisse fiyatlarının yanı sıra şirketlerin mali tabloları, yönetim kaliteleri, kazanç tahminleri, muhasebe uygulamaları gibi kamuya açıklanan bilgilerinin mevcut hisse senedi fiyatlarına yansıdığı kabul edilmektedir (Bodie, Kane ve Marcus, 1999). Ancak kamuya açıklanan bilgiler kullanılarak anormal getiriler elde edilebileceğini belirleyen uygulamalı çalışmalar bulunmaktadır. Banz (1981), Basu (1983), Fama ve

French (1995) ile Fama ve French (1998), küçük şirketlere ait hisse senetlerinin büyük şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağladığı sonucuna ulaşmışlardır. Benzer biçimde Chan, Hamao ve Lakonishok (1991), Fama ve French (1992) ile Fama ve French (1995) defter değeri/piyasa değeri oranının şirketlerin hisse senedi getirileri üzerinde önemli bir etkisi olduğunu belirlemişlerdir. Bhandari (1988) ise şirketlerin kaldıraç oranlarının hisse senedi getirileri üzerinde önemli bir etkisi bulunduğunu ortaya koymuştur. Diğer yandan Cook ve Rozeff (1984) ile Jaffe, Keim ve Westerfield (1989), hisse senedi getirilerinin şirketlerin kazanç/fiyat oranlarından da etkilendiğini belirlemişlerdir.

Güçlü formda etkin piyasa hipotezine göre kamuya açıklanan ve özel tüm bilgiler menkul kıymet fiyatlarına yansımaktadır. Güçlü formda etkin piyasa formu ayrıca hiçbir piyasa katılımcısının diğer yatırımcılardan daha fazla kazanç sağlayamayacağını ileri sürmektedir (Finnerty, 1976). Bu bağlamda şirket yöneticileri, şirket çalışanları ve büyük hissedarlar gibi yatırımcı gruplarının (içeriden öğrenenlerin) sahip oldukları özel bilgileri kullanarak kazanç elde edememeleri beklenmektedir (Jaffe, 1974). Şirket içindeki kişilerin sahip oldukları bilgiyi kullanarak kazanç elde etmeleri halinde güçlü formda etkinlikten söz etmek mümkün olmamaktadır (Rozeff ve Zaman, 1988). Benzer biçimde özel bilginin hisse senetlerinin işlem hacimlerini de etkileyebildiği belirtilmektedir (French ve Roll, 1986). İçeriden öğrenenlerin özel bilgileri kullanarak hisse senedi işlemi yapması diğer yatırımcıların moralini ve yatırım ortamını olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle içeriden öğrenenlerin işlemleri suç olarak kabul edilmekte ve yasaklanmaktadır (Bris, 2005). Buna karşılık içeriden öğrenenler yasal sınırlar çerçevesinde işlem yapsalar dahi anormal getiriler elde edebilmektedirler (Jeng, Metrick ve Zeckhauser, 2003). Anormal getirilerin varlığı ise piyasanın güçlü formda etkin olmadığını göstermektedir.

Kamuya açıklanan bilgilerin hisse senedi fiyatlarına tam ve hızlı biçimde yansımaları yarı güçlü formda etkin piyasalar için gerekli bir koşuldur. Bu çerçevede, olay çalışması adı verilen bir yöntem, hisse senedi piyasalarının yarı güçlü formda etkinliğinin test edilmesi için yaygın olarak kullanılan bir araç haline gelmiştir (Fama, 1991). Yarı güçlü formda etkin bir piyasada hisse senedi fiyatlarının yeni bilgiye anında yanıt vermesi beklenmektedir. Böylece bilgi kamuya açıklandıktan sonra hiçbir piyasa katılımcısı bu bilgiyi kullanarak normalüstü getiri elde edemeyecektir. Ayrıca, açıklama sonrasında hisse senedi fiyatlarının belirli kalıplar oluşturmaması gerekmektedir (Summers, 1986). Olay çalışması yöntemi ile ilgili ayrıntılı bilgi çalışmanın dördüncü bölümünde verilecektir.

## **2. Literatür Özeti**

Vergi oranlarındaki değişikliklerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmaların önemli bir kısmının kâr payı ve sermaye kazançlarının vergilendirilmesine ilişkin yasal düzenlemelere odaklandıkları gözlenmektedir. Kurumlar vergisi düzeyindeki değişikliklerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini araştıran çalışmaların sayısı sınırlıdır. Diğer yandan vergi oranları ile hisse senedi getirisi ilişkisini araştıran çalışmaların büyük kısmı A.B.D.'yi konu almaktadır. Gelişmekte olan ülkeleri konu alan çalışmalara tarafımızca rastlanmamıştır.

Graddy, Homaifar ve Hollman (1992), A.B.D.'de 1986 yılında gerçekleştirilen vergi reformunun sigorta şirketlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Çalışmanın örneklemini 19 büyük sigorta şirketinden oluşmaktadır. Analiz yöntemi Fama, Fisher, Jensen ve Roll (1969) tarafından geliştirilen olay çalışması yöntemine dayanarak geliştirilmiştir. 1986 tarihli vergi reformuna ilişkin açıklama baz alınarak olay penceresi oluşturulmuştur. Analiz sonuçları sigorta şirketi hisse senedi getirilerinin vergi reformundan olumsuz biçimde etkilendiğini ortaya koymuştur. Ayrıca, anormal getirilerin yasalaşma aşamasından ziyade taslağın tartışılması aşamasında gerçekleştiği gözlenmiştir.

Ayers, Cloyd ve Robinson (1993), A.B.D.'de 1993 yılında gerçekleştirilen vergi düzenlenmesinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Çalışmanın konusunu oluşturan vergi düzenlemesi ile A.B.D. kongresi, kâr payı kazançlarından alınan en yüksek vergi oranını %31'den %39,6'ya çıkarmıştır. Çalışmada, regresyon analizinden yararlanılmış ve regresyon modelinde vergi oranlarındaki artışa ilişkin açıklama yapılan dönemdeki kümülatif anormal getirilerden bağımlı değişken olarak yararlanılmıştır. Gerekli koşulları sağlayan 1312 firma çalışmanın örneklemini oluşturmuştur. Bulgulara göre kâr payı kazançlarının daha fazla vergilendirilmesi hisse senedi getirilerini olumsuz yönde etkilemiştir. Ayrıca, kâr payı getirisi yüksek şirketlerin hisse senetleri gelir vergisi oranı artışlarından daha fazla etkilenmiştir.

Gordon ve Lee (1999), vergi oranlarının A.B.D. şirketlerinin sermaye yapısı politikaları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. A.B.D.'de kurumlar vergisinin aşamalı olarak artan bir yapıya sahip olması çalışmaya özgünlük katmıştır. Çalışmanın örnekleminde yer alan şirketlerin kurumlar vergisi oranları %15 ile %52 arasında değişmektedir. Çalışma, 1950-1995 döneminde yararlanılan veri tabanında verisine ulaşılan tüm A.B.D. şirketlerini kapsamaktadır. Uygulama aşamasında regresyon analizinden yararlanılmıştır. Analiz bulguları, vergi durumunun A.B.D. şirketlerinin borç düzeyleri üzerinde istatistiksel bakımdan önemli ve kuvvetli bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Ayrıca, kademeli olarak yükselen kurumlar vergisinin de A.B.D. şirketlerinin borçlanma kararları üzerinde önemli ölçüde etkili olduğu belirlenmiştir. Buna göre büyük A.B.D. şirketleri, kademeli kurumlar vergisi sisteminin sağladığı vergi avantajının bir sonucu olarak küçük şirketlere göre ortalama %8 oranında daha fazla borçla finansmanı tercih etmiştir.

Sialm (2005), A.B.D.'de 1917-2004 döneminde sermaye piyasası yatırımcılarının vergi yükleri ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmada, regresyon analizinden yararlanılmıştır. Regresyon modelinde faiz oranları, enflasyon oranları, hisse başına kazanç, hisse başına temettü, Tobin Q oranı ve milli gelir büyüme oranı gibi değişkenler kullanılmıştır. Analiz sonuçları, verginin hisse senedi getirilerini etkileyen faktörlerden biri olduğunu göstermiştir.

Auerbach ve Hassett (2005), kâr payı kazançları üzerinden alınan vergilerin firmaların değerleri üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Çalışmanın konusunu A.B.D.'de 2003 yılında yapılan ve aralarında kâr payı kazançlarının da bulunduğu pek çok alanı kapsayan vergi düzenlemesi oluşturmaktadır. Olay çalışması yöntemi kullanılarak anormal getiriler kümülatif anormal getiriler hesaplanmış ve anormal ve kümülatif anormal getirilerin önem düzeyleri vergilendirme ve firma değeri ilişkisi değerlendirilirken kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre vergi düzenlemesinden



yüksek düzeyde kâr payı getirisi sağlayan şirketlerin hisse senetleri yatırımcılarına diğer şirketlerin hisse senetlerine göre daha fazla yarar sağlamıştır. Diğer yandan kâr payı ödemeyen şirketlerin hisse senetlerinin diğer şirketlerin hisse senetlerine göre daha fazla anormal getiriler sağladıkları belirlenmiştir. Benzer bir bulgu, yeni hisse senedi ihraç edecek şirketler için de geçerlidir. Yeni hisse ihracı gerçekleştirecek şirketlerin hisse senetleri önemli düzeylerde anormal getiriler sağlamıştır.

Chetty, Rosenberg ve Saez (2005), sermaye kazancı ve kâr payı kazancı üzerinden alınan vergilerin A.B.D. şirketlerinde kâr payı artışı duyuruları ve kâr payı ödeme günü sonrasında oluşan anormal getiriler üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Çalışmanın odak noktasını A.B.D.'de 2003 yılında yapılan kâr payı kazançları ve sermaye kazançları üzerinden alınan vergileri indiren düzenleme oluşturmaktadır. Çalışmanın örneklemini A.B.D. şirketlerinin 1963 ve 2004 yılları arasında gerçekleştirdikleri 256.360 kâr payı ödemesi sonrası gün verileri oluşturmaktadır. Analiz sonuçlarına göre kâr payı ödeme günü sonrasında 2004 yılında oluşan anormal getiriler 2002 yılında oluşan anormal getirilere göre artış göstermiştir. Buna göre kâr payı kazançları üzerinden alınan vergilerin indirilmesinden sonra kâr payı ödeme günü sonrasında oluşan anormal getirilerin arttığı belirtilmiştir.

Dhaliwal, Krull ve Li (2007), A.B.D.'de 2003 yılında yapılan ve hisse senedi yatırımlarından elde edilen kazançların daha düşük oranda vergilendirilmesini öngören vergi düzenlemesinin firmaların değerleri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Adı geçen 23/05/2003 tarihli vergi düzenlemesi ile A.B.D. Kongresi, sermaye kazançlarından alınan en yüksek vergi oranını %20'den %15'e indirmiştir. Benzer şekilde, kâr payı kazançları üzerinden alınan en yüksek vergi oranı %38,1'den %15'e indirilmiştir. Böylece bir yandan hisse senedi yatırımı kazançları daha düşük vergilendirilmeye başlanırken diğer yandan sermaye kazançları ve kâr payı kazançları eşit oranda vergilendirilir hale gelmiştir. A.B.D. Kongresinin bu düzenleme ile ulaşmak istediği amaç, şirketlerin özsermaye maliyetlerinin azaltılması suretiyle yatırım ve istihdam artışının sağlanması olarak belirlenmiştir. Çalışmada, vergi oranlarındaki düşüşün amacına ulaşip ulaşmadığı regresyon modeli ile incelenmiştir. Araştırma dönemi, Aralık 2001 ile Eylül 2004 arasını kapsamış ve üç aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonuçları, vergi oranlarını düşüren ve sermaye kazançları ile kâr payı kazançlarının aynı oranda vergilendirilmesini sağlayan düzenlemenin şirketlerin özsermaye maliyetlerini düşürdüğü yönünde olmuştur.

Amromin, Harrison ve Sharpe (2008), A.B.D.'de 2003 yılında yapılan kâr payı ve sermaye kazançları üzerinde gerçekleştirilen vergi indiriminin hisse senedi fiyatları ve şirketlerin özsermaye maliyetleri üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemi ile araştırmıştır. Araştırma konusu yapılan vergi indirimi sırasında o dönemin A.B.D. Başkanı olan George W. Bush, kâr payı kazançları üzerinden alınan en yüksek vergi oranını %38'den %15'e indirmiştir. Ayrıca, aynı düzenleme ile sermaye kazançlarının vergilendirilmesinde kullanılan en yüksek vergi oranı da %20'den %15'e indirilmiştir. Böylece sermaye kazançları ve kâr payı kazançları aynı oranda vergilendirilir hale getirilmiştir. Söz konusu indirimin amacının işletmelerin sermaye maliyetlerinin düşürülmesi, yatırımların teşvik edilmesi ve istihdam yaratılması olduğu belirtilmiştir. Çalışmanın bulgularına göre kâr payı üzerinden alınan vergilerin oranının indirilmesinin A.B.D. hisse senedi piyasası üzerinde önemli bir etkisi olmamıştır. Ancak yüksek kâr payı ödeyen şirketlerin hisse senetleri düşük kâr payı ödeyen şirketlerin hisse senetlerine göre daha yüksek

getiri sağlamıştır. Bu bulgu, yatırımcıların portföylerini vergi kanunlarındaki değişikliğe göre uyarladıkları biçiminde yorumlanmıştır.

Rantapuska (2008), Finlandiya’da verginin sermaye piyasası yatırımcılarının kâr payı ödeme günü sonrasındaki yatırım kararları üzerindeki etkisini araştırmıştır. 1995-2002 dönemini konu alan çalışmada, hisse senetleri Helsinki Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören şirketlerin günlük hisse senedi alış ve satış verilerinden yararlanılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre Finlandiya sermaye piyasasında yatırımcılar kâr payı ödemesi sonrası dönemdeki yatırım kararlarını vergi durumlarına göre şekillendirmektedirler.

Whitworth ve Rao (2010), A.B.D.’de 1926 yılından 2005 yılına kadar yapılan vergi kanunu değişikliklerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini kâr payı dağıtımı ile ilişkili olarak incelemiştir. Çalışmada, olay çalışması yönteminden yararlanılmış ve 1926-2005 döneminde gerçekleşen 296.351 nakit kâr payı ödemesi çalışmanın örneklemini oluşturmuştur.

Çalışma sonuçlarına göre kâr payı dağıtımı sonrası gün getirileri sermaye kazancının ve kâr payı kazancının hangi oranda vergilendirildiğinden etkilenmektedir. Ayrıca, kâr payı getirisi yüksek olan hisse senetlerinde kâr payı dağıtımı sonrası getirilerin kurumlar vergisi oranı ile ilişkili olduğu belirlenmiştir. Diğer yandan kâr payı getirisi düşük olan hisse senetlerinde kâr payı dağıtımı sonrası getirilerin gelir vergisinden daha fazla etkilendiği belirlenmiştir.

Blandón, Blasco ve Bosch (2011), İspanya’da kâr paylarının vergilendirilmesine ilişkin düzenlemenin hisse senetlerinin kâr payı ödeme sonrası gündeki getirileri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmanın odak noktasını 2006 tarihinde İspanya’da gerçekleştirilen vergi reformu oluşturmaktadır. Söz konusu vergi reformunun amacı, yatırım kararlarındaki vergi kaynaklı çarpıklıkları düzeltmek olarak açıklanmıştır. Bu çerçevede, yeni vergi sisteminde sermaye kazançları ve kâr payı kazançları aynı oranda (%18) vergilendirilmeye başlanmıştır. İspanya’nın eski vergi sisteminde bir yıldan uzun sürede gerçekleşen sermaye kazançları sabit %15 oranından vergilendirilmekteydi. Ancak bir yıldan kısa sürede gerçekleşen sermaye kazançları yatırımcının marjinal vergi oranı üzerinden vergilendiriliyordu. Benzer biçimde, kâr payı kazançları da marjinal vergi oranı üzerinden vergilendirilmekteydi. Çalışmanın uygulama bölümünde Brown ve Warner (1980) tarafından geliştirilen olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın örneklemini IBEX-35 endeksinde yer alan ve kâr payı ödeyen şirketlerin hisse senetleri oluşturmuştur. Çalışmanın sonuçları 2006 vergi düzenlemesinin, hisse senetlerinin kâr payı ödeme sonrası gündeki getirileri üzerinde etkili olduğunu göstermiştir. Söz konusu vergi düzenlemesi öncesinde kâr payı ödeme sonrası günler için anormal getiriler gözlenirken vergi düzenlemesi sonrası dönemlerde anormal getiriler önemini kaybetmiştir. Buna göre vergi düzenlemesinin yatırımcıların yatırım davranışlarını etkilediği belirlenmiştir.

### 3. Veri ve Yöntem

Çalışmanın örneklemini belirlerken 2005 yılında kurumlar vergisi oranı değişikliğine ilişkin ilk açıklamanın yapıldığı 29/11/2005 tarihi belirleyici bir role sahip olmuştur. Çalışmanın örneklemini 29/11/2005 öncesi ve sonrasında (olay çalışması yürütebilmek için) yeterli veriye sahip olan ve 2004 yılında en fazla kurumlar vergisi tahakkuk ettirilmiş olan ilk on şirketten verisi derlenen beş



şirketten oluşmaktadır. Söz konusu beş şirketin hisse senedi fiyatları ile İMKB-100 endeksi verileri İMKB bültenlerinden derlenmiştir (İMKB). Çalışmada, 29/11/2005 tarihinde yapılan kurumlar vergisi oranı değişikliğinin sonuçları incelenmiştir. Ancak söz konusu incelemede kullanılan olay çalışması yönteminin gereği olarak 07/12/2004 ile 06/12/2005 tarihleri arasındaki döneme ait hisse senedi ve İMKB-100 endeksi verilerinden de yararlanılmıştır. Bu çerçevede çalışma, 07/12/2004 ve 06/12/2005 tarihleri arasındaki dönemi kapsamaktadır. Çalışmanın örnekleme belirlenirken 2004 yılı itibarıyla en fazla kurumlar vergisi ödeyen ilk on şirketin incelenmesi amaçlanmıştır. Ancak bu şirketlerden bazılarının hisse senedi fiyatı verilerine ulaşılamamıştır. Bu çerçevede, 2004 yılında en fazla kurumlar vergisi tahakkuk ettirilen ilk on şirket ve bunlardan verisine ulaşıp örnekleme dahil edilen beş şirket işaretlenerek aşağıdaki Tabloda sıralanmıştır.

**Tablo 1: 2004 Vergilendirme Dönemi Kurumlar Vergisinde İlk On Şirket**

SIRA	UNVANI	FAALİYET TÜRÜ	TAHAKKUK TUTARI (YTL)
1	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON AŞ	TELEKOMÜNİKASYON	1.146.227.502,09
2	T.C. ZİRAAT BANKASI AŞ GENEL MÜDÜRLÜK	BANKACILIK	853.400.276,52
3	İŞ BANKASI AŞ GENEL MÜDÜRLÜK*	BANKACILIK	485.289.646,00
4	AKBANK TİC. AŞ GENEL MÜDÜRLÜK*	BANKACILIK	397.552.970,00
5	VAKIFLAR BANKASI TAO GENEL MÜDÜRLÜK	BANKACILIK	247.498.002,58
6	TÜPRAŞ TÜRKİYE PET. RAF. AŞ*	PETROL ÜR.	244.078.764,42
7	TÜRKİYE HALK BANKASI GENEL MÜDÜRLÜĞÜ	BANKACILIK	241.669.547,41
8	DEVLET HAVA MEYDANLARI İŞLETMESİ	HAVA TRAFİĞİ KONTROL HİZ.	111.970.606,20
9	ARÇELİK AŞ*	ELEKTRİKLİ EV ALETLERİ İMALİ	110.330.764,00
10	FİNANSBANK AŞ*	BANKACILIK	103.743.810,00

\* Örnekleme dahil edilen şirketleri göstermektedir.

**Kaynak:** Gelir İdaresi Başkanlığı [http://www.gib.gov.tr/fileadmin/HTML/VI/ECVOMLK/2004/2004\\_Kur\\_Ver\\_Ilk100.xls.htm](http://www.gib.gov.tr/fileadmin/HTML/VI/ECVOMLK/2004/2004_Kur_Ver_Ilk100.xls.htm) (11/10/2012)

Kurumlar vergisi oranındaki değişikliğin kamuya açıklanmasının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi olay çalışması yöntemi ile araştırılmıştır. Olay çalışması iki farklı biçimde tanımlanabilir. Dar kapsamlı tanıma göre olay çalışması, bir firmaya özgü olayların firmanın menkul kıymetlerinin getirilerini nasıl etkilediğini araştırmaya yarayan bir yöntemdir (Ball ve Torous, 1988:123). Daha geniş kapsamlı bir tanıma göre ise olay çalışması, beklenmeyen bir olayın hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin ölçülmesi için geliştirilmiş bir yöntemdir (McWilliams ve Siegel, 1997:628). Geniş tanıma göre olay çalışmasına konu olan olayın bir firmaya özgü olması gereklilik olmaktan çıkmaktadır. Aynı zamanda olay çalışması yöntemi, piyasa etkinliğinin doğrudan test edilmesi için de kullanılan bir yöntemdir. Olay

gününden sonra varlığını koruyan sıfırdan farklı anormal getirilerin varlığı etkin piyasalar hipotezi ile uyumlu değildir. Çünkü etkin bir piyasada menkul kıymet fiyatlarının yeni bilgilere hızlı tepki vermesi gerekmektedir (Brown ve Warner, 1980:205). Olay çalışması birbirini izleyen bazı aşamaları gerektirmektedir. Bu aşamalardan ilki, hisse senedi getirilerinin hesaplanmasıdır. Hisse senedi getirileri aşağıdaki formül ile hesaplanabilir (Keown ve Pinkerton, 1981:857):

$$R_{i,t} = \ln(P_{i,t} + D_{i,t}) - \ln(P_{i,t-1}) \quad (1)$$

$R_{i,t}$  = i hisse senedinin t dönemindeki getirisi,

$P_{i,t}$  = i hisse senedinin t dönemindeki fiyatı,

$D_{i,t}$  = i hisse senedi sahiplerine t döneminde ödenen kâr payıdır.

Olay çalışması yönteminin ikinci aşamasında olay tarihi tanımlanır ve olay penceresi ile tahmin dönemi (olay öncesi penceresi) oluşturulur. Olay gerçekleşmeden önce olaya ilişkin açıklamaların piyasaya sızması ihtimali mevcuttur. Bu nedenle olaydan önceki günlerin de incelenmesi bir gereklilik olarak ortaya çıkmaktadır (Mackinlay, 1997:15). Tahmin dönemi kullanılan modele ilişkin parametrelerin tahmin edildiği dönemdir. Bu çalışmada, Brown ve Warner (1985) ile benzer biçimde olay öncesi penceresinin uzunluğu iki yüz kırk dört gün olarak belirlenmiştir. Olay penceresi ise istatistiksel testlerin uygulandığı ve çıkarımların yapıldığı dönemdir. Bu çalışmada, olay penceresinin uzunluğu yine Brown ve Warner (1985) ile benzer biçimde on bir gün olarak belirlenmiştir. Buna göre olay günü ile olay gününün beş gün öncesi ve olay gününün beş gün sonrası olay penceresine dahil edilmiştir. Böylece incelenen dönemin toplam uzunluğu iki yüz elli gün olmuştur.

