

SERMAYE KAZANCI VERGİLENDİRMESİNİN MENKUL KIYMETLER VE TÜREV ARAÇLARINA FİNANSAL ETKİLERİ

Ferhat ARSLANER*, Nuran ARSLANER**

Özet

Bu çalışmada, sermaye kazancının vergilendirilmesine ilişkin değişikliklerin sermaye piyasalarındaki etkileri, Gelir Vergisi Kanunu Tasarısı kapsamında Borsa İstanbul veri kaynakları kullanılarak Dayanıklı Regresyon Yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmada; Pay, Borçlanma Araçları, Borsa Yatırım Fonları ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarındaki vergi oranlarındaki değişikliklerin, işlem hacmini, borsa gelirlerini ve yabancı net girişini farklı şekillerde etkilediği sonucuna varılmıştır. Ancak çoğunlukla vergi artışlarının sermaye piyasalarına olumsuz, azalışlarının ise olumlu yansıdığı gözlemlenmiştir. Alanında ilk sayılabilecek bu araştırmayla, önümüzdeki dönemde bu kapsamda yapılması gündeme gelebilecek yasal düzenlemelerin, ekonomik gerçeklerle uyumlu olmasına katkıda bulunulması hedeflenmektedir.

Anahtar Kelimeler: Borsa İstanbul, sermaye piyasaları vergi oranları, işlem hacmi, borsa payı gelirleri, yabancı yatırımcıların net alımları

JEL Sınıflaması: H20, F68, F62, F65

THE FINANCIAL IMPACTS OF CAPITAL GAIN TAXATION TO SECURITIES AND DERIVATIVES

Abstract

In this study, the effects of changes in the capital gains taxation on capital markets are analyzed using Borsa İstanbul's data sources by the method of robust regression analysis within the context of the Income Tax Draft Law. According to the results, changes in tax rates in the equity market, debt securities market, exchange traded funds, and futures and options market have different impacts on traded value, trading

* Dr., Phd Program in Economics, The Graduate Center of the City University of New York, farslaner@gc.cuny.edu

** Dr., Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, nuran.arslaner@tcmb.gov.tr (Sorumlu Yazar)

fees, and foreign net purchases and sales. However, it is generally observed that the increase/decrease in tax rates has negative/positive impacts on capital markets. The aim of this research, which is one of the first in its area, is to contribute to the process of law making to be consistent with the economic realities.

Keywords: *Borsa İstanbul, capital markets tax rates, traded value, trading fees, foreign net purchases and sales*

JEL Classification: *H20, F68, F62, F65*

1. Giriş

Sermaye kazançlarının¹ gerek özellikle derinlik kazanmış gelişmiş ülke sermaye piyasalarında, gerekse ülkemiz gibi gelişen piyasa ekonomilerinde dikkat çekici boyutlara erişmesi², hükümetlerin bu kazançlardan ne kadar pay alması gerektiği konusunun finansal piyasaların gündemindeki en önemli konulardan birisi olmaya devam etmesine yol açmıştır. Sermaye kazançlarının artan önemini ortaya koymak açısından, uluslararası finans merkezlerinden birisi olarak kabul gören Amerika Birleşik Devletleri (ABD) örneği çarpıcı bilgiler sunmaktadır. ABD’de sermaye kazançları: temettü geliri; mevduat ve tahvil faiz geliri; ve gayrimenkul (kira) ve hisse senetlerinin satışından doğan kazançlar olarak üç grupta sınıflandırılabilir. 1986 yılında ABD’de toplam sermaye kazançları gayri safi yurt içi hasıla (GSYH)’nın % 7.35’ine tekabül etmiştir. 2000 ve 2007 yıllarında ise sırasıyla % 6.47 ve % 6.57 olarak tarihsel iki üst noktaya daha erişmiştir. 2007 yılında gerçekleşen 924 milyar ABD Dolarlık sermaye kazancından elde edilen vergi gelirleri ise 137 milyar ABD Doları olmuştur (treasury.gov, 2015). Sermaye kazançlarından edinilen vergi gelirleri, toplam gelirlerin nispeten küçük bir payı olsa da önemsenmeyecek gibi de değildir. 1954’ten bu yana söz konusu vergiler toplam vergi gelirlerinin ortalama % 5.2’sini oluşturmuştur. 1957’deki % 2.0’lik nispeten düşük bir seviyeden sonra 1986’da % 12.8 ile bir zirve yapmıştır. 2007 yılında ise federal bütçenin % 75’ini sermaye kazançlarından toplanan vergiler oluşturmuştur³.

Çalışmanın ana motivasyonu Türkiye özelinde hâlihazırda gündemde olan Gelir Vergisi Kanunu Tasarısı kapsamında yapılacak sermaye kazancı vergi oranlarındaki değişikliklerin, sermaye piyasalarına etkilerine ilişkin ampirik bulgu sunan bir çalışma olmamasından kaynaklanan boşluktur. Maliye Bakanlığınca, yürürlükteki 06/01/1961 tarihli ve 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu ile 21/06/2006 tarihli ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu birleştirilerek Gelir Vergisi Kanunu adı altında bir

¹ M. Harding, “Taxation of Dividend, Interest, and Capital Gain Income”, **OECD Taxation Working Papers**, No. 19, 2013.

² Dünyada alım-satımı yapılan hisse senedi toplam değeri bir önceki yıla göre % 17.4 artarak 2014 yılında 81 trilyon ABD Dolarına ulaşmıştır (World Federation of Exchanges, 2015).

World Federation of Exchanges, **Annual Statistics Market Highlights**, 2015.

³ T. L. Hungerford, “The Economic Effects of Capital Gains Taxation”, CRS Report for Congress, **Congressional Research Service**, 2010.

Tasarı hazırlanmıştır. Tasarı 12/06/2013 tarihinde TBMM'ye sunulmuştur. T.C. Maliye Bakanı Mehmet Şimşek⁴ (2013) yeni Gelir Vergisi Kanunu Tasarısıyla ilgili basın toplantısında sermaye kazançlarının vergilendirilmesindeki istisnaların daraltılacağını belirtmiştir. OECD ülkelerinde uygulanan sermaye kazançları vergileri incelendiğinde Haziran 2012 itibarıyla Türkiye'de temettülerin % 34; faiz gelirlerinin % 15; hisse senetlerinin % 20 ile OECD ortalamasının altında vergilendirilmekte ve taşınmazlardan elde edilen kazançların ise vergilendirilmediği görülmektedir (Harding, 2013: 45). 2000 yılında toplam sermaye kazançlarına uygulanan % 33 vergi oranları⁵ ile % 45.2 OECD ortalamasının (ABD hariç) altında olan Türkiye, 2014 yılında söz konusu vergi oranının % 48'e ulaşmasıyla % 39.7 olan OECD ortalamasının (ABD hariç) üzerine çıkmıştır (Ernst & Young, 2015: 13).

Türkiye'de finansal sektörün %88'ini bankacılık sektörünün oluşturduğu düşünüldüğünde sermaye piyasaları finansal sektörün nispeten küçük bir oranını oluşturuyor gibi görünse de; sermaye piyasalarındaki baş döndürücü gelişim ve dönüşüm ile önüne geçilemeyen küreselleşme olgusu kapsamında konunun daha geniş bakış açısıyla değerlendirilmesi gerektiği kanaatindeyiz. Bu bağlamda sermaye piyasaları vergi oranlarındaki değişimin bu piyasalara muhtemel etkilerinin araştırılarak, bir yandan kanun yapıcılara bu konuda ampirik bulgular sunarak ekonomik gerçeklerle uyumlu vergi politikası uygulamaları konusuna katkı sağlanması hedeflenirken öte yandan konuya uluslararası ölçekte bir bakış açısının geliştirilmesi konusunda farkındalık yaratılması amaçlanmaktadır. Çalışmanın ana çerçevesi aşağıdaki gibidir. Girişi izleyen bölümlerde sırasıyla sermaye kazancı vergi oranları değişikliklerine ilişkin mevcut durum ve Tasarıda yer alan değişiklikler ortaya konacak. Daha sonra Pay, Borçlanma Araçları, Borsa Yatırım Fonları (BYF) ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarındaki geçmiş vergi oranlarındaki değişikliklerin, işlem hacmini, borsa gelirlerini ve yabancı net girişine etkileri ampirik bulgularla analiz edilecektir. Son bölümde ise araştırmanın bulguları ve bunlara ilişkin ekonomik çıkarımlara yer verilmektedir.

2. Gelir Vergisi Kanunu Tasarısında Sermaye Piyasalarına İlişkin Vergi Mevzuatı

Hâlihazırda Ek, Geçici ve Mükerrer maddeleriyle birlikte 210 maddeyi aşan Gelir Vergisi Kanunu ile 45 maddeden oluşan Kurumlar Vergisi Kanunu birleştirile-

⁴ T.C.Maliye Bakanlığı, <http://www.maliye.gov.tr/Lists/HaberlerListesi/Attachments/95/Yeni%20Gelir%20Vergisi%20Kanunu%20Tasar%C4%B1s%C4%B1%20Konu%20C5%9Fma%20Metni.pdf>, Erişim Tarihi (05.05.2015).

⁵ Söz konusu rapordaki bu vergi oranları her ülkenin gayri safi yurt içi hasıllarıyla ağırlıklandırıldığında, 2000 yılı için OECD ortalaması (ABD hariç) %49, 2014 yılı için %45.9 olarak hesaplanmıştır. Vergi oranlarının bu raporda merkezi ve alt ulusal yönetimlerce uygulanan vergileri de kapsadığı belirtilmektedir.

Ernst & Young "Corporate Dividend and capital gains taxation: A comparison of the United States to other developed nations", Prepared for the Alliance for Savings and Investment, Nisan 2015, s.13.

rek, Tasarıdaki madde sayısı toplamda 92'ye indirilmek suretiyle Kanun basitleştirilmektedir. Tasarıda gerçek kişilerin gelirlerinin ve kurum kazançlarının vergilendirilmesinde bir değişikliğe gidilmemiştir. Gerçek kişilerin gelirleri artan oranlı tarifeye göre %15 ile %35 arasında, kurum kazançları ise %20 oranında Gelir Vergisine tabi tutulmaya devam edilecektir. Yapılan Ar-Ge harcamalarının tamamının beyanname üzerinden indirimine, bu Tasarıda da yer verilmiştir. Girişimcilik, Tasarıda teşvik edilen “yeni” bir unsur olmaktadır. İlk defa Gelir Vergisine tabi olacak ve 29 yaşını doldurmamış genç girişimcilerin iş kurlmaları teşvik edilmektedir. Bu kapsamda, üç yıl boyunca elde edilen kazancın asgari ücrete tekabül eden kısmı üzerinden hesaplanan vergi, genç girişimciler tarafından verilecek gelir vergisi beyanamesi üzerinden hesaplanan vergiden indirilebilecektir. Türkiye’de genel olarak finansal piyasaların derinliğini artırmak, yatırımlara kaynak sağlamak ve girişimciliği desteklemek amacıyla “Bireysel Katılım Sermayesi”, “Girişim Sermayesi” ve “küresel fonlara” sağlanmakta olan teşvikler devam ettirilmektedir. Menkul sermaye iratlarına yönelik stopaj uygulamasında bir değişiklik öngörülmemektedir. Ayrıca halka arz edilmek suretiyle elden çıkarılan paylara ilişkin yeni bir düzenleme getirilmiş olup, Gelir Vergisi Kanun Tasarısının analizi için ilave kaynaklar incelenebilir⁶. Aşağıda Tasarıyla getirilmesi önerilen söz konusu düzenlemeler ürün bazında ayrıntılı olarak sunulmaktadır.

2.1. Yabancı Fonların Vergilendirilmesi⁷

Tasarının 23. Maddesi ile bugüne kadar fon yönetim şirketlerinin Türkiye’de ofis açmalarına engel olarak görünen vergi düzenlemeleri değiştirilerek, yabancı fonların Türkiye’den yönetimi teşvik edilmektedir. Bu kapsamda, İstanbul’un uluslararası finans merkezi olması⁸ adına önemli sayılan adımlardan biri atılmakta ve büyük ölçekli fonların Türkiye’ye çekilmesinin teşvik edilerek finansal piyasaların geliştirilmesi ve derinleştirilmesi amaçlanmaktadır.

⁶ F. Emektar, “Gelir Vergisi Kanun Tasarısının Karşılaştırmalı Analizi - 1 ve 2”, **Vergi Sorunları Dergisi**, Sayı 305-306, Şubat-Mart 2014.

⁷ Alp (2014), Çelik ve Güven (2013) ve Sever (2014) yabancı fonların vergilendirilmesini tüm yönleriyle kavramsal olarak tartışmaktadır.

M. A. Alp, “Yabancı Fon Kazançlarının Vergilendirilmesinde Yeni Dönem”, **Vergi Sorunları Dergisi**, Sayı: 307, Nisan 2014.

B. Çelik – F. Güven, “Yabancı Fon Kazançlarının ve Bu Fonların Portföy Yöneticiliğini Yapan Şirketlerin Vergilendirilmesi”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı: 380, Nisan 2013.

S. Sever, “6322 Sayılı Kanunla Fonlar ile Fon Yöneticisi Kurumlara Getirilen Vergisel Düzenlemeler ile Dar Mükellef Ulaştırma Kurumlarının Vergilendirilmesine İlişkin Açıklamalar”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı: 392, Nisan 2014.

⁸ T.C. Kalkınma Bakanlığı, **Onuncu Kalkınma Planı (2014-2018) Finansal Hizmetler Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Yayın No: 2883, 2014.

2.2. Menkul Sermaye İradı: Tanım, Kapsam ve Vergilendirme⁹

Tasarının 41. Maddesinde menkul sermaye iradı tanımlanmış (Mevcut Gelir Vergisi Kanununda 75. Madde) ve bu kapsama giren iratlar sayılmıştır. Tanımda bir değişiklik yapılmamıştır.

Mevduat faizinin kapsamına, bankalar ve aracı kurumlar arasındaki borsa para piyasasında değerlendirilen paralara ödenen faizler de dahil edilmiştir.

Mevcut Gelir Vergisi Kanunu'nun Vergi Tevkifatı başlıklı 94. Maddesi ve mevcut Kurumlar Vergisi Kanunu'nun Vergi Kesintisi başlıklı 15. Maddesinde yer alan düzenlemeler Tasarının 61. Maddesinde Vergi Kesintisi başlığı ile yer bulmaktadır.

Mevcut Gelir Vergisi Kanununda Geçici Madde ile yönlendirilen menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının vergilendirilmesine yönelik düzenleme tüm unsurları ile birlikte tasarıda kalıcı hale getirilmektedir. Uygulaması mevcut Gelir Vergisi Kanununun Geçici 67. Maddesinde düzenlenen menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarının stopajı, tasarının 62. Maddesinde "Münhasıran Banka ve Aracı Kurumlarca Yapılacak Kesintiler" başlığı altında 11 fıkra olarak düzenlenmiştir.

Tablo 1: Mevcut Gelir Vergisi Kanunu ile Tasarıda Yer Alan Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesine İlişkin Fıkraların Karşılaştırılması

Gelir Vergisi Kanunu Tasarısı 62. Madde	Mevcut Gelir Vergisi Kanunu Geçici 67. Madde
1-4.fıkralar	1. fıkra
5. fıkra	1, 5, 14. Fıkralar
6. fıkra	3. fıkra
7. fıkra	12 ve 13. fıkralar
8-9. fıkralar	11. fıkra
10. fıkra	6 ve 17. fıkralar
11. fıkra	18. fıkra

Bakanlar Kurulu'nun stopaj oranlarını sıfıra kadar indirmeye ve %15'e kadar artırmaya yetkisi Tasarıda korunmuştur.

⁹ Bu çalışmanın amacına binaen konu sadece özet olarak verilmiştir. Demir (2013) menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarından elde edilen gelirlerin Gelir Vergisi Kanununun 67. Maddesi kapsamında vergilendirilmesi hususunu tafsilatlı olarak tartışmaktadır. Ş. Demir, "Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçlarının Elden Çıkarılmasından Elde Tutulmasından Sağlanan Gelirlerin Gelir Vergisi Kanunu'nun 67'nci Maddesi Kapsamında Vergilendirilmesi", *Vergi Sorunları Dergisi*, Sayı: 294, 2013.

2.3. Pay Senetlerinin Halka Arz Yoluyla Elden Çıkarılması ile Elde Edilen Gelirler

Tasarının 21. Maddesi ile ticari kazancını bilanço esasına göre tespit eden gerçek kişiler ile kurumların aktiflerindeki taşınmazlar, iştirak hisseleri, kurucu senetleri, intifa senetleri ve rüçhan haklarının,

- a) İki tam yıldan sonra satışından doğan kazançların %40'ı
- b) Üç tam yıldan sonra satışından doğan kazançların %50'si
- c) Dört tam yıldan sonra satışından doğan kazançların %60'ı
- ç) Beş tam yıldan sonra satışından doğan kazançların %75'i

Gelir Vergisinden müstesna tutulmuştur. Tam mükellef anonim şirketlerde sahip olunan pay senetlerinin halka arz edilmek suretiyle elden çıkarılması ise 49. Maddede düzenlenmiştir. Buna göre pay senetlerinin halka arzında

- 1) İki tam yıldan fazla süreyle elde tutulana elden edilen gelirlerin % 60'ı
- 2) Üç tam yıldan fazla süreyle elde tutulana elden edilen gelirlerin % 70'i
- 3) Dört tam yıldan fazla süreyle elde tutulana elden edilen gelirlerin % 80'i
- 4) Beş tam yıldan fazla süreyle elde tutulana elden edilen gelirlerin % 90'ı

Gelir Vergisinden müstesnadır. Madde gerekçesine göre, anonim şirketlerin halka açılmasını ve sermayenin tabana yayılmasını teşvik etmek amacıyla, tam mükellef anonim şirketlere ait pay senetlerinin halka arz edilmek suretiyle elden çıkarılmasından doğacak kazancın vergiden istisna edilecek oranları diğer pay senetlerine göre daha yüksek olarak tespit edilmektedir.

Ancak mevcut düzenlemede, 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanununun İstisnalar başlıklı 5. Maddesinin 1/e bendine göre, kurumların, en az iki tam yıl süreyle aktiflerinde yer alan taşınmazlar ve iştirak hisseleri ile aynı süreyle sahip oldukları kurucu senetleri, intifa senetleri ve rüçhan haklarının satışından doğan kazançların % 75'lik kısmı vergiden istisna olduğu görülmektedir. Ayrıca GVK Mük. Md. 80/1 maddesine göre de gerçek kişiler için iki yıldan fazla süre ile elde tutulan hisse senetlerinin, elden çıkartılmasından doğan kazanç, tutarı ne olursa olsun, gelir vergisine tabi değildir.

Taslakta yer alan bu yeni oranlar ile yukarıdaki maddeler çerçevesinde gerçek kişiler mevcut Kanuna göre %40 ile %10 arasında bir istisna kaybına uğramaktadır. Tüzel kişiler ise iki ve üç tam yıldan fazla süreyle elde tutularda mevcut Kanuna göre %15 ile %5 arasında bir istisna kaybına uğramakta iken, dört ve beş tam yıldan uzun süreyle elde tutulmaları halinde mevcut Kanuna göre sırasıyla %5 ve %15 daha yüksek bir istisna oranından faydalanabileceklerdir.

