



**TC.
ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞL-DR-2013-0005**

**FİNANSAL KARARLARDA VERGİ ETKİSİ: TÜRKİYE
UYGULAMASI**

**HAZIRLAYAN
Yasemin COŞKUN KADERLİ**

**TEZ DANIŞMANI
Prof.Dr. Selim BEKÇİOĞLU**

AYDIN-2013

TC.
ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞL-DR-2013-0005

**FİNANSAL KARARLARDA VERGİ ETKİSİ: TÜRKİYE
UYGULAMASI**

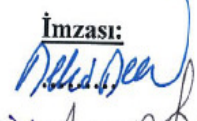
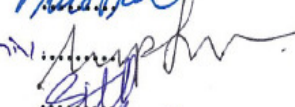
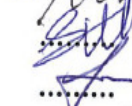
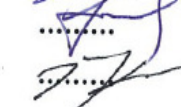

HAZIRLAYAN
Yasemin COŞKUN KADERLİ

TEZ DANIŞMANI
Prof.Dr. Selim BEKÇİOĞLU

AYDIN-2013

T.C.
ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE
AYDIN

İşletme Ana Bilim Dalı Doktora Programı öğrencisi Yasemin COŞKUN KADERLİ tarafından hazırlanan Finansal Kararlarda Vergi Etkisi: Türkiye Uygulaması başlıklı tez, 26.06.2013 tarihinde yapılan savunma sonucunda aşağıda isimleri bulunan jüri üyelerince kabul edilmiştir.

<u>Unvanı, Adı ve Soyadı</u>	<u>Kurumu</u>	<u>İmzası:</u>
(Başkan) Prof. Dr. Selim Bektaşlı	ADÜ, İİBF	
Prof. Dr. Recep SENER	MGA S. Kocaman Ün.	
Prof. Dr. Feriştah SONMEZ	ADÜ, İİBF	
Doç. Dr. Yasemin Özlük	ADÜ, İİBF	
Yrd. Doç. Dr. İbrahim KÜÇÜKBAĞCI	PAÜ, İİBF	

Jüri üyeleri tarafından kabul edilen bu doktora tezi, Enstitü Yönetim Kurulununsayılı kararıyla(Tarih) tarihinde onaylanmıştır.

Doç. Dr. Osman PEKER
Enstitü Müdürü

Bu tezde görsel, işitsel ve yazılı biçimde sunulan tüm bilgi ve sonuçların akademik ve etik kurallara uyularak tarafımdan elde edildiğini, tez içinde yer alan ancak bu çalışmaya özgü olmayan tüm sonuç ve bilgileri tezde kaynak göstererek belirttiğimi beyan ederim.

Adı Soyadı : Yasemin COŞKUN KADERLİ

İmza :

YAZAR ADI-SOYADI: Yasemin COŞKUN KADERLİ

BAŐLİK: Finansal Kararlarda Vergi Etkisi: Türkiye Uygulaması

ÖZET

“Finansal Kararlarda Vergi Etkisi: Türkiye Uygulaması” başlıklı bu tez konusu, uygulama açısından çok zengin bir konudur. Bu sebeple, çalışmada vergi teşvik yasasındaki gibi bölgelere ayrılan Türkiye genelinde faaliyet gösteren şirketlerin, finansal karar alırken vergi yükünü göz önünde bulundurup bulundurmadıkları araştırılmıştır.

“Finansal Kararlarda Vergi Etkisi: Türkiye Uygulaması” isimli bu çalışmanın amacı, finansal kararlar alınırken verginin etkisini ölçmek ve Türkiye genelinde uygulama ile öngörmektir. Araştırma kapsamında finansal karar, bu finansal karar çeşitleri, vergi, finansal kararları etkileyen vergi türleri, verginin finansal kararlara etkisi incelenmiştir.

Çalışmanın teorik kısmı yerli ve yabancı kaynaklardan yararlanılmıştır. Bu amaçla, kütüphanelerden ve veri tabanlarından literatür taraması yapılmış ilgili kitap ve makaleler sağlanmıştır. Uygulama kısmında ise, Borsa İstanbul’un resmi sitesinden konuya ilişkin şirketlerin malî verilerine ulaşarak analize uygun hale getirildikten sonra analiz yapılmıştır. Analiz edilen bu şirketler vergi teşvik yasasındaki bölgelere göre, Borsa İstanbul’un şehir endeksi mevzuatı göz önünde bulundurularak sınıflandırılıp yatırımın getirisi üzerindeki vergi etkisi Türkiye genelinde değerlendirilmeye çalışılmıştır.

Çalışma, giriş ve sonuç bölümleri hariç olmak üzere, üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, finansal kararlar hakkında bilgi verilmiş, finansal karar türleri incelenmiş ve yatırım proje değerlendirme yöntemleri anlatılmıştır. İkinci bölümde, vergi kavramı ve finansal kararları etkileyen vergi türleri ayrıntılı olarak incelenmiştir. Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde ise, 2000 yılından bu yana Borsa İstanbul’la kayıtlı şirketler arasından sermayesi negatif olanlar ve finansal kuruluşlar çıkartılarak mali verileri resmî siteden elde edilip analiz edilmiş ve bulguları anlatılmıştır. Elde edilen bulgulara göre Türk Vergi Teşvik yasasındaki bölgelere ayrılan Türkiye genelindeki I.Bölgede yer alan şirketlerin vergi yükünün diğer iki bölgeye göre daha

fazla ortaya çıkmıştır. Bu anlamda, finansal kararlar alınırken verginin etkisi vardır. Ancak, diğer faktörler de göz önünde bulundurulmalıdır.

ANAHTAR SÖZCÜKLER: Finansal Karar, Finansal Karar Türleri, Vergi, Vergi Teşvikleri, Borsa İstanbul.

NAME AND SURNAME OF THE AUTHOR: Yasemin COŞKUN KADERLİ

TITLE: Tax Effect In Financial Decisions: Turkey Application

ABSTRACT

This thesis study titled “Tax Effect in Financial Decisions: Turkey Application” is very rich subject in terms of application. For this reason, it was investigated that companies in Turkey, which sectionalized by tax incentives, take tax burden into consideration or not when they take financial decisions.

The aim of this research, called Tax Effect in Financial Decisions: Turkey Application is to evaluate impact of taxes while taking financial decisions and to predict an application in general of Turkey. Within the scope of the research, an answer is sought for the questions like what is the financial decision; what are the kinds of financial decisions; what is tax, what are the kinds of taxes that is effected financial decisions; relationship between financial decision and taxes.

The theoretical part of the research is prepared by using local and foreign references. Regarding to the study topic, necessary books and the articles have been utilized by making investigations in literature and review from library and data base. At the application part, financial data of the concerned firms has been analyzed (after the financial data has been obtained from Borsa İstanbul) by Excel. These firms which have been analyzed, have been classified according to regions in Tax Incentive Law by considering city index legislation of Borsa İstanbul, and the tax effect on profit of investments have been evaluated.

The research consisted of three parts, excluding the introduction and conclusion parts. At the first part, some information has been given about financial decisions, and types of financial decision has been investigated and methods of the investment project evaluation, At the second part, taxes have been covered in general terms, and kinds of taxes effecting financial decision have been investigated in detail. At the third and the last part of the study, financial data of the companies obtained from official site has been analyzed excluding ones having negative capital. According to the concerned data, loads of taxation on the firms included in the first region all over Turkey divided in regions under the act of taxation incentive was found to exceed those on the firms in

the other three regions. In this sense, there is an effect of taxation when making financial decisions, though some other factors are also to be taken into account.

KEY WORDS: Financial Decision, The Kinds Of Financial Decisions, Tax, Tax Incentive Law, Borsa İstanbul.

ÖNSÖZ

Günümüzde işletmelerin en genel amacı olan varlığını sürdürebilme gayesi teknolojinin sürekli olarak değişmesi, geleceğin öngörülebilirliğinin azalması, dünyanın giderek küresel hale gelmesi gibi durumlar sonucu, oldukça zorlaşmaktadır. Bu sebeple, işletmelerin aldığı veya alacağı finansal kararlardaki başarısı, işletmeyi rakiplerine göre daha avantajlı kılacaktır.

Finansal kararlar birçok faktörden etkilenmektedir. Bu faktörler arasında makro veriler, sektör, işletmenin likidite durumu, sermaye, yasalar ve vergi ve benzeri olarak sıralanabilir.

Bu tez çalışmasının amacı, finansal kararlar ve vergi arasındaki ilişkiyi Türkiye genelindeki bir uygulama ile belirlemektir.

Bu tezin hazırlanması sürecinde bana yardımcı olan, yol gösteren ve destek olan danışmanım Sayın Prof. Dr. Selim BEKÇİOĞLU'na teşekkür ederim. Yine, bana yardımcı olan değerli hocalarım Sayın Prof. Dr. Recep ŞENER'e, Sayın Prof. Dr. Bahattin RIZAOĞLU'na müteşekkirim.

Yasemin COŞKUN KADERLİ

Aydın, 2013

İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
ABSTRACT	ii
ÖN SÖZ	iii
İÇİNDEKİLER	iv
ÇİZELGELER LİSTESİ	x
ŞEKİLLER LİSTESİ	xvi
KISALTMALAR ve SİMGELER LİSTESİ	xvii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

İŞLETMELERDE ALINAN FİNANSAL KARARLAR

1.1. İŞLETMELERDE ALINAN FİNANSAL KARARLARIN ÖNEMİ VE FİNANSAL KARAR TÜRLERİ	3
1.1.1. İşletmelerde Alınan Finansal Kararların Önemi	3
1.1.2. İşletmelerde Alınan Finansal Karar Türleri	4
1.2. İŞLETMELERDE ALINAN FİNANSMAN KARARLARI	8
1.2.1. Kısa Vadeli Finansman Kararları	8
1.2.1.1. Ticarî Krediler (Saticı Kredileri)	10
1.2.1.2. Kısa Vadeli Banka Kredileri	11
1.2.1.2.1. Sabit Kredi	12

1.2.1.2.2. Cari Hesap Kredisi	12
1.2.1.2.3. Açık Kredi	12
1.2.1.3. Finansman Bonoları.....	14
1.2.1.4. Faktoring	16
1.2.1.4.1. Full Servis Rucu Edilemez Faktoring	17
1.2.1.4.2. Full Servis Rucu Edilebilir Faktoring	17
1.2.1.4.3. Açıklanmamış Faktoring	18
1.2.1.4.4. İhracat Faktoringi.....	18
1.2.2. Orta Vadeli Finansman Kararları	19
1.2.2.1. Orta Vadeli Banka Kredileri	20
1.2.2.2. Rotatif (Dönen) Krediler.....	21
1.2.2.3. Forfaiting.....	22
1.2.2.4. Leasing.....	23
1.2.3. Uzun Vadeli Finansman Kararları.....	31
1.2.3.1. Hisse Senedi İhracı	32
1.2.3.2. Otofinansman Yoluyla Fon Sağlama.....	34
1.2.3.2.1. Açık Otofinansman	34
1.2.3.2.2. Gizli Otofinansman.....	36
1.2.3.3. Tahvil İhracı	36

1.2.4. Kâr Payı Dağıtım Politikası İle İlgili Kararlar	39
1.2.5. Sermaye Maliyeti	41
1.2.5.1. Borcun Maliyeti.....	42
1.2.5.1.1. Kısa Süreli Kredi Maliyeti.....	42
1.2.5.1.2. Orta Vadeli Kredi Maliyeti.....	43
1.2.5.1.3. Uzun Vadeli Krediler	43
1.2.5.2. Özkaynağın Maliyeti	44
1.2.5.2.1. Adi Hisse Senedinin Maliyeti.....	44
1.2.5.2.2. İmtiyazlı Hisse Senedinin Maliyeti.....	46
1.2.5.2.3. Dağıtılmayan Kârların Maliyeti.....	47
1.2.5.2.4. Amortisman Fonlarının Maliyeti	48
1.2.5.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	49
1.3. İŞLETMELERDE ALINAN YATIRIM KARARLARI	50
1.3.1. Dönen Varlıklarla İlgili Yatırım Kararları.....	50
1.3.1.1. Hazır Değerlere Yatırım Kararları.....	53
1.3.1.2. Alacaklara Yatırım Kararları.....	54
1.3.1.3. Stoklara Yatırım Kararları	56
1.3.2. Duran Varlıklarla İlgili Yatırım Kararları	58
1.3.2.1. Duran Varlıklara Yatırımın Önemi.....	58

1.3.2.2. Duran Varlıklara Yapılacak Yatırımları Değerlendirme Yöntemleri.....	60
1.3.2.2.1. Duran Varlıklardan Elde Edilecek Tahmini Nakit Akımlarının Hesaplanması	60
1.3.2.2.2. Ortalama Kârlılık Yöntemi.....	63
1.3.2.2.3. Geri Ödeme Süresi Yöntemi	64
1.3.2.2.4. Net Şimdiki Değer Yöntemi.....	65
1.3.2.2.5. İç Kârlılık (Verim) Oranı Yöntemi	66
1.3.2.2.6. Kârlılık Endeksi Yöntemi.....	68
1.4. TEMETTÜ KARARLARI	69
1.4.1. Kâr Kavramı.....	70
1.4.1.1. Hesap Dönemi Açısından Kâr.....	70
1.4.1.2. Dağıtım Açısından Kâr	70
1.4.1.3. Vergi Hukuku Açısından Kâr.....	71
1.4.2. Kârın Belirlenmesi	71
1.4.2.1. Özsermaye Karşılaştırması Yoluyla Kârın Belirlenmesi.....	71
1.4.2.2. Gelir ve Giderlerin Karşılaştırılması Yoluyla Kârın Belirlenmesi.....	71
1.4.2.3. Vergiye Tabî Kârın Belirlenmesi	72
1.4.3. Kâr Dağıtımı	72
1.4.3.1. İşletme Açısından Kâr Dağıtımı.....	72
1.4.3.2. Ortaklar Açısından Kâr Dağıtımı	73

1.4.4. Kâr Dağıtımını Etkileyen Faktörler.....	74
1.4.5. Kâr Dağıtım Kararı ve Politikası.....	74
1.4.5.1. Düzenli Kâr Payı Dağıtımı.....	75
1.4.5.2. Sabit Tutarda Kâr Dağıtımı.....	75
1.4.5.3. Sabit Oranda Kâr Dağıtımı.....	76
1.4.5.4. Katkılı Sabit Kâr Dağıtımı	76
1.4.6. Kâr Payı Ödeme Şekilleri	76
1.4.6.1. Nakit Ödeme	76
1.4.6.2. Kâr Payı Olarak Hisse Senedi Verilmesi	77
1.4.6.3. Hisse Senetlerinin Geri Satın Alınması	77
1.4.6.4. Aynı Olarak Kâr Payının Dağıtılması.....	77
1.4.6.5. Kâr Payı Olarak İntifa Senedi Verilmesi	78
1.4.7. Kâr Payı Dağıtımı İle İlgili Görüşler.....	78
1.4.7.1. Miller-Modigliani Modeli (Kâr Payı İlişkısizlik Teorisi).....	78
1.4.7.2. Gordon-Lintner Modeli (Eldeki Kuş Teorisi).....	79
1.4.7.3. Litzemberger-Ramaswamy Modeli (Vergi Farkı Teorisi).....	80
1.5. BİRLEŞME(BÜYÜME) KARARLARI.....	81
1.5.1. Birleşme Kararlarının Gerçekleştirilmesi.....	81
1.5.2. Birleşme Kararlarındaki Temel Etkenler.....	82

1.5.2.1. Ölçek Ekonomisinden Yararlanma.....	82
1.5.2.2. Finansman Kolaylığı.....	83
1.5.2.3. Teknolojiyi Birlikte Kullanma	83
1.5.2.4. Vergi Yasalarından Yararlanma.....	83
1.5.2.5. Riskleri Azaltma.....	84
1.6. TASFİYE KARARLARI	84

İKİNCİ BÖLÜM

VERGİLER VE FİNANSAL KARARLARI ETKİLEYEN VERGİLER

2.1. VERGİLER	85
2.1.1. Gelir Üzerinden Alınan Vergiler.....	86
2.1.1.1. Kurumsal Gelir Vergisi.....	87
2.1.1.2. Şahsi Gelir Vergisi.....	89
2.1.1.3. Sosyal Güvenlik Katkı Payı	89
2.1.2. Gider Üzerinden Alınan Vergiler.....	90
2.1.2.1. Katma Değer Vergisi	90
2.1.2.2. Özel Tüketim Vergisi.....	90
2.1.2.3. Bankacılık ve Sigorta Muameleleri Vergisi.....	91
2.1.2.4. Damga Vergisi.....	92

2.1.3. Varlık Vergileri	92
2.1.3.1. Motorlu Taşıtlar Vergisi	93
2.1.3.2. Veraset ve İntikal Vergisi	94
2.1.3.3. Emlâk Vergisi	95
2.1.3.3.1. Bina Vergisi	95
2.1.3.3.2. Arazi Vergisi	96
2.1.4. Vergi Teşvikleri	96
2.1.4.1. Genel Yatırım Teşvik Uygulamaları	97
2.1.4.2. Bölgesel Yatırım Teşvik Politikaları	97
2.1.4.3. Büyük Ölçekli Yatırım Teşvik Uygulamaları	100
2.1.4.4. Stratejik Yatırım Teşvik Uygulamaları	101
2.1.5. Vergi Muafiyetleri ve İndirimleri	102
2.2. YATIRIM KARARLARINI ETKİLEYEN VERGİ TÜRLERİ	103
2.2.1. Vergilerin Yatırımlar Üzerindeki Etkisi	103
2.2.1.1. Kurumlar Vergisinin Yatırım Kararları Üzerindeki Etkisi	104
2.2.2. Yatırım Kararlarını Etkileyen Vergileme	105
2.2.3. Vergiler ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlara Etkisi	106
2.2.4. Yatırımların Devlet Tarafından Teşviki	107
2.2.4.1. Yatırım Teşviklerinin Özellikleri	108

2.2.4.2. Yatırım Teşviklerinin Çeşitleri.....	109
2.2.4.2.1. Yatırım Aşamasında Uygulanan Vergisel Teşvikler	109
2.2.4.2.1.1. Gümrük Vergisi ve Toplu Konut İstisnası.....	110
2.2.4.2.1.2. KDV Ertelemesi	111
2.2.4.2.1.3. Katma Değer Vergisi İstisnası	111
2.2.4.2.1.4. Bina İnşaat Harcı İstisnası	112
2.2.4.2.1.5. Finansal Kiralama	112
2.2.4.2.2. Yatırım Sürecinde Teşvikler.....	112
2.2.4.2.2.1. Eğitim ve Öğretim İşletmelerinde Kazanç İstisnası.....	112
2.2.4.2.2.2. AR-GE İndirimi	113
2.2.4.2.2.3. Kâr Payı Dağıtımında Vergileme Rejimi	114
2.2.4.2.3. Yatırım İndirimi.....	115

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL KARARLARDA VERGİ ETKİSİ: TÜRKİYE UYGULAMASI

3.1. ARAŞTIRMA SORUNU	122
3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ.....	122
3.3. ARAŞTIRMA SORULARI.....	122
3.4. ARAŞTIRMA HİPOTEZLERİ	123

3.5. ARAŞTIRMANIN SINIRLILIKLARI.....	123
3.6. VARSAYIMLAR	123
3.7. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ	124
3.7.1. Sermaye Maliyetinin Bulunması	125
3.7.2. Yatırılan Sermayenin Kârlılığı.....	127
3.7.3. Araştırmanın Uygulanması.....	128
3.8. BULGULAR VE DEĞERLENDİRMELER	128
SONUÇ VE ÖNERİLER	138
KAYNAKÇA	141
ÖZGEÇMİŞ	150
EK-1 VERGİ ÖNCESİ VE VERGİ SONRASI NET YATIRIMIN GETİRİSİ.....	151

ÇİZELGELER LİSTESİ

Çizelge 1.1 : Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetlerinin Hesaplanması	50
Çizelge 1.2 : Tahmini Çalışma Sermayesi İhtiyacının Hesaplanması	62
Çizelge 1.3 : Tahmini Gelir Tablosunun Hesaplanması	63
Çizelge 1.4 : Tahmini Nakit Akımının Hesaplanması	63
Çizelge 2.1 : Bölgesel Harita.....	84
Çizelge 2.2 : Bölgesel Teşvik Uygulamalarının Yatırıma Katkı Oranı.....	84
Çizelge 2.3 : Bölgesel Teşvik Uygulamalarında Vergi İndirimi.....	85
Çizelge 2.4 : Yatırımların Teşvikinde Destek Unsurları	87
Çizelge 3.1 : I.Bölge Net Yatırımın Getirisi	113
Çizelge 3.2 : II. Bölge Net Yatırımın Getirisi	115
Çizelge 3.3 : III. Bölge Net Yatırımın Getirisi	116
Çizelge 3.4 : IV. Bölge Net Yatırımın Getirisi.....	116
Çizelge 3.5 : V. Bölge Net Yatırımın Getirisi	117
Çizelge 3.6 : VI. Bölge Net Yatırımın Getirisi.....	117
Çizelge 3.7 : Ortalama Vergi Etkisi.....	118
Çizelge 3.8 : Bölgelere Göre Ortalama Vergi Etkisi	119
Çizelge 3.9 : Homojenlik Testi (Test of Homogeneity of Variances).....	119
Çizelge 3.10 : Robust Testi (Robust Tests of Equality of Means)	120

Çizelge 3.8 : Çoklu Karşılaştırmalar (Multiple Comparisons).....	120
--	-----

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Finans Yöneticisinin Faaliyetleri	7
Şekil 1.2: 2011 Yılı Finansal Kiralamanın Sektörlere Göre Dağılımı.....	28
Şekil 1.3: Dönen Varlıkların Finansmanı	52

KISALTMALAR ve SİMGELER LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
IASC	: Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi
IGEME	: İhracatı Geliştirme Merkezi
KDV	: Katma Değer Vergisi
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
GİB	: Gelir İdaresi Başkanlığı
KDVK	: Katma Değer Vergisi Kanunu
AB	: Avrupa Birliği
ÖTV	: Özel Tüketim Vergisi
BSMV	: Bankacılık ve Sigorta Muameleleri Vergisi
MTV	: Motorlu Taşıtlar Vergisi
MTVK	: Motorlu Taşıtlar Vergisi Kanunu
EVK	: Emlâk Vergisi Kanunu
OSB	: Organize Sanayi Bölgesi
TÜBİTAK	: Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu
AR-GE	: Araştırma ve Geliştirme
GİTES	: Girdi Tedarik Stratejisi
DPT	: Devlet Plânlama Teşkilâtı
OECD	: Organization for Economic Co-operation and Development
CAPM	: Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli
SPSS	: Statistical Package for Social Sciences

GİRİŞ

Globalleşen dünyada, işletmelerin varlıklarını sürdürebilmeleri oldukça zordur. Teknolojinin hızla gelişmesi işletmelerin işlerini her geçen gün hem kolaylaştırmakta hem de zorlaştırmaktadır. Bir işletme varlığını sürdürürken faaliyet gösterdiği sektördeki ve farklı sektörlerdeki rakipleriyle baş etme zorunluluğuna girmektedir. Bu sebeple, bir işletmenin varlığını sürdürüp, ayakta kalıp, rakipleriyle savaşılabileceği gücü aldığı veya alacağı finansal kararlara bağlıdır.

İşletmelerin aldığı veya alacağı finansal kararlar, tüm işletmeyi ilgilendiren hem ekonomik hem de sosyal niteliklidir. Çünkü, yanlış alınan bir finansal karar işletmeyi başarısızlığa, hatta iflâsa bile götürebilir. Bu nedenle, finans yöneticisi, bir finansal karar alırken çok dikkatli davranmalı ve ayrıntılı bir analiz neticesinde kararı almalıdır.

İşletmelerde alınan finansal kararlar; finansman ve yatırım kararları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde finansal kararın tanımı yapılarak, finansman ve yatırım kararları üzerinde ayrıntılı olarak incelenecektir.

Finansal kararlar işletmenin büyüklüğünden, sermayesinden, işletmenin faaliyet gösterdiği sektörden, çalışan personel sayısından, devletten, yasalardan ve vergilerden etkilenmektedir. Bu sebeple çalışmanın ikinci bölümünde ise, verginin tanımı, türleri üzerinde durularak, finansal kararlar alınırken bunları etkileyen vergi türleri üzerinde ise ayrıntılı olarak durulacaktır.

Vergi, dinamik bir kavramdır. Malî, iktisadî, sosyal, politik ve hukuki faktörlere tabidir ve ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Verginin üç temel fonksiyonu bulunmaktadır. Bunlar, mali, ekonomik ve sosyal olmasıdır. Malî araç olması sebebiyle vergi, tasarrufları, yatırımları, ihracatı teşvik etmekte ya da etmemektedir. Bu nedenle, çalışmada Türkiye genelinde finansal kararlar alınırken verginin etkisi araştırılacaktır.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümü olan uygulama kısmında ise, Borsa İstanbul'a

2000 yılından bu yana kayıtlı, finansal kuruluşlar ve sermayesi negatif olan şirketler dışındaki şirketler dahil edilerek bulgular elde edilerek yorumlanacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

İŞLETMELERDE ALINAN FİNANSAL KARARLAR

1.1. İŞLETMELERDE ALINAN FİNANSAL KARARLARIN ÖNEMİ VE FİNANSAL KARAR TÜRLERİ

İşletme yöneticilerinin işletmeyi genel ve özel amaçlara hizmet edecek bir biçimde yönetebilmeleri için çeşitli kararlar almaları gerekmektedir. Bu kararlar içerisinde en önemli yer tutan karar gruplarından biri finansal kararlardır.

1.1.1. İşletmelerde Alınan Finansal Kararların Önemi

Finansal kararlar, finans yönetiminin en uygun koşullarda işletmeye fon bulunmasını ve elde edilen bu fonların etkin ve verimli bir biçimde kullanılmasını sağlamaya yönelik kararlardır. Bu kararların doğru bir biçimde alınmaması, işletmenin geneli ile ilgili olarak sağlıklı olmayan ekonomik ve finansal sonuçlar doğuracağından, finansal kararlar işletmelerde büyük önem arz etmektedir. Örneğin, yanlış alınan bir finanslama kararı işletmeye ciddi bir faiz yükü getirebilecektir. Yanlış alınan bir duran varlık yatırım kararı ise, işletmeyi çok büyük bir zarara sokabilir. Hatta yanlış alınan duran varlık yatırım kararı büyük bir sermaye yatırımını gerektiriyorsa, işletmenin iflâsına bile yol açabilecektir.

Finansal kararların önemli olmasının bir başka nedeni de, finansal kararların icra edilmesi sonucu ortaya çıkan sonuçların sadece finans fonksiyonu değil, işletmedeki diğer fonksiyonları da etkilemesidir (Yılmaz, 1999: 52). Çünkü, işletmedeki üretim, pazarlama gibi diğer önemli fonksiyonların görevlerini verimli bir biçimde yerine getirebilmeleri finans fonksiyonunun diğer fonksiyonları kesintisiz olarak finanse edebilmesiyle mümkündür.

İşletme yöneticileri, finansal kararlar alırken, belli bir amaç göz önünde bulundurmaktadır. Bu amaç firmanın pazar değerinin maksimum kılınmasıdır. Bu amacı gerçekleştirmeye çalışan finans yöneticisi kârlılık, likidite ve güvence hedefleri arasında sürekli bir dengeye özen göstermek zorundadır. Böyle bir

dengenin varlığı, işletme faaliyetlerinin başarılı ve sürekli kılınmasını sağlayacaktır (Berk, 1990: 8).

İşletmelerde alınan finansal kararlar üç önemli faktörü içermektedir. Bunlar, para, zaman ve risktir (Ersöz ve Ban, 2003: 2). İşletmelerin firma değerini maksimize etmeye çalışırken bu üç faktörü dikkate alması gerekmektedir. Burada, para ve onun zaman değeri finansal kararlar açısından önemlidir. Çünkü, işletmede yatırımlar bugün yapılırken, faydaları gelecekte elde edilir. Bugün konulan bir sermaye ile bu sermayenin gelecekteki getirisi paranın zaman değeri dikkate alınmadan kıyaslanırsa sonuçlar yanıltıcı olacaktır. Bunun yanı sıra, işletme finansal kararlar alırken risk faktörünü de göz önünde bulundurmalıdır. Her yatırım farklı riskler içerir. Risk faktörü dikkate alınmadan yapılan hesaplamalar da yöneticileri yanıltacaktır (Aydın ve diğerleri, 2003: 7-9).

Anlaşılabacağı üzere, finansal kararlar, işletmenin geleceğini ve amaçlarını gerçekleştirebilmesini etkileyecek büyük bir öneme sahiptir. Çünkü, işletme başarısı, ya da başarısızlığı büyük ölçüde işletmenin finansal yönetiminin kalitesine bağlı olacaktır (Okka, 2009: 7).

1.1.2. İşletmelerde Alınan Finansal Karar Türleri

İşletmelerde finansal kararlar finans yöneticileri tarafından alınmaktadır. Finansal kararlar, finansal amaçları gerçekleştirmek için alınır. Finansal amaçlar parasal ve parasal olmayan amaçlar olmak üzere iki ana gruba ayrılmaktadır.

Parasal amaçlar; gelire yönelik, nakit amaçlarına yönelik, likiditeye yönelik, varlığa yönelik ve kârlılığa yönelik amaçlar olarak beş grupta toplanmaktadır.

Gelire yönelik amaçlar şunlardır:

- Toplam gelirlerin büyüme oranının maksimum kılınması,
- Mutlak gelir tutarlarının maksimum kılınması,
- Belirli bir satış düzeyine ulaşılması,
- Finansman giderleri ve olağanüstü amortismanların çıkarılmasından önceki dönem kârının maksimum kılınmasıdır.

Nakit akımına yönelik amaçları şunlardır:

- Belirli bir düzeydeki nakit akımına ulaşılması,
- Hisse başına nakit akımının maksimum kılınması,

- İskonto edilmiş nakit akımlarının maksimum kılınması,
- İhtiyaç duyulması halinde sermaye fonlarının kullanılabilmesidir.

Likiditeye yönelik amaçlar:

- Sürekli ödeme yeteneğinin muhafaza edilmesi,
- Ödemelerin vadelerine uygun olarak yerine getirilmesi,
- Genel finansal değerlerin korunmasıdır.

Varlığa yönelik amaçlar şunlardır:

- Firmanın defter değerinin maksimum kılınması,
- Öz sermayenin piyasa değerinin maksimum kılınması,
- Öz sermaye tabanının genişletilmesi,
- Tasfiye değerinin maksimum kılınmasıdır.

Kârlılığa yönelik amaçları şunlardır:

- Öz sermaye kârlılığının maksimum kılınması,
- Satış kârlılığının (kâr marjı) maksimum kılınması,
- Belirli bir satış kârlılığına ulaşılması,
- Toplam aktif kârlılığın maksimum kılınması,
- Sermaye maliyetinin minimum kılınmasıdır.

Parasal olmayan amaçlar ise şunlardır:

- Kredi değerliliğinin, ya da emisyon yeteneğinin artırılması,
- Uygun koşullarda borçlanmaya çaba gösterilmesi,
- Bankalarla ilişkilerin iyileştirilmesi,
- İşletmelerin çıkar grupları ile ilişkilerinin düzenli sürdürülmesi,
- Belirli finansman kurallarına uyulması,
- Uygun bir varlık ve sermaye yapısının oluşturulmasıdır.

İşletmede alınan finansal kararlar; finansman kararları ve yatırım kararları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Sarıaslan ve Erol, 2008: 7; Canbaş ve Vural, 2010: 5-7).

Finansal kararları alan finans yöneticilerinin belli başlı üç temel görevi olduğunu söylemek mümkündür. Bu görevler, finansal plânlama ve denetim, finansal ihtiyaçları karşılayacak fonların tedarik edilmesi ve tedarik edilen bu fonların etkin ve verimli bir biçimde kullanılmasıdır (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 10-12; Uzun, 2008: 16-17; Gitman, 1992: 19-20).

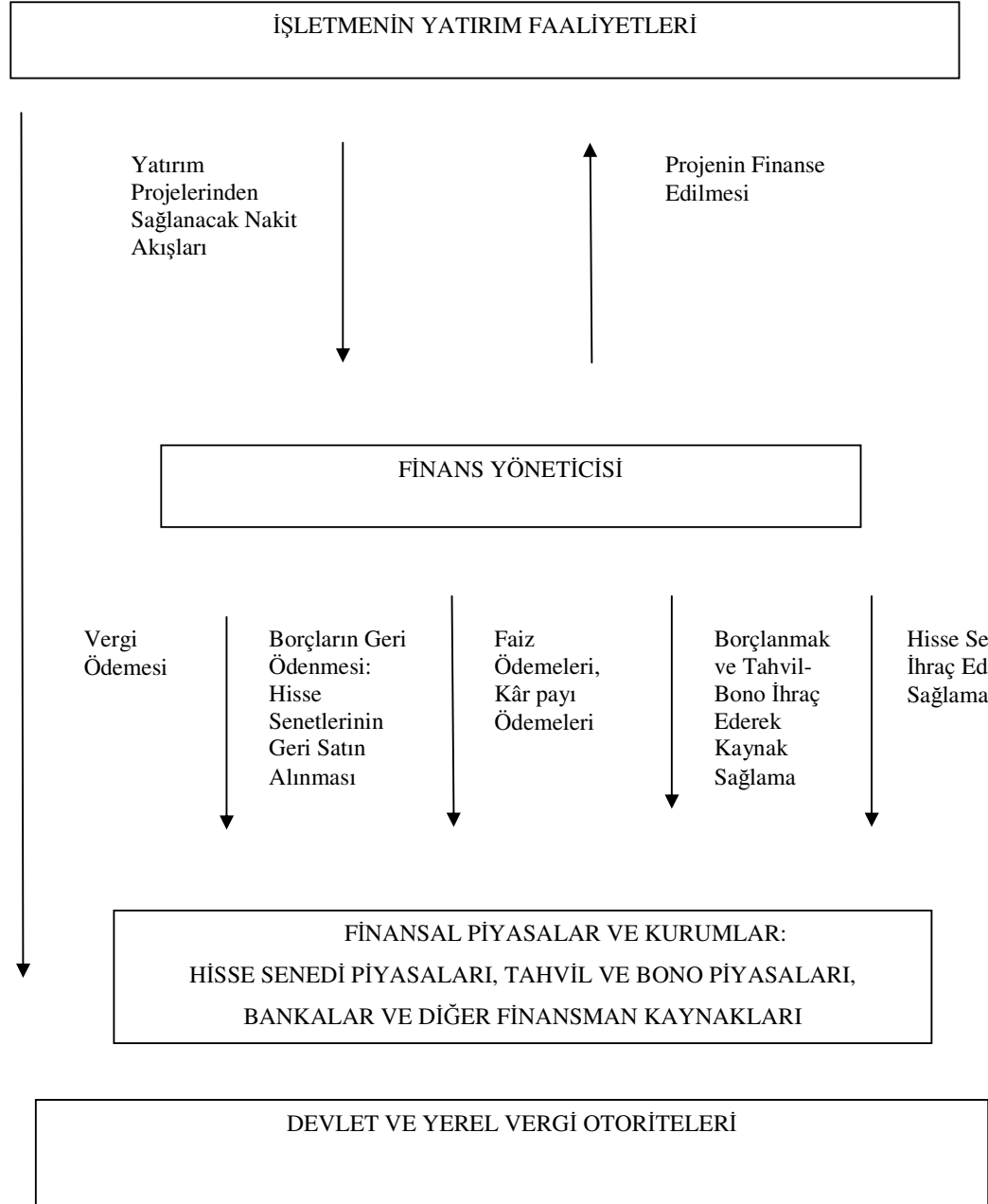
İşletmelerde nakit giriş ve çıkışının miktar ve zaman bakımından uyumlu olması, işletmenin başarısı için oldukça önemli olan bir faktördür. Bunun sağlanması finansal planlama ile mümkündür. Finansal planlama geleceğe ilişkin bir faaliyettir. Geleceğin risk ve belirsizliklerle dolu olması bu fonksiyonun yerine getirilmesi hususunda finansal yönetimin önemini arttırmaktadır. Finansal plânlara başarısı, işletme amaçlarının doğru belirlenmesine bağlıdır. Finans yöneticisi, finansal plânlama kapsamında nakit bütçesi, proforma bilanço, proforma gelir tablosu ve fizibilite raporu hazırlamak durumundadır (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 10-11).

Finans yöneticisinin bir görevi de finansal denetimdir. Denetim ve plânlama birbiriyile çok yakın bir ilişkiye sahiptir. Gelecekle ilgili beklentilerin veya plânlara uymayan uygulamalar, denetimle belirlenebilir. Böylece plânlardan sapmalar, kolaylıkla izlenerek gerekli düzeltmeler zamanında yapılabilir. Bu nedenle, plânlama yapılmadan denetim de yapılamaz (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 11).

Finans yöneticisi, finansal plânlama kapsamında yapılması gerekenleri gerçekleştirdikten sonra, nakit çıkışlarının nakit girişlerinden fazla olması halinde, aradaki farkı nasıl finanse edeceğine dair bir arayış içerisine girmektedir (Uzun, 2008: 17). Bunun yanında uzun vadeli ve duran varlıklara yapılacak yatırımlar için gerekli olan fonun uygun bir biçimde temini konusunda da bir arayış söz konusu olacaktır. İhtiyaç duyulan bu fonların süre ve çeşit bakımından hangi kaynaklardan elde edileceğine dair kararlar finans yöneticisi tarafından verilecektir. Buna yönelik olarak alınan kararların tümüne finansman kararları denmektedir.

Elde edilen fonların verimli bir biçimde kullanılması, bu fonların temin edilmesinden daha da önemli bir konudur. Bu nedenle bu konuda alınan finansal kararların dikkatli bir biçimde ve ciddi bir analiz yaptıktan sonra alınması gerekmektedir. Çünkü, fonların yanlış kullanımı işletmeyi geri dönülemez zararlarla karşı karşıya bırakabilir. Bu konuda yanlış kararlar vermemek için yöneticilerin kısa vadeli fon kullanım kararlarından önce çeşitli araştırmalar yapması, uzun vadeli fon kullanımında, yani duran varlıklara yatırım yapılmasında ise, karar almadan önce mutlaka kapsamlı yatırım projeleri ve fizibilite etütleri hazırlatması gerekmektedir.

Tüm bu bilgiler ışığında, finans yöneticisinin çeşitli finansal kararlar almasını gerektiren faaliyetleri Şekil 1.1 de sunulmuştur.



Şekil 1.1 : Finans Yöneticisinin Faaliyetleri

Kaynak: LEVY, H; (1998), Corporate Finance, South Western Publishing, Cincinnati.
s.15.

Şekil 1.1 incelendiğinde, bir finans yöneticisinin alması gereken kararların yatırım ve finansman faaliyetlerine yönelik olduğu görülmektedir. Finans yöneticisi, bu kararları alırken finansal piyasalar ve kurumlar ile devlet ve vergi otoriteleri ile ilişki içerisinde dir.

1.2. İŞLETMELERDE ALINAN FİNANSMAN KARARLARI

İşletmelerin faaliyete geçebilmesi, faaliyetlerini devam ettirebilmesi için çok sayıda varlığa ihtiyaç vardır. Dolayısıyla, finans yöneticisinden, işletmeye gerekli olan varlıklara yönelik olarak fon ihtiyacının belirlenmesi ve bu ihtiyacın en iyi şekilde nasıl finanse edileceğini ortaya koyması, gerekli fonların nereden, nasıl ve ne zaman karşılanacağına ilişkin kararlar alması beklenir. İşletmeler ya borçlanarak ya da öz sermaye kanalıyla kaynak sağlayabilirler. İki kaynak arasında temel farklılık; borçlanma durumunda işletmelerin, zarar bile etseler faiz ve anapara ödeme yükümlülüğü altında olmalarıdır. Genelde, borçla finansmanın en önemli avantajı faizin gider olarak vergiden düşülebmesidir. Hisse senedi yoluyla finansmanda ise, faiz ve anapara ödemesi gibi zorunlu bir ödeme söz konusu değildir. Faaliyetlerden kâr elde edildiği halde, genel kurul kararı ile kârın dağıtılması mümkündür. Ayrıca hisse senetlerinde vade olmadığı için anapara ödemesi gibi bir durumun olmaması nedeniyle hisse senedi yoluyla finansmanın riski borçla finansmana göre daha düşüktür. Finans yönetimi; gerekli sermayenin ne kadarını borçla ne kadarının öz sermaye ile finanse edileceği yanında, borçlanmanın ne kadarının kısa vadeli, ne kadarının da uzun vadeli olacağına karar verir (Aydın ve diğerleri, 2011: 3-4).

İşletmelerde alınan finansman kararları; kısa vadeli finansman kararları, orta vadeli finansman kararları, uzun vadeli finansman kararları, kâr payı dağıtım politikası ile ilgili kararlar ve sermaye maliyet gibi konulardan oluşmaktadır.

1.2.1. Kısa Vadeli Finansman Kararları

Kısa vadeli finansman kararları bütün firmalar için çok önemlidir. Faiz oranlarının dalgalandığı dönemlerde bu önem kritik olarak daha da artar. Genellikle, kısa süreli faiz oranları uzun süreli faiz oranlarından düşüktür ve bu firmanın tasarrufta

bulunmasına yardımcı olur. Ayrıca, birçok firmanın finansman için değişik ihtiyaçları bulunmaktadır ve özellikle yüksek talep döneminde kısa süreli finansman kullanmayı daha cazip bulurlar. Kısa süreli finansman için böyle güçlü bir ihtiyaç, çok değişik alternatifler olduğu zaman şaşırtıcı değildir. Fırsatların bir kısmı pazarlıkları gerektirirken bazıları işin normal seyrinde kendiliğinden ortaya çıkar (Kolb ve Rodriguez, 1996: 85).

İşletmenin bir faaliyet dönemi içerisinde genellikle bir yıla kadar ödeme zorunluluğunda olan borçları kısa vadeli finansman kaynağı olarak tanımlanır. İşletmeler kısa vadeli fonlardan sağladıkları kaynakları genellikle dönen varlıkların finansmanında kullanırlar. Ancak, bazı durumlarda, kısa vadeli finansman kaynaklarının, duran varlıkların finanse edilmesinde kullanıldığı da görülmektedir (Büker ve diğerleri, 2010: 348; Ceylan, 2001: 125).

Birçok işletmenin faaliyet hacmi, yıl boyunca aynı düzeyde kalmamaktadır. Faaliyet hacimleri başta mevsimler olmak üzere çeşitli faktörlerin etkisine bağlı olarak değişen işletmeler, yüksek faaliyet hacmine sahip olduğu dönemlerde daha fazla varlığa ihtiyaç duyarlar. İşletmelerin bu dönemlerde artan varlık kalemleri ihtiyacının finanse edilebilmesi için kısa vadeli finansman kaynaklarına ihtiyaç bulunmaktadır. İşletmeler kısa vadeli finansman ihtiyacının bir kısmını hammadde mal veya malzeme alışlarından doğan ticari kredilerden (ticarî borçlar) sağlarken, bir kısmını bankalardan kredi olarak karşılayabilirler. Kısa süreli krediler genellikle işletmenin çalışma sermayesinin finansmanı için kullanıldığından, bu kredilerin ödenmesi dönen varlıkların paraya çevrilmesi ile sağlanmaktadır. Bu nedenle, kısa vadeli krediler kendisini ödeyen krediler olarak ta düşünülmektedir. Bu tür krediler özellikle alacak ve stoklar gibi dönen varlıkları finanse etmek için kullanılırlar. Alacaklar tahsil edildiğinde veya stoklar paraya çevrildiğinde, alınan bu krediler geriye ödenebilecektir. Kısa vadeli kredileri ödeyecek fonların sağlanması bu nedenle çok da zor olmayacaktır (Büker ve diğerleri, 2010: 348).

Bir firmanın kısa vadeli finansman kararlarına temel teşkil eden finansman kaynaklarının toplam kaynaklar içerisinde göreceli olarak yerini belirleyen başlıca faktörleri şu şekilde sıralamak mümkündür (Akgüç, 1994: 526-527):

- Firmanın varlıklarının yapısı (aktiflerin dağılımı),
- Mevsimlik ve dönemsel değişimler hakkındaki tahminler,

- Kısa vadeli finansman kaynaklarının maliyeti,
- Piyasa faiz oranlarındaki değişmelere ilişkin beklentiler,
- Likidite riskinin göze alınabilmesi,
- Kısa vadeli finansman kaynaklarını konsolide etme veya erteleme imkânı,
- Ekonominin içinde bulunduğu koşullar

Görüldüğü üzere, bir firmanın kısa vadeli finansman kararları alırken üzerinde durması gereken birçok önemli faktör bulunmaktadır.

İşletmelerin kullandıkları kısa vadeli finansman kaynakları genellikle ticari kararlar, kısa vadeli banka kredileri ve diğer kısa vadeli araçlar olan finansman bonusu ve factoringtir (İnterbank Uluslararası Eğitim Müdürlüğü, 1985: 31; Gönenli, 1985: 443).

1.2.1.1. Ticarî Krediler (Satıcı Kredileri)

Genellikle her firma, hammadde, malzeme veya mal alışlarının önemli bir bölümünü diğer firmalardan kredili olarak gerçekleştirirler. Başka bir deyişle stokların finanse edilmesinde kısa süreli satıcı kredilerinden yararlanılır (Akgüç, 1994: 527).

Mal ve hizmet satan firmaların alıcı işletmelere vade tanıyarak sağladığı imkânlardır. Ticari kredi, bütün işletmeler tarafından kullanılabilen kısa vadeli bir fon kaynağıdır. Firmaların büyük bir çoğunluğu hammadde, ya da mal alışlarını satıcı firmalardan kredili olarak temin ederler. Özellikle, diğer finansman kaynaklarından yararlanma imkânı sınırlı olan küçük ölçekli, ya da yeni kurulmuş firmalarda ticari krediler (satıcı kredileri) en önemli kısa vadeli finansman kaynağını oluşturmaktadır (Uzun, 2008: 345–346; Usta, 2005: 24).

Satıcı kredilerinin koşullarını özellikle de vadelerini etkileyen başlıca faktörler şunlardır (Akgüç, 1994: 528):

- Malın ekonomik niteliği,
- Satıcının finansal gücü,
- Alıcının finansal gücü,
- Arz talep dengesi ve piyasadaki rekabet şekli,
- İlgili iş kolunda yerleşmiş adetler ve gelenekler,
- Para iskontosu tutarı.

Kısa süreli bir finansman kaynağı olarak satıcı kredilerinin bazı üstünlük ve sakıncaları bulunmaktadır. Bu tür kredilerin üstünlüklerinin başında; kolay temin etme, esneklik, formalite azlığı, maliyet, yenilenme ve vadelerinin uzatılması gibi unsurlar gelmektedir. Maliyetinin yüksek olması ve birçok avantajından dolayı firmaları aşırı ölçüde borca itme potansiyeli taşıması ise, başlıca sakıncaları arasında sıralanabilir (Akgüç, 1994: 530–532).

1.2.1.2. Kısa Vadeli Banka Kredileri

Kısa vadeli banka kredileri, ticari bankalar tarafından en fazla 12 ay vadeli olarak işletmelere verilen kredilerdir. Bu kredi türü, satıcı kredisinden sonra en fazla kullanıma sahip ikinci derecede önemli bir finansman kaynağıdır (Özdemir, 1997: 340). İşletmeler genel olarak işletme sermayesinin ihtiyacını karşılamak için, dönen varlıkları, özellikle stoklarını ve alacaklarını finanse etmek için kısa vadeli banka kredilerine başvururlar. Bazı durumlarda, uzun vadeli kaynak sağlayıncaya kadar geçen sürede, geçici olarak duran varlıkların finansmanı için, bankalardan kısa vadeli kredi talep ederler. Kısa vadeli banka kredileri ile oluşan varlıklara yapılacak yatırımların finanse edilmesi son derece sakıncalı olup, ancak geçici bir süre için bu kredilerden yararlanmak faydalı olacaktır (Usta, 2005: 25).

İşletmelerin çalışma sermayesini finanse etmede ticari kredilerden başka banka kredileri de önem taşımaktadır. İşletmelerin belirli bir dönemde çalışma sermayesi ihtiyacı arttığında, örneğin, stoklarını arttırma gereği ortaya çıktığında işletme ticari kredilerden yararlanmak istemezse, banka kredilerinden yararlanabilir. İşletmelerin kısa süreli banka kredilerinden yararlanabilmesi için gereken işlemleri yerine getirmesi, banka açısından da kredi değerliliğinin tespit edilmesi gerekir. Banka tarafından kredi verilebilir işletmeler belirli bir faizi ödemek suretiyle bu kredilerden yararlanabilir (Büker ve diğerleri, 2010; 353).

Kısa vadeli banka kredilerinin karşılığı alacak hesabı veya mal olarak bulunduğu için bu tür krediler kendi kendini finanse edici nitelikte kabul edilir. Başka bir deyişle, ihracatçının finansman temini amacıyla bankaya başvurması olup, bu üç şekilde gerçekleşir. Bunlar;

- i. Sabit Kredi
- ii. Cari hesap kredisi
- iii. Açık krediden oluşmaktadır (Uzun, 2008: 346).

1.2.1.2.1. Sabit Kredi

İşletmeye banka tarafından verilecek kredi bir defada ödenen veya müşteri işletmenin hesabına geçirilen kredi türüne sabit kredi denir. Sabit kredinin geri ödemesi genellikle taksitler halindedir. Herhangi bir taksitin ödenmemesi halinde borcun tamamının ödenmesi gerekmektedir. Bu kredi türündeki teminat, şahsi olabileceği gibi hisse senedi, tahvil, devlet bonoları, ipotek ve rehin şeklinde de olabilir. Gelişmekte olan ülkelerde genellikle tercih edilen kredi türü sabit kredi sistemidir (Uzun, 2008: 346).

1.2.1.2.2. Cari Hesap Kredisi

Cari hesap kredisinde, müşterinin bankada bazen borçlu bazen alacaklı gözüken hareketli bir cari hesabı vardı ve bu hesap üzerinden belirli bir limit dahilinde müşteri, kredi kolaylığından yararlanabilmektedir. Teminat ise, aynen sabit kredideki gibidir (Uzun, 2008: 346).

1.2.1.2.3. Açık Kredi

Açık kredi de aynen cari hesap kredisi gibi çalışır. Müşteri limiti dahilinde kalmak koşuluyla lehine açılan krediyi istediği zaman kullanır ve bu şekilde faizden tasarruf etmiş olur. Bu tür kredi, genellikle mal rehini ve şahsi teminatı karşılığında kullanılmaktadır. İşletmelerin, ihracata yönelik faaliyetlerinin finansmanında banka kredilerine başvurmalarının en önemli nedeni bankaların kredileri ihracatçılara düşük maliyetle vermeleridir. Bankaların ihracatçıların kullanımını için fon tesis etmelerinin nedeni ise Merkez Bankası'nın sağladığı kolaylıklar ve teşviklerden yararlanabilmektir.

Bankalar, risk üstlenerek fakat bankadan fon akışı olmadan ödeme garantileri yoluyla işletmeler finansman, özellikle vadeli alım yapma olanağı sağlamaktadır. Bir

başka deyişle; akreditif açma, poliçe kabulü, ticari senetlere aval verme, teminat mektubu, ödeme garantisi gibi gayri nakdi krediler de vermektedirler.

Kısa vadeli banka kredilerinden yararlanan işletmeler şu özellikleri taşır;

- Bu işletmeler nispeten yeni kurulmuş genç işletmelerdir,
- Orta çaplı işletmelerdir,
- Fon ihtiyaçları mevsimlik olan işletmelerdir,
- İhracata yönelmiş işletmelerdir,
- Kârlılık oranı genel ortalamadan düşük olan işletmelerdir,
- Kârlılığı çok yüksek olan işletmelerdir (Uzun, 2008: 347).

Ticarî banka kredilerinde dönen varlıkların da teminat olarak gösterilmesi mümkündür. Bu amaçla, alacak senetleri, emtia ve menkul kıymetler sık kullanılmaktadır (Uzun, 2008: 347).

Ülkemizde bankaların kullandıkları kredi türleri şöyledir;

- Bireysel Krediler,
- KOBİ Kredileri,
- Kurumsal Krediler,
- Proje Kredileri,
- Ticarî Krediler,
- Açık Krediler,
- İskonto/İştira Kredileri,
- Senet Karşılığı Avans Kredileri,
- Spot Krediler,
- Günlük Faiz Oranlı Rotatif Senet Karşılığı Avans Kredileri,
- Emtia Karşılığı Krediler,
- Nakit, Mevduat, Menkul Kıymet ve benzeri Rehni Karşılığı Avans Kredileri,
- Alacak Temliği Karşılığı Krediler,
- Döviz Kredileri,
- Döviz Endeksli Krediler
- TL ve Yabancı Para Tazminat Mektubu Kredileri,
- Akreditif taahhüt (Gayri Nakdi İthalat) Kredileri,

- Kabul Kredileri,
- Prefinansman Kredileri,
- Yabancı Para İştira Kredisi,
- Taksitli İşletme İhtiyaç ve Ticarî Araç Kredileri,
- Ticarî 7/24 Krediler,
- Türk Eximbank Kaynaklı Kısa Vadeli İhracat Kredileri,
- İhracatçı Birlikleri Üyelerine Kullandırılacak Döviz/ TL İhracat Kredileridir (Uzun, 2008: 347–348).

1.2.1.3. Finansman Bonoları

Finansman bonoları para piyasası araçlarından birini oluşturmaktadır. Para piyasasının gelişmiş olduğu ekonomilerde büyük şirketler için, kısa vadeli fon sağlanmasında yararlanılabilecek bir yöntem olan finansman bonolarının süreleri iki ile altı ay arasında değişmektedir. Finansman bonoları, fon fazlası olan diğer işletmelere, hayat sigorta şirketlerine, emekli ve tasarruf sandıklarına ve benzeri tasarrufçu kuruluşlara satılmasıdır (Akgüç, 1994: 542).

Finansman bonoları, vadeleri iki ile altı ay arasında değişen ve büyük işletmelerin kısa vadeli finansman sağlamak amacıyla çıkardıkları para piyasası araçlarıdır (Özdemir, 1997: 345). Finansman bonoları A.B.D’ de yaygın biçimde kullanılmakta olup, geri ödeme süresi ise, en fazla dokuz aydır. Finansman bonoları sayesinde işletmeler, kısa vadeli fon gereksinimlerini nakit olarak karşılama fırsatı bulmaktadır. Finansmanın kısa vadeli borç kaynakları içinde finansman bonoları genellikle maliyeti en düşük olan borçlanma aracıdır (Uzun, 2008: 348).

Finansman bonolarının ihracına ilişkin kurallar sermaye piyasası düzenlemeleri çerçevesinde yapılmaktadır. Ülkemizde ise finansman bonolarının ihracına ilişkin düzenlemeler Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılmaktadır. Finansman bonoları şirketler tarafından çıkarılan finansman bonolarının yanı sıra teknik olarak banka bonoları ile varlığa dayalı menkul kıymetleri de içermektedir. Bankaların çıkardıkları mevduat serfitikaları bile teknik olarak finansman bonusu mahiyetindedir (Kolb ve diğerleri, 1996: 95).

Türkiye’de finansman bonolarının vadesi 90 günden az 360 günden çok olmamak üzere, 30 gün ve katları şeklindedir. Ülkemizde, finansman bonolarını anonim

şirket statüsündeki kuruluşlar, kamu iktisadî teşebbüsleri, mahalli idareler ile bu idarelere bağlı özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler ihraç edebilir. Anonim şirket statüsünde olmak kaydıyla, finansman bonusu ihraç etmek isteyen anonim şirketlerin, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin almaları gerekmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu, finansman bonusu ihraç edecek işletmelerde bazı özellikler aranmaktadır. Bu özellikler şunlardır;

- Anonim şirketlerin son üç yıla ait bilânçolarını kârla kapatmış olmaları gerekmektedir.
- Finansman bonusu ihraç edecek ortaklıkların, esas sözleşmelerinde, buna yetki veren bir hükmün bulunması ve bu konuda genel kurulca karar alınmış olması gerekmektedir.

Ülkemizde, işletmelerin finansman bonusu çıkarma sınırları da belirlenmiş bulunmaktadır. Buna göre ilgili kuruluşların finansman bonusu çıkarma sınırı da belirlenmiş bulunmaktadır. Buna göre, ilgili kuruluşların finansman bonusu çıkarma sınırı SPK'nın 13. Maddesi uyarınca, Bakanlar Kurulu'nca belirlenen limitler dikkate alınarak açıklanan esaslara göre hesaplanan genel toplamdan, tedavülde bulunan tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin tutarı indirilerek bulunur.

Finansman bonolarının satışında iskonto esası uygulanmaktadır. Bu sebeple, finansman bonoları üzerinde bedel, anapara ve faizi de kapsamaktadır. Finansman bonosunun vadesine göre iskonto oranı, ihraç eden işletme tarafından belirlenmektedir.

Finansman bonoları güvencelerine göre A, B, C, D, E ve F tipi olmak üzere sınıflandırılır. A tipi finansman bonoları garanti kaydı taşımayan bonolardır. E tipi finansman bonolarında müşterek borçlu ve müteselsil kefiller vardır.

Finansman bonusu yatırımcı açısından, ancak, alternatif yatırım araçlarından daha cazip olduğunda tercih edilir. Finansman bonoları, özellikle nakit fazlası olan işletmeler ve bireysel yatırımcılar için bir yatırım seçeneği oluşturmaktadır.

Finansman bonusu, yatırımcılar açısından ödenmeme, faiz ve enflasyon riski taşımaktadır. Ödenmeme riski, garantili finansman bonoları için söz konusu değildir (Ceylan, 2001: 146–147).

Kısa vadeli bono çıkarılmasıyla fon temininin gelişip, yaygınlaşmasının bankalar üzerinde iki yönlü olumsuz etkisi olmaktadır. Belirli bir süre ellerinde atıl kalabilecek

fonları kısa vadeli bonolara yatırmak suretiyle değerlendirmek isteyen firmalar, tasarrufçu kuruluşlar hatta gerçek kişiler, bankalardaki mevduatlarını çekmek suretiyle bunu gerçekleştirmektedirler. Bu nedenle, para piyasasında satılan kısa vadeli bonolardaki artış banka mevduatını azaltmaktadır. Diğer yandan bankadan kredi alan bir şirket bu olanaktan yararlandığı takdirde banka bir plasman müşterisinden yoksun kalmaktadır. Yani, para piyasasında kısa vadeli bono satışı yoluyla fon sağlanması bankalardaki mevduat ve plasman müşterisi kayıplarına yol açmaktadır (Akgüç, 1994: 543).

1.2.1.4. Faktoring

Faktoring, işletmelerin genellikle kısa vadeli satışlarından doğan alacak haklarının, faktörlere satılmasıyla, işletmelere fon sağlama olanağı veren bir finansman yöntemidir (Ceylan, 2001 : 147).

Alacak hakkının bir faktör kuruluşuna devri sonucunda nakit fon sağlanmasına neden olan bir mali işlemidir. Ülkemizde de hızla yaygınlaşan bir finansman yöntemidir. Bu işlemde alacaklı işletme alacaklarını tahsil öncesinde alacak tahsili ile uğraşan bir faktöre ya da Faktoring şirketine devreder. Böylece alacaklı firma alacağını zamanından önce tahsil ederek ekstra finansman sağlamış olur (Uzun, 2008: 349).

Faktoring işlemi yapan kuruluşlara faktör denir. Bir başka deyişle, Faktoring, faktör ile alacaklı işletme arasında yapılan ve süreklilik gösteren bir anlaşmadır. Bu anlaşma ile, alacaklı işletme, üçüncü kişi ve kişiler üzerindeki alacaklarının tamamını veya bir bölümünü faktörle devretmeyi ve bu işlemi borçlulara bildirmeyi kabul eder. Buna karşılık faktör, alacakları tahsil etmeyi, ödenmeme riskini üstlenmeyi, alacak tutarlarını peşin olarak veya belirli bir vadenin bitiminde ödemeyi taahhüt eder. Amaç, işletmenin bürokratik işlemlerden kurtulması ve alacaklarını vadeden önce tahsil ederek finansman gereksinimini karşılamasıdır. Yani, Faktoring’te işletmelere muhasebe, tahsilat ve finansman hizmetlerinin tümü veya bir kısmı sunulmaktadır.

Faktör kuruluşun muhasebe fonksiyonunu üstlenmesi durumunda, işletmenin alacaklarının takibi ve muhasebesi ile ilgili bürokratik işlemler faktör tarafından yapılır. Faktör, bu hizmetlerinin karşılığında firmadan ücret almaktadır.

Faktör kuruluşlarının fonksiyonlarından birisi de tahsilattır. Burada faktörün yaptığı iş, bankalar gibi, işletmenin alacağının komisyon karşılığında vadesinde tahsil

edilmeye çalışılmasıdır. Bu sayede işletmelerin tahsilat işlemleri için zaman ve personel ayırmalarına gerek kalmamaktadır. Bunun sonucu olarak, işletme yöneticilerinin diğer işletme fonksiyonlarına ayıracakları zamanları artacaktır.

Faktor kuruluşların en önemli fonksiyonu alacakların tahsil edilememe riski ile birlikte satın alınmasıdır. Bu fonksiyon içinde, müşterinin alacakları, Faktoring sözleşmesinde belirtilmiş limitler dahilinde garanti edilmektedir.

İşletmelerin farklı ihtiyaçları göz önünde bulundurulduğunda, Faktoring servislerinde çeşitlilik ortaya çıkmaktadır. Bu sayede birçok faktor kuruluş belli konularda uzmanlaşmaya gitmektedir. Bu nedenle faktor kuruluşlar tüm Faktoring hizmetlerini vermemektedir.

Faktoring işlemleri aşağıdaki türlere ayrılır. Bunlar;

- i. Full servis rücu edilemez Faktoring,
- ii. Full servis rücu edilebilir Faktoring,
- iii. Açıklanmamış Faktoring ve
- iv. İhracat Faktoring'tir (Ceylan, 2001: 147–148).

1.2.1.4.1. Full Servis Rucu Edilemez Faktoring

Rucu edilemez faktoring, faktor'ün alacağı ödenmeme riskini tamamen üstlendiği faktoring şeklidir. Faktoring şirketi, satıcı firmanın vadeli alacaklarını satın almakta ve ona ön ödeme yapmaktadır. Vadeli alacakların vadesinde ödenmemesi durumunda faktor müşterisine rucu edememekte ve bütün zararı kendisi üstlenmektedir. Bu tür faktoring işlemlerinde tüm riski faktor üstlenmiş bulunmaktadır. Bundan dolayı, faktoring şirketleri ileride doğabilecek zararlarını en alt düzeye indirmek için ciddi piyasa araştırması yaparak rucu edilemez faktoring işlem yapmaktadırlar (Apak ve Demirel, 2010: 363).

1.2.1.4.2. Full Servis Rucu Edilebilir Faktoring

Faktor'ün alacağın ödenmeme riskini üstlenmediği faktoring şeklidir. Burada fakto'ün ödenmeme riskini satıcı firma üstlenmektedir. Rucu edilemez faktoring şeklinde olduğu gibi burada da, faktoring şirketi satıcı firmanın vadeli alacaklarını satın almakta ve ona ön ödeme yapmaktadır. Faktor tarafından satın alınan alacakların

vadesinde ödenmemesi durumunda faktor müşterisine rucu etmekte ve yaptığı ön ödemeyi kendisinden talep etmektedir. Bu tür faktoring işleminde faktorün satıcı firmaya yaptığı ön ödeme kredi niteliği almaktadır. Satıcının faktöre devrettiği alacaklarda faktoring şirketinden kullandığı krediye karşılık verilen teminat niteliğinde olmaktadır. Bu tür faktoringte faktorün temel işlevi, tahsilata aracılık yapmak şeklinde ortaya çıkmaktadır (Toroslu, 2005: 10).

1.2.1.4.3. Açıklanmamış Faktoring

İşletme, faktoring anlaşması yaptığını gizli tutulması kaydıyla bu hizmetten yararlanmak isteyebilir. Böylece, işletme, ayrı bir pazarlama şirketi kurmak koşuluyla, faturaları pazarlama şirketi adına düzenlemektedir. Yeni kurulan şirket, faktor olmaktadır. Faktor ile işletme arasında bir faktoring anlaşması yapılarak, pazarlama şirketinin, üreticinin tüm alacaklarını satın alacağı, üretici işletmenin de tüm satışlarının faturalarını pazarlama şirketi adına düzenleyