



Received / Makale Geliş Tarihi 25.06.2025
Published / Yayınlanma Tarihi 31.08.2025
Volume (Issue) Cilt (Sayı) 9 (57)
pp / ss 778-801

Research Article / Araştırma Makalesi
10.5281/zenodo.17014129
Mail: editor@pejoss.com

Dr. Öğretim Üyesi Mehmet Kuzu
<https://orcid.org/0000-0001-5354-4368>
Bayburt Üniversitesi, Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu, Bayburt/ TÜRKİYE
ROR Id: <https://ror.org/050ed7z50>

Türkiye’de 2023 Vergi Politikaları Tabanlı Enflasyonist Sürecin Borsa İstanbul Üzerine Etkileri

The Impact of The Inflationary Process Based On 2023 Tax Policies in Türkiye on Borsa Istanbul (Istanbul Stock Exchange)

ÖZET

Vergisel kaynaklı, enflasyon vergi artışları sonrası talep yönlü enflasyonu ifade ederken, vergisel itmeli enflasyon, dolaylı vergi artışları sonrası maliyet yönlü enflasyon anlamına gelmektedir. Bu araştırmanın amacı, 2023 yılı seçimlerinden sonra Türkiye’de yürürlüğe giren yeni vergi politikalarının neden olduğu enflasyonist şokların Borsa İstanbul’daki hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini analiz etmektir. Araştırma kapsamında 2006-2024 dönemine ait aylık veriler kullanılarak Kolmogorov-Smirnov testi, zamana göre değişen Granger nedensellik testi, sağlam (robust) regresyon modeli FLS-MATRIX yöntemi, etki-tepki analizi, tarihsel ayrıştırma gibi çeşitli ekonometrik yöntemler uygulanmıştır. Kolmogorov-Smirnov testi sonuçlarına göre, 2023 yılı haziran ayı ile yürürlüğe girmeye başlayan yeni vergi politikalarına ilişkin düzenlemeler sonrası dönemde hisse senedi fiyatlarında anlamlı dağılım değişiklikleri olduğu dikkat çekmektedir. Zamana göre değişen Granger nedensellik testi, toplam vergi gelirlerinin BİST-100 endeksi üzerinde belirleyici bir faktör haline geldiğini ortaya koyarken, FLS-MATRIX yöntemiyle yapılan analizler, toplam vergiler, dolaysız vergiler ve özellikle dolaylı vergilerdeki artışın maliyet enflasyonu yoluyla hisse senedi fiyatlarında oynaklığı artırdığını ifade etmektedir. Bir diğer yönden, etki-tepki analizi ve tarihsel ayrıştırma sonuçları, vergisel kaynaklı enflasyonist şokların hisse senedi fiyatları üzerinde başlangıçta pozitif olan etkisinin zamanla zayıfladığını ve piyasanın yeni vergi rejimine adapte olduğunu göstermektedir. Araştırmanın bulguları, vergi politikalarının finansal piyasalardaki oynaklık ve yatırımcı beklentileri üzerindeki etkilerini yönetmek için öngörülebilir ve kademeli değişikliklerin önemini vurgulamaktadır. Elde edilen sonuçlar finansal piyasalarda vergisel temelli olarak fiyatlanan yeni finansal bilgilerin piyasa etkinliğini de artırdığına işaret etmektedir. Bir diğer yönden elde edilen sonuçlar vergisel kaynaklı şokların hem arz hem de talep yönlü enflasyona neden olduğunu ortaya koymaktadır. Bu bulgu, incelenen dönemde vergi kaynaklı enflasyonla itmeli enflasyonun birlikte geçerli olduğuna işaret etmektedir. Ayrıca bu iki vergisel enflasyon tipi hisse senedi fiyatlarına da bileşik olarak etki etmiştir.

Anahtar Kelimeler: Vergi Politikaları, Enflasyon, Hisse Senedi Fiyatları, Vergi Kaynaklı Enflasyon, Vergi İtmeli Enflasyon.

ABSTRACT

While tax-induced inflation refers to demand-side inflation after tax increases, tax-push inflation refers to cost-side inflation after indirect tax increases. This study aims to analyse the impact of inflationary shocks caused by the new tax policies enacted in Türkiye after the 2023 elections on stock prices in Borsa Istanbul. Within the scope of the research, various econometric methods such as the Kolmogorov-Smirnov test, the time-varying Granger causality test, the robust regression model FLS-MATRIX method, the impulse-response analysis, and the historical decomposition were applied using monthly data for the period 2006-2024. According to the results of the Kolmogorov-Smirnov test, it is noteworthy that there are significant distributional changes in stock prices in the period after the regulations regarding the new tax policies that started to take effect in June 2023. While the time-varying Granger causality test reveals that total tax revenues have become a determinant factor on the BIST-100 index, analyses with the FLS-MATRIX method indicate that the increase in total taxes, direct taxes, and especially indirect taxes increases the volatility in stock prices through cost inflation. On the other hand, impulse-response analysis and historical decomposition results show that the initially positive effect of tax-induced inflationary shocks on stock prices weakens over time, and the market adapts to the new tax regime. The study's results show how important it is to make changes that are predictable and occur cautiously in order to deal with how tax policies affect investor expectations and market volatility. The results also show that pricing new financial information in the markets based on taxes makes the markets work more efficient. On the other hand, the results also show that shocks based on taxes cause inflation on both the supply and demand sides. This result shows that tax-induced and pushed inflation are valid during the research period. Also, these two types of tax-based inflation had an overall impact on stock prices.

Keywords: Tax Policies, Inflation, Stock Prices, Tax Induced Inflation, Tax Pushed Inflation.

1. GİRİŞ

Vergi olgusu, kamu düzeninin sağlanması ve kamu hizmetlerinin finansmanı amacıyla, devletin egemenlik yetkisi ve hükümlerlik gücüne dayanarak vergi mükelleflerinden yasal mevzuat çerçevesinde tarh, tebliğ, tahakkuk, tahsil süreçleriyle topladığı kamu gelirlerini ifade etmektedir. Bir nevi vergi olgusu, kamu hizmetlerinin sürdürülebilirliğini ve devletin mali devamlılığını güvence altına alan bir mali hukuk aracı anlamına gelmektedir. Vergi oranları ve tabanın artması finansal piyasalarda birçok ekonomi-politik etkiye neden olabilir.

Artan vergi oranları ve vergi tabanı toplam talep ve arz kanallarını yoluyla enflasyonist süreçlere neden olabilir. Talep kanalı üzerinden etkili olan tax-induced inflation (Vergi Kaynaklı Enflasyon), doğrudan vergi indirimleri veya teşvikleri yoluyla toplam talebin artmasıyla oluşan enflasyon tipini ifade etmektedir. Bir diğer ismi ise talep çekme enflasyonudur.¹² Talep çekme enflasyon dönemlerinde gelir ve kurumlar vergisi indirimleri, hane halkının ve işletmelerin harcanabilir gelirini artırır en, artan harcanabilir gelir de tasarrufları azaltarak tüketimi teşvik eder. Ayrıca kamu harcamalarının artması ve para arzının genişlemesi yoluyla enflasyonu tetikleyebilir.³

Arz kanalı üzerinden etkili olan tax-push inflation (Vergi İtme Enflasyonu), dolaylı vergilerin (KDV, ÖTV vb.) artmasıyla üretim maliyetlerinin yükselmesi sonucu fiyatların yukarı itilmesiyle ortaya çıkan maliyet itme enflasyonu türüdür.⁴⁵ Üreticiler artan maliyetleri fiyatlara yansıtarak tüketici fiyat endeksinde yükselişe neden olurlar. Tax-Push Inflation, maliyet yönlü baskılar nedeniyle fiyat seviyelerini artırırken, Tax-Induced Inflation, genişlemeci vergi politikaları yoluyla toplam talep artışıyla enflasyonist etkiler ortaya çıkarır.⁶

Vergi oranları ve tabanındaki artışı hem hane halkı hem işletmeleri etkileyerek yüksek enflasyona yol açabileceği, bu enflasyonist sürecin ise finansal piyasa dengelerini bozabilecektir. Bu nedenle, piyasa bozucu dinamikleri doğru analiz edebilmek için vergi-enflasyon ilişkisi iktisat okullarının teorik çerçevesiyle detaylandırılmalıdır.

Klasik iktisadi düşünce akımının enflasyon olgusuna yaklaşımı, temel olarak miktar teorisi çerçevesinde şekillenmiştir. Bu doğrultuda klasik iktisatçılar, enflasyonu para arzı merkezli bir olgu olarak ele alırken, vergisel süreçlerin de enflasyon üzerinde doğrudan bir etkisi olmadığını savunmaktadırlar.⁷ Ancak, uluslararası ticaret teorisi bağlamında, artan vergilerin reel üretim ve sermaye birikimini azaltarak fiyat mekanizması üzerinde dolaylı bir etkiye sahip olabileceği de öne sürülmektedir.⁸ Bu nedenle klasik iktisatçılar, fiyat istikrarının sağlanmasında maliye politikasının değil, para politikasının belirleyici olması gerektiğini ifade ederler.⁹¹⁰ Klasiklerin görüşü monetarist okula yakın olmakla birlikte, monetaristler vergi artışlarının reel üretimi zayıflatarak maliyet yönlü enflasyona yol açabileceğini de ileri sürmektedirler.¹¹

Neoklasik iktisatçılar, vergi ve enflasyon arasındaki ilişkiye klasiklere nazaran daha az muhafazakâr bir yaklaşım sergileyerek, bu iki değişken arasında daha güçlü bir bağın varlığına inanırlar.¹² Bu güçlü ilişkinin temelinde, başta bütçe açıkları olmak üzere, artan tüketim ve kurumlar vergisi oranlarının yer aldığını öne sürerler. Artan vergilerin maliyet enflasyonuna yol açabileceğini de vurgulamışlardır.¹³¹⁴¹⁵ Ayrıca, bütçe açıklarının enflasyonun temel nedeni olmasını, bu açıkların finansmanı için para basılması ile ilişkilendirmişlerdir.¹⁶¹⁷ Bu noktada, klasik ve neoklasik görüşler örtüşmektedir. Neoklasik yaklaşımın, enflasyonu geliştirmekte olan ülkelerde daha büyük bir sorun olarak tanımlayan mali baskınlık hipotezi

¹ Barro, Robert J. 1979. "On the Determination of the Public Debt." *Journal of Political Economy* 87 (5): 940-971.

² Feldstein, Martin. 1979. "Inflation, Tax Rules, and the Stock Market." *Journal of Monetary Economics* 4 (1): 77-104.

³ Lucas, Robert E., Jr. 1988. "On the Mechanics of Economic Development." *Journal of Monetary Economics* 22 (1): 3-42.

⁴ Gillingham, Robert, and John S. Greenlees. 1990. "The Impact of Direct Taxes on Consumer Prices." *Journal of Political Economy* 98 (6): 1347-1369.

⁵ Poterba, James M. 1996. "Retail Price Reactions to Changes in State and Local Sales Taxes." *National Tax Journal* 49 (2): 165-176.

⁶ Bu çalışmada vergisel temelli ve vergisel tabanlı enflasyon kavramı, vergisel kaynaklı ve vergisel itmeli enflasyonun birlikte değerlendirildiği durumlar için kullanılmıştır.

⁷ Smith, Adam. 1776. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. London: W. Strahan and T. Cadell.

⁸ Ricardo, David. 1817. *On the Principles of Political Economy and Taxation*. London: John Murray.

⁹ Fisher, Irving. 1911. *The Purchasing Power of Money*. New York: Macmillan.

¹⁰ Hume, David. 1752. "Of Money." In *Essays, Moral, Political, and Literary*.

¹¹ Friedman, Milton. 1968. "The Role of Monetary Policy." *American Economic Review* 58 (1): 1-17.

¹² Barro, Robert J. 1974. "Are Government Bonds Net Wealth?" *Journal of Political Economy* 82 (6): 1095-1117.

¹³ Marshall, Alfred. 1890. *Principles of Economics*. London: Macmillan.

¹⁴ Pigou, Arthur Cecil. 1920. *The Economics of Welfare*. London: Macmillan.

¹⁵ Solow, Robert M. 1956. "A Contribution to the Theory of Economic Growth." *Quarterly Journal of Economics* 70 (1): 65-94.

¹⁶ Barro, Robert J. 1974. "Are Government Bonds Net Wealth?" *Journal of Political Economy* 82 (6): 1095-1117.

¹⁷ Sargent, Thomas J., and Neil Wallace. 1981. "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic." *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5 (3): 1-17.

(Fiscal Dominance) ile de kısmen örtüştüğü ileri sürülebilir.¹⁸¹⁹ Bu hipoteze göre enflasyonun temelinde bütçe açıkları ve artan para arzı yer alırken, 1929 Buhranı klasik ve neoklasik yaklaşımların sınırlarını ortaya koymuş ve müdahaleci Keynesçi görüşlerin önemini artırmıştır.

Keynesçi iktisat, klasik ve neoklasik yaklaşımların aksine, enflasyonu arz yönlü değil, talep yönlü bir olgu olarak değerlendirir.²⁰ Bu çerçevede, Keynesyen iktisat vergi politikaları ve daraltıcı maliye politikalarının enflasyonu kontrol etmede etkili araçlar olduğunu iddia ederler.²¹ Phillips Eğrisi'ne göre, vergiler, işsizlik ve enflasyon oranları arasındaki dengeyi sağlamada önemli bir politika aracı olarak görülmektedir.²² Ayrıca, bütçe açıklarının kendi kendini finanse edebileceği ve enflasyona yol açacak para basımının gerekli olmadığını da savunmaktadırlar.²³

Neoliberal yaklaşım, monetaristlerle benzer şekilde enflasyonu parasal bir olgu olarak tanımlar. Ayrıca enflasyonun temelinde artan kamu harcamalarının bulunduğunu savunur.²⁴ Bu iddianın temelinde, neoliberal akımın enflasyon teorisine ilişkin en önemli katkılarından biri, rasyonel beklentiler kuramı olarak ifade edilebilir.²⁵

Bu doğrultuda neoliberal iktisatçılara göre, iktisadi ajanlar vergi ve enflasyon politikalarını önceden öngörerek bu politikalara rasyonel tepkiler verebilirler. Dolayısıyla vergi tabanlı enflasyon kontrol altına alınabileceğini ileri sürerler. Ancak modern yaklaşımlarda, doğrudan vergilerin enflasyon üzerindeki etkisinin sınırlı olduğu, enflasyonist süreçlerde ise Tanzi ve Olivera etkileri nedeniyle vergi gelirlerinin reel değerinin düştüğü ve bunun kamu maliyesi ile enflasyon üzerinde ek baskılar yarattığı vurgulanmaktadır.²⁶ Tanzi etkisi, enflasyonist dönemlerde vergilerin tahakkuk ve tahsil tarihleri arasındaki gecikmeden kaynaklanan kamu gelirlerindeki reel değer kaybını ifade eder.²⁷ Olivera etkisi hipotezi ise, enflasyonist süreçler nedeniyle devletin tahsil ettiği vergilerin reel değerinin azaldığı anlamına gelmektedir.²⁸

Bu çerçevede vergiler ve enflasyon arasındaki ilişki kısaca özetlenmelidir. Vergiler ve enflasyon arasındaki ilişki, iktisat okulları tarafından çeşitli boyutlarda ele alınmaktadır. Klasik iktisatçılara göre enflasyonun temel kaynağı para arzıdır. Vergiler ise enflasyon üzerinde yalnızca dolaylı bir etkiye sahiptir.

Neoklasik yaklaşım, vergilerin bütçe açıklarını etkileyerek enflasyona yol açabileceğini ileri sürer. Keynesyen iktisatçılar ise vergilerin toplam talep ve istihdam üzerindeki etkileri aracılığıyla enflasyonu belirlediğini iddia ederler. Neoliberal görüş, enflasyonun tamamen parasal bir olgu olduğunu ve vergi politikalarıyla doğrudan ilişkili olmadığını ileri sürmektedir.

Bir sonraki safhada araştırmanın teorik çerçevesi kapsamında, enflasyon ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki incelenmelidir. Literatürde bu ilişki makro ve mikro finansal kanallar olarak iki temel kanal üzerinden ele alınmaktadır. Makro finans kanalı Fisher etkisi bağlamında değerlendirildiğinde, temel parite koşulları açısından enflasyonun hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi belirsizdir.²⁹ Monetarist yaklaşıma göre enflasyon ile hisse senedi fiyatları arasındaki çift yönlü ilişki vardır.³⁰

Bu çerçevede, ters nedensellik hipotezi çift yönlü mekanizmayı açıklamada önemli bir iddia öne sürmektedir. Hipoteze göre, hisse senedi fiyatlarındaki artışlar firmalara öz kaynakla finansmana erişim sağlayacağı için ekonomik büyümeyi teşvik eder. Artan ekonomik büyüme ise enflasyonun yükselmesine neden olabilir.³¹ Çünkü büyüme ve enflasyon arasında kısmen doğru orantılı bir etkileşim vardır.