Tablo 2: Hisse Senetlerinin Elde Tutulma Süreleri ve Vergi İstisna Oranları Karşılaştırılması

Elde Tutma Süresi	Mevcut Kanun (Gerçek Kişi)	Mevcut Kanun (Tüzel Kişi)	Tasarı
2 tam yıldan fazla	%100	%75	%60
3 tam yıldan fazla	%100	%75	%70
4 tam yıldan fazla	%100	%75	%80
5 tam yıldan fazla	%100	%75	%90

Yeni düzenleme ile öngörülen kademeli vergilendirmenin getireceği ilave yükümlülüklerin gerek şirketlerin halka açılması ve gerekse yatırımcıların pay senedine yatırım tercihlerini olumsuz yönde etkileyeceği düşünülmektedir.

3. Geçmiş Vergi Değişiklikleri Temelinde Sermaye Kazancı¹⁰ Vergisi Değişikliklerinin Etkileri

3.1. Geçmiş Düzenlemeler

Sermaye piyasalarındaki sermaye kazançlarının vergilendirilmesinde 2006 yılının başında yapısal bir değişikliğe gidildiği, beyan usulünün yerine stopaj usulünün getirildiği ve stopaj oranının tüm menkul kıymetler için %15 olarak belirlendiği görülmektedir. Daha sonra bu oran aynı yılın Temmuz ayında Tablo 3'te görüldüğü üzere paylar ve borçlanma araçlarında dar mükellefler için %0'a (sıfıra), tam mükellefler için %10'a düşürülmüştür. Kasım 2008'de paylarda stopaj oranı tüm mükellefler için %0 (sıfır) olarak belirlenmiştir. Değişiklik daha önce beyan yoluyla yapılan vergi tevkifatının kaynakta yapılması amacını taşımaktadır. 01/01/2006 öncesinde elde tutma süresi 3 aydan az olanlarda 13.000 TL'yi geçen kısım beyan edilmekte, elde tutma süresi 3 ayı geçenler vergilendirilmemekteydi.

Tablo 3: Paylarda Stopaj Oranları

	01.01.2006 Öncesi	01.01.2006	07.07.2006	23.07.2006	13.11.2008
Tam mükellef gerçek kişi	%0	%15	%15	%10	%0
Tam mükellef kurum	%0	%15	%15	%10	%0
Dar mükellef gerçek kişi	%0	%15	%0	%0	%0
Dar mükellef kurum	%0	%15	%0	%0	%0

¹⁰ Demirtaş (2013) çalışmasında menkul kıymetlerin değerlemesi konusunu Vergi Usul Kanunu (VUK) hükümleri kapsamında tartışmaktadır.

F. Demirtaş, "Menkul Kıymetlerin VUK Hükümlerine Göre Değerlemesi", **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı: 388, Aralık 2013.

Tablo 4 BYF’nda stopaj oranlarındaki değişiklikleri göstermektedir. 23 Temmuz 2006’dan itibaren BYF stopaj oranları dar mükellef gerçek kişi ve kurumlar için daha önceki %15 seviyesinden %10’a düşürülmüştür. 18 Mayıs 2012’de pay ağırlıklı BYF’ler için de stopaj oranı sıfıra düşürülmüştür. Pay ağırlıklı olmayan BYF’ler için ise stopaj oranı %10 olarak uygulanmaya devam etmiştir.

Tablo 4: Borsa Yatırım Fonlarında Stopaj Oranları

	01.01.2006 Öncesi	01.01. 2006*	23.07. 2006	18.05.2012
Tam mükellef gerçek kişi	%0	%15	%10	Pay ağırlıklı: %0, diğerleri: %10
Tam mükellef kurum	%0	%15	%10	Pay ağırlıklı: %0, diğerleri: %10
Dar mükellef gerçek kişi	%0	%15	%10	Pay ağırlıklı: %0, diğerleri: %10
Dar mükellef kurum	%0	%15	%10	Pay ağırlıklı: %0, diğerleri: %10

Öte yandan borçlanma araçlarında ise Ekim 2010 tarihinde gerçek kişi-kurum ayırımına gidilmiş ve stopaj oranı kurumlar için sıfır, gerçek kişiler için %10 olarak belirlenmiştir (Tablo 5). Değişiklik daha önce beyan yoluyla yapılan vergi tevkifatının kaynağa yapılması amacını taşımaktadır. Ocak 2006 öncesinde DİBS’lerin faiz ve alım satım kazançları için stopaj %0 idi. Kurumlar, geliri kurum kazancına ekliyorlardı. Gerçek kişiler için 174.033 TL’lik kısmı istisna idi. Kazancın bu tutarı geçen kısmı beyan ediliyordu.

Tablo 5: Kamu ve Özel Sektör Borçlanma Araçlarında (DİBS ve ÖSBA) Stopaj Oranları

	01.01.2006 Öncesi	01.01. 2006	07.07. 2006	23.07. 2006	01.10. 2010
Tam mükellef gerçek kişi	%0	%15	%15	%10	%10
Tam mükellef kurum	%0	%15	%15	%10	%0
Dar mükellef gerçek kişi	%0	%15	%0	%0	%10
Dar mükellef kurum	%0	%15	%0	%0	%0

Tablo 6 Repo işlemlerinden alınan stopaj oranlarını göstermekte olup, 2006 yılı Ocak ayı öncesinde %22 olarak uygulanan stopaj oranı tüm mükellefler için 2006 sonrasında %15’e düşürülmüştür.

Tablo 6: Repo İşlemlerinde Stopaj Oranları

	01.01.2006 Öncesi	01.01.2006 Sonrası
Tüm mükellefler	%22	%15

Son olarak Tablo 7’de görüleceği üzere vadeli işlemlerde 2009 yılı öncesi stopaj vergisi uygulanmazken, Ocak 2009 tarihinden itibaren yerli yatırımcılardan alınan vergiler %0’dan %10’a çıkarılmıştır. Ekim 2010’daki bir başka vergi düzenlemesiyle yerli kurumsal yatırımcılardan alınan vergiler %10’dan %0’a düşürülmüştür. Diğer taraftan yabancı gerçek yatırımcıdan alınan vergiler ise %0’dan %10’a çıkarılmıştır.

Tablo 7: Vadeli İşlemlerdeki Stopaj Oranları

	01.01.2009 Öncesi	01.10.2010’a Kadar	01.10.2010 Sonrası
Tam mükellef gerçek kişi	%0	%10	%10
Tam mükellef kurum	%0	%10	%0
Dar mükellef gerçek kişi	%0	%0	%10
Dar mükellef kurum	%0	%0	%0

3.2. Vergi Değişikliklerinin Sermaye Piyasalarına Ekonomik ve Finansal Etkilerinin Ampirik Analizi

3.2.1. Literatür Özeti

Hâlihazırdaki çalışmanın bulgularını paylaşmaya geçmeden evvel, konuyla ilgili iktisat yazınında yapılmış çalışmalardan bahsetmek, bu çalışmanın bulgularını emsalleriyle karşılaştırmayı mümkün kılarak fayda sağlayacaktır. Feldstein vd. (1980:790) sermaye kazançları vergisinin düşürülmesinin sadece pay piyasasının daha aktif bir piyasaya dönüşmesini teşvik etmekle kalmayıp vergi gelirlerini de yükselteceği sonucuna varmışlardır¹¹. Söz konusu çalışmaya göre vergi oranlarındaki % 10’luk azalış, sermaye kazançlarından elde edilecek vergi gelirlerinin %38 oranında artmasına yol açmaktadır.

Sermaye kazançları vergisinin geçici (kısa dönem) ve kalıcı (uzun dönem) etkilerinin incelediği çalışmada vergi oranlarındaki % 10’luk bir artışın kısa dönem sermaye kazançlarında %15’lik bir artışa yol açacağını; uzun dönemde ise bu etkinin % 0.5 olacağını tahmin edilmiştir¹². Bir başka çalışmada da 0.5’e yakın bir kalıcı esneklik hesaplanmış olsa da, geçici esnekliği 6.4 olarak önceki çalışmaya nispeten oldukça yüksek bir rakam olarak bulmuştur¹³.

ABD’de sermaye kazançları vergisindeki değişikliğin hisse senedi piyasaları yatırımlarına etkisini incelendiği ve söz konusu yatırımların vergilerden değil fakat

¹¹ Bu çalışmanın bulguları, Feldstein ve diğerleri (1980)’nin sonuçlarını yeniden doğrulamaktadır.

M. Feldstein ve diğerleri, “The effects of Taxation on the Selling of Corporate Stock and the Realizations of Capital Gains”, **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 94, No. 4, 1980.

¹² G. E. Auten, - Charles T. Clotfelter, “Permanent versus Transitory Tax Effects and Realization of Capital Gains”, **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 97, No. 4, 1982, s. 627.

¹³ L. E. Burman - William C. Randolph, “Measuring Permanent Responses to Capital-Gains Tax Changes in Panel Data”, **American Economic Review**, Vol. 84, No. 4, 1994, s. 805.

sermaye kazançları tahakkuklarından etkilendiğini bulunmuştur¹⁴. Yine aynı çalışmada yatırımcıların alım satım davranışlarının büyük ölçüde beklentilerine ve buna bağlı risk iştahlarına bağlı olduğunu; tecrübeli mükelleflerin çok karmaşık vergiden kaçınma hileleriyle ilgilenerak, vergi kanunu boşluklarını kendi çıkarları doğrultusunda kullanabileceklerine de dikkat çekilmektedir¹⁵.

3.2.2. Pay Piyasası İşlem Hacmi

Vergi değişikliklerin etkilerini incelemeyi amaçlamak üzere aşağıdaki tek denklemlerli model işlem hacmi, gelir ve yabancı net girişleri bazında pay piyasası, borçlanma piyasası, borsa yatırım fonları (BYF) ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) için katsayılar hesaplanarak sonuçlar ayrı ayrı analiz edilecektir.

$$Y_t = \alpha + \gamma t + \sum_{i=1}^3 \beta_{it} X_{it} + \sum_{i=1}^2 \psi_{it} D_{it} + \theta K_t \quad (1)$$

Yukarıdaki denklemde¹⁶ Y_t pay piyasası, borçlanma piyasası, BYF ve VİOP için işlem hacmi, borsa gelirleri ve yabancı girişleri temsil eden bağımlı değişken, α sabit katsayı, t seriyi durağanlaştıran trend değişkeni, X_t açıklayıcı kontrol değişkenlerini, D vergi değişikliklerini gösteren kukla değişken(ler)ini ve son olarak K ise finansal kriz dönemini gösteren kukla değişkeni temsil etmektedir.

Bu bölümde Pay Piyasasını ilgilendiren vergi değişikliklerinin, Pay Piyasası işlem hacmi üzerindeki etkileri Dayanıklı Regresyon Yöntemiyle (DRY) tahmin edilecektir¹⁷. Borsa İstanbul veri kaynakları ve Bloomberg veri tabanı kullanılarak

¹⁴ A. Akindayomi, "Capital Gains Taxation and Stock Market Investments: Empirical Evidence", **Accounting and Taxation**, Vol. 5, No. 2, 2013, ss.9-10.

¹⁵ Bu kapsamda ülkeden ülkeye farklılıklar gösterebilecek vergi mükellefi davranış kalıplarının, farklı bir değişken olarak vergi düzenlemelerinde dikkate alınması kaçınılmaz olup, söz konusu değişkenin de uygun bir yaklaşımla modelde dahil edilmesi gelecekte yapılacak çalışmalar açısından yeni bir araştırma konusu olarak önerilebilir.

¹⁶ ABD için yapılan çalışmada hisse senedi piyasasına yatırımları açıklamak için kullanılan benzer bir modelde açıklayıcı değişken olarak, tahakkuk eden sermaye kazançları, büyüme oranı (GSYH), sermaye kazanç vergi oranı gibi değişkenler kullanılmıştır. GSYH'nın modele dahil edilme sebebinin, ABD ekonomisindeki reel dalgalanmaları kapsamak olduğu belirtilmektedir (Akindayomi, 2013, a.g.m., ss. 1-12). ABD sermaye piyasalarının nispi büyüklüğü ve derinliği düşünüldüğünde bunun anlamlı olması beklense de, Türkiye sermaye piyasaları henüz sığ olduğundan, imalat sanayi endeksi modele dahil edilerek tahmin edildiği halde ekonometrik olarak anlamlı bulunmadığı ve model sonuçlarını değiştirmedigi için burada yer verilmemiştir.

¹⁷ Ekonometrik analizlerde En Küçük Kareler (EKK) yöntemi hesaplama kolaylığı dolayısıyla sıklıkla kullanılmakta ancak bu yöntem aykırı gözlemlere karşı aşırı duyarlı olduğu için bu çalışmada DRY tercih edilmiştir. Böylece hataların özdeş ve bağımsız dağılması varsayımının sağlanması, tahminlerin yansızlığı ve etkin olması amaçlanmıştır. Farklı bir ifadeyle veri setindeki genel karakteristik yapıya uymayan gözlemlerin olması halinde, EKK tahminlerinin standart hataları ve güven aralıkları olumsuz yönde etkilenmektedir. DRY, dirençli sonuçlar vermenin ötesinde, aykırı gözlemlerin teşhisine ve veri setindeki etkinliğinin dengelenmesine imkan sağlayarak bu problemi bertaraf etmektedir. Neticede DRY ekonometrik bulguların güvenilirliğini artırmaktadır.

derlenen veri setine ilişkin tanımlayıcı istatistikler ve Durağanlık Test Sonuçları Tablo Ek-2’de verilmektedir.

Ele alınan süre içerisinde (Ocak 2006 – Şubat 2015) Pay Piyasasını ilgilendiren iki vergi değişikliği bulunmaktadır. Temmuz 2006 tarihinde gerçekleştirilen vergi değişikliğine göre yerli yatırımcılardan alınan vergiler %15’ten %10’a, yabancı yatırımcılardan alınan vergiler ise %15’ten %0’a düşürülmüştür¹⁸. İkinci değişiklik ise Kasım 2008’de gerçekleştirilmiş ve yerli yatırımcıdan alınan vergi oranı %15’dan %0’a düşürülmüştür. Bu değişikliklerin etkilerinin analizi için aşağıdaki model incelenecektir.

$$Pay\ Piyasası\ İşlem\ Hacmi_t = \alpha + \gamma t + \beta_1 BIST\ 30\ Oynaklığı + \beta_2 DeFTER\ Piyasa\ Oranı + \beta_3 Döviz\ Kuru\ Oynaklığı + \psi_1 t D1 + \psi_2 t D2 + \theta Kt \quad (2)$$

Tablo 8: Pay Piyasası İşlem Hacmini Etkileyen Değişkenlerin Dayanıklı (Robust¹⁹) Regresyon Sonuçları

	Katsayılar	Dayanıklı Hata Terimleri	p-değeri
BIST 30 Oynaklığı	247.39	114.66	0.03
Ulusal Pazar DeFTER – Piyasa Oranı	7143.56	3015.01	0.02
ABD Doları – TL Oynaklığı	-159.48	267.38	0.55
1. Vergi Değişikliği Kuklası	-6281.92	3064.55	0.04
2. Vergi Değişikliği Kuklası	-137.71	4272.53	0.97
Kriz Kuklası	-12857.48	4274.92	0.00
Trend	378.28	47.19	0.00
Sabit	4881.51	6454.15	0.45

¹⁸ Gelişmiş sermaye piyasalarından bir örnek teşkil etmek anlamında ABD’de 2008 yılında kısa vadeli sermaye kazançları (bir yıldan az tutulan sermaye piyasası varlıkları) normal gelir grubu kapsamında görülerek vergilendirilmiş; uzun vadeli sermaye kazançları ise iki en düşük vergi gelir dilimindeki mükellefleri için % 0 oranında, diğer gelir vergisi dilimleri için ise % 15 olarak vergilendirilmiştir. 2010 yılından sonra %15 oranı % 20 ye çıkarılmıştır (Hungerford, 2010, a.g.m.). 2015 yılı Ocak ayında Başkan Obama, en üst %1’lik gelir grubundaki Amerikalı vatandaşların halihazırda 23.8% olan sermaye kazançları vergi oranını % 28’e çıkarmak için vergi kanunu teklifi sunmuştur (World Street Journal, 2015).

World Street Journal, <http://www.wsj.com/articles/how-should-capital-gains-be-taxed-1425271052>, Erişim Tarihi (22.04.2015).

¹⁹ Robust kelimesinin Türkçe karşılığı olarak ekonomi yazınında “dayanıklı” ya da “güçlü” kelimelerinin kullanılması tercih edilegelmiştir. 15 No’lu dipnotta gerekçesi ayrıntılı olarak anlatıldığı üzere her ne kadar “Aykırı Gözlemlere Duyarlı EKK” ifadesinin bu yöntemin özelliklerini de yansıması anlamında tercih edilebilir olduğu düşünülse de bir anlam kargaşasına sebebiyet vermemek amacıyla kullanılmamıştır. Dolayısıyla bu çalışmada da robust ifadesinin karşılığı olarak bundan sonra dayanıklı ifadesi kullanılmıştır.

Formül (2)'ye göre D_1 değişkeni, ilk vergi değişikliği yapıldığı tarihten önce 0 ve sonraki vergi değişikliği yapılan tarihe kadar 1 değeri alan bir kukla değişkendir. D_2 değişkeni, ikinci vergi değişikliği yapıldığı tarihten önce 0 ve ondan sonra 1 değeri alan bir kukla değişkendir. t değişkeni ise küresel 2008 krizi etkilerini yakalamak için konan ve BIST-100 endeksinin bu krizden en olumsuz etkilendiği dönem olan Eylül 2008 ve Mart 2009 dönemleri arasında 1 geri kalan dönemlerde ise 0 değerleri alan bir kukla değişkendir. t değişkeni, durağan olmayan işlem hacmi serisinde trendi temsil etmektedir. Model sonucu Tablo 8'deki gibidir.

Model sonuçlarına göre, negatif katsayısı, düşük dayanıklı hata terimleri ve dolayısıyla yüksek p-değeri göz önüne alındığında, 2008 krizinin beklendiği gibi Pay Piyasası işlem hacmi üzerinde belirgin olumsuz bir etkisi olmuştur. Ancak 2006 yılında da vergi oranlarının yabancı ve yerli yatırımcılar arasında yabancılar lehine farklılaştırılması beklentiler yönünde, Pay Piyasası işlem hacmi üzerinde belirgin bir olumsuz (ters yönlü) etki yaratmıştır. İşlem hacminin büyük çoğunluğunu yerli yatırımcıların gerçekleştirdiği göz önüne alındığında, değişikliğin yerli yatırımcıların alım-satım eğilimini olumsuz yönde etkilemiş olduğu söylenebilir. 2008 yılında yapılan ikinci vergi indirimi ise beklentilere paralel yine negatif katsayı ile olumsuz etki yarattığı sinyali vermesine rağmen yüksek p-değeri, bu etkinin anlamlı olmadığını göstermektedir. Ayrıca, özellikle işlem hacmi ile ilgili söz konusu katsayıları yorumlarken küresel konjonktürün etkilerini, ülkenin reel ve finansal sektör dinamiklerini de göz ardı edilmemelidir.

3.2.3. Borçlanma Araçları Piyasası İşlem Hacmi

Bu bölümde Borçlanma Araçları Piyasasını ilgilendiren vergi değişikliklerinin, Borçlanma Araçları Piyasası işlem hacmi üzerindeki etkileri incelenecektir. Ele alınan süre içerisinde (Ocak 2006 – Şubat 2015) Borçlanma Araçları Piyasasını ilgilendiren iki tane vergi değişikliği bulunmaktadır. Temmuz 2006 tarihinde gerçekleştirilen vergi değişikliğine göre yerli yatırımcılardan alınan vergiler %15'ten %10'a, yabancı yatırımcılardan alınan vergiler ise %15'dan %0'a düşürülmüştür. İkinci değişiklik ise Ekim 2010'de gerçekleştirilmiş ve yerli kurumsal yatırımcılardan alınan vergiler %10'dan %0'a düşürülmüştür. Diğer taraftan yabancı gerçek yatırımcılardan alınan vergiler ise %0'dan %10'a çıkarılmıştır. Bu etkinin analizi için aşağıdaki model incelenecektir.

$$\begin{aligned}
 \text{Borçlanma Araçları Piyasası İşlem Hacmi}_t = & \\
 \alpha + \gamma t + & \beta_1 \text{Reel Faiz Oranı} + \\
 \beta_2 \text{Reel Efektif Döviz Kuru} + & \\
 \beta_3 \text{Bankalar Arası Faiz Oranı} + \Psi_{1t} D_1 + & \\
 \Psi_{2t} D_2 + \theta K_t & \quad (3)
 \end{aligned}$$

Tablo 9'da sonuçları verilen bu modelde D_1 değişkeni, ilk vergi değişikliği yapıldığı tarihten önce 0 ve sonraki vergi değişikliği yapılan tarihe kadar 1 değeri alan bir kukla değişkendir. D_2 değişkeni, ikinci vergi değişikliği yapıldığı tarihten

önce 0 ve ondan sonra 1 değeri alan bir kukla değişkendir. değişkeni ise küresel 2008 krizi etkilerini yakalamak için konan ve BIST-100 endeksinin bu krizden en olumsuz etkilendiği dönem olan Eylül 2008 ve Mart 2009 dönemleri arasında 1 geri kalan dönemlerde ise 0 değerleri alan bir kukla değişkendir. t değişkeni, durağan olmayan işlem hacmi serisinde trendi temsil etmektedir (Formül (2)).

Tablo 9: Borçlanma Araçları Piyasası İşlem Hacmini Etkileyen Değişkenlerin Dayanıklı Regresyon Sonuçları

	Katsayılar	Dayanıklı Hata Terimleri	p-değeri
Reel Faiz Oranı	522.21	618.25	0.40
Reel Efektif Döviz Kuru	101.71	135.46	0.45
Bankalar Arası Faiz Oranı	-846.39	381.78	0.03
1. Vergi Değişikliği Kuklası	-2531.75	2713.89	0.35
2. Vergi Değişikliği Kuklası	-461.53	4816.84	0.92
Kriz Kuklası	-458.15	3042.52	0.88
Trend	-191.40	57.81	0.00
Sabit	50151.59	14211.11	0.00

Model sonuçlarına göre, sabit terim, reel faiz oranı ve reel efektif döviz kuru dışındaki değişkenlerin negatif katsayılara sahip olmaları, ilk başta vergi artışlarının ve 2008 küresel krizinin Borçlanma Araçları Piyasası işlem hacmi üzerinde olumsuz etkiye sahip olduğunu önerse de, yüksek p-değerleri bu çıkarımların anlamsız olacağını göstermektedir. Bu durumda vergi değişikliklerinin işlem hacmi üzerindeki etkileri hakkında kesin çıkarımlar yapılamamaktadır. Model sonuçlarına göre sadece bankalar arası faiz oranı ve trend değişkeni anlamlıdır. Dolayısıyla bu tahmin sonuçlarına göre işlem hacmini vergiden ziyade bankalar arası faiz oranı belirlemektedir sonucu çıkarılabilir. Daha önce de bahsedilen bir çalışmada sadece tahakkuk eden sermaye kazançları ve gayri safi yurtiçi hasılanın katsayısını anlamlı bulunmuş ve buna ilave olarak beklentilerin tersine sermaye kazançları vergisi katsayısının pozitif değer aldığı tespit edilmiştir²⁰.

3.2.4. BYF Pazarı İşlem Hacmi

Bu bölümde BYF'leri ilgilendiren vergi değişikliklerinin, BYF işlem hacmi üzerindeki etkileri incelenecektir. Ele alınan süre içerisinde (Ocak 2006 – Şubat 2015) BYF'leri ilgilendiren iki tane vergi değişikliği bulunmaktadır. Temmuz 2006 tarihinde gerçekleştirilen vergi değişikliğine göre yerli ve yabancı yatırımcılardan alınan vergiler %15'ten %10'a düşürülmüştür. İkinci değişiklik ise Mayıs 2012'de gerçekleştirilmiş ve yerli ve yabancı yatırımcılara uygulanan vergi oranı %10'dan %0'a düşürülmüştür. Bu etkinin analizi için aşağıdaki model incelenecektir.

²⁰ Akındayomi, 2013, a.g.m., ss. 1-12.

$$BYF \text{ İşlem Hacmi}_t = \alpha + \gamma t + \beta_1 BIST\ 30 \text{ Oynaklığı} + \beta_2 \text{ Defter Piyasa Oranı} + \beta_3 \text{ Döviz Kuru Oynaklığı} + \Psi_1 t D_1 + \Psi_2 t D_2 + \theta K t \quad (4)$$

Formül (4)'te D_1 değişkeni, ilk vergi değişikliği yapıldığı tarihten önce 0 ve sonraki vergi değişikliği yapılan tarihe kadar 1 değeri alan bir kukla değişken, olup, D_2 değişkeni ikinci vergi değişikliği yapıldığı tarihten önce 0 ve ondan sonra 1 değeri alan bir kukla değişkendir. θ değişkeni ise küresel 2008 krizi etkilerini yakalamak için konan ve BIST-100 endeksinin bu krizden en olumsuz etkilendiği dönem olan Eylül 2008 ve Mart 2009 dönemleri arasında 1, geri kalan dönemlerde ise 0 değerleri alan bir kukla değişkendir. t değişkeni, durağan olmayan işlem hacmi serisinde trendi temsil etmektedir. Model sonuçları Tablo 10'da verilmektedir.

Model sonuçlarına göre, katsayı her ne kadar anlamsız olsa da 2008 krizinin BYF işlem hacmi üzerindeki etkisi beklendiği gibi negatif bulunmuştur. 2006 yılında yapılan vergi indiriminin BYF işlem hacmi üzerinde belirgin ve anlamlı bir pozitif etkisi olduğu gözlenmektedir. Benzer bir şekilde, 2012 yılında yapılan vergi indiriminin model içindeki katsayısı pozitif olup, vergi indiriminin olumlu etkisi olduğunu işaret etse de yüksek p-değeri bu etkinin anlamsız olduğunu ortaya koymaktadır.

Tablo 10: BYF Pazarı İşlem Hacmini Etkileyen Değişkenlerin Dayanıklı Regresyon Sonuçları

	Katsayılar	Dayanıklı Hata Terimleri	p-değeri
BIST 30 Oynaklığı	1.76	4.03	0.66
Ulusal Pazar Defter – Piyasa Oranı	67.65	106.03	0.52
ABD Doları – TL Oynaklığı	-7.73	9.76	0.43
1. Vergi Değişikliği Kuklası	462.89	118.78	0.00
2. Vergi Değişikliği Kuklası	109.35	193.81	0.57
Kriz Kuklası	-18.17	152.35	0.91
Trend	2.01	1.80	0.26
Sabit	160.67	228.57	0.48

3.2.5. VİOP İşlem Hacmi

Bu bölümde VİOP'u ilgilendiren vergi değişikliklerinin, VİOP işlem hacmi üzerindeki etkileri incelenecektir. Ele alınan Ocak 2006 – Şubat 2015 döneminde VİOP'u ilgilendiren iki tane vergi değişikliği bulunmaktadır. Ocak 2009 tarihinde gerçekleştirilen vergi değişikliğine göre yerli yatırımcılardan alınan vergiler %0'dan %10'a çıkarılmıştır. İkinci değişikliğe göre ise Ekim 2010'de gerçekleştirilmiş ve yerli kurumsal yatırımcılardan alınan vergiler %10'dan %0'a düşürülmüştür. Diğer taraftan yabancı gerçek yatırımcıdan alınan vergiler ise %0'dan %10'a çıkarılmıştır. Bu etkinin analizi için aşağıdaki model incelenecektir.

$$\begin{aligned}
VİOP \text{ İşlem Hacmi}_t = & \\
& \alpha + \gamma t + \beta_1 BIST \text{ 30 Oynaklığı} + \\
& \beta_2 \text{ Döviz Kuru Oynaklığı} + \Psi_{1t} D_1 + \\
& \Psi_{2t} D_2 + \theta K_t
\end{aligned} \tag{5}$$

Tablo 11’de sonuçları verilen bu modelde D_1 değişkeni, ilk vergi değişikliği yapıldığı tarihten önce 0 ve sonraki vergi değişikliği yapılan tarihe kadar 1 değeri alan bir kukla değişkendir. D_2 değişkeni ise ikinci vergi değişikliği yapıldığı tarihten önce 0 ve ondan sonra 1 değeri alan bir kukla değişkendir. θ değişkeni, küresel 2008 krizi etkilerini yakalamak için konan ve BIST-100 endeksinin bu krizden en olumsuz etkilendiği dönem olan Eylül 2008 ve Mart 2009 dönemleri arasında 1 geri kalan dönemlerde ise 0 değerleri alan bir kukla değişkendir. t değişkeni, durağan olmayan işlem hacmi serisinde trendi temsil etmektedir.

Tablo 11: VİOP İşlem Hacmini Etkileyen Değişkenlerin Dayanıklı Regresyon Sonuçları

	Katsayılar	Dayanıklı Hata Terimleri	p-değeri
BIST 30 Oynaklığı	670.55	158.06	0.00
ABD Doları – TL Oynaklığı	-343.68	343.60	0.32
Bireysel Vergi Değişikliği Kuklası	35389.27	4366.07	0.00
Kurumsal Vergi Değişikliği Kuklası	-7255.15	4414.14	0.10
Kriz Kuklası	-14621.21	5399.24	0.01
Trend	464.72	82.08	0.00
Sabit	-20430.48	7074.75	0.00

Model sonuçlarına göre negatif katsayısı ve düşük p–değeri göz önüne alındığında, 2008 krizi VİOP işlem hacmi üzerinde anlamlı olumsuz bir etki oluşturmuştur. 2009 yılındaki bireysel yatırımcılara ilişkin vergi artışının VİOP işlem hacmini beklentilerin tersine belirgin düzeyde olumlu etkilediği gözlemlenirken; 2010 yılı Ekim ayında yerli kurumsal yatırımcılardan alınan vergilerin düşürülmesinin, VİOP işlem hacmini beklentilere paralel yönde olumlu etki oluşturduğu gözlemlenmiştir.

3.2.6. Pay Piyasası Yabancı Net Girişi

Bu bölümde yabancı yatırımcıları ilgilendiren vergi değişikliklerinin, bu yatırımcıların Pay Piyasasına net girişleri üzerindeki etkileri incelenecektir. Ele alınan süre içerisinde (Ocak 2005 – Şubat 2015) yabancıları ilgilendiren bir adet vergi değişikliği bulunmaktadır. Ocak-Haziran 2006 döneminde gerçekleşen bu vergi değişikliğinde önce oran %0’dan %15’e yükseltilmiş, 2006 yılı Temmuz ayında da tekrardan %0’a indirilmiştir. Bu etkinin analizi için aşağıdaki model incelenecektir.

$$Yabancı Net Giriş_t = \alpha + \beta_1 MSCI Gelişen Piyasalar Oynaklığı + Döviz Kuru Oynaklığı + \Psi_{1t} D_1 + \Psi_{2t} D_2 + \theta K_t \quad (6)$$

Formül (6)'ya göre D_1 değişkeni, vergi değişikliği yapıldığı tarihten önce 0 ve sonrasında 1 değeri alan bir kukla değişkendir. D_2 değişkeni ise küresel 2008 krizi etkilerini yakalamak için konan ve BIST-100 endeksinin bu krizden en olumsuz etkilendiği dönem olan Eylül 2008 ve Mart 2009 dönemleri arasında 1, geri kalan dönemlerde ise 0 değerleri alan bir kukla değişkendir. Model sonuçları aşağıdaki Tablo 12'de özetlendiği gibidir.

Tablo 12: Pay Piyasası Yabancı Net Girişini Etkileyen Değişkenlerin Dayanıklı Regresyon Sonuçları

	Katsayılar	Dayanıklı Hata Terimleri	p-değeri
ABD Doları – TL Oynaklığı	-0.50	0.21	0.01
MSCI Gelişen Piyasalar Oynaklığı	-32.79	12.02	0.01
Vergi Değişikliği Kukla Değişkeni	-219.64	223.08	0.32
Kriz Kuklası	-462.49	228.11	0.04
Sabit	1215.67	307.29	0.00

Model sonuçlarına göre beklentilere paralel olarak 2008 krizinin net yabancı girişine belirgin olumsuz bir etkisi olurken; her ne kadar anlamsız olsa da vergi artırımının net yabancı girişleri üzerinde beklentiler doğrultusunda belirgin bir olumsuz etkisi olduğu görülmektedir.

3.2.7. Borçlanma Araçları Piyasası Yabancı Net Girişi

Bu bölümde yabancı yatırımcıları ilgilendiren vergi değişikliklerinin, bu yatırımcıların Borçlanma Araçları Piyasasına net girişleri üzerindeki etkileri incelenecektir. Ele alınan süre içerisinde (Ocak 2005 – Şubat 2015) yabancı yatırımcıları ilgilendiren iki vergi değişikliği bulunmaktadır. İlki %0'dan %15'e yükseltilerek Ocak-Haziran 2006 döneminde gerçekleşmiş, 2006 yılı Temmuz ayında tekrardan %0'a indirilmiştir. İkinci olarak Ekim 2010 tarihinde gerçekleştirilen vergi değişikliğine göre ise yabancı gerçek kişilerden alınan vergiler %0'dan %10'a yükseltilmiştir. Bu etkinin analizi için aşağıdaki model incelenecektir.

$$Yabancı Net Giriş_t = \alpha + \beta_1 MSCI Gelişen Piyasalar Oynaklığı + \beta_2 Döviz Kuru Oynaklığı + \Psi_{1t} D_1 + \Psi_{2t} D_2 + \theta K_t \quad (7)$$

Tablo 13: Borçlanma Araçları Piyasası Yabancı Net Girişini Etkileyen Değişkenlerin Dayanıklı Regresyon Sonuçları

	Katsayılar	Dayanıklı Hata Terimleri	p-değeri
ABD Doları – TL Oynaklığı	-143.07	30.65	0.00
MSCI Gelişen Piyasalar Oynaklığı	-1.29	0.82	0.12
1. Vergi Değişikliği Kuklası	-1112.76	569.07	0.05
2. Vergi Değişikliği Kuklası	320.85	403.38	0.43
Kriz Kuklası	-269.61	585.48	0.65
Sabit	3494.49	936.21	0.00

Bu modelde D_1 değişkeni, vergi değişikliği yapıldığı tarihten önce 0 ve sonrasında 1 değeri alan bir kukla değişkendir. D_1 değişkeni ise küresel 2008 krizi etkilerini yakalamak için konan ve BIST-100 endeksinin bu krizden en olumsuz etkilendiği dönem olan Eylül 2008 ve Mart 2009 dönemleri arasında 1, geri kalan dönemlerde ise 0 değerleri alan bir kukla değişkendir. Model sonucu aşağıdaki gibidir.

Tablo 13'te özetlenen model sonuçlarına göre 2008 krizinin net yabancı girişine etkisi beklentiler doğrultusunda negatif olsa da katsayı anlamsızdır. Vergi artırımının bireysel yatırımcılar üzerinden net yabancı girişlere ise belirgin anlamlı ve olumsuz bir etkisi bulunmasına rağmen, yabancı kurumsallara etkisinin beklentinin aksine pozitif ve anlamsız olduğu görülmektedir.

3.2.8. Pay Piyasası Gelirleri²¹

Bu bölümde Pay Piyasasını ilgilendiren vergi değişikliklerinin, Pay Piyasası gelirleri üzerindeki etkileri incelenecektir. Ele alınan Ocak 2008 – Şubat 2015 arası dönemde Pay Piyasasını ilgilendiren yalnız bir vergi değişikliği bulunmaktadır. Kasım 2008 tarihinde gerçekleştirilen vergi değişikliğine göre yerli yatırımcılardan alınan vergiler %10'dan %0'a düşürülmüştür. Bu etkinin analizi için aşağıdaki model incelenecektir.

$$\begin{aligned}
 \text{Pay Piyasası Gelirleri}_t = & \\
 & \alpha + \gamma t + \beta_1 \text{BIST 30 Oynaklığı} + \\
 & \beta_2 \text{Pay Piyasası İşlem Hacmi} + \\
 & \psi_1 t D_1 + \theta K t
 \end{aligned} \tag{8}$$

²¹ Bu ve daha sonraki bölümlerde yer alan pay piyasası, borçlanma araçları piyasası ve Vİ-OP'a ait gelirler, Türkiye'de menkul kıymetler ve türev araçlarının alınıp satılabildiği tek platform olan Borsa İstanbul A.Ş.'nin alım-satım işlemlerinden elde edilen kazançlarını ifade etmekte olup, zaman serisi olarak Borsa İstanbul'dan temin edilmiştir.

Bu modelde D_1 değişkeni, vergi değişikliği yapıldığı tarihten önce 0 ve sonrasında 1 değeri alan bir kukla değişkendir. d_1 değişkeni ise küresel 2008 krizi etkilerini yakalamak için konan ve BIST-100 endeksinin bu krizden en olumsuz etkilendiği dönem olan Eylül 2008 ve Mart 2009 dönemleri arasında 1, geri kalan dönemlerde ise 0 değerleri alan bir kukla değişkendir. t değişkeni ise durağan olmayan gelir serisinde trendi temsil etmektedir. Model sonucu Tablo 14'deki gibidir.

Model sonuçlarına göre, beklentilerin aksine 2008 krizinin Pay Piyasası gelirleri üzerinde belirgin anlamlı bir etkisi olmadığı görülmekle birlikte, katsayının beklentinin aksine pozitif olduğu gözlemlenmiştir. Tam tersine yerli yatırımcıya yapılan vergi indiriminin Pay Piyasası gelirleri üzerinde beklentiler doğrultusunda anlamlı olumsuz bir etkisi bulunmaktadır.

Tablo 14. Pay Piyasası Gelirlerini Etkileyen Değişkenlerin Dayanıklı Regresyon Sonuçları

	Katsayılar	Dayanıklı Hata Terimleri	p-değeri
Pay Piyasası İşlem Hacmi	0.00002	0.00	0.00
BIST 30 Oynaklığı	0.00124	0.00	0.01
Vergi Değişikliği Kukla Değişkeni	-0.07667	0.02	0.00
Kriz Kuklası	0.02294	0.02	0.23
Trend	0.00445	0.00	0.00
Sabit	-0.30516	0.02	0.00

3.2.9. Borçlanma Araçları Piyasası Gelirleri

Bu bölümde Borçlanma Araçları Piyasasını ilgilendiren vergi değişikliklerinin, Borçlanma Araçları Piyasası gelirleri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Analiz edilen 2008 yılı Ocak ayı ile 2015 yılı Şubat ayı dönemleri arasında Borçlanma Araçları Piyasasını ilgilendiren yalnızca bir vergi değişikliği bulunmaktadır. Ekim 2010 tarihinde gerçekleştirilen vergi değişikliğine göre yerli kurumsal yatırımcılardan alınan vergiler %10'dan %0'a düşürülmüştür. Yabancı gerçek yatırımcıdan alınan vergiler ise %0'dan %10'a çıkarılmıştır. Bu etkinin analizi için aşağıdaki model incelenecektir.

$$Borçlanma\ Araçları\ Piyasası\ Gelirleri_t =$$

$$\gamma t + \beta_1 Borçlanma\ Piyasası\ İşlem\ Hacmi +$$

$$\beta_2 Haftalık\ Repo\ Faiz\ Oranı + \Psi_1 t D_1 + \theta K t + \alpha \quad (9)$$

Formül (9)'da D_1 değişkeni, vergi değişikliği yapıldığı tarihten önce 0 ve sonrasında 1 değeri alan bir kukla değişkendir. d_1 değişkeni, küresel 2008 krizi etkilerini yakalamak için konan ve BIST-100 endeksinin bu krizden en olumsuz etkilendiği dönem olan Eylül 2008 ve Mart 2009 dönemleri arasında 1, geri kalan dönemlerde ise 0 değerleri alan bir kukla değişkendir. t değişkeni ise durağan olmayan gelir serisinde

trendi temsil etmektedir. Tablo 15’de özet halde verilen model sonuçları aşağıdaki gibidir.

Tablo 15. Borçlanma Araçları Piyasası Gelirlerini Etkileyen Değişkenlerin Dayanıklı Regresyon Sonuçları

	Katsayılar	Dayanıklı Hata Terimleri	p-değeri
Borçlanma Piyasası İşlem Hacmi	0.00003	0.00	0.05
Haftalık Repo Faiz Oranı	0.41904	0.17	0.01
Vergi Değişikliği Kukla Değişkeni	1.10306	0.45	0.01
Kriz Kuklası	-0.22004	0.46	0.63
Trend	0.04017	0.01	0.00
Sabit	2.54747	0.80	0.00

Model sonuçlarına göre, 2008 krizinin Borçlanma Araçları Piyasası gelirleri üzerinde belirgin olumsuz bir etkisi olduğu görülse de katsayı anlamsızdır. Bunun aksine yerli kurumsal yatırımcıya yapılan vergi indiriminin Borçlanma Araçları Piyasası gelirlerini anlamlı ancak beklentilerin aksine olumlu etkilediği görülmüştür.

3.2.10. VİOP Gelirleri

Son olarak aşağıda VİOP’u ilgilendiren vergi değişikliklerinin, VİOP gelirleri üzerindeki etkileri incelenecektir. Ele alınan süre içerisinde (Ocak 2008 – Şubat 2015) VİOP’u ilgilendiren iki vergi değişikliği bulunmaktadır. Ocak 2009 tarihinde gerçekleştirilen vergi değişikliğine göre yerli yatırımcılardan alınan vergiler %0’dan %10’a çıkarılmıştır. İkinci değişiklik ise Ekim 2010’da gerçekleştirilmiş ve yerli kurumsal yatırımcılardan alınan vergiler %10’dan %0’a düşürülmüştür. Diğer taraftan yabancı gerçek yatırımcıdan alınan vergiler ise %0’dan %10’a çıkarılmıştır. Bu etkinin analizi için aşağıdaki model incelenecektir.

VİOP gelirleri_t =

$$\alpha + \gamma t + \beta_1 \text{VİOP İşlem Hacmi} + \beta_2 \text{BIST 30 Oynaklığı} + \Psi_{1t} D_1 + \Psi_{2t} D_2 + \theta K_t \quad (10)$$

Tablo 16’da sonuçları verilen Formül (10)’daki modelde D₁ değişkeni, ilk vergi değişikliği yapıldığı tarihten önce 0 ve sonraki vergi değişikliği yapıldığı tarihe kadar 1 değeri alan bir kukla değişkendir. D₂ değişkeni ise ikinci vergi değişikliği yapıldığı tarihten önce 0 ve ondan sonra 1 değeri alan bir kukla değişkendir. Değişkeni, küresel 2008 krizi etkilerini yakalamak için konan ve BIST-100 endeksinin bu krizden en olumsuz etkilendiği dönem olan Eylül 2008 ve Mart 2009 dönemleri arasında 1 geri kalan dönemlerde ise 0 değerleri alan bir kukla değişkendir. t değişkeni, durağan olmayan gelir serisinde trendi temsil etmektedir.

Tablo 16. VİOP Gelirlerini Etkileyen Değişkenlerin Dayanıklı Regresyon Sonuçları

	Katsayılar	Dayanıklı Hata Terimleri	p-değeri
VİOP İşlem Hacmi	0.00004	0.00	0.00
BİST 30 Oynaklığı	-0.00053	0.00	0.00
Bireysel Vergi Değişikliği Kukla Değişkeni	0.37765	0.01	0.00
Bütünleşik Vergi Değişikliği Kukla Değişkeni	-0.01348	0.01	0.10
Kriz Kuklası	-0.00916	0.01	0.00
Trend	-0.00087	0.00	0.00
Sabit	0.06216	0.01	0.00

Model sonuçlarına göre 2008 krizinin VİOP gelirleri üzerinde beklentiler doğrultusunda anlamlı ve olumsuz bir etkisi olduğu gözlemlenmektedir. 2009 yılında yapılan vergi artışının bireysel yatırımcılar üzerinde beklentilerin aksine olumlu etkisi olduğu görülürken, Ekim 2010'da yapılan vergi değişikliklerinin bütünleşik etkisinin beklentiler doğrultusunda olumsuz olsa da sınırlı kaldığı gözlenmiştir²².

4. Sonuç

Bu çalışmada sermaye kazancının vergilendirilmesine ilişkin değişikliklerin, sermaye piyasalarına finansal etkilerinin tahmin ve analiz edilmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda söz konusu vergi değişikliklerinin işlem hacmi, Borsa payı gelirleri ve yabancı yatırımcıların net alımları üzerindeki etkileri DRY kullanılarak incelenmiştir. Tahmin edilen regresyonlarla ulaşılan bulgular ve ekonomik çıkarımlar, kanun yapıcılara bu kapsamda yapılacak vergi değişikliklerinin ekonomik gerçeklerle uyumlu olması adına önemli bilgiler sunmaktadır. Çalışmada verildiği üzere ilgili yazında kısıtlı sayıda kavramsal çalışmalar olsa da, bilgimiz dahilinde analitik çalışma maalesef bulunmamaktadır.

Pay, Borçlanma Araçları, BYF ve VİOP Piyasalarındaki Vergi Değişikliklerinin İşlem Hacmi, Borsa Gelirleri ve Yabancı Net Girişlere etkilerine ilişkin ekonomik çıkarımların yer verildiği Tablo Ek-4'den ve toplu özet ampirik sonuçların verildiği Tablo Ek-1'den açıkça görüleceği üzere, erişilen bulgular Ocak 2009 VİOP vergi düzenlemesi ve Mayıs 2012'deki BYF'lere ilişkin vergi düzenlemesi hariç beklentiler yönündedir. Bu sonuçlara göre genel olarak sermaye kazançlarının daha fazla vergilendirilmesinin ilgili piyasalara genel olarak olumsuz, vergi iyileştirmelerinin ise olumlu yansıdığı sonucuna varılmıştır. Beklentilerin dışındaki bulguların, başta 2007 yılında ABD kaynaklı baş gösteren ve etkilerinin boyut ve süresinin ülkeden ülke-

²² Etkinin sınırlı kalması Ekim 2010'da yapılan vergi değişikliğinin hem düşüş, hem de artış yönünde olmasının etkili olduğu söylenebilir.

ye değiştiği, dđnya genelindeki Kđresel Ekonomik Kriz olmakla birlikte²³ yurtiçi ve uluslararası birçok gelişmeden kaynaklanabileceği unutulmamalıdır.

Sonuç itibarıyla, sermaye kazançlarının vergilendirilmesi konusu kđreselleřme olgusu nedeniyle hem uluslararası boyutu hem de đlkeye has farklı yerel ekonomik yansımaları olabilecek oldukça karmaşık bir konudur. Bu durum söz konusu konuya ilişkin yasal dđzenlemelerin başta finansal etkileri olmak üzere, ekonomik maliyetlerinin boyutunu da ortaya koyan azami sayıda çalışmaya olan ihtiyaçı artırmaktadır. Daha önceden de bahsedildiği üzere, çalışmanın bir diğer hedefi de bu konuda bir farkındalık yaratmaktır²⁴.

²³ Bu çalışmanın doğrudan incelediği bir araştırma sorusu olmamakla beraber, etkilerinin bütün dđnyada ve dolayısıyla Tđrkiye’de kuvvetle görđlmesi nedeniyle modele açııklayıcı değişken olarak dahil edilen kriz kuklası katsayısının ekonometrik tahminleri Tablo Ek-3’te verilmektedir. Bulgular genel olarak beklenti yönünde ve oldukça anlamlıdır.

²⁴ **Açııklamalar ve Teşekkür:** *Çalışmanın ilk versiyonlarının hazırlanmasına katkı sağlayan Borsa İstanbul Araştırma ve İş Geliştirme Bölümü uzmanlarından Evren Arık ve Ahmet şensoy başta olmak üzere, dđzenlemelere ilişkin bilgilerin ve kullanılan verilerin bir bölümünün temininde Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası, Pay Piyasası, Denetim ve Gözetim Kurulu, Muhasebe ve Finans, İş ve Ürün Geliştirme, Kotasyon ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Bölümlerine desteklerinden dolayı teşekkürlerimizi bir borç biliriz. Makalede ifade edilen görüşler yazara ait olup, kurumlarına ait değildir.*

Kaynakça

- AKINDAYOMI, Akinloye. “Capital Gains Taxation and Stock Market Investments: Empirical Evidence”, **Accounting and Taxation**, Vol. 5, No. 2, 2013, ss.1-12
- ALP, Mehmet Ali. “Yabancı Fon Kazançlarının Vergilendirilmesinde Yeni Dönem”, **Vergi Sorunları Dergisi**, Sayı: 307, Nisan 2014, ss.46-53.
- AUTEN, Gerald E. ve Clotfelter, Charles T. “Permanent versus Transitory Tax Effects and Realization of Capital Gains”, **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 97, No. 4, 1982, ss.613-632.
- BURMAN, Leonard E. ve Randolph, William C. “Measuring Permanent Responses to Capital-Gains Tax Changes in Panel Data”, **American Economic Review**, Vol. 84, No. 4, 1994, ss.794-809.
- DEMİR, Şeref. “Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçlarının Elden Çıkarılmasından ve Elde Tutulmasından Sağlanan Gelirlerin Gelir Vergisi Kanunu'nun 67'nci Maddesi Kapsamında Vergilendirilmesi”, **Vergi Sorunları Dergisi**, Sayı: 294, 2013, ss.11-15.
- DEMİRTAŞ, Ferhat. “Menkul Kıymetlerin VUK Hükümlerine Göre Değerlemesi”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı: 388, Aralık 2013, ss.108-114.
- ERNST & YOUNG “Corporate Dividend and capital gains taxation: A comparison of the United States to other developed nations”, Prepared for the Alliance for Savings and Investment, Nisan 2015, ss. 1-20.
- EMEKTAR, Fazlı. “Gelir Vergisi Kanun Tasarısının Karşılaştırmalı Analizi - 1 ve 2”, **Vergi Sorunları Dergisi**, Sayı 305-306, Şubat-Mart 2014, ss.89-96 ve 74-79.
- FELDSTEIN, Martin - Slemrod, Joel - Yitzhaki, Shlomo. “The effects of Taxation on the Selling of Corporate Stock and the Realizations of Capital Gains”, **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 94, No. 4, 1980, ss.790.
- ÇELİK, Bekir ve Güven, Fatih. “Yabancı Fon Kazançlarının ve Bu Fonların Portföy Yöneticiliğini Yapan Şirketlerin Vergilendirilmesi”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı: 380, Nisan 2013, ss. 113-116.
- HARDING, M. “Taxation of Dividend, Interest, and Capital Gain Income”, **OECD Taxation Working Papers**, No. 19, 2013 ss.1-56.
- HUNGERFORD, Thomas L. “The Economic Effects of Capital Gains Taxation”, CRS Report for Congress, Congressional **Research Service**, 2010.
- SEVER, Serhat. “6322 Sayılı Kanunla Fonlar ile Fon Yöneticisi Kurumlara Getirilen Vergisel Düzenlemeler ile Dar Mükellef Ulaştırma Kurumlarının Vergilendirilmesine İlişkin Açıklamalar”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı: 392, Nisan 2014, ss.157-163.
- T.C. KALKINMA BAKANLIĞI, **Onuncu Kalkınma Planı (2014-2018) Finansal Hizmetler Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Yayın No: 2883, 2014.

T.C.MALİYE BAKANLIĞI, <http://www.maliye.gov.tr/Lists/HaberlerListesi/Attachments/95/Yeni%20Gelir%20Vergisi%20Kanunu%20Tasar%C4%B1s%C4%B1%20Konu%C5%9Fma%20Metni.pdf>, Erişim Tarihi (05.05.2015).

U.S. TREASURY (HAZİNE BAKANLIĞI), <http://www.treasury.gov/resource-center/tax-policy/Documents/OTP-CG-Taxes-Paid-Pos-CG-1954-2008-12-2010.pdf>, Erişim Tarihi (05.05.2015).

WORLD FEDERATION of EXCHANGES, Annual Statistics Market Highlights, 2015.

WORLD STREET JOURNAL, <http://www.wsj.com/articles/how-should-capital-gains-be-taxed-1425271052>, Erişim Tarihi (22.04.2015).

Tablo Ek-1: Borsa İstanbul İşlem Hacmini Etkileyen Değişkenler için Dayanıklı Regresyon Özet Sonuçları (1/2)

	İşlem Hacmi			
	Pay Piyasası	BYF	Borçlanma Araçları	VİOP
Sabit	4881.51	160.67	50151.59 ***	-20430.48 ***
ABD Doları - TL Kuru Oynaklığı	-159.48	-7.73	-	-343.68
BIST 30 Pay Piyasası Oynaklığı	247.39 **	1.76	-	670.55 ***
Defter Piyasa Oranı	7143.56 **	67.65	-	-
Reel Efektif Döviz Kuru	-	-	101.71	-
Reel Faiz Oranı	-	-	522.21	-
Bankalar Arası Faiz Oranı	-	-	-846.39 **	-
İlk Vergi Değişikliği Kukla Değişkeni	-6281.92 **	-18.17	-2531.75	-14621.21 ***
İkinci Vergi Değişikliği Kukla Değişkeni	-137.71	462.89 ***	-461.53	35389.71 ***
Küresel Kriz Kukla Değişkeni	-12857.48 ***	109.35	-458.15	7254.93 *
Trend	378.28 ***	2.01	-191.40 ***	464.71 ***
R ²	0.63	0.30	0.26	0.70

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Tablo Ek-1: Borsa Gelirleri ve Yabancı Net Girişini Etkileyen Değişkenler için Dayanıklı Regresyon Özet Sonuçları - Devam (2/2)

	Borsa Gelirleri			Yabancı Net Girişi	
	Pay Piyasası	Borçlanma Araçları	VİOP	Pay Piyasası	Borçlanma Araçları
Sabit	-0.31 ***	2.55 ***	0.06 ***	1215.67 ***	3494.49 ***
ABD Doları - TL Kuru Oynaklığı	-	-	-	-32.79 ***	-143.07 ***
BIST 30 Pay Piyasası Oynaklığı	0.00 ***	-	0.00 ***	-	-
İşlem Hacmi	0.00 ***	0.00 **	0.00 ***	-	-
MSCI Gelişen Piyasalar Oynaklığı	-	-	-	-0.50 ***	-1.29 *
Haftalık Repo Faiz Oranı	-	0.42 ***	-	-	-
İlk Vergi Değişikliği Kukla Değişkeni	-0.08 ***	1.10 ***	0.38 ***	-219.64	-1112.76 **
İkinci Vergi Değişikliği Kukla Değişkeni	-	-	-0.01 **	-	320.85
Küresel Kriz Kukla Değişkeni	0.02	-0.22	-0.01	-462.49 **	-269.61
Trend	0.00 ***	0.04 ***	0.00 ***	-	-
R ²	0.79	0.67	0.72	0.12	0.21

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Tablo Ek-2: Tanımlayıcı İstatistikler ve Durağanlık Test Sonuçları

	Gözlem		En		En		Standart Sapma	ADF test	Durağanlık Durumu
	Sayısı	Ortalama	Medyan	Yüksek Değer	Düşük Değer	Değer			
Pay P. İşlem Hacmi	110	44566	43270	89958	16694	17148	-0.11	Trend içeriyor	
Borçlanma P. İşlem Hacmi	110	32062	32534	60364	15691	8252	-1.42	Trend içeriyor	
BYF İşlem Hacmi	110	713.90	687.82	1647.65	208.49	342.45	-1.22	Trend içeriyor	
VİOP İşlem Hacmi	110	52559	59763	101622	843	27130	-0.48	Trend içeriyor	
Pay P. Gelirleri	84	1.26	1.11	3.87	0.35	0.66	1.66	Trend içeriyor	
Borçlanma P. Gelirleri	84	7.20	7.17	11.33	3.75	1.87	-0.07	Trend içeriyor	
VİOP Gelirleri	84	2.56	2.60	3.70	1.07	0.59	-0.65	Trend içeriyor	
Pay P. Yabancı Net Girişi	122	232.72	253.36	2245.43	-1380.6	593.79	-7.68	Durağan	
DİPS Yabancı Net Girişi	122	398.05	385.29	5336.57	-3402.6	1482.18	-7.38	Durağan	

Tablo Ek-3: Pay, Borçlanma Araçları, BYF ve VİOP Piyasalarına 2008 Yılında Yaşanan Küresel Krizin Etkileri

Değişken	2008 Krizi Etkisi
Pay Piyasası İşlem Hacmi	Negatif ***
Pay Piyasası Yabancı Net Girişi	Negatif **
Borçlanma Araçları Piyasası İşlem Hacmi, Yabancı Net Girişi ve Gelirleri ile VİOP Gelirleri	Negatif
Pay Piyasası Gelirleri ve BYF İşlem Hacmi	Pozitif
VİOP İşlem Hacmi	Pozitif *

Not: *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık seviyelerini temsil etmektedir.

Tablo Ek-4. Pay, Borçlanma Araçları, BYF ve VİOP Piyasalarındaki Vergi Değişikliklerinin İşlem Hacmi, Borsa Gelirleri ve Yabancı Net Girişlerine Etkilerinin Özet Değerlendirmesi

Vergi değişikliği tarihi	Vergi Değişimi	Etki ve Anlamlılık Düzeyi
Temmuz 2006	<u>Pay Piyasası:</u> Yerli ve yabancı yatırımcıdan alınan vergi (yerliler için %15'ten %10, yabancılar için %15'ten %0'a) ↓	Pay Piyasası İşlem Hacmi** ↑ Pay Piyasası Yabancı Net Girişi ↑
	<u>Borçlanma Araçları Piyasası:</u> Yerli ve yabancı yatırımcıdan alınan vergi ↓	Borçlanma Araçları Piyasası İşlem Hacmi ↑
	<u>BYF:</u> Yerli ve yabancı yatırımcıdan alınan vergi ↓	BYF İşlem Hacmi ↑
Kasım 2008	Yerli yatırımcıdan alınan vergi ↓	Pay Piyasası Gelirleri*** ↑
		Pay Piyasası İşlem Hacmi ↑
Ocak 2009	Yerli yatırımcıdan alınan vergi ↑	VİOP Gelirleri*** ↑
		VİOP İşlem Hacmi*** ↓
Ekim 2010	Yerli kurumsal yatırımcıdan alınan vergi ↓	Borçlanma Araçları Piyasası İşlem Hacmi ↑
		VİOP İşlem Hacmi*** ↓
	Yabancı gerçek yatırımcıdan alınan vergi ↑	Borçlanma Araçları Piyasası Yabancı Net Girişi** ↓
		Borçlanma Araçları Piyasası Gelirleri*** ↓
		VİOP Gelirleri*** ↓
Mayıs 2012	<u>BYF:</u> Yerli ve yabancı yatırımcıdan alınan vergi ↓	BYF İşlem Hacmi*** ↓

Not: *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık seviyelerini temsil etmektedir.