Olay çalışmasında üçüncü aşama, olay penceresinde yer alan her bir gün için anormal getirilerin hesaplanmasıdır. Uygulamada anormal getirilerin hesaplanması için en sıklıkla kullanılan yöntem olay penceresindeki getiriler ile aynı dönemdeki beklenen getiriler arasındaki farkın hesaplanmasını öngörmektedir (Brown ve Warner, 1980:208). Söz konusu beklenen getiri, piyasa modelinin tahmin edilmesi yoluyla hesaplanmaktadır. Bu çerçevede, iki aşamalı bir süreç izlenmektedir. Öncelikle piyasa modeli kullanılarak parametre tahminleri yapılmaktadır. İkinci olarak piyasa modelinden yararlanılarak tahmin edilen parametreler kullanılmakta ve anormal getiriler hesaplanmaktadır (Binder, 1998:118). Piyasa modeli aşağıdaki biçimde tahmin edilmiştir (Sharpe, 1963):

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \quad (2)$$

$R_{i,t}$  = i hisse senedinin t dönemindeki getirisi,

$R_{m,t}$  = pazar portföyünün (İMKB-100 endeksinin) t dönemindeki getirisi,

$\alpha_i$  = sabit terim,

$e_{it}$  = hata terimidir.

Piyasa modeli, hisse senedi yatırımcılarının, kurumlar vergisi açıklaması nedeniyle olay gününde ve olay gününün öncesi ve sonrasında anormal getiriler elde edip etmediklerini belirlemek için kullanılmaktadır. Etkin bir piyasada anormal getirinin düzeyi, piyasada mevcut olan ve i şirketine özgü karakterdeki bilgilerin varlığına göre belirlenecektir. Anormal getiri, gerçekleşen getiri ile piyasa modelinin tahmin ettiği beklenen getiri arasındaki farkın hesaplanması yolu ile elde edilmektedir. Anormal getiri aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır (Pettit, 1972:996; Aharony ve Swary, 1980:5):

$$AR_{it} = Rit - a_i - b_i R_{mt} \quad (3)$$

$a_i$  ve  $b_i$  olay öncesi penceresi döneminde pazar modeli kullanılarak tahmin edilen parametrelerdir.

Olay çalışmasında son aşama ise olay günü ve olay penceresindeki diğer günler için  $t$  istatistiğinin hesaplanarak yorumlanmasıdır. Söz konusu  $t$  istatistiği aşağıdaki formüllerden yararlanılarak hesaplanmaktadır (Brown ve Warner, 1985:7):

$$t = \frac{AAR}{S(AAR_t)} \quad (4)$$

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (5)$$

$$S(AAR_t) = \sqrt{\frac{1}{238} \sum_{t=-244}^{t=-6} (AAR_t - \overline{AAR})^2} \quad (6)$$

$$\overline{AAR} = \frac{1}{239} \sum_{t=-244}^{t=-6} AAR_t \quad (7)$$

$N = t$  tarihinde örneklemdaki hisse senedi sayısıdır.

Kurumlar vergisi indirimi açıklamasının bazı piyasa katılımcıları tarafından tahmin edilme olasılığı bulunmaktadır. Olayın önceden tahmin edilebilir olması anormal getirilerin olay öncesinde ortaya çıkmasına neden olabilir. Olayın önceden tahmin edilme olasılığını dikkate alabilmek için kümülatif anormal getirilerin hesaplanması gerekmektedir (Foster ve Vickrey, 1978; Kothari ve Warner, 2007:10). Olay öncesinde herhangi bir anormal fiyat hareketi olmazsa anormal getirilerin ve kümülatif anormal getirilerin sıfır civarında rasgele değerler alması beklenmektedir. Ancak olay öncesinde olaya ilişkin bir bilgi sızması meydana gelirse pozitif değerler alan anormal getiriler ve giderek artan kümülatif anormal getirilerin gözlenmesi mümkün olacaktır (Keown ve Pinkerton, 1981:858). Kümülatif anormal getiriler örneklemdaki hisse senetlerinin olay penceresi boyunca sağladıkları ortalama anormal getirilerin toplanması yoluyla hesaplanmaktadır (Mackinlay, 1997:24):

$$CAAR_{-5,+5} = \sum_{t=-5}^5 AAR_t \quad (8)$$

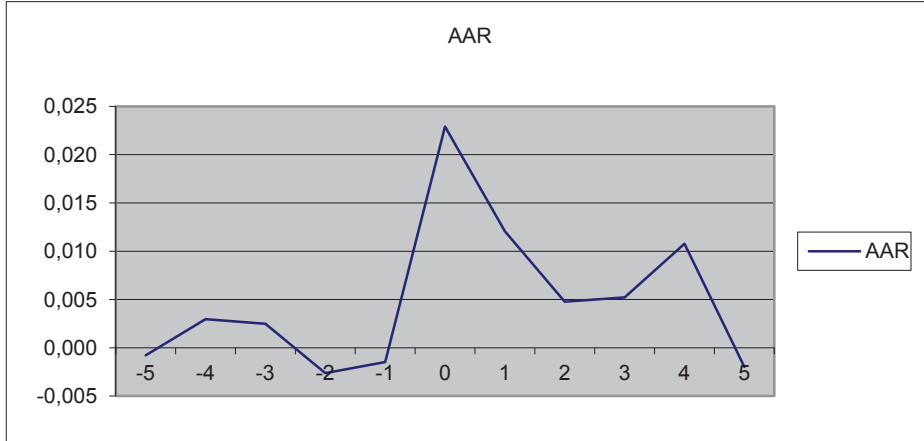
#### **4. Bulgular**

Çalışmanın bu bölümünde 29/11/2005 tarihinde gerçekleştirilen kurumlar vergisi indirimine ilişkin açıklamanın 2004 yılı itibarıyla en fazla kurumlar vergisi ödeyen şirketlerden beşinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri araştıran olay çalışması bulguları özetlenmiştir. Aşağıdaki Tabloda olay penceresinde gerçekleşen ortalama anormal getiriler ve ilgili  $t$  istatistikleri gözlenmektedir.

**Tablo 2: Kurumlar Vergisi İndirimi Açıklaması Sonucunda Oluşan Ortalama Anormal Getiriler**

Olay Günleri	AAR	t istatistiği
-5	-0,001	-0,093
-4	0,003	0,355
-3	0,002	0,298
-2	-0,003	-0,314
-1	-0,001	-0,178
0	0,023	2,748
1	0,012	1,447
2	0,005	0,572
3	0,005	0,625
4	0,011	1,292
5	-0,002	-0,236

Tablo 2'de görüldüğü gibi kurumlar vergisi oranında indirim açıklamasının yapıldığı olay gününe ilişkin t istatistiği önemlidir. Buna göre olay gününde beş hisse senedi ortalama olarak %2,3 düzeyinde anormal getiri sağlamıştır. Diğer yandan olay penceresindeki olay günü dışındaki günlerin anormal getirilerine ilişkin t istatistikleri önemli düzeyde değildir. Buna göre kurumlar vergisi açıklamasının olay günü öncesinde tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu elde edilememiştir. Benzer biçimde olay gününden sonra da istatistiksel bakımdan düzeyde önemli anormal getirilerin söz konusu olmadığı anlaşılmaktadır. Aşağıdaki grafikte anormal getirilerin olay penceresindeki eğilimi gözlenmektedir.



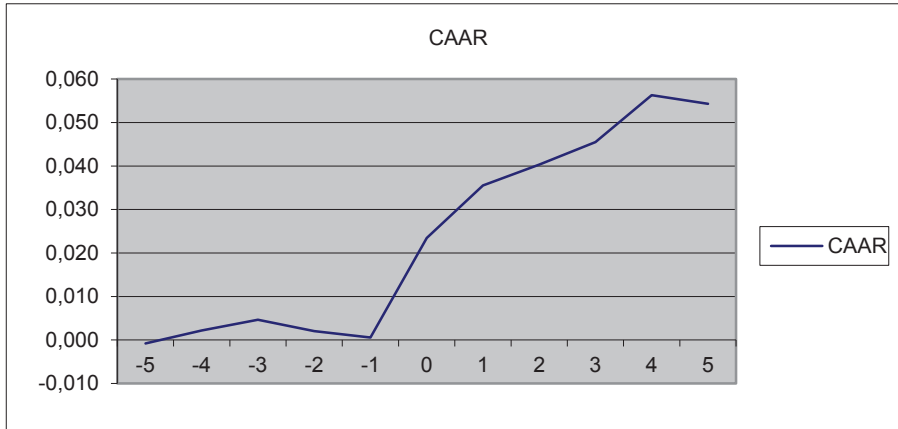
**Şekil 1: Kurumlar Vergisi İndirimi Açıklaması Sonucunda Oluşan Ortalama Anormal Getiriler**

Her ne kadar istatistiksel bakımdan önemli düzeyde olmayan anormal getirilerin varlığı olay öncesinde piyasaya bilgi sızması olmadığını gösterse de bu konuda daha kesin bir yargıya varabilmek için kümülatif getirilerin hesaplanmasına ihtiyaç

duyulmaktadır. Aşağıda sırayla sunulmuş olan Tablo ve Şekilde olay penceresinde gerçekleşen ortalama kümülatif anormal getiriler yer almaktadır.

**Tablo 3: Kurumlar Vergisi İndirimi Açıklaması Sonucunda Oluşan Ortalama Kümülatif Anormal Getiriler**

Olay Günleri	CAAR
-5	-0,001
-4	0,002
-3	0,005
-2	0,002
-1	0,001
0	0,023
1	0,036
2	0,040
3	0,046
4	0,056
5	0,054



**Şekil 2: Kurumlar Vergisi İndirimi Açıklaması Sonucunda Oluşan Ortalama Kümülatif Anormal Getiriler**

Yukarıdaki Tablo ve Şekil incelendiğinde kurumlar vergisi indiriminin olay öncesinde hisse senedi getirileri üzerinde önemli bir etkiye bulunmadığı gözlenmektedir. Buna göre vergi indirimi açıklaması piyasa tarafından açıklama öncesi tahmin edilmemiştir. Bu bulgu piyasa etkinliği kuramı ile de uyumlu bir bulgudur. Piyasa, vergi indirimi açıklamasına olay gününde hızlı ve önemli düzeyde bir tepki vermiş, ancak olay penceresindeki diğer günlerde böyle bir tepki gözlenmemiştir.

Analiz sonuçları iki farklı açıdan yorumlanabilir. Öncelikle yatırımcılar kurumlar vergisinde yapılacak olan indirimin şirketlerin kârlılıklarını olumlu yönde etkileyeceğini beklemektedir. Bu beklentilerini kurumlar vergisi oranının indirimine

ilişkin açıklamanın yapıldığı gün hisse senedi fiyatlarına yansıtılmışlardır. İkincisi, hisse senedi getirilerinin kurumlar vergisi indirimi açıklamasına hızlı ve önemli düzeyde tepki vermesi piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğunu göstermektedir. Yarı güçlü formda etkin bir piyasada hisse senedi fiyatlarının kamuya açıklanan tüm bilgileri yansıtması beklenmektedir (Fama, 1991:1575). Ayrıca, hisse senedi fiyatlarının yeni bilgilere hızlı biçimde uyum sağlaması gerekmektedir. Bu nedenle kurumlar vergisi oranı indirimi açıklamasının öncesinde ve sonrasında önemli düzeyde anormal getirilerin olmaması etkin piyasanın kanıtı olarak kabul edilmektedir. Tersine açıklamadan önce veya sonra anormal getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı biçiminde yorumlanmaktadır (McWilliams ve Siegel, 1997:634; Bodie, Kane ve Marcus, 1999:383; Vernimmen, 2009:277). Kurumlar vergisi indirimi açıklamasından önce veya sonra önemli düzeyde anormal getirilerin bulunmaması piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğu biçiminde yorumlanabilir.

### **Sonuç**

Bu çalışmada, 29/11/2005 tarihli kurumlar vergisinde indirim yapılacağına ilişkin açıklamanın hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmanın örneklemini, 2004 yılında en fazla kurumlar vergisi tahakkuk ettirilen on şirket arasından verisine ulaşılabilen beş şirketten oluşturmaktadır. Çalışmada, olay çalışması yönteminden yararlanılmıştır. Bu çerçevede, 29/11/2005 tarihinde yapılan kurumlar vergisi indirimi açıklaması olay günü olarak belirlenmiş ve buna bağlı olarak olay penceresi olay gününün beş gün öncesi ve beş gün sonrası dikkate alınarak oluşturulmuştur. Olay penceresindeki anormal ve kümülatif anormal getiriler hesaplanarak kurumlar vergisi indiriminin hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Analiz sonuçları kurumlar vergisi indirimi açıklamasının olay gününde hisse senedi getirilerinde anormal bir tepkiye neden olduğunu göstermektedir. Buna göre yatırımcılar kurumlar vergisi indiriminin şirketleri olumlu etkileyeceği beklentisi içerisinde bulunmaktadırlar. Ayrıca, vergi indirimi açıklamasının hisse senetlerinde hızlı ve önemli bir tepkiye neden olması yarı güçlü formda piyasa etkinliğinin geçerli olduğunu göstermektedir.

Bu çalışma, vergi açıklamalarının sermaye piyasaları üzerindeki etkilerini inceleyecek çalışmalar için bir öncü niteliğini taşımaktadır. Ayrıca, yatırımcıların vergi ve benzeri konulardaki açıklamalarının hisse senedi getirileri üzerindeki potansiyel etkilerini değerlendirebilmeleri için de yararlı olması beklenmektedir. Ancak sadece bir vergi açıklaması üzerine odaklanılmıştır. Yeni çalışmalarda diğer vergi açıklamalarında da olay çalışmasının kullanılması bilimsel anlamda önemli katkı sağlayabilecektir.

### **Kaynakça**

- Armağan R. (2007), “Türkiye’de Gelir ve Kurumlar Vergisi Oranlarında İndirimin Vergi Gelirleri Üzerine Etkileri”, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 12(3), 227-252.
- Aharony, J. ve Swary, I. (1980), “Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis”, Journal of Finance, 35(1), 1-12.



- Amromin, G., Harrison, P. ve Sharpe, S. (2008), "How did the 2003 Dividend Tax Cut Affect Stock Prices?" *Financial Management*, 37(4), 625-646.
- Auerbach, A.J. ve Hassett, K.A. (2005), "The 2003 Dividend Tax Cuts and the Value of the Firm: An Event Study" NBER Working Paper, No:11449.
- Ayers, B.C., Cloyd, C.B. ve Robinson, J.R. (1993), "The Effect of Shareholder-Level Dividend Taxes on Stock Prices: Evidence from the Revenue Reconciliation Act of 1993", *Accounting Review*, 77(4), 933-947.
- Ball, C.A. ve Torous, W.N. (1988), "Investigating Security Price Performance in the Presence of Event-date Uncertainty", *Journal of Financial Economics*, 22, 123-153.
- Banz, R.W. (1981), "The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks", *Journal of Financial Economics*, 9, 3-18.
- Basu, S. (1983), "The Relationship Between Earnings' Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks", *Journal of Financial Economics*, 12, 129-156.
- Bhandari, L.C. (1988), "Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence", *Journal of Finance*, 43(2), 507-528.
- Binder, J.J. (1998), "The Event Study Methodology Since 1969", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11, 111-137.
- Blandón, J.G., Blasco, M.M. ve Bosch, J.A. (2011), "Ex-Dividend Day Returns when Dividend and Capital Gains are Taxed at the Same Rate", *Czech Journal of Economics and Finance*, 61(2), 140-152.
- Bodie, Z., Kane, A. ve Marcus, A.J. (1999), *Investments* (Fourth Edition), Singapur: McGrawHill.
- Brealey, R.A., Myers, S.C. ve Allen, F. (2011), *Principles of Corporate Finance* (Tenth Edition), A.B.D.: McGrawHill.
- Bris, A. (2005), "Do Insider Trading Laws Work?" *European Financial Management*, 11(3):267-312.
- Brown, S.J. ve Warner, J.B. (1980), Measuring Security Price Performance. *Journal of Financial Economics*, 8, 205-258.
- Brown, S.J. ve Warner, J.B. (1985), "Using Daily Stock Returns The Case of Event Studies", *Journal of Financial Economics*, 14, 3-31.
- Chan, L.K.C., Hamao, Y. ve Lakonishok, J. (1991), "Fundamentals and Stock Returns in Japan", *Journal of Finance*, 46(5), 1739-1764.
- Chetty, R., Rosenberg, J. ve Saez, E. (2005), "The Effects of Taxes on Market Responses to Dividend Announcements and Payments: What can We Learn from the 2003 Dividend Tax Cut?", NBER Working Paper, No:11452.
- Cook, T.J. ve Rozeff, M.S. (1984), "Size and Earnings/Price Ratio Anomalies: One Effect or Two?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(4), 449-466.
- De Bondt, W.F.M. ve Thaler, R. (1985), "Does the Stock Market Overreact?", *Journal of Finance*, 40(3),793-805.
- Dhaliwal, D., Krull, L. ve Li, Z.O. (2007), "Did the 2003 Tax Act Reduce the Cost of Equity Capital?", *Journal of Accounting and Economics*, 43, 121-150.
- Elton, E.J., Gruber, M.J., Brown, S.J. ve Goetzmann, W.N. (2007), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* (Seventh Edition), USA: John Wiley&Sons.

- Erginay, A. (1995), Vergi Hukuku, Savaş Yayınları, Ankara.
- Fama, E.F. (1965), "Random Walks in Stock Market Prices", *Financial Analysts Journal*, 21(5), 55-59.
- Fama, E.F. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E.F. (1991), "Efficient Capital Markets: II", *Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617.
- Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M.C. ve Roll, R. (1969), "The Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economic Review*, 10(1), 1-21.
- Fama, E.F. ve French, K.R. (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fama, E.F. ve French, K.R. (1995), "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns", *Journal of Finance*, 50(1), 131-155.
- Fama, E.F. ve French, K.R. (1998), "Value Versus Growth: The International Evidence", *Journal of Finance*, 53(6), 1975-1999.
- Finnerty, J.E. (1976), "Insiders and Market Efficiency", *Journal of Finance*, 31(4), 1141-1148.
- Foster, T.W. ve Vickrey, D. (1978), "The Information Content of Stock Dividend Announcements", *Accounting Review*, 53(2), 360-370.
- French, K.R. ve Roll, R. (1986), "Stock Return Variances: The Arrival of Information and The Reaction of Traders", *Journal of Financial Economics*, 17, 5-26.
- Gelir İdaresi Başkanlığı, [http://www.gib.gov.tr/fileadmin/HTML/VI/ECVOMLK/2004/2004\\_Kur\\_Ver\\_Ilk100.xls.htm](http://www.gib.gov.tr/fileadmin/HTML/VI/ECVOMLK/2004/2004_Kur_Ver_Ilk100.xls.htm) Erişim Tarihi: 11/07/2012.
- Gelir İdaresi Başkanlığı, [http://www.gib.gov.tr/fileadmin/user\\_upload/Gerekceler/5520\\_Sayili\\_Kanun.pdf](http://www.gib.gov.tr/fileadmin/user_upload/Gerekceler/5520_Sayili_Kanun.pdf) Erişim Tarihi: 11/07/2012
- Gelir İdaresi Başkanlığı, [http://www.gib.gov.tr/fileadmin/user\\_upload/Yararli\\_Bilgiler/2007\\_KV\\_Oranlari.html](http://www.gib.gov.tr/fileadmin/user_upload/Yararli_Bilgiler/2007_KV_Oranlari.html) Erişim Tarihi: 14/08/2012
- Gelir İdaresi Başkanlığı, [http://www.gib.gov.tr/fileadmin/HTML/VI/ECVOMLK/2004/2004\\_Kur\\_Ver\\_Ilk100.xls.htm](http://www.gib.gov.tr/fileadmin/HTML/VI/ECVOMLK/2004/2004_Kur_Ver_Ilk100.xls.htm) Erişim Tarihi: 11/10/2012
- Graddy, D.B., Homaifar, G. ve Hollman, K.W. (1992), "Tax Reform's Impact on Insurance Industry Stock Returns", *Journal of Risk and Insurance*, 59(2), 284-290.
- Gordon, R.H. ve Lee, Y. (1999), "Do Taxes Affect Corporate Debt Policy? Evidence from US Corporate Tax Return Data", NBER Working Paper, No:7433.
- Jaffe, J., Keim, D.B. ve Westerfield, R. (1989), "Earnings Yields, Market Values and Stock Returns", *Journal of Finance*, 44(1), 135-148.
- Jaffe, J.F. (1974), "Special Information and Insider Trading", *Journal of Business*, 47(3), 410-428.
- Jegadeesh, N. ve Titman, S. (1993), "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency", *Journal of Finance*, 48, 65-91.
- Jeng, L.A., Metrick, A. ve Zeckhauser, R. (2003), "Estimating the Returns to Insider Trading: A Performance-Evaluation Perspective", *Review of Economics and Statistics*, 85(2), 453-471.
- İMKB, İMKB Bültenleri, <http://www.imkb.gov.tr/Data/StocksData.aspx> Erişim Tarihi: 21/05/2012

- Kendall, M.G. ve Hill, A.B. (1953), “The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices”, *Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General)*, 116(1), 11-34.
- Keown, A.J. ve Pinkerton, J.M. (1981), “Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation”, *Journal of Finance*, 36(4), 855-869.
- Kothari, S.P. ve Warner, J.B. (2007), “Econometrics of Event Studies,” *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* (Kitapta Bölüm), 1(1), Elsevier/North-Holland, Handbooks in Finance Series.
- Mackinlay, A.C. (1997), Event Studies in Economics and Finance, *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39.
- McWilliams, A. ve Siegel, D. (1997), Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues, *Academy of Management Journal*, 40(3), 626-657.
- Mutlu, A. (2009), Tazminattan Günümüze Türkiye’de Vergileme Zihniyetinin Gelişimi, Maliye Strateji Geliştirme Başkanlığı Yayın No:2009/390, Ankara.
- Pettit, R.R. (1972), “Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency”, *Journal of Finance*, 27(5), 993-1007.
- Rantapuska, E. (2008), “Ex-Dividend Day Trading: Who, How, and Why? Evidence From The Finnish Market”, *Journal of Financial Economics*, 88, 355-374.
- Roberts, H.V. (1959), “Stock-Market ‘Patterns’ and Financial Analysis: Methodological Suggestions”, *Journal of Finance*, 14(1), 1-10.
- Rozeff, M.S. ve Zaman, M.A. (1988), “Market Efficiency and Insider Trading: New Evidence”, *Journal of Business*, 61(1), 25-44.
- Sialm, C. (2005), “Tax Changes and Asset Pricing: Time-Series Evidence”, NBER Working Paper, No:11756.
- Sharpe, W.F. (1963), “A Simplified Model for Portfolio Analysis”, *Management Science*, 9(2), 277-293.
- Stiglitz, J.E. ve Grossman, S.J. (1980), “On the Impossibility of Informationally Efficient Markets”, *American Economic Review*, 70(3), 393-408.
- Summers, L.H. (1986), “Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?”, *Journal of Finance*, 41(3), 591-601.
- Vernimmen, P. (2009), *Corporate Finance Theory and Practice* (Fourth Edition), İngiltere: John Wiley&Sons Ltd.
- Whitworth, J. ve Rao, R.P. (2010), “Do Tax Law Changes Influence Ex-Dividend Stock Price Behavior? Evidence from 1926 to 2005”, *Financial Management*, 39(1), 419-445.