Türkiye özelinde, 2021-2023 döneminde ters nedensellik hipotezinin geçerli olduğu ileri sürülebilir. Enflasyonist dönemlerde Türkiye'de reel faiz oranlarının genellikle düşük seyretmektedir. Bu nedenle

¹⁸ Cukierman, Alex, Sebastian Edwards, and Guido Tabellini. 1992. "Seigniorage and Political Instability." *American Economic Review* 82 (3): 537-555.

¹⁹ Sargent, Thomas J., and Neil Wallace. 1981. "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic." *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5 (3): 1-17.

²⁰ Keynes, John Maynard. 1936. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London: Macmillan.

²¹ Blinder, Alan S. 1982. "Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy." NBER Working Paper No. 982.

²² Phillips, A. William. 1958. "The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957." *Economica* 25 (100): 283-299.

²³ Blinder, Alan S. 1982. "Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy." NBER Working Paper No. 982.

²⁴ Friedman, Milton. 1968. "The Role of Monetary Policy." *American Economic Review* 58 (1): 1-17.

²⁵ Lucas, Robert E., Jr. 1972. "Expectations and the Neutrality of Money." *Journal of Economic Theory* 4 (2): 103-124.

²⁶ Stiglitz, Joseph E., and Jay K. Rosengard. 2015. *Economics of the Public Sector*. 4th ed. New York: W. W. Norton.

²⁷ Tanzi, Vito. 1977. "Inflation, Lags in Collection, and the Real Value of Tax Revenue." *IMF Staff Papers* 24 (1): 154-167.

²⁸ Olivera, Julio H. G. 1967. "Money, Prices and Fiscal Lags: A Note on the Dynamics of Inflation." *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 20 (82): 259-267.

²⁹ Fisher, Irving. 1911. *The Purchasing Power of Money*. New York: Macmillan.

³⁰ Geske, Robert, and Richard Roll. 1983. "The Fiscal and Monetary Linkage Between Stock Returns and Inflation." *Journal of Finance* 38 (1): 1-33.

³¹ Kaul, Gautam. 1987. "Stock Returns and Inflation: The Role of the Monetary Sector." *Journal of Financial Economics* 18 (2): 253-276.

enflasyonu kontrol altına almak amacıyla uygulanan daraltıcı para politikaları, faiz oranlarını artırarak borsadan bazı durumlarda sermaye çıkışlarını tetikleyebilir ve hisse senedi fiyatlarını düşürebilir.³² Çünkü borsa yatırımcısı yükselen mevduat ve devlet tahvil faizleri nedeniyle yatırımlarını bu yönlerde kanalize edebilir. Bu husus nominal ve reel hisse senedi getirileri ile enflasyon arasındaki ilişki açısından kritik öneme sahiptir. Özellikle, nominal getiriler enflasyonun gerisinde kalırsa hisselerin reel değeri de düşecektir.³³

Enflasyon ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki, mikro finansal kanal aracılığıyla da açıklanabilir. Nominal getirilerin enflasyonun gerisinde kalmasında iki temel faktör etkili olmaktadır. Bunlardan ilki, Modigliani ve Cohn (1979) tarafından öne sürülen yanlış fiyatlama hipotezidir. Bu hipoteze göre, hisse senedi yatırımcıları fiyatlama yaparken bazen reel ve nominal getirileri birbirinden ayırtırmakta zorlanabilir.³⁴ Bu durum, yanlış fiyatlamalara yol açarak enflasyonist dönemlerde hisse senetlerinin gerçek değerinin altında kalmasına neden olabilir. İkinci faktör ise Fama (1981) tarafından ortaya konulan negatif duyarlılık hipotezidir. Bu hipoteze göre, enflasyonist süreç firmaların reel kârlılığını ve reel hisse senedi getirilerini düşürdüğünden, firmaların risk primi artmakta ve hisse senedi fiyatları düşmektedir. Sonuç olarak, enflasyon ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki hem makro hem de mikro finansal kanallar üzerinden şekillenmekte olup, farklı teorik yaklaşımlar bu ilişkiyi çeşitli yönleriyle ele almışlardır. Vergi oranları ve enflasyon arasındaki ilişki makro ve mikro finans kanalları dışında doğrudan da ele alınabilir.³⁵

Vergi oranları, hisse senedi fiyatları üzerinde hem doğrudan hem de dolaylı etkiye sahiptir. Bu etkilerin boyutu ve yönü; vergi oranlarının öngörülebilirliği, piyasa beklentileri ve yatırımcı davranışları gibi çeşitli faktörlere bağlı olarak değişkenlik göstermektedir. Enflasyon kanalı aracılığıyla vergiler hisse senetleri üzerinde dolaylı bir etkiye sahiptir. Doğrudan etki, makro finans ve mikro finans kanalları üzerinden incelenebilir. Makro finans kanalı açısından vergi politikalarının karmaşıklığı ve belirsizliği, hisse senedi piyasasında risk priminin yükselmesine ve volatilitenin artmasına neden olur.³⁶ Hisse senedi yatırımcıları vergi oranlarını önceden öngörebiliyorsa, vergilerin hisse fiyatları üzerindeki etkisi sınırlı kalacaktır. Ancak beklenmedik ve ani vergi oranı artışları, yatırımcı davranışlarını değiştirerek hisse senedi fiyatlarındaki volatilitiyi de yükseltebilecektir.³⁷

Vergi arbitrajı hipotezine göre, yatırımcılar nispeten daha düşük vergi oranlarına tabi olan varlıklara yönelerek hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olabilmektedir.³⁸ Örneğin, temettü ödemelerinde vergi oranlarının artırılması, temettü verimi yüksek hisse senetlerinin fiyatlarında düşüşe neden olabilir. Bu olgu, literatürde “*ex-dividend day effect*” olarak adlandırılmaktadır.³⁹ Söz konusu etki, yalnızca bireysel yatırımcılara uygulanan gelir vergisi oranları üzerinden değil, aynı zamanda kurumsal vergi oranları aracılığıyla da gözlemlenebilir. Özellikle sermaye yoğun sektörlerde kurumlar vergisi oranlarının yükselmesi, firmaların sermaye maliyetlerini artırarak hisse senedi fiyatlarını baskılayabilir.⁴⁰

Sermaye maliyeti kavramı çerçevesinde, borcun vergi kalkını ve finansal kaldıraç etkisi, yüksek borçluluk oranına sahip firmaların daha düşük vergi ödemesini sağlar. Bu artış vergi iskonto modeli ile açıklanmaktadır. Model yüksek borç oranına sahip şirketlerin daha düşük kurumlar vergisi ödediğini ileri sürmektedir.⁴¹ Daha düşük vergi yüküne sahip firmaların hisse senetleri daha çok talep edileceği için hisse fiyatları yükselir.

Bu araştırmanın amacı, 2023 yılında kurulan Türkiye Cumhuriyeti Başkanlık Hükümeti tarafından uygulanmaya başlayan yeni vergi politikalarının Borsa İstanbul’da hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştırmaktır. Bu çerçevede, 2006-2024 yılları arasına ait Türkiye’ye yönelik dolaylı, dolaysız ve toplam vergi gelirleri ile BİST-100 endeksi verileri aylık frekansta elde edilmiştir. Analiz kapsamında öncelikle veri seti iki döneme ayrılmış ve 2023 yılı haziran ayından itibaren uygulanan yeni vergi politikasının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi Kolmogorov-Smirnov testi kullanılarak incelenmiştir. İkinci aşamada, zamana göre değişen nedensellik testi uygulanarak, 2023 sonrası dönemde vergi değişkenleri ile BİST-100

³² Bernanke, Ben S., and Mark Gertler. 2001. "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?" *American Economic Review* 91 (2): 253-257.

³³ Bodie, Zvi. 1976. "Common Stocks as a Hedge Against Inflation." *Journal of Finance* 31 (2): 459-470

³⁴ Modigliani, Franco, and Richard A. Cohn. 1979. "Inflation, Rational Valuation, and the Market." *Financial Analysts Journal* 35 (2): 24-44.

³⁵ Fama, Eugene F. 1981. "Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money." *American Economic Review* 71 (4): 545-565

³⁶ Saez, Emmanuel, and Gabriel Zucman. 2019. *The Triumph of Injustice: How the Rich Dodge Taxes and How to Make Them Pay*. New York: W. W. Norton.

³⁷ Fama, Eugene F. 1970. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *Journal of Finance* 25 (2): 383-417.

³⁸ Scholes, Myron S., and Mark A. Wolfson. 1992. *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

³⁹ Elton, Edwin J., and Martin J. Gruber. 1970. "Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect." *Review of Economics and Statistics* 52 (1): 68-74.

⁴⁰ Gordon, Roger, and James R. Hines Jr. 2002. "International Taxation." NBER Working Paper No. 8854.

⁴¹ Miller, Merton H., and Franco Modigliani. 1961. "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares." *Journal of Business* 34 (4): 411-433.

endeksi arasındaki dinamik nedensellik ilişkisi araştırılmıştır. İlk iki analiz sonucunda anlamlı bir ilişki tespit edilmesi üzerine, son aşamada bu ilişkinin düzeyi robust, zamana göre değişen regresyon, etki-tepki analizi ve tarihsel ayrıştırma yöntemleri kullanılarak ölçülmüştür. Bu kapsamda elde edilen bulgular, yeni vergi politikalarının Borsa İstanbul üzerindeki etkisini ortaya koymayı amaçlamaktadır. Son olarak iktisat okullarının yaklaşımları özetlenmiştir (Bkz. Tablo 1).

Tablo 1. Vergi-Enflasyon-Hisse Senedi İlişkisi Teorileri ve İktisat Okulları

İktisat Okulu	Enflasyon Üzerine Ana Görüş	Vergi ve Enflasyon İlişkisi Üzerine Görüş	Temel Teoriler
Klasik İktisat	Enflasyon esas olarak para arzı tarafından belirlenen bir olgudur (Smith, 1776; Hume, 1752).	Vergiler enflasyonu doğrudan etkilemez; enflasyon esas olarak para arzındaki değişikliklerden kaynaklanır.	Miktar Teorisi (Ricardo, 1817); Ticaret ve Vergilendirmenin Fiyat Mekanizması Üzerindeki Etkisi.
Neoklasik İktisat	Enflasyon, bütçe açıkları ve vergilendirme politikalarının maliyet enflasyonu yaratması yoluyla etkilendir (Barro, 1974; Solow, 1956).	Yüksek vergiler, üretimi ve yatırım verimliliğini azaltarak maliyet enflasyonuna katkıda bulunabilir.	Bütçe Açığı ve Vergilendirmenin Enflasyon Üzerindeki Etkisi (Barro, 1974); Mali Baskınlık Hipotezi (Sargent ve Wallace, 1981).
Keynesyen İktisat	Enflasyon talep yönlü bir olgudur ve maliye politikaları (vergiler dahil) aracılığıyla kontrol edilebilir (Keynes, 1936; Blinder, 1982).	Vergiler toplam talep ve istihdamı etkileyerek enflasyon seviyelerini belirleyebilir.	Phillips Eğrisi; Vergilendirmenin Talep Yönetimi Üzerindeki Etkisi (Phillips, 1958; Blinder, 1982).
Monetarist İktisat	Enflasyon aşırı para arzından kaynaklanır; vergiler maliyet yönlü enflasyona yol açabilir ancak temel etken para arzıdır (Friedman, 1968).	Vergi artışları üretimi caydırarak maliyet yönlü enflasyona yol açabilir, ancak enflasyonun temel sebebi para arzıdır.	Vergilendirmenin Maliyet Enflasyonu Üzerindeki Etkisi; Monetarist Enflasyon Yaklaşımı (Friedman, 1968).
Neoliberal İktisat	Enflasyon parasal bir olgudur; maliye politikalarının, özellikle vergilerin doğrudan etkisi sınırlıdır (Lucas, 1972; Stiglitz, 2015).	Vergi politikaları, enflasyonu esas olarak beklentiler ve arz yönlü etkiler yoluyla etkiler, ancak doğrudan bir neden değildir.	Rasyonel Beklentiler Teorisi; Vergi Tahsilat Zamanlaması Etkileri (Lucas, 1972; Tanzi, 1977).

VERGİSEL TEMELLİ ENFLASYON TİPLERİ

Özellik	Tax-Push Inflation (Vergi İtme Enflasyonu)	Tax-Induced Inflation (Vergi Kaynaklı Enflasyon)
Kaynak	Üretim maliyetleri	Tüketici ve yatırımcı talebi
Temel Mekanizma	Dolaylı vergiler, üretim maliyetlerini artırır	Vergi indirimleri toplam talebi artırır
Bağlantılı Enflasyon Türü	Cost-Push Inflation (Maliyet itme enflasyonu)	Demand-Pull Inflation (Talep çekme enflasyonu)
Politika Etkisi	Vergi artışı fiyatları yukarı iter	Vergi indirimleri genişlemeci etki yaratır
Örnek Durumlar	KDV veya ÖTV artışı	Gelir ve kurumlar vergisi indirimi
İlgili Çalışmalar	Poterba (1996), Gillingham & Greenlees (1990)	Feldstein (1980), Barro (1979), Lucas (1988)

ENFLASYON VE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

TEORİ	MAKRO/MİKRO KANAL	AÇIKLAMA
Fisher Hipotezi (1930)	Makro	Enflasyonun hisse senedi fiyatlarına etkisi belirsiz.
Monetarist Yaklaşım	Makro	Enflasyon ve hisse senedi fiyatları arasında çift yönlü ilişki
Ters Nedensellik Hipotezi (Kaul, 1987)	Makro	Hisse senedi fiyatlarındaki artış enflasyonu yükseltebilir.
Faiz Oranları ve Enflasyon (Bernanke ve Gertler, 2001)	Makro	Faiz artışı borsadan sermaye çıkışına neden olabilir.
Nominal ve Reel Getiriler (Bodie, 1976)	Makro	Nominal getiriler enflasyonun gerisinde kalırsa reel değer düşer.
Yanlış Fiyatlama Hipotezi (Modigliani ve Cohn, 1979)	Mikro	Yatırımcılar nominal ve reel getirileri ayırt etmekte zorlanabilir.
Negatif Duyarlılık Hipotezi (Fama, 1981)	Mikro	Enflasyon, firmaların reel kârlılığını düşürerek fiyatları etkiler.

VERGİLER VE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

TEORİ	MAKRO/MİKRO KANAL	AÇIKLAMA
Vergi Politikalarının Belirsizliği (Saez ve Zucman, 2019)	Makro	Vergi politikalarının belirsizliği, piyasa volatilitesini artırır.
Beklenmedik Vergi Artışları (Fama, 1970)	Makro	Ani vergi artışları hisse senedi oynaklığını yükseltebilir.
Vergi Arbitrajı Hipotezi (Scholes ve Wolfson, 1992)	Mikro	Daha düşük vergili varlıklara yönelim hisse fiyatlarını düşürebilir.
Ex-Dividend Day Effect (Elton ve Gruber, 1970)	Mikro	Temettü vergisi artışı, temettü verimi yüksek hisseleri etkiler.
Sermaye Maliyeti Teorisi (Gordon ve Hines, 2002)	Mikro	Sermaye yoğun sektörlerde yüksek vergi, hisse fiyatlarını baskılar.
Vergi Kalkanı ve Kaldıraç Etkisi (Miller ve Modigliani, 1961)	Mikro	Borç kullanımındaki vergi avantajı, hisseleri olumlu etkileyebilir.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Vergisel kaynaklı ve itmeli enflasyonist süreçlerin borsalar ve hisse senedi fiyatlarına etkisine dair literatür taraması oluşturulurken ilk önce Türkiye dışında yapılan çalışmalar incelenmiştir. Bu incelemede ilk olarak vergiler ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkileri araştıran çalışmalar analiz edilecektir.

Vergi gelirleri ve hisse senedi fiyatları, ekonomi politik düzenlerim iki önemli bileşenidir. Vergi politikaları, özellikle de tüketim vergileri ve bunların tüketici davranışları, devlet gelirleri ve borsa performansı üzerindeki etkileri arasındaki ilişkiyi araştıran birçok çalışma yapılmıştır. Harriss (1950), hisse senedi fiyatları, ölüm vergisi gelirleri ve vergi eşitliği arasındaki bağlantıyı incelemiştir. Çalışma, vergi politikalarının borsa dinamiklerini ve genel ekonomik istikrarı nasıl etkileyebileceğini saptamanın önemini vurgulamaktadır.⁴² Benzer şekilde, Godfrey vd., (1988) tütün kullanımı ve vergilendirme politikasının ekonomik yönlerine odaklanarak vergi artışlarının tüketiciler, hükümetler ve üreticiler üzerindeki etkisini araştırmıştır.⁴³ Bulgular, vergi artışlarının daha yüksek fiyatlar yoluyla doğrudan tüketicilere yansıdığını ve hem tüketici davranışlarını hem de hükümet gelirlerini etkilediğini göstermektedir. Henderson (1990) vergi politikaları ve borsa faaliyetleri arasındaki ilişkiyi araştırarak sermaye kazancı vergi oranları ve borsa hacmi arasındaki ilişkileri incelemiştir. Çalışma, vergi oranlarındaki değişikliklerin borsa davranışını etkileyebileceğini öne sürmekte ve bu alanda daha fazla araştırma yapılması gerektiğini vurgulamaktadır.⁴⁴ Ayers v.d, (2000), hissedar vergilerinin hisse senedi fiyatlarında aktifleştirilmesini araştırmış ve temettü vergisi aktifleştirmesinin temettü politikasına ve kurumsal sahipliğe bağlı olduğuna dair kanıtlar sunmuştur.⁴⁵ Bu çalışma, vergi politikalarının hisse senedi fiyatları ve yatırımcı davranışlarını nasıl etkileyebileceğine ışık tutmaktadır. (Evans vd., 1999) ve (Chaloupka vd., 2010), özellikle tütün ürünleri üzerindeki tüketim vergilerinin tüketici davranışları, devlet gelirleri ve düşük fiyatlı markalar arasındaki fiyat farkları üzerindeki etkilerini incelemiştir.^{46,47} Bu çalışmalar, vergi yapılarının tüketici tercihlerini ve devlet gelirlerini etkilemedeki önemini altını çizmektedir. Ayrıca, (Amromin vd., 2005), temettü vergisi indirimlerinin hisse senedi fiyatları ve şirket ödeme politikaları üzerindeki etkilerini araştırarak vergi değişikliklerinin borsa performansını nasıl etkileyebileceği konusunda fikir vermektedir.⁴⁸ Vergi politikalarının etkisi bireysel vergilerin ötesine geçerek emlak vergilerini ve finansal işlem vergilerini de kapsamaktadır. Lutz (2008) konut fiyatlarındaki artış ile emlak vergisi gelirleri arasındaki bağlantıyı inceleyerek emlak değerleri ile vergi gelirleri arasındaki ilişkiyi vurgulamıştır.⁴⁹ Schulmeister (2008, 2009), genel bir finansal işlem vergisi fizibilitesini ve etkilerini inceleyerek, böyle bir verginin finansal piyasalar ve devlet gelirleri üzerindeki potansiyel etkilerine dair öngörü sağlamaktadır.^{50,51}

Literatür taramasının bu bölümü genel olarak, tüketim vergileri, sermaye kazancı vergileri ve temettü vergileri gibi vergi politikalarının hisse senedi fiyatları, tüketici davranışları, devlet gelirleri ve genel ekonomik istikrar üzerinde önemli etkiler yaratabileceğini ortaya koymaktadır. Vergi ve enflasyon oranlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini doğru bir şekilde tahlil etmek gereklidir. Çünkü bu durumun doğru bir şekilde saptanması piyasalar ile ilgili geleceğe yönelik beklentilerin yönetimi ve iktisadi kararlar için oldukça önemlidir.

Vergi temelli enflasyonist süreçlerin hisse senedi piyasalarına etkisi, finansal kurumlar ve piyasalar ölçeğinde kapsamlı şekilde araştırılarak borsa performansı üzerindeki etkileşimler ortaya konmalıdır. Yaari, Palmon ve Marcus (1980) enflasyon ve sermaye kazancı vergisinin hisse senedi değerlemesi üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Çalışmaları, enflasyonist vergi politikalarının sermaye kazançları üzerindeki reel vergi yükünü artırarak hisse senedi fiyatları üzerinde önemli bir olumsuz etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Yazarlar, yüksek enflasyon koşulları altında, hisse senedi yatırımlarının

⁴² Harriss, C. Lowell. 1950. "Stock Prices, Death Tax Revenues, and Tax Equity." *Journal of Finance* 5 (3): 13-23.

⁴³ Godfrey, Christine, and Alan Maynard. 1988. "Economic Aspects of Tobacco Use and Taxation Policy." *British Medical Journal* 297 (6644): 339-343.

⁴⁴ Henderson, Yolanda K. 1990. "Capital Gains Tax Rates and Stock Market Volume." *National Tax Journal* 43: 411-425.

⁴⁵ Ayers, Benjamin C., C. Bryan Cloyd, and John R. Robinson. 2000. "Capitalization of Shareholder Taxes in Stock Prices: Evidence from the Revenue Reconciliation Act of 1993." *S&P Global Market Intelligence Research Paper Series*

⁴⁶ Chaloupka, Frank J., R. M. Peck, J. A. Tauras, X. Xu, and A. A. Yurekli. 2010. "Cigarette Excise Taxation: The Impact of Tax Structure on Prices, Revenues, and Cigarette Smoking." *NBER Working Paper No. 16287*.

⁴⁷ Evans, William N., Jeanne S. Ringel, and Diana Stech. 1999. "Tobacco Taxes and Public Policy to Discourage Smoking." In *Tax Policy and the Economy*, vol. 13, 1-56. Cambridge, MA: NBER.

⁴⁸ Amromin, Gene, Paul Harrison, Nellie Liang, and Steven A. Sharpe. 2005. "How Did the 2003 Dividend Tax Cut Affect Stock Prices and Corporate Payout Policy?" *Financial Management* 37 (4): 625-646.

⁴⁹ Lutz, Byron F. 2008. "The Connection Between House Price Appreciation and Property Tax Revenues." *Finance and Economics Discussion Series 2008-48*. Washington: Federal Reserve Board.

⁵⁰ Schulmeister, Stephan. 2008. "A General Financial Transaction Tax: Motives, Revenues, Feasibility and Effects." *WIFO Studies*, August.

⁵¹ Schulmeister, Stephan. 2009. "A General Financial Transaction Tax: A Short Cut of the Pros, the Cons and a Proposal." *WIFO Working Papers* 344.

vergi sonrası reel getirileri ve hisse senetlerinin bir yatırım aracı olarak cazibesini azalttığını vurgulamaktadır.⁵²

Feldstein (1979), vergi kurallarının beklenen enflasyonla nasıl etkileşime girdiğini ve borsa davranışını nasıl etkilediğini incelemiştir. Enflasyonun kurumlar vergisi politikalarıyla birleştiğinde sermaye maliyetlerinin artmasına ve yatırımların reel getirilerinin azalmasına yol açtığını savunmaktadır. Bu etkileşim varlık fiyatlamalarını istikrarsızlaştırarak piyasa etkinsizliklerine katkıda bulunmaktadır. Daha sonraki bir başka çalışmada (Feldstein, 1982), hisse senedi piyasalarının tarihsel olarak enflasyonist koşullar altında kötü performans gösterdiğini, çünkü vergilendirmenin hisse senedi değerlemesi ve yatırımcı beklentilerindeki çarpıklıkları daha da şiddetlendirdiğini göstererek bu bulguları pekiştirmektedir.⁵³⁵⁴

Summers (1981), “vergi etkileri” hipotezini destekleyerek enflasyon ve vergilendirmenin birlikte varlık fiyatlarında bir uyumsuzluk yarattığını vurgulamıştır. Summers'ın araştırması, enflasyonist bir ortamda şirket kazançlarının vergilendirilmesinin özsermayenin efektif maliyetini artırdığını ve bunun da optimal olmayan borsa performansına yol açtığını göstermektedir. Ayrıca, etkin piyasa koşullarını sağlamak için vergi politikaları üzerinde enflasyonist çarpıklıkları hesaba katması gerektiğini savunmaktadır.⁵⁵

Uwubanmwun ve Eghosa (2015), enflasyonun hisse senedi getirileri üzerindeki olumsuz etkilerine ilişkin daha güncel ampirik kanıtlar sunmaktadır. Bulguları, enflasyonun hisse senedi piyasaları üzerinde olumsuz bir etkisi olsa da bu etkinin diğer makroekonomik faktörlere kıyasla nispeten zayıf olduğunu göstermektedir. Modern finansal piyasaların, hisse senedi değerlemesi üzerindeki enflasyonist bozulmaların boyutunu hafifletebilecek yapısal değişiklikler sergilediğini savunmaktadırlar.⁵⁶

Boudoukh ve Richardson (1993), enflasyonun varlık getirileri üzerindeki daha geniş etkilerini araştırmış ve enflasyonist beklentilerin hisse senedi fiyatlarını önemli ölçüde etkilediğini öne sürmüştür. Yüksek enflasyon dönemlerinin, artan belirsizlik ve gelecekteki kazançlara uygulanan daha yüksek iskonto oranları nedeniyle daha düşük hisse senedi getirilerine karşılık geldiğini bulmuşlardır. Benzer bir şekilde, Graham ve Dodd (1998) enflasyonun temel hisse senedi değerlendirme ölçütlerini nasıl etkilediğini tartışmaktadır. Çalışmaları, enflasyona göre düzeltilmiş kazançların yatırım kararlarındaki rolünün altını çizmekte ve enflasyonist etkilerin hisse senedi değerlendirme modellerine dahil edilmemesinin finansal piyasalarda yanlış fiyatlamaya ve verimsizliğe yol açtığını öne sürmektedir.⁵⁷⁵⁸

Choudhry (2001) ve Rapach (2002), tarafından yapılanlar gibi daha yeni çalışmalar, sırasıyla gelişmekte olan ve gelişmiş piyasalarda enflasyonun rolünü araştırmaktadır. Choudhry (2001), gelişmekte olan piyasaların enflasyonist şoklara karşı daha hassas olduğunu ve bunun da hisse senedi fiyatlarında daha fazla volatiliteye yol açtığını bulmuştur. Buna karşılık Rapach (2002), kurumsal yapıları ve para politikaları nedeniyle gelişmiş finansal piyasaların enflasyonist baskılara daha ılımlı bir tepki gösterdiğini vurgulamaktadır.⁵⁹⁶⁰

Durnev ve Wei (2005), hisse senedi fiyat oynaklığı ve vergilendirmeyi analiz ederek vergi temelli enflasyonun fiyat etkinliğini ve yatırımcı duyarlılığını bozduğunu ileri sürmüşlerdir. Benzer şekilde, Jones ve Tuzel (2013), yüksek enflasyonlu ortamlarda faaliyet gösteren firmaların daha fazla sermaye kısıtlamasıyla karşılaştığını, bunun da yatırım faaliyetlerinin azalmasına ve borsa performansının düşmesine yol açtığını göstermiştir.⁶¹⁶²

Schmukler ve Servén (2002), uzun vadeli finansal piyasa dinamiklerini incelemiş ve enflasyonist vergilendirmenin küçük firmaları orantısız bir şekilde etkileyerek sermaye piyasalarına erişimlerini

⁵² Yaari, Uzi, Dan Palmon, and Michael Marcus. 1980. "Stock Prices under Inflation with Taxation of Nominal Interest Income." *Financial Review* 15 (1): 1-13.

⁵³ Feldstein, Martin. 1979. "Inflation, Tax Rules, and the Stock Market." *Journal of Monetary Economics* 4 (1): 77-104.

⁵⁴ Feldstein, Martin. 1982. "Inflation and the Stock Market: Reply." *American Economic Review* 72 (5): 839-847.

⁵⁵ Summers, Lawrence H. 1981. "Inflation and the Valuation of Corporate Equities." NBER Working Paper No. 824.

⁵⁶ Uwubanmwun, Andrew E., and I. Lucky Eghosa. 2015. "Inflation Rate and Stock Returns: Evidence from Nigeria." *Journal of Finance and Economics* 3 (1): 10-17.

⁵⁷ Boudoukh, Jacob, and Matthew Richardson. 1993. "Stock Returns and Inflation: A Long-Horizon Perspective." *American Economic Review* 83 (5): 1346-1355.

⁵⁸ Graham, Benjamin, and David L. Dodd. 1998. "Inflation and Stock Market Valuation." *Financial Analysts Journal* 54 (2): 11-26.

⁵⁹ Choudhry, Taufiq. 2001. "Inflation and Rates of Return on Stocks: Evidence from High Inflation Countries." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 11 (1): 75-96.

⁶⁰ Rapach, David E. 2002. "The Long-Run Relationship between Inflation and Real Stock Returns." *Journal of Macroeconomics* 24 (3): 331-351.

⁶¹ Durnev, Art, and K. C. John Wei. 2005. "Does Firm-Specific Information in Stock Prices Guide Capital Allocation?" *Journal of Financial Economics* 76 (1): 3-28.

⁶² Jones, Charles S., and Selale Tuzel. 2013. "Inflation and Corporate Investment." *Journal of Financial Economics* 108 (3): 537-563.

azalttığını tespit etmiştir. Bulguları, yüksek enflasyon dönemlerinin finansal baskının artmasına yol açarak öz sermaye yatırımlarını caydırdığını göstermektedir.⁶³

Campbell ve Vuolteenaho (2004), enflasyonist rejimler altında hisse senedi getirilerinin ayrışmasını araştırmış ve enflasyonun gelecekteki kazançları aşındırırken yatırımcıların risk primlerini buna göre fiyatladıklarını bulmuşlardır. Hisse senedi piyasasının enflasyona verdiği tepkilerin vergi politikası ayarlamalarına ilişkin beklentilerden etkilendiğini vurgulamaktadırlar.⁶⁴

Chen, Roll ve Ross (1986), makroekonomik değişkenlere ve bunların borsa getirileri üzerindeki etkilerine odaklanmıştır. Analizleri, hisse senedi fiyat dalgalanmalarının temel belirleyicileri olarak enflasyon ve vergilendirmeyi içermektedir. Enflasyon-vergi etkileşimlerinin uzun vadeli hisse senedi değerlemesini etkileyen kalıcı fiyatlama anomalileri yarattığını savunmaktadırlar.⁶⁵

Fama ve Schwert (1977), enflasyonu borsa oynaklığına bağlayan erken dönem ampirik kanıtlar sunarak vergi politikası hususlarının önemini vurgulamıştır. Enflasyonun sermaye piyasalarında yapısal değişiklikler yaratarak yatırımcıları beklentilerini yeniden fiyatlamaya zorladığını bulmuşlardır.⁶⁶

Genel olarak literatür, vergi temelli enflasyonist süreçlerin sermaye maliyetini artırıp varlık değerlemelerini bozarak ve yatırımcı beklentilerini etkileyerek borsa performansını önemli ölçüde etkilediğini göstermektedir. Etkinin derecesi farklı piyasa yapıları ve zaman dilimleri arasında farklılık göstermekte olup, enflasyon-vergi etkileşimlerinin hisse senedi piyasaları üzerindeki uzun vadeli etkilerine ilişkin daha fazla araştırma yapılmasını gerektirmektedir. Bir sonraki aşamada araştırma kapsamı olarak Türkiye'yi seçen çalışmalar irdelenmelidir.

Türkiye için Enflasyonun nedenleri, sonuçları ve vergilendirme ile ilişkisi üzerine birçok çalışma yapılmıştır. Durmaz (2017), çalışmada Türkiye'de vergi gelirleri ile enflasyon arasındaki bağlantıyı VAR analizi ile incelemiş ve çift yönlü nedenselliği ortaya koymuştur. Benzer şekilde, Akyurt (2024), enflasyonun finansal piyasalar üzerindeki etkisini değerlendirmiş ve yüksek enflasyon dönemlerinde piyasa volatilitesinin arttığını göstermiştir.^{67,68}

Karakaş (2021), temettü vergilendirmenin hisse senedi işlem hacmine etkisini inceleyerek yüksek vergi oranlarının piyasa katılımını azalttığını tespit etmiştir. Demirci ve Beskisiz (2024), vergi politikalarının BİST 100 ve Katılım 30 Endeksleri üzerindeki etkisini incelemişler ve vergi oranlarındaki değişimlerini piyasa değeri ve yatırımcı duyarlılığı üzerinde etkili olduğunu ileri sürmüşlerdir. Araştırma sonuçlarına göre temettü ve sermaye kazançlarının vergilendirilmesi, yatırım kararlarını ve şirketlerin finansal stratejilerini etkileyen en önemli faktörler olarak öne çıkmaktadır. Selen ve Özen (2011), Türkiye'de hisse senedi gelirlerine yönelik vergi istisnalarının hisse fiyat performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Vergi teşviklerinin sermaye girişlerini artırdığını tespit etmişlerdir.^{69,70,71}

Can ve Dizdarlar (2021), konut sektöründe KDV indirimlerinin gayrimenkul yatırım ortaklıkları üzerindeki etkisini ve vergi politikaları hedeflerinin sektörel yatırımları nasıl yönlendirdiğini analiz etmişlerdir. Bulgulara göre finansal piyasalar, enflasyonist baskılara dinamik şekilde tepki verirken ve varlık yönetim stratejilerini de etkilemektedir. Karyağdı ve Aytekin (2023), enflasyonun BİST 100, altın ve dolar arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Sonuçlar, enflasyonist şoklar varlık fiyatları üzerinde önemli etkilere neden olduğunu göstermektedir. Yatırımcıların ekonomik istikrarsızlık dönemlerinde enflasyon korumalı varlıklara yöneldiğini de vurgulamışlardır.^{72,73}

⁶³ Schmukler, Sergio L., and Luis Servén. 2002. "Pricing Currency Risk under Inflation Targeting." *Journal of International Money and Finance* 21 (4): 589-613.

⁶⁴ Campbell, John Y., and Tuomo Vuolteenaho. 2004. "Inflation Illusion and Stock Prices." *American Economic Review* 94 (2): 19-23.

⁶⁵ Chen, Nai-Fu, Richard Roll, and Stephen A. Ross. 1986. "Economic Forces and the Stock Market." *Journal of Business* 59 (3): 383-403.

⁶⁶ Fama, Eugene F., and G. William Schwert. 1977. "Asset Returns and Inflation." *Journal of Financial Economics* 5 (2): 115-146.

⁶⁷ Akyurt, Emre. 2024. Enflasyon ve Enflasyon Belirsizliğinin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği. Master's thesis, Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

⁶⁸ Durmaz, Gökhan, and Bahar K. Savrul. 2022. "Türkiye'de Vergi Gelirleri İle Enflasyon Arasındaki İlişkinin VAR Analizi Çerçevesinde Değerlendirilmesi." *Eurasian Econometrics Statistics & Empirical Economics Journal*: 48-73.

⁶⁹ Demirci, Serkan, and Mehmet Oğuzhan Beskisiz. 2024. "Vergi politikasının BİST 100 ve Katılım 30 Endeksine etkisinin karşılaştırmalı analizi." *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi* 11 (1): 87-97.

⁷⁰ Karakaş, Mehmet. 2021. "Temettü Geliri Üzerindeki Vergilerin Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmine Etkisi." *Maliye Dergisi* 181: 171-186.

⁷¹ Selen, Uğur, and Ercan Özen. 2011. "Türkiye'de Hisse Senedi Gelirlerinde Vergi İstisna Uygulaması: Amaç Ve Sonuçlar Açısından Bir Değerlendirme." *Maliye Dergisi* 161: 148-161.

⁷² Can, Recep, and Hakan İ. Dizdarlar. 2021. "Vergi indiriminin hisse senedi getirisi üzerine etkisi: BİST inşaat ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektörlerinden kanıtlar." *ieSBAD* 1 (1): 69-78.

⁷³ Güngör Karyağdı, Nazan, & Aytekin, İbrahim (2023). Finansal Yatırım Araç Getirileri ve Enflasyon İlişkisi: Türkiye Örneği (2005-2023). *Alanya Akademik Bakış*, 7(2), 809-822. <https://doi.org/10.29023/alanyaakademik.1176464>

Sarısoy ve Demirci (2001), enflasyona yol açan nedenleri meta analiz yöntemiyle analiz ederek önerileri geliştirmişlerdir. Bulgular, enflasyon, vergilendirme ve hisse senedi piyasaları arasında çok yönlü ve karmaşık bir etkileşimin olduğunu işaret etmektedir. Buna göre, vergi politikalarındaki değişimler yatırımcı davranışlarını etkilerken, enflasyonist eğilimler ise piyasa volatilitesini artırmaktadır.⁷⁴

3. 2023 YENİ VERGİ POLİTİKALARI

Türkiye Cumhuriyeti 2023 yılı Cumhurbaşkanlığı ve Parlamento seçimleri sonrası yeni başkanlık kabinesi ile Hazine ve Maliye Bakanı olarak göreve başlayan Mehmet Şimşek, ekonomi politikalarında kapsamlı reformlar gerçekleştirmeyi hedeflemiştir. Bu reformların en önemlilerinde biri de yeni vergilendirme politika çerçevesidir. Kamu finansman açığının azaltılması ve dengelenmesi amacıyla, Cumhurbaşkanlığı Kararnameleri, ilgili bakanlıklar ve parlamento tarafından yürürlüğe konan yasal düzenlemelerle dolaylı ve dolaysız vergilerle ilgili çeşitli değişikliklere gidilmiştir (Bkz. Tablo 2).

Tablo 2. 2023 Seçimleri Sonrası Yürürlüğe Giren Yeni Vergi Düzenlemeleri

VERGİ TİPİ	VERGİ	AÇIKLAMA	DEĞİŞİK LİK TARİHİ	MEVZUAT BİLGİSİ
Dolaysız	Yurt Dışı Merkezli Çok Uluslu Şirketlere Asgari %15 Kurumlar Vergisi	Bu düzenleme, uluslararası vergi adaletini sağlamak ve çok uluslu şirketlerin vergi yükümlülüklerini eşit şekilde yerine getirmesini amaçlamaktadır.	2.08.2024	7524 sayılı kanunla 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'na eklenen "Yerel ve Küresel Asgari Tamamlayıcı Kurumlar Vergisi" başlıklı beşinci kısımda yapılan değişiklik.
Dolaysız	Yurt İçi Asgari Kurumlar ve Gelir Vergisi Düzenlemeleri	Belirli meslek gruplarının beyan edilen gelirlerinin gerçek durumu yansıtmadığını tespit etmek amacıyla hasılat bazlı bir denetim mekanizması uygulanacaktır.	2.08.2024	7524 sayılı kanunla Kurumlar vergisi kanununa 32/c maddesinde yapılan değişiklikler.
Dolaysız	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına Yönelik Vergi İstisnalarının Kaldırılması	Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının vergi istisnalarının kaldırılması planlanmaktadır. Bu adım, gayrimenkul sektöründe vergi adaletini sağlamayı ve devletin vergi gelirlerini artırmayı amaçlamaktadır.	28.09.2024	23 Seri No.lu Kurumlar Vergisi Genel Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ.
Dolaysız	Kamu-Özel İş Birliği Projelerinde Kurumlar Vergisinin %30'a Çıkarılması	Yap-işlet-devret modeliyle gerçekleştirilen kamu-özel iş birliği projelerinde kurumlar vergisi oranının %30'a yükseltilmesi öngörülmektedir.	2.08.2024	7524 sayılı kanunla kurumlar vergisi kanunu "Kurumlar vergisi ve geçici vergi oranı" başlıklı 32. maddede yapılan değişiklik
Dolaysız	Kripto Varlıkların Vergilendirilmesi	Kripto para piyasasında kayıt dışılığı önlemek ve bu alandaki vergi kayıplarını azaltmak amacıyla düzenlemeler getirilmiştir.	26.06.2024	7518 sayılı sermaye piyasası kanununda değişiklik yapılmasına dair kanunla 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 3. maddesinde yapılan değişiklik.
Dolaysız	Mevduat, Fon, Tahvil ve Bono Kazançlarının Vergilendirilmesi	Finansal piyasalardan elde edilen gelirlerin vergilendirilerek devlet gelirlerinin artırılmasını hedeflemektedir.	1.05.2024, 1.02.2025	1 Şubat 2025 tarihli Gelir Vergisi Kanununun Geçici 67 nci Maddesinde Yer Alan Tevkifat Oranları Hakkında Karar. 1 Kasım 2024 tarihli 9075 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı ile yapılan değişiklik.
Dolaylı	Yurt Dışı Çıkış Harcının Artırılması	1 Ocak 2025 Tarihinden İtibaren Yurt Dışı Çıkış Harcı Tutarı 710 TL'ye Çıkıyor .	2.08.2024	7524 sayılı kanunla, 5597 sayılı yurtdışına çıkış harcı kanunu 1.maddesinde yapılan değişiklik.
Dolaylı	Katma Değer Vergisi (KDV) Artışları	Temmuz 2023'te yapılan düzenlemeyle, genel KDV oranı %18'den %20'ye, indirimli oran ise %8'den %10'a yükseltilmiş olup, bu değişiklik birçok ürün ve hizmetin fiyatlarını doğrudan etkilemiştir.	10.07.2023	7346 Sayılı Cumhurbaşkanı Kararı ile, 3605 sayılı Katma Değer Vergisi Kanunu 28. Madde de yapılan değişiklik.
Dolaylı	Motorlu Taşıtlar Vergisi (MTV) Düzenlemeleri	2023 yılında, deprem felaketinin yarattığı mali yükleri karşılamak amacıyla Motorlu Taşıtlar Vergisi'nde iki katına varan artışlar gerçekleştirilmiştir.	03.01.2025	57 Seri No.lu Motorlu Taşıtlar Vergisi Kanunu Genel Tebliğinde yapılacak değişiklik.
Dolaylı	Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) Düzenlemeleri	Lüks tüketim ürünleri, tütün ve alkollü içecekler gibi belirli kalemlerde yapılan ÖTV artışları, devlet gelirlerini artırma ve talebi dengeleme amacı taşımaktadır.	27.12.2024 25.12.2024	7537 sayılı devlet memurları kanunu ile bazı kanun ve kanun hükmünde kararnamelerde değişiklik yapılmasına dair kanun'un 12'inci maddesi 9309 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı

⁷⁴ Taner Sarısoy, Tamer, and Rıdvan Demirci. 2001. "Enflasyon ve Enflasyonu Önleyici Politikalar." Vergi Raporu Dergisi 50: 1-18.

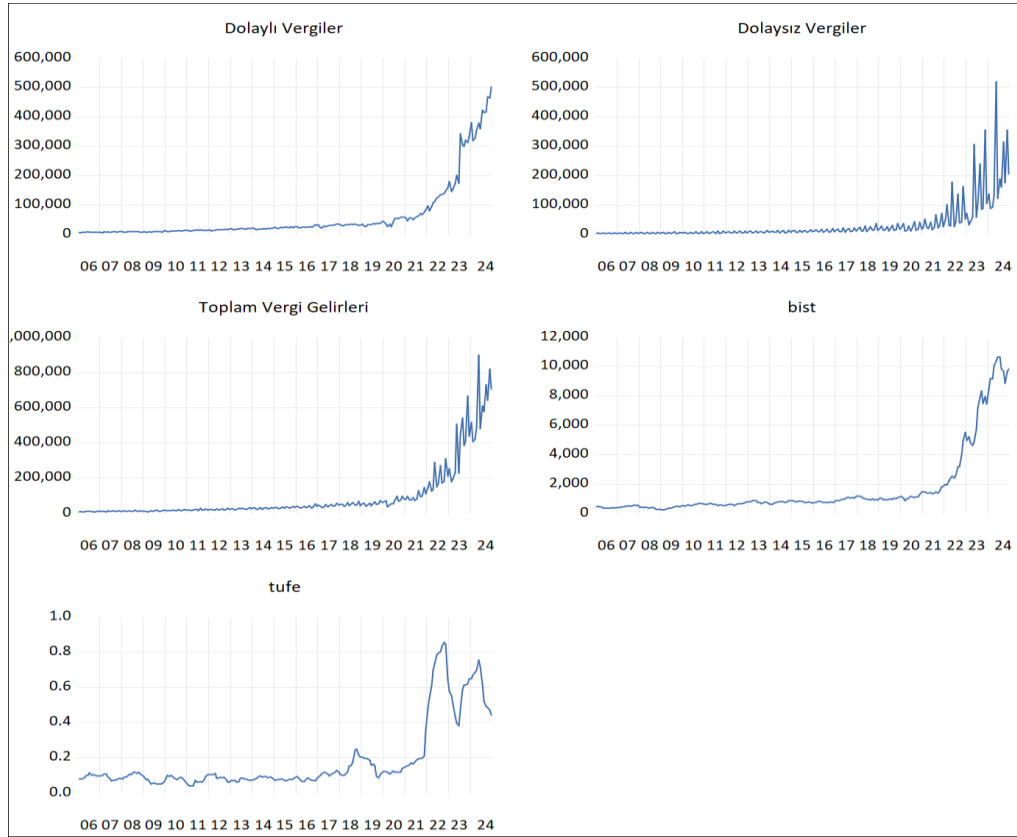
Tablo 2. 2023 Seçimleri Sonrası Yürürlüğe Giren Yeni Vergi Düzenlemeleri- *Devamı*

VERGİ TİPİ	VERGİ	AÇIKLAMA	DEĞİŞİK LİK TARİHİ	MEVZUAT BİLGİSİ
Dolaysız	Mevduat ve Faiz Gelirlerinin Vergilendirilmesi	Bireylerin mevduat hesaplarından elde ettikleri faiz gelirleri vergi kapsamına alınmıştır. Ayrıca, Kur Korumalı Mevduat (KKM) hesaplarından elde edilen faiz gelirleri de vergilendirilmeye başlanmıştır.	31.10.2024	31/10/2024 tarihli ve 9075 sayılı Cumhurbaşkanlığı kararı ile gelir vergisi kanunu 67. Maddede yapılan değişiklik.
Dolaysız	Finansal Kuruluşlar İçin Kurumlar Vergisi Oran	Bankalar, sigorta şirketleri, finansal kiralama ve faktoring şirketleri gibi finansal kuruluşlar için kurumlar vergisi oranı %25'ten %30'a çıkarılmıştır.	14.07.2023	7456 sayılı kanun ile kurumlar vergisi 32. maddede yapılan değişiklik.
Dolaysız	Taşınmaz Satışlarına İlişkin Vergi İstisnalarının Kaldırılması	Kurumların iki yıl boyunca aktif olarak tuttukları taşınmaz satış kazançlarına uygulanan %50 kurumlar vergisi istisnası kaldırılmıştır.	14.07.2023	7456 sayılı kanunu ile kurumlar vergisi kanunu 19. Maddede yapılan değişiklik.
Dolaysız	Taşınmaz Satışlarına İlişkin Vergi İstisnalarının Kaldırılması	Katma Değer Vergisi (KDV) İstisnası bu tür taşınmaz satışlarında uygulanan KDV istisnası da yürürlükten kaldırılmıştır. Ancak, düzenlemenin yürürlüğe girmesinden önce aktiflerde bulunan taşınmazların satışı durumunda, KDV istisnası devam edecek ve elde edilen kazancın %25'i kurumlar vergisinden istisna edilecektir.		7456 sayılı kanunla kurumlar vergisi 19. maddede yapılan değişiklik.
Dolaysız	Yatırım Fon ve Ortaklıklarına İlişkin Vergi İstisnalarının Kaldırılması Girişim sermayesi hariç	Girişim sermayesi yatırım fonları ve ortaklıkları dışındaki yatırım fonlarından elde edilen kazançlara uygulanan kurumlar vergisi istisnası kaldırılmıştır. Bu düzenleme, ilgili kanunun Resmi Gazete'de yayımlandığı tarihten sonra iktisap edilen yatırım fonu katılma payları için geçerli olacaktır.	2.08.2024	7524 sayılı kanunla kurumlar vergisi kanunu 5.maddede yapılan değişiklik.
Dolaysız	Taşınmazların Kısmi Bölünme Kapsamından Çıkarılması	Daha önce taşınmazlar, iştirak hisseleri ve üretim ile hizmet işletmeleri kısmi bölünme işlemine konu edilebilirken, yeni düzenlemeyle taşınmazlar bu kapsamdan çıkarılmıştır. Bu değişiklik, taşınmazların kısmi bölünme yoluyla devri durumunda uygulanan vergi istisnaları sona erdirilmiştir.	15.07.2023	7456 sayılı kanun ile kurumlar vergisi 19. maddede yapılan değişiklik.
Dolaylı	Maktu Harç Tutarları:	Sürücü belgesi harçları dışında kalan tüm maktu harç tutarları %50 oranında artırılmıştır.	30.12.2024	96 Seri No.lu Harçlar Kanunu Genel Tebliği.
Dolaylı	Yolcu Beraberinde Getirilen Telefon Kullanım İzin Harcı	Yurt dışından yolcu beraberinde getirilen cep telefonları için uygulanan kullanım izin harcı 6.091 TL'den 20.000 TL'ye yükseltilmiştir.	7.07.2023	7344 sayılı Cumhurbaşkanı kararı ile harçlar kanunu 138. maddede yapılan değişiklik.
Dolaylı	Bankacılık ve Sigorta Muameleleri Vergisi (BSMV) Artışı	Tüketici kredilerine uygulanan BSMV oranı %10'dan %15'e çıkarılarak, kredi talebi ve mali piyasalardaki denge üzerindeki etkiler değerlendirilmiştir.	7.07.2023	7345 sayılı Cumhurbaşkanı kararı ile gelir vergisi 33. maddede yapılan değişiklik.
Dolaysız	Teknogirişim Şirketleri İçin Çalışanlara Vergi İstisnası	Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından belirlenen kriterlere göre teknoloji girişim şirketi niteliğindeki işverenlerce, çalışanlara bedelsiz veya indirimli olarak verilen pay senetlerinin belirli bir kısmı gelir vergisinden istisna tutulmuştur.	7.07.2023	7524 sayılı kanunla Gelir Vergisi Kanunun 17. maddede yapılan değişiklik.
Dolaylı	Kısa vadeli sigorta kolları prim oranı yüzde 2,25	Kısa vadeli sigorta kolları prim oranı yüzde 2,25 olarak belirlenecek, bu oranı yüzde 1,5'e kadar indirmeye, yüzde 2,5'e kadar artırmaya yönelik Cumhurbaşkanlığına yetki verilecek.	2.08.2024	7524 sayılı Kanunla 5510 sayılı Sosyal Sigortalar ve Genel Sağlık Sigortası Kanununun 8. maddesinde yapılan değişiklik.

Kaynak:⁷⁵

Yeni vergi politikaları temelinde mali konsolidasyon (fiscal consolidation) ve vergi tabanının genişletilmesi (tax base broadening) olmak üzere iki ana konsept yatmaktadır. Mali konsolidasyonun temel amacı, kamu gelirlerini artırarak bütçe açığını azaltmak iken, vergi tabanının genişletilmesi ile vergi yükü doğrudan artırılmaksızın, daha geniş bir mükellef grubundan vergi tahsil edilmesi hedeflenmiştir. Bu bağlamda araştırma değişkenlerine dair grafikte 2023 yılında yapılmaya yapılan değişikliklerle vergi gelirlerinde artış gözlemlenmektedir (Bkz. Şekil 1).

⁷⁵<https://www.aa.com.tr/tr/ekonomi/hazine-ve-maliye-bakani-simsekten-vergi-paketi-hazirligi-aciklamasi/3262567>, <https://yetkinreport.com/2023/07/08/vergi-zamlari-ve-ilk-sonuclari-kendi-dusen-aglamaz-mi/>, <https://www.esin.av.tr/tr/2023/07/10/vergi-artisi-ongoren-yeni-yasal-duzenlemeler/>, <https://www.bloomberght.com/vergi-paketi-tbmm-genel-kurulu-ndan-gecti-2357329?>, https://www.youtube.com/watch?v=g2_MgTMMBkk, <https://www.turmob.org.tr/ekutuphane/Read/4dfd7138-48a8-439dad79b81178cc74ea#:~:text=7524%20say%C4%B1%C4%B1%20Kanunla%20yurt%20d%C4%B1%C5%9F%C4%B1na,oran%C4%B1nda%20art%C4%B1r%C4%B1laca%C4%9F%C4%B1%20y%C3%B6n%C3%BCnde%20d%C3%BCzenleme%20yap%C4%B1m%C4%B1%C5%9Ft%C4%B1>. Yazar tarafından derlenmiştir.



Şekil 1. Değişkenlerin Grafikleri

Bu yeni politikalar kapsamında KDV ve ÖTV gibi dolaylı vergilerde yapılan düzenlemeler, Türkiye'de cari enflasyon sorununa maliyet kanalı üzerinden vergisel kaynaklı ve itmeli bir enflasyonist süreç yaratmıştır. Bu bağlamda, bu araştırmada vergisel kaynaklı ve itmeli enflasyonun hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri incelenmiştir.

4. ARAŞTIRMA TASARIMI, VERİ SETİ VE YÖNTEM

4.1. Araştırma Tasarımı

Bu araştırmada 2023 seçimleri sonrası yürürlüğe giren yeni vergi düzenlemeleri temelli enflasyonist sürecin hisse senedi fiyatlarına etkisi incelenmiştir. Araştırmada hem statik hem zamana göre değişen dinamik model ve yöntemler kullanılmıştır. Vergilerin hisse senedi fiyatları üzerindeki doğrudan etkisi irdelendiği gibi, vergilerin enflasyon oranı üzerinden dolaylı etkisi de mediatör-aracı değişken oluşturularak incelenmiştir.

4.2. Veri Seti

Araştırmada Türkiye Cumhuriyeti Merkezi bütçesi baz alınarak dolaysız, dolaylı ve toplam vergi gelirleri değişkenleri oluşturulmuştur. Enflasyon için yıllık bazda aylık tüketici enflasyon oranı kullanılmıştır. Hisse senedi fiyatlarına toplam etkiyi ölçmek için de BİST-100 endeksi verisi elde edilmiştir. Tüm değişkenlere doğal logaritma (Ln) dönüşümü uygulanmıştır (Bkz. Tablo 2).

Tablo 2. Veri Seti

DEĞİŞKEN	KOD	FREKANS	DÖNEM	KAYNAK	ERİŞİM TARİHİ
Kamu Toplam Vergi Gelirleri	Vergi_Gelirleri	Aylık	2006:01-2024:12	https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri	15.05.2024
Kamu Toplam Dolaysız Vergi Gelirleri	Dolaysiz_Vergiler	Aylık	2006:01-2024:12	https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri	15.05.2024
Kamu Toplam Dolaylı Vergi Gelirleri	Dolayli_Vergiler	Aylık	2006:01-2024:12	https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri	15.05.2024
BİST-100 Endeksi	BİST	Aylık	2006:01-2024:12	https://tr.investing.com/indices/ise-100	15.05.2024
Yıllık Bazda Aylık Tüketici Enflasyon Oranı	Tufe	Aylık	2006:01-2024:12	https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/T-CMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Enflasyon+Verileri/Tuketici+Fiyatları	15.05.2024
Vergi*Enflasyon Değişkeni	Aracı	D(Vergi Gelirleri)	Aylık	Yazar tarafından hesaplanmıştır	15.05.2024

Veri Seti Sunulduktan sonra veriler ile ilgili tanımlayıcı istatistikler hesaplanmıştır. Ortalama (Mean) değişkenlerin genel eğilimlerini ifade eder. Örneğin, dolaylı vergilerin ortalaması 10.23, dolaysız vergilerin ortalaması 9.48 olup, dolaylı vergiler daha yüksek gözükmektedir. Medyan (Median) verilerin ortanca değeridir ve ortalama ile fark varsa veri dağılımında asimetri olabilir. Maksimum ve minimum değerler değişkenlerin en yüksek ve en düşük seviyelerini gösterir. Standart sapma (Std. Dev.) değişkenin ortalama etrafındaki yayılımını ifade eder ve en yüksek değişkenlik vergi aracısında (7.11) görülmektedir. Çarpıklık (Skewness) pozitif olduğu için değişkenlerin çoğu sağa çarpık bir dağılıma sahiptir. Basıklık (Kurtosis) değerleri 3'e yakın olan değişkenler normal dağılıma daha yakındır, ancak 4'ü aşan BİST biraz daha uç değerlere duyarlıdır. Jarque-Bera testi ve olasılık değerleri tüm değişkenler için p-değerinin 0.000 olduğunu göstermektedir. Bu durum verilerin normal dağılmadığını ifade etmektedir (Bkz. Tablo 3).

Tablo 3. Tanımlayıcı İstatistikler

TEST/DEĞİŞKEN	DOLAYLI_VERGİLER	DOLAYSIZ_VERGİLER	TUFE	BİST	VERGİ_GELİRLERİ	VERGİ_ARACI
Ortalama	10,22696	9,478034	-2055299,000000	6,875486	10,63464	-2110356,000000
Medyan	10,03192	9,307216	-2304587,000000	6,676252	10,41016	-2332649,000000
Maksimum	13,05688	13,16249	-0,156537	9,273119	13,70840	-1895771,000000
Minimum	8,700563	7,667680	-3221379,000000	5,481763	9,168657	-3165882,000000
Std, Sap,	1,074582	1,148501	0,750203	0,864948	1,088763	7,111703
Çarpıklık	1,012006	0,939874	1,261829	1,329138	1,003828	1,339508
Basıklık	3,347241	3,548374	3,499120	4,272301	3,354246	3,762133
Jarque-Bera	39,88771	36,26479	62,59496	82,14730	39,31049	73,37745
Olasılık	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
Toplam	2321,519	2151,514	-4665528,000000	1560,735	2414,063	-4790508,000000
Toplam Kare Sap,	260,9682	298,1062	127,1938	169,0785	267,9014	11430,25
Gözlemler	227	227	227	227	227	227

Bir sonraki adımda değişkenler için Augmented-Dickey Fuller Birim kök testi Schwarz bilgi kriteri kullanılarak yapılmıştır. Sabit terimli ve sabit terim + trendli model yapılarında değişkenler birinci fark düzeyindedir (Bkz. Tablo 4).⁷⁶

Tablo 4. Birim Kök Testi Sonuçları

Seviyede	Sabit Terimli		Sabit Terim ve Trendli		Sabit Terim ve Trendsiz	
	T istatistiği	Olasılık	T istatistiği	Olasılık	T istatistiği	Olasılık
DOLAYLI_VERGİLER	21981,00	1,00	0,00	1,00	38719,00	1,00
DOLAYSIZ_VERGİLER	59234,00	1,00	37132,00	1,00	29669,00	1,00
TUFE	-12934,00	0,63	-25780,00	0,29	-11026,00	0,24
BİST	15907,00	1,00	-0,68	0,97	27561,00	1,00
VERGİ_GELİRLERİ	31270,00	1,00	15644,00	1,00	23074,00	1,00
VERGİ_ARACI	-15187,00	0,52	-24374,00	0,36	-0,92	0,32
Birinci Farkta	Sabit Terimli		Sabit Terim ve Trendli		Sabit Terim ve Trendsiz	
	T istatistiği	Olasılık	T istatistiği	Olasılık	T istatistiği	Olasılık
d(DOLAYLI_VERGİLER)	-149160,00	0,00	-152513,00	0,00	-17932,00	0,07
d(DOLAYSIZ_VERGİLER)	-33040,00	0,02	-102745,00	0,00	-20397,00	0,04
d(TUFE)	-55926,00	0,00	-57817,00	0,00	-108194,00	0,00
d(BİST)	-139786,00	0,00	-142569,00	0,00	-136521,00	0,00
d(VERGİ_GELİRLERİ)	-25618,00	0,10	-42000,00	0,01	-15140,00	0,12
d(VERGİ_ARACI)	-119692,00	0,00	-119632,00	0,00	-119811,00	0,00

4.3. Yöntem

Kolmogorov-Smirnov (K-S) testi, bir veri setinin belirli bir teorik dağılıma uyup uymadığını veya iki bağımsız örneklemin aynı dağılıma sahip olup olmadığını, kümülatif dağılım fonksiyonları arasındaki maksimum farkı ölçerek belirleyen parametrik olmayan bir yöntemdir.⁷⁷⁷⁸

$$D_n = \sup_x |F_n(x) - F(x)|$$

Denklem1:

- D_n : Kolmogorov-Smirnov istatistiği,
- $F_n(x)$: Gözlemlenen örneklem temelinde ampirik kümülatif dağılım fonksiyonu (ECDF),
- $F(x)$: Teorik dağılımın kümülatif dağılım fonksiyonu,
- $\sup x$: Tüm xxx değerleri için maksimum mutlak farkı bulan supremum fonksiyonu. İki örneklemli

⁷⁶ Dickey, David A., and Wayne A. Fuller. 1979. "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root." Journal of the American Statistical Association 74 (366): 427-431.

⁷⁷ Kolmogorov, Andrey Nikolaevich. 1933. "Sulla determinazione empirica di una legge di distribuzione." Giornale dell'Istituto Italiano degli Attuari 4: 83-91

⁷⁸ Smirnov, Nikolai V. 1948. "Table for Estimating the Goodness of Fit of Empirical Distributions." Annals of Mathematical Statistics 19 (2): 279-281.

K-S testinde, iki farklı örneklemin kümülatif dağılım fonksiyonları (CDF) arasındaki maksimum fark hesaplanır:

$$D_{n,m} = \sup_x |F_n(x) - G_m(x)|$$

Denklem 2:

$F_n(x)$ ve $G_m(x)$, iki farklı örneklemin ampirik dağılım fonksiyonlarıdır ve n ve m , sırasıyla birinci ve ikinci örneklem büyüklükleridir. Kolmogorov-Smirnov istatistiğinin **kritik değeri**, örneklem büyüklüğüne ve seçilen anlamlılık düzeyine bağlı olarak belirlenir. Kritik değerler Kolmogorov dağılımından elde edilir ve test sonucunda D_n **istatistiği kritik değerden büyükse, sıfır hipotezi reddedilir**. K-S testi yardımıyla veri seti ikiye bölünerek yeni vergi politikaları uygulamaya geçtikten sonrasında ve öncesinde zaman serilerinin dağılımı belirlenerek yeni vergi politikalarının BİST-100 endeks değerleri dağılımında bir istikrara neden olup olmadığı araştırılmıştır.

Makalede regresyon yöntemi olarak kullanılan Huber tipi sağlam regresyon, aşırı uç değerlerin etkisini azaltmak amacıyla kayıp fonksiyonunu değiştiren bir M tahmin yöntemine dayanır ve bu sayede parametre tahminlerinin daha güvenilir şekilde elde edilmesini sağlar. Robust regresyon yöntemleri tahmin aşamasında verinin tüm olası ikili eğimlerini hesaplayan en küçük mutlak sapma (LAD) tahmincisi ve mutlak artıkların toplamını en aza indiren Theil-Sen tahmincileri kullanılmaktadır. Huber'ın M tahmin yöntemi, bu bağlamda, aşırı uç değerlerden etkilenmeyen daha istikrarlı ve sağlam tahminler üretmek için geliştirilmiştir. Huber'ın M tahmini şu şekilde ifade edilebilir. Bu yöntemle bağımlı değişkenleri açıklayan bağımsız değişkenlerin katsayıları hesaplanması amaçlanmıştır (Bkz. Denklem 3).⁷⁹

$$\beta_{\text{hat}} = \argmin \sum [\rho(y_i - X_i \beta)]$$

Denklem 3:

- Argmin= argument of the minimum. Minimum değeri veren değişken değerleri.
- β_{hat} tahmin edilen regresyon katsayılarını temsil eder.
- y_i bağımlı değişkenin gözlemlenen değerlerini temsil eder.
- X_i bağımsız değişkenlerin değerlerini belirtir.

$\rho(\cdot)$, tipik olarak küçük artıklar için ikinci dereceden bir kaybın ve büyük artıklar için doğrusal bir kaybın birleşimi olan bir bozulma noktası içeren robust bir kayıp fonksiyonudur. Araştırmanın bir diğer yöntemi FLS-MATRIX yöntemidir (Finite Linear State-Space Matrix Approach). FLS-Matrix yöntemi zaman serileri analizinde zamana göre değişen parametreleri tahmin etmek için uygulanan yöntemidir.

FLS yöntemiyle enflasyon ve BİST-100 bağımlı değişkenlerini açıklayan bağımsız değişkenlerin zamana göre değişen dinamik katsayıları hesaplanmıştır. Bu yöntem, özellikle dinamik sistemlerin durum değişkenlerini tahmin etmek için kullanılır ve temel denklemlerle tanımlanır:⁸⁰

Durum Denklemi (State Equation):

$$x_{t+1} = F_t x_t + G_t u_t + w_t$$

Denklem 4:

Gözlem Denklemi (Observation Equation)

$$y_t = H_t x_t + v_t$$

Denklem 5:

- x_t : Zaman t'deki durum vektörü
- F_t : Durum geçiş matrisi
- G_t : Kontrol matrisi
- u_t : Kontrol girişi
- w_t : Durum gürültüsü (genellikle normal dağılımlı)
- y_t : t zamanındaki gözlem vektörü
- H_t : Gözlem matrisi
- v_t : Ölçüm gürültüsü

Çalışmada kullanılan bir diğer yöntem olan VAR (Vektör Otoregresif) modeli, değişkenler arası çift yönlü ileri geri bağıntı ve ilişkileri analiz ederek her bir değişkenin geçmiş değerlerinin diğer değişkenler üzerindeki etkisini ölçmektedir. Devamında VAR etki-tepki analiziyle enflasyonun vergisel süreçlere

⁷⁹ Huber, Peter J. 1981. Robust Statistics. New York: Wiley.

⁸⁰ Ljung, Lennart. 1999. System Identification: Theory for the User. 2nd ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.

verdiği dinamik tepkiler hesaplanmıştır. Tarihsel ayrıştırma yöntemiyle de geçmiş dönemlerde gözlemlenen değişimlerin hangi şok bileşenlerinden kaynaklandığı detaylı bir şekilde araştırılmıştır.⁸¹⁸²

Çalışmanın bir sonraki aşamasında, zamana göre değişen Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Shi vd. (2020), nedensel ilişkilerdeki değişim noktalarının veriye dayalı olarak tespit edilmesi için üç yöntem önermiştir. Bu yöntemler, verilerin eğilimi önceden kaldırılmadan da uygulanabilmektedir.⁸³⁸⁴

Önerilen yöntemler şunlardır:

- Özyinelemeli algoritma (recursive algorithm)
- Kayan pencere algoritması (rolling window algorithm)
- Yinelemeli gelişen algoritma (recursive evolving algorithm)

Bu yöntemler, gecikmesi artırılmış bir vektör otoregresif (VAR) çerçevesi içinde Granger nedenselliğinin alt örnek testlerini kullanmaktadır. Özyinelemeli test algoritmalarının uygulanmasında, örneklem boyutunu kontrol etmek amacıyla önyükleme yöntemleri geliştirilmiştir. Literatürde yapılan bir dizi simülasyon deneyinin sonuçlarına göre, yinelemeli gelişen pencere algoritması en güvenilir sonuçları sağlamakta olup, onu kayan pencere yöntemi takip etmektedir (Shi vd., 2020).⁸⁵

5. AMPİRİK SONUÇLAR

Araştırmada, 2023 Temmuz ayında yürürlüğe giren yeni vergilendirme politikalarının BİST-100 endeksi üzerindeki etkileri araştırılmıştır. İlk olarak BİST-100 endeksi zaman serisine Kolmogorov-Smirnov testi yöntemi uygulanmıştır. Test aracılığıyla, yeni vergi politikalarının uygulanmaya başlanmasından önceki ve sonraki dönemler için BİST-100 değişkeninin normal dağılıma uyup uymadığı araştırılmıştır. Elde edilen bulgular, yeni vergi politikalarının hisse senedi fiyatları üzerinde piyasa istikrarı ve etkinliği sağladığını işaret etmektedir (Bkz. Tablo 5).

Tablo 5.Kolmogorov-Smirnov Test Sonuçları

DÖNEM	2006:01-2023:05		2023:06-2024:12 YENİ VERGİ POLİTİKALARI		İKİ DÖNEM ARASI İLİŞKİ	
DEĞİŞKENLER/TESTLER	KS Testi	p, olasılık	KS Testi	p, olasılık	KS Testi	p, olasılık
Vergi_Gelirleri	0,065372	0,319604	0,115763	0,935579	0,971292	0,000000
Dolaysız Vergiler	0,058328	0,458471	0,117339	0,929096	0,956938	0,000000
Dolaylı Vergiler	0,077142	0,157714	0,183128	0,490573	0,985646	0,000000
BİST	0,103698	0,020712	0,146608	0,755884	1,000000	0,000000
TUFE	0,215654	0,000000	0,205635	0,349082	0,918660	0,000000

2023 Haziran sonrası yeni vergi politikalarıyla birlikte BİST'teki fiyat hareketlerinin dağılımı normalleşmiş, yatırımcı davranışları değişmiş ve önceki döneme kıyasla istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık ortaya çıkmıştır. Bu noktada Borsa İstanbul yatırımcısının K-S testine göre yeni vergi politikalarını yeni bir mali bilgi olarak fiyatladığı ileri sürülebilir. Zaten analizin kapsamı da değişen vergi politikalarına göre yapılandırılmıştır. Kuşkusuz, bu durum piyasa etkinliğini de artırmıştır. Bir diğer açıdan enflasyon değişkeninin BİST-100 değişkenine benzer bir eğilim gösterdiği, buna karşın vergi değişkenlerinin her iki dönemde benzer eğilimlere sahip olduğu gözlemlenmiştir. Bu bulgular, yeni vergi politikalarının piyasa üzerindeki etkilerini anlamak açısından önemli iken, öte yandan piyasanın istikrar kazanmasının yatırımcı algısı üzerinde olumlu bir etki yaratmış olabileceğini de düşündürmektedir. Araştırmanın bir sonraki safhasında değişkenler arasında zamana göre değişen nedensellik testleri uygulanmalıdır.

Zamana göre değişen nedensellik testi uygulanırken recursive evolving (öz yinelemeli) algoritma kullanılmıştır. Bu analiz, vergi değişkenlerinin araştırma döneminde hangi zaman aralıklarında BİST-100 değişkeninin nedeni olduğunu belirlemek amacıyla uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, toplam vergi gelirlerinin, enflasyonun kontrolden çıkmaya başladığı 2021 yılının son aylarından günümüze kadar BİST-100 üzerinde nedensel bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Test istatistiği grafiğinin kritik değer üzerinde olduğu bölgeler nedenselliği göstermektedir.

⁸¹ Burbidge, John, and Alan Harrison. 1985. "An Historical Decomposition of the Great Depression to Determine the Role of Money." *Journal of Monetary Economics* 16 (1): 45-54.

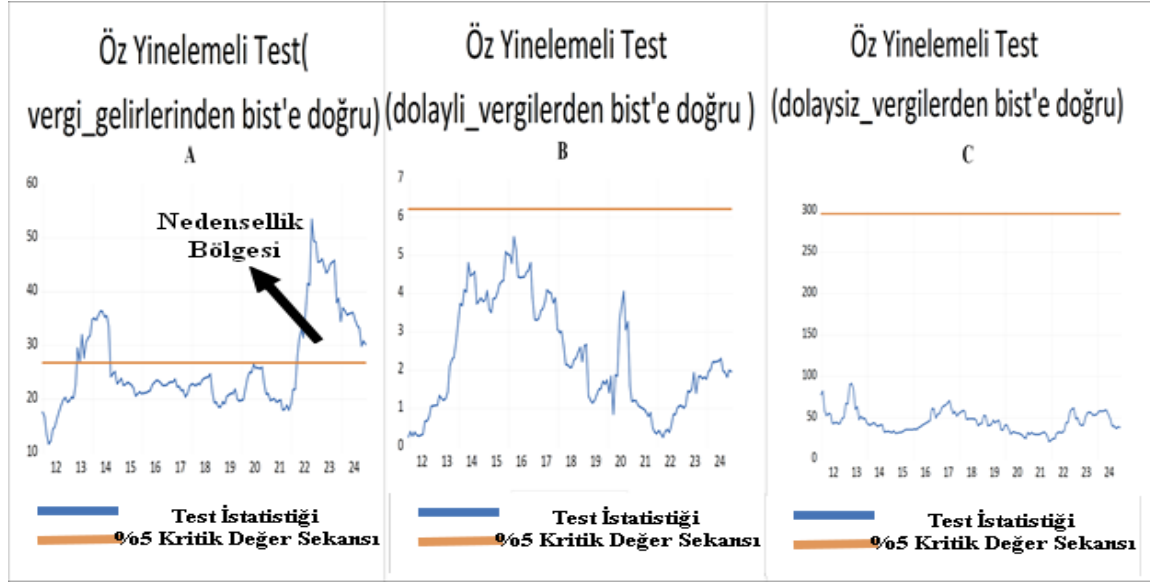
⁸² Sims, Christopher A. 1980. "Macroeconomics and Reality." *Econometrica* 48 (1): 1-48.

⁸³ Shi, Shuping, Stan Hurn, and Peter C. B. Phillips. 2020. "Causal Change Detection in Possibly Integrated Systems: Revisiting the Money-Income Relationship." *Journal of Financial Econometrics* 18 (1): 158-180.

⁸⁴ Kuzu, Mehmet ve Özkan, Esranur. 2024. "Finansal Kriz Dönemlerinde Türkiye'de Net Yatırım Pozisyonu Açıkları ve Döviz Kuru Baskı Endeksi Arasındaki Etkileşimin İncelenmesi". *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 22(52), 419-447. <https://doi.org/10.35408/comuybd.1392772>

⁸⁵ Shi, Shuping, Stan Hurn, and Peter C. B. Phillips. 2020. "Causal Change Detection in Possibly Integrated Systems: Revisiting the Money-Income Relationship." *Journal of Financial Econometrics* 18 (1): 158-180.

Sonuçlar yeni vergi politikalarının yol açtığı enflasyonist sürecin Borsa İstanbul üzerinde nedensellik etkisi gösterdiğine işaret etmektedir. Bununla birlikte, dolaylı ve dolaysız vergiler kendi başlarına anlamlı bir nedensellik göstermemiştir. Ancak bu vergi türlerinin birleşik etkisi, toplam vergi gelirleri üzerinden BİST-100 üzerinde nedensellik etkisi ortaya çıkarmıştır. Bu bulgular, vergi politikalarının borsa performansını etkileyen önemli faktörlerden biri olduğunu göstermekte ve piyasa dinamiklerinin bu süreçten nasıl etkilendiğine dair değerli bilgiler sunmaktadır (Bkz. Şekil 2 A).



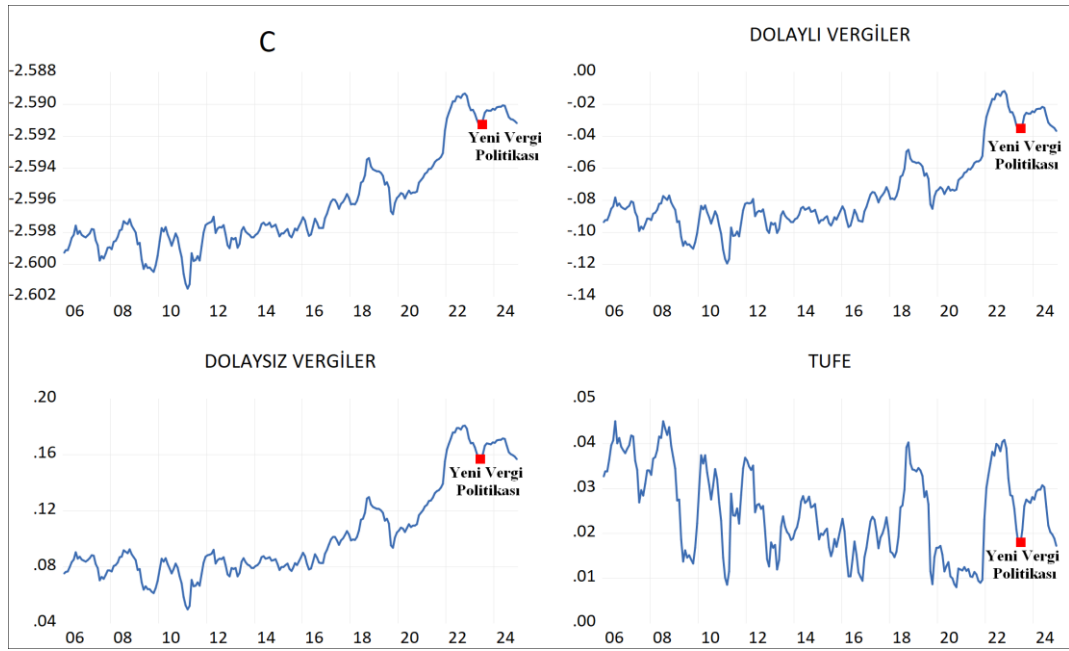
Şekil 2. Zamana Göre Değişen Granger Nedensellik Testi

Bir sonraki adımda vergi gelirleri ve enflasyon arasındaki ilişki FLS-MATRIX yöntemi ile araştırılmıştır. Bu yöntem vasıtasıyla vergi gelirleri ve enflasyon arasındaki ilişki dönemsel olarak saptanmaya çalışılmıştır. Zamana göre değişen dinamik katsayıları hesaplayabilmek amacıyla ilk olarak klasik robust regresyon yardımıyla statik katsayılar hesaplanmıştır. Regresyon sonuçlarına göre toplam vergi gelirleri enflasyonu artırırken dolaylı ve dolaysız vergi gelirleri bireysel etki anlamında enflasyonu azaltmaktadır (Bkz. Tablo 6). Bu nedenle dinamik katsayıların hesaplanması daha da gerekli bir hale gelmiştir.

Tablo 6. TUFİ ve Vergi Değişkenleri Regresyon Sonuçları

Bağımlı Değişken TUFİ				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	Z-İstatistiği	Olasılık
VERGİ_GELİRLERİ	4.99199	0.142954	34.92014	0.000000
DOLAYLI VERGİLER	-2.72776	0.093469	-29.1837	0.000000
DOLAYSIZ VERGİLER	-1.70338	0.051033	-33.3776	0.000000
C	-11.1105	0.091593	-121.303	0.000000
R^2	0.597617			
Düzeltilmiş R^2	0.592228			
Olasılık	0.0000			

FLS testi sonuçları, 2023 Haziran ayı ile yürürlüğe girmeye başlayan yeni vergi politikası düzenlemelerinin, 2023 yılı boyunca enflasyonun artmasına neden olduğunu işaret ederken, 2024 yılı ile vergi gelirleri enflasyonu artırmaya devam etse de bu etkinin azalmaya başladığı gözlemlenmektedir (Bkz. Şekil 3).



Şekil 3. Tufe (Enflasyon) deki Değişimleri açıklayan Zamana Göre Değişen Dinamik FLS-Matrix Katsayıları

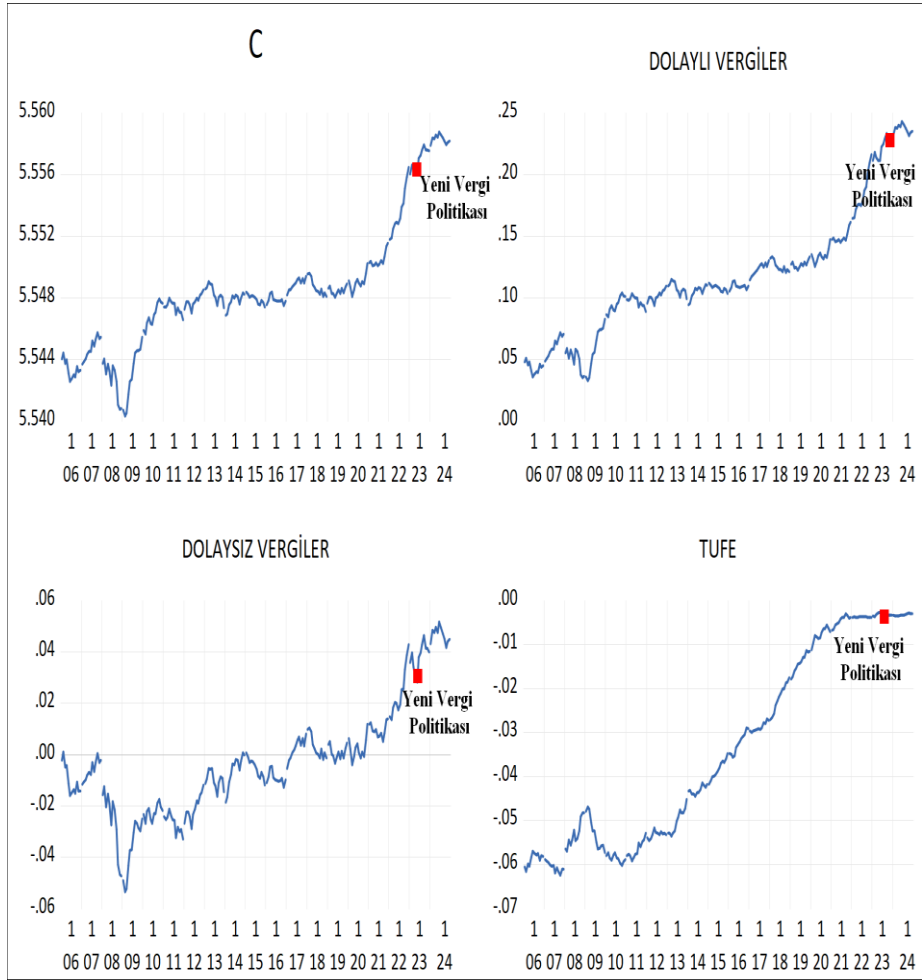
Borsa İstanbul (BİST-100) endeksi üzerindeki vergi değişkenlerinin etkilerini incelemek amacıyla iki farklı robust regresyon modeli çözülmüştür. Birinci modelde tüm vergi değişkenlerinin BİST-100 endeksi üzerindeki etkileri analiz edilirken, ikinci modelde toplam vergi gelirlerinin tek başına BİST-100 üzerindeki etkisi araştırılmıştır.

Birinci modelin bulgularına göre, yeni vergi politikalarının yürürlüğe girmesiyle birlikte dolaylı vergiler ve enflasyon BİST-100 endeksinde artışa neden olurken, dolaysız vergiler endeksi düşürücü bir etki göstermektedir (Bkz. Tablo 7). Ayrıca, zaman içerisinde değişen dinamik katsayılar hesaplanmış ve bu katsayılar incelendiğinde, yine yeni vergi politikalarının yürürlüğe girmesiyle birlikte dolaylı ve dolaysız vergilerin BİST-100 endeksini giderek artıran bir ivmeyle yükselttiği görülmüştür. Enflasyon değişkeninin de endeks üzerinde pozitif bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Ancak bu etki, genel olarak sabit bir pozitif eğilim göstermiştir (Bkz. Şekil 4).

Öte yandan, vergi gelirlerinin tek bağımsız değişken olarak ele alındığı hem sabit hem de dinamik modellerde katsayının pozitif olması, toplam vergi gelirlerinin BİST-100 endeksini artırdığını göstermektedir. Ayrıca, yeni vergi politikalarının yürürlüğe girdiği dönemde bu pozitif etkinin giderek güçlendiği gözlemlenmiştir (Bkz. Tablo 8, Şekil 5).

Tablo 7. BİST-100, TUFE ve Vergi Değişkenleri Regresyon Sonuçları

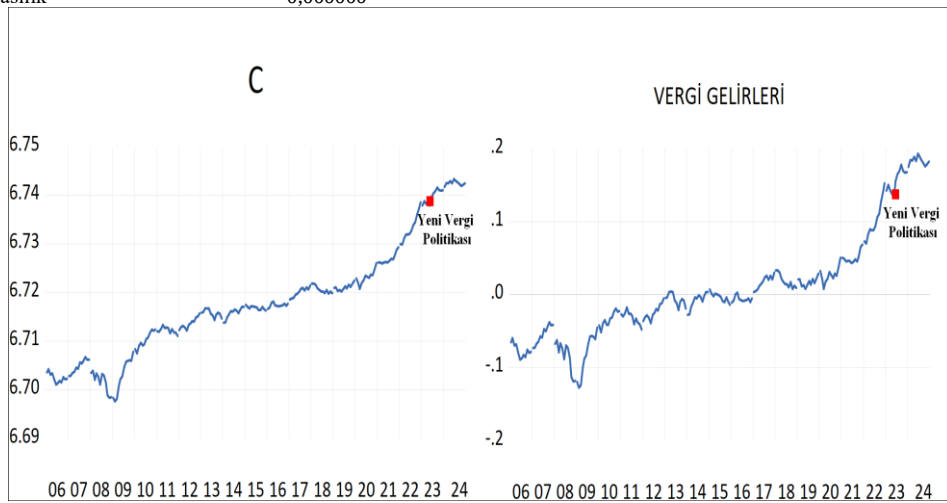
Bağımlı Değişken BİST-100			
Değişken	Katsayı	Standart Hata	Z-İstatistiği
DOLAYLI VERGİLER	0,761712	0,004100	185,795300
DOLAYSIZ VERGİLER	-0,018232	0,003351	-5,440647
TUFE	0,069642	0,003771	18,465840
C	-0,597355	0,033550	-17,805150
R^2	0,792540		
Düzeltilmiş R^2	0,789761		
Olasılık	0,000000		



Şekil 4. BİST-100’ deki Değişimleri açıklayan Zamana Göre Değişen Dinamik FLS-Matrix Katsayıları

Tablo 8. BİST-100 ve Vergi Gelirleri Regresyon Sonuçları

Bağımlı Değişken	BİST-100			
Değişken	Katsayı	Standart Hata	Z-İstatistiği	Olasılık
VERGİ_GELİRLERİ	0,763347	0,001541	495,420700	0,000000
C	-1,241871,000000	0,016492	-75,299610	0,000000
R^2	0,715535			
Düzeltilmiş R^2	0,714277			
Olasılık	0,000000			



Şekil 5. BİST-100’ deki Değişimleri açıklayan Vergi Gelirleri Zamana Göre Değişen Dinamik FLS-Matrix Katsayıları

Bir sonraki aşamada, vergi kaynaklı enflasyonist sürecin BİST-100 endeksi üzerindeki bileşik etkisini hesaplayabilmek için literatürdeki yaklaşımlardan faydalanılarak bir aracı değişken oluşturulmuştur. ⁸⁶Bu çerçevede, vergi gelirleri ve tüketici fiyat endeksi (TÜFE) değişkenleri çarpılarak vergisel kaynaklı enflasyon değişkeni türetilmiştir. Bu değişken ile BİST-100 arasındaki ilişkileri incelemek için, değişkenlerin birinci farkları kullanılarak 1 gecikmeli bir VAR modeli oluşturulmuştur. Modelin gecikme uzunluğu, FPE, AIC, SC ve HQ bilgi kriterleri temel alınarak belirlenmiştir (Bkz. Tablo 9).

Tablo 9. Gecikme Uzunluğu Testi Sonuçları

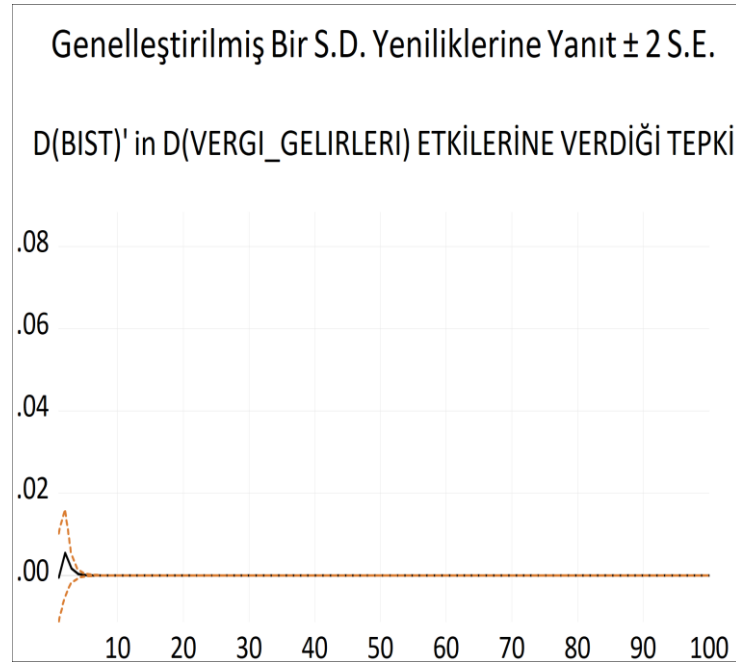
Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	-131,5001	NA	0,011620*	1,220721*	1,282031*	1,245474*
2	-130,0213	2,904214	0,011887	1,243435	1,366054	1,292941
3	-128,1559	3,630039	0,012118	1,262666	1,446594	1,336924
4	-121,8440	12,16877*	0,011869	1,241838	1,487076	1,340850
5	-117,3256	8,629709	0,011814	1,237168	1,543716	1,360933

Devamında, 1. gecikme ve birinci fark düzeyinde oluşturulan BİST-100 ile vergisel kaynaklı ve itmeli enflasyon değişkenini içeren VAR modeli için varsayım testleri uygulanmıştır. Elde edilen bulgular, modelin 1 gecikme durumunda tüm koşulları sağladığını göstermektedir. AR testi sonuçlarına göre model istikrarlı olup, oto-korelasyon, normallik ve değişen varyans testlerinde ters hipotez geçerli bulunmuştur. Bu doğrultuda, olasılık değerlerinin 0,05'in üzerinde olması, modelin temel varsayımları karşıladığını göstermektedir (Bkz. Tablo 10).

Tablo 10. VAR Modeli Varsayımsal Testler

TESTLER	SONUÇLAR	HİPOTEZ
Gecikme	1	Kabul
AR Modül Değerleri	0,23-0,07	Kabul
Otokorelasyon	0,78	Kabul
Normallik (Çarpıklık)	0,08	Kabul
Değişen Varyans	0,28	Kabul

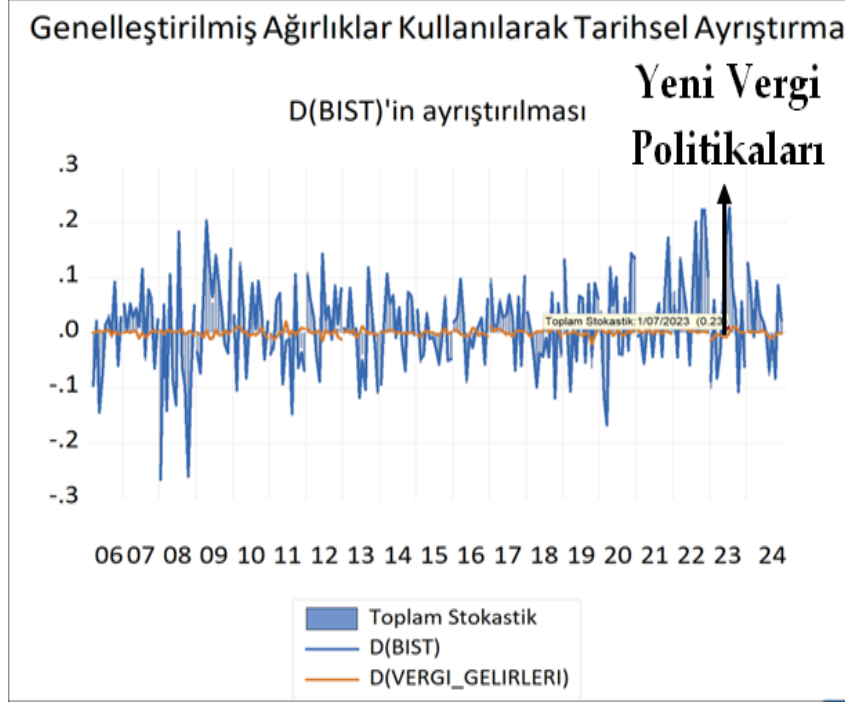
Etki-tepki analizi sonuçları doğrultusunda, vergisel kaynaklı ve itmeli enflasyonist yapısal şokların BİST-100 endeksi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Bulgular, şokların ilk ayında BİST-100 endeksi üzerinde negatif bir etkiye yol açtığını, ancak sonraki aylarda bu etkinin pozitifte dönerek devam ettiğini göstermektedir. En güçlü tepkiler ise 10., 48. ve 59. aylarda gözlemlenmiştir (Bkz. Şekil 6).



Şekil 6. Etki-Tepki Analizi Sonuçları

⁸⁶ Yakubu, Ibrahim., Kapusuzoğlu, Ayhan and Ceylan, Nildağ, Başak "The Moderating Effect of Exchange Rate Volatility on Export Diversification and Economic Growth Nexus in the G7 Countries." Marmara University Journal of Research in Business 7, no. 1 (2022): 195-207.

Tarihsel ayrıştırma ve etki-tepki analizi sonuçları, yatırımcıların 2023 Haziran-Temmuz'da yürürlüğe giren yeni vergi politikalarını başlangıçta temettü vergisi artışı olarak fiyatladıklarını, ancak enflasyon beklentisiyle sonrasında yeniden BİST-100'e yönelediklerini ortaya koymaktadır. Bir bakıma ilk aylarda artan temettü vergisi beklentileriyle borsadan çıkan yatırımcılar, yeni vergi politikalarının neden olduğu enflasyonist süreç nedeniyle yatırım gelirlerini artırarak enflasyondan korunmak için yeniden borsaya yönelmişlerdir. En son aşamada uygulanan ampirik testlerin birleşik bir şekilde sunulması ve yorumlanması araştırma amaçlarına katkı sağladığı gibi, bulgularda daha anlaşılır bir şekilde literatüre katkı sağlayacaktır (Bkz. Tablo 11).



Şekil 7. Tarihsel Ayrıştırma Analizi Sonuçları

Tablo 11. Birleştirilmiş Sonuçlar

TEST	SONUÇ
Kolmogorov-Smirnov	Yeni vergi politikalarının yürürlüğe girmesiyle birlikte Borsa İstanbul'da kamuya açık yeni bir bilgi olarak fiyatlanmıştır. Bu fiyatlama piyasa etkinliğini desteklemiştir. Elde edilen sonuçlar, piyasanın yeni bilgileri hızlı bir biçimde fiyatladığını ve yatırımcıların beklentilerini güncelleyerek yatırım kararlarını bu fiyatlama mekanizmasına göre şekillendirdiğini göstermektedir.
Zamana Göre Değişen Granger Nedensellik Testi	Yeni vergi politikalarının yürürlüğe girmesinin ardından, vergi gelirlerindeki artış, yatırımcıların enflasyon beklentilerini ve mali politikaya yönelik algılarını nedensellik dinamiği çerçevesinde etkileyerek BİST-100 endeksi fiyat hareketlerini yönlendirmiştir.
TUFE-Robust Regresyon	Toplam vergi gelirlerindeki artış, özellikle de dolaylı vergiler ve genişleyici maliye politikaları yoluyla elde edilenler açısından sırasıyla maliyet ve talep enflasyonunu tetiklemiş, ancak 2024 ortalarından itibaren bu etki zayıflamıştır.
TUFE-FLS MATRIX	Yeni vergi politikaları ilk aylarda enflasyonu tetiklemiştir. Öte yandan, 2024 ortalarından itibaren piyasanın bu politikalara uyum sağlamış ve enflasyonist baskı azalmıştır.
BİST-100-Robust Regresyon	Dolaylı vergilerin, BİST-100 endeksi üzerinde enflasyon kaynaklı bir kârlılık artışı dinamiğiyle birlikte pozitif yönde etkilediği ileri sürülebilir. Ancak, dolaysız vergiler firma kârlılığını düşürmesi endeks üzerinde negatif bir etkiye sebebiyet vermiştir.
BİST-100-FLS MATRIX	Vergi değişkenleri BİST-100 endeksini başlangıçta pozitif yönde etkilemiştir. İlerleyen aylarda 2024 ortalarından itibaren piyasaların yeni vergi kaynaklı finansal bilgi fiyatlama düzeyine uyum sağlaması ve belirsizliğin azalmasıyla pozitif etkiye zayıflamalar görülmüştür.
BİST-100-VERGİ GELİRLERİ-Robust Regresyon	Toplam vergi gelirlerindeki artış, kamu maliyesi merkezli güven olgusunu desteklemiş ve bu nedenle güçlenen yatırımcı beklentileriyle birlikte BİST-100 endeksi üzerinde pozitif bir etki gerçekleştirmiştir.
BİST-100-VERGİ GELİRLERİ-FLS MATRIX	Yeni vergi politikaları 2023 yılında enflasyonu tetiklemiştir. 2024 ortalarından itibaren piyasaların yeni fiyat mekanizmasına uyum sağlaması ve makroekonomik ve finansal dengelenmeyle birlikte bu etkiye zayıflamalar olduğu ileri sürülebilir.
ETKİ-TEPKİ ANALİZİ	Bulgular, vergisel ve enflasyonist şokların BİST-100 endeksi üzerinde başlangıçta negatif etkiye bulunduğu göstermiştir. Bu etki zamanla hızlı bir şekilde pozitif ve kalıcı bir etkiye neden olmuştur. Özellikle 10., 48. ve 59. aylarda endeksin şoklara karşı güçlü bir şekilde pozitif tepkiler vermiştir.
TARİHSEL AYRIŞTIRMA	Yeni vergi politikalarının BİST-100 endeksi üzerinde başlangıçta güçlü, ilerleyen aylarda ise zayıflamakla birlikte devam eden pozitif bir etki sağladığı görülmektedir. Bu gözlem, piyasa uyumu ve enflasyon beklentileriyle paralel bir şekilde hisse senetlerine yönelen yatırımcı davranış profili ile açıklanabilir.

6. SONUÇ

Bu çalışma, vergi tabanlı enflasyonist süreçlerin Borsa İstanbul'daki hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Literatür taraması kapsamında farklı iktisadi okulların vergi ve enflasyon ilişkisine dair yaklaşımları ele alınmış ve bu teorik çerçeve ışığında Türkiye'ye özgü veriler kullanılarak ampirik testler uygulanmıştır.

Analiz sonuçları, yeni vergi politikalarının hisse senedi fiyatları üzerinde doğrudan ve dolaylı etkilere neden olduğunu işaret ederken, özellikle dolaylı vergilerin artışı ve enflasyonist baskılar, BİST-100 endeksinde belirgin bir volatiliteye yol açarken, dolaysız vergilerin etkisi nispeten sınırlı kalmıştır. Bu durum, piyasada enflasyonun fiyatlandırıldığı ve yatırımcıların vergi kaynaklı enflasyonist riskleri dikkate alarak hareket ettiği yönündeki bulgularla aynı doğrultuda gerçekleşmiştir.

Bir diğer açıdan Kolmogorov-Smirnov testi sonuçları, yeni vergi politikalarının hisse senedi fiyatlarının dağılımında istikrara yol açtığını ortaya koymaktadır. Bununla birlikte, zamana göre değişen Granger nedensellik testi sonuçları, toplam vergi gelirlerinin BİST-100 üzerinde belirgin bir nedensellik ilişkisi ortaya koyduğunu göstermiştir. Ancak, dolaysız ve dolaylı vergilerin bireysel olarak hisse senedi fiyatlarını doğrudan yönlendirmediği, bu etkinin toplam vergi gelirleri ve enflasyonun bileşik etkisi ile ortaya çıktığı tespit edilmiştir.

FLS-MATRIX yöntemiyle elde edilen dinamik bulgular, vergi gelirlerinin 2023 yılı boyunca enflasyonist etkileri artırdığına, 2024 yılında bu etkinin kademeli olarak azaldığını işaret etmektedir. Vergisel kaynaklı ve itmeli enflasyon değişkeni ile BİST-100 arasındaki ilişkiyi inceleyen VAR modeli sonuçları, yeni vergi politikalarının yürürlüğe girmeye başladığı ilk aylarda borsa üzerinden negatif etki de bulunduğunu ancak, ilerleyen dönemlerde vergi politikalarının piyasada pozitif yönlü fiyatlanmaya başladığını ve piyasa istikrarının yeniden sağlandığını işaret etmektedir. Yeni vergi politikalarının hisse senedi fiyatlarında kısa vadede dalgalanmalara neden olduğu gözlemlenmiştir. Bulgular uzun vadede piyasanın yeni vergi rejimine uyum sağlayarak yeniden dengelendiğini de işaret etmektedir.

Bu kapsamda, vergi politikalarının hazırlanması sürecinde finansal piyasalara yönelik etkilerin dikkate alınması gerekmektedir. Özellikle yatırımcı güveninin korunması ve piyasa volatilitelerinin yönetilebilmesi adına öngörülebilir ve kademeli vergi politikalarının benimsenmesi kritik önemdedir. Bir diğer yönden elde edilen sonuçlar vergisel kaynaklı şokların hem arz hem de talep yönlü enflasyona neden olduğunu ortaya koymaktadır. Bu bulgu incelenen dönemde hem vergi kaynaklı ve itmeli enflasyonun birlikte geçerli olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca bu iki vergisel enflasyon tipi hisse senedi fiyatlarına da bileşik olarak etki etmiştir.

KAYNAKÇA

- Akyurt, E. (2024). *Enflasyon ve enflasyon belirsizliğinin hisse senedi getirilerine etkisi: Borsa İstanbul örneği* (Yüksek lisans tezi). Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Amromin, G., Harrison, P., Liang, N., & Sharpe, S. A. (2005). How did the 2003 dividend tax cut affect stock prices and corporate payout policy? *Financial Management Association International*, 37(4), 625-646.
- Ayers, B. C., Cloyd, C. B., & Robinson, J. R. (2000). Capitalization of shareholder taxes in stock prices: Evidence from the Revenue Reconciliation Act of 1993. *S&P Global Market Intelligence Research Paper Series*.
- Barro, R. (1974). Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, 82(6), 1095-1117.
- Barro, R. J. (1979). On the determination of the public debt. *Journal of Political Economy*, 87(5), 940-971.
- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (2001). Should central banks respond to movements in asset prices? *The American Economic Review*, 91(2), 253-257. <http://www.jstor.org/stable/2677769>
- Blinder, A. S. (1982). Issues in the coordination of monetary and fiscal policy (NBER Working Paper No. 982). National Bureau of Economic Research.
- Bloomberg HT. (2024, July 28). *Vergi paketi TBMM Genel Kurulu'ndan geçti*. Retrieved May 15, 2025, from <https://www.bloomberght.com/vergi-paketi-tbmm-genel-kurulu-ndan-gecti-2357329>.
- Bodie, Z. (1976). Common stocks as a hedge against inflation. *The Journal of Finance*, 31(2), 459-470. <https://doi.org/10.2307/2326617>

- Boudoukh, J., & Richardson, M. (1993). Stock returns and inflation: A long-horizon perspective. *The American Economic Review*, 83(5), 1346-1355.
- Burbidge, J., & Harrison, A. (1985). An historical decomposition of the Great Depression to determine the role of money. *Journal of Monetary Economics*, 16(1), 45-54.
- Campbell, J. Y., & Vuolteenaho, T. (2004). Inflation illusion and stock prices. *American Economic Review*, 94(2), 19-23.
- Can, R., & Dızdarlar, H. I. (2021). Vergi indiriminin hisse senedi getirisi üzerine etkisi: BİST inşaat ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektörlerinden kanıtlar. *ieSBAD*, 1(1), 69-78.
- Chaloupka, F. J., Peck, R. M., Tauras, J. A., Xu, X., & Yurekli, A. A. (2010). Cigarette excise taxation: The impact of tax structure on prices, revenues, and cigarette smoking (NBER Working Paper No. 16287). National Bureau of Economic Research.
- Chen, N.-F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic forces and the stock market. *The Journal of Business*, 59(3), 383-403. <http://www.jstor.org/stable/2352710>
- Choudhry, T. (2001). Inflation and rates of return on stocks: Evidence from high inflation countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 11(1), 75-96.
- Cukierman, A., Edwards, S., & Tabellini, G. (1992). Seigniorage and political instability. *The American Economic Review*, 82(3), 537-555. <http://www.jstor.org/stable/2117320>
- Demirci, S., & Beskisiz, M. O. (2024). Vergi politikasının BIST 100 ve Katılım 30 Endeksine etkisinin karşılaştırmalı analizi. *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*, 11(1), 87-97. <https://doi.org/10.26650/JEPR1328992>
- Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association*, 74(366a), 427-431.
- Durmaz, G., & Savrul, B. K. (2022). Türkiye’de vergi gelirleri ile enflasyon arasındaki ilişkinin VAR analizi çerçevesinde değerlendirilmesi. *Eurasian Econometrics Statistics & Empirical Economics Journal*, 48-73. <https://doi.org/10.17740/eas.stat.2017-V6-04>
- Durnev, A., & Wei, K. C. J. (2005). Does firm-specific information in stock prices guide capital allocation? *Journal of Financial Economics*, 76(1), 3-28.
- Duyar, Z., Uylaş, H. Ö., Tolmaç, S., & Davut, M. (2024, July 1). *Hazine ve Maliye Bakanı Şimşek’ten vergi paketi hazırlığı açıklaması*. Anadolu Ajansı. Retrieved May 15, 2025, from <https://www.aa.com.tr/tr/ekonomi/hazine-ve-maliye-bakani-simsekten-vergi-paketi-hazirligi-aciklamasi/3262567>. Anadolu Ajansı
- Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1970). Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. *The Review of Economics and Statistics*, 52(1), 68-74. <https://doi.org/10.2307/1927599>
- Esin Avukatlık Ortaklığı. (2023, July 10). *Vergi artışı öngören yeni yasal düzenlemeler!* Retrieved May 15, 2025, from <https://www.esin.av.tr/tr/2023/07/10/vergi-artisi-ongoren-yeni-yasal-duzenlemeler/>. Esin Attorney Partnership
- Evans, W. N., Ringel, J. S., & Stech, D. (1999). Tobacco taxes and public policy to discourage smoking. In *Tax policy and the economy* (Vol. 13, pp. 1-56). National Bureau of Economic Research.
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fama, E. (1981). Stock returns, real activity, inflation, and money. *The American Economic Review*, 71(4), 545-565.
- Fama, E. F., & Schwert, G. W. (1977). Asset returns and inflation. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 115-146.
- Feldstein, M. (1979). Inflation, tax rules, and the stock market. *Journal of Monetary Economics*, 4(1), 77-104. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(80\)90045-8](https://doi.org/10.1016/0304-3932(80)90045-8)
- Feldstein, M. (1980). Inflation, tax rules, and the prices of land and gold. *Journal of Public Economics*, 14(3), 309-317.

- Feldstein, M. (1982). Inflation and the stock market: Reply. *The American Economic Review*, 72(5), 839-847.
- Fisher, I. (1911). *The purchasing power of money*. New York: Macmillan.
- Friedman, M. (1968). The role of monetary policy. *The American Economic Review*, 58(1), 1-17.
- Geske, R., & Roll, R. (1983). The fiscal and monetary linkage between stock returns and inflation. *The Journal of Finance*, 38(1), 1-33. <https://doi.org/10.2307/2327635>
- Gillingham, R., & Greenlees, J. S. (1990). The impact of direct taxes on consumer prices. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1347-1369.
- Godfrey, C., & Maynard, A. (1988). Economic aspects of tobacco use and taxation policy. *British Medical Journal*, 297(6644), 339-343. <http://www.jstor.org/stable/29700370>
- Gordon, R., & Hines, J. (2002). International taxation (NBER Working Paper No. 8854). National Bureau of Economic Research.
- Graham, B., & Dodd, D. (1998). Inflation and stock market valuation. *Financial Analysts Journal*, 54(2), 11-26.
- Güngör Karyağdı, N., & Aytekin, İ. (2023). Finansal yatırım araç getirileri ve enflasyon ilişkisi: Türkiye örneği (2005-2023). *Alanya Akademik Bakış*, 7(2), 809-822. <https://doi.org/10.29023/alanyaakademik.1176464>
- Habertürk TV. (2024, July 1). #CANLI – Yeni vergi paketinin detayları ne? Hazine ve Maliye Bakanı Mehmet Şimşek yanıtıyor [Video]. YouTube. Retrieved May 15, 2025, from https://www.youtube.com/watch?v=g2_MgTMMBkk.
- Harriss, C. L. (1950). Stock prices, death tax revenues, and tax equity. *Journal of Finance*, September, 13.
- Henderson, Y. K. (1990). Capital gains tax rates and stock market volume. *National Tax Journal*, 43, 411-425.
- Huber, P. (1981). *Robust statistics*. Chichester: Wiley.
- Hume, D. (1752). Of money. In *Essays, moral, political, and literary*.
- Investing.com Türkiye. (2025). BİST 100 Endeksi (XU100). Retrieved May 15, 2025, from <https://tr.investing.com/indices/ise-100>
- Jones, C. S., & Tuzel, S. (2013). Inflation and corporate investment. *Journal of Financial Economics*, 108(3), 537-563.
- Karakas, M. (2021). Temettü geliri üzerindeki vergilerin hisse senedi piyasası işlem hacmine etkisi. *Maliye Dergisi*, 181, 171-186.
- Kaul, G. (1987). Stock returns and inflation: The role of the monetary sector. *Journal of Financial Economics*, 18(2), 253-276.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest, and money*. London: Macmillan.
- Kolmogorov, A. N. (1933). Sulla determinazione empirica di una legge di distribuzione. *Giornale dell'Istituto Italiano degli Attuari*, 4, 83-91.
- Kuzu, M., & Özkan, E. (2024). Finansal kriz dönemlerinde Türkiye’de net yatırım pozisyonu açıkları ve döviz kuru baskı endeksi arasındaki etkileşimin incelenmesi. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 22(52), 419-447. <https://doi.org/10.35408/comuybd.1392772>
- Ljung, L. (1999). *System identification: Theory for the user*. Prentice Hall.
- Lucas, R. E. (1972). Expectations and the neutrality of money. *Journal of Economic Theory*, 4(2), 103-124.
- Lucas, R. E. (1988). On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, 22(1), 3-42.
- Lutz, B. F. (2008). The connection between house price appreciation and property tax revenues (Finance and Economics Discussion Series 2008-48). Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Marshall, A. (1890). *Principles of economics*. London: Macmillan.

- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34, 411-433. <http://dx.doi.org/10.1086/294442>
- Modigliani, F., & Cohn, R. A. (1979). Inflation, rational valuation, and the market. *Financial Analysts Journal*, 35, 24-44. <https://doi.org/10.2469/faj.v35.n2.24>
- Olivera, J. H. (1967). Money, prices and fiscal lags: A note on the dynamics of inflation. *PSL Quarterly Review*, 20(82), 259-267.
- Phillips, A. W. (1958). The relationship between unemployment and the rate of change of money wages in the UK, 1861-1957. *Economica*, 25(100), 283-299.
- Pigou, A. C. (1920). *The economics of welfare*. London: Macmillan.
- Poterba, J. M. (1996). Retail price reactions to changes in state and local sales taxes. *National Tax Journal*, 49(2), 165-176.
- Rapach, D. E. (2002). The long-run relationship between inflation and real stock returns. *Journal of Macroeconomics*, 24(3), 331-351.
- Ricardo, D. (1817). *On the principles of political economy and taxation*. London: John Murray.
- Saez, E., & Zucman, G. (2019). *The triumph of injustice: How the rich dodge taxes and how to make them pay*. New York: W. W. Norton & Company.
- Sargent, T., & Wallace, N. (1981). Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5(3), 1-17.
- Schmukler, S. L., & Servén, L. (2002). Pricing currency risk under inflation targeting. *Journal of International Money and Finance*, 21(4), 589-613.
- Scholes, M., & Wolfson, M. (1992). *Taxes and business strategy: A planning approach*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall.
- Schulmeister, S. (2008). A general financial transaction tax: Motives, revenues, feasibility and effects. *WIFO Studies*, 31819.
- Schulmeister, S. (2009). A general financial transaction tax: A short cut of the pros, the cons and a proposal (WIFO Working Paper No. 344). WIFO.
- Selen, U., & Özen, E. (2011). Türkiye’de hisse senedi gelirlerinde vergi istisna uygulaması: Amaç ve sonuçlar açısından bir değerlendirme. *Maliye Dergisi*, 161, 148-161.
- Shi, S., Hurn, S., & Phillips, P. C. B. (2020). Causal change detection in possibly integrated systems: Revisiting the money-income relationship. *Journal of Financial Econometrics*, 18(1), 158-180. <https://doi.org/10.1093/jjfinec/nbz004>
- Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and reality. *Econometrica*, 48(1), 1-48. <https://doi.org/10.2307/1912017>
- Smirnov, N. (1948). Table for estimating the goodness of fit of empirical distributions. *Annals of Mathematical Statistics*, 19(2), 279-281. <https://doi.org/10.1214/aoms/1177730256>
- Smith, A. (1776). *The wealth of nations*. London: W. Strahan and T. Cadell.
- Solow, R. (1956). A contribution to the theory of economic growth. *Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65-94.
- Stiglitz, J. E., & Rosengard, J. K. (2015). *Economics of the public sector*. New York: W. W. Norton & Company.
- Summers, L. H. (1981). Inflation and the valuation of corporate equities (NBER Working Paper No. 824). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/W0824>
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2025). *Kamu finansmanı istatistikleri*. Retrieved May 15, 2025, from <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri>. Investing.com Türkiye. (2025). *BİST 100 Endeksi (XU100)*. Retrieved May 15, 2025, from <https://tr.investing.com/indices/ise-100>.
- Taner Sarısoy, T., & Demirci, R. (2001). Enflasyon ve enflasyonu önleyici politikalar. *Vergi Raporu Dergisi*, 50, 1-18.

- Tanzi, V. (1977). Inflation, lags in collection, and the real value of tax revenue. *IMF Economic Review*, 24, 154–167. <https://doi.org/10.2307/3866540>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB). (2025). *Tüketici Fiyatları*. Retrieved May 15, 2025, from <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Enflasyon+Verileri/Tuketici+Fiyatlari>.
- TÜRMÖB (Türkiye Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler ve Yeminli Mali Müşavirler Odaları Birliği). (2025, January 1). *1 Ocak 2025 tarihinden itibaren yurt dışı çıkış harcı tutarı ...* Retrieved May 15, 2025, from <https://www.turmob.org.tr/ekutuphane/Read/4dfd7138-48a8-439d-ad79-b81178cc74ea>.
- Uwubanmwun, A., & Eghosa, I. L. (2015). Inflation rate and stock returns: Evidence from Nigeria. *Journal of Finance and Economics*, 3(1), 10-17.
- Yaari, U., Palmon, D., & Marcus, M. (1980). Stock prices under inflation with taxation of nominal interest income. *Financial Review*, 15(1), 1-13. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1980.tb01078.x>
- Yakubu, I. N., Kapusuzoğlu, A., & Ceylan, N. B. (2022). The moderating effect of exchange rate volatility on export diversification and economic growth nexus in the G7 countries. *Journal of Research in Business*, 7(1), 195–207. <https://doi.org/10.54452/jrb.1041057>
- Yetkin, M. (2023, July 8). *Vergi zamları ve ilk sonuçları: Kendi düşen ağlamaz mı?* Yetkin Report. Retrieved May 15, 2025, from <https://yetkinreport.com/2023/07/08/vergi-zamlari-ve-ilk-sonuclari-kendi-dusen-aglamaz-mi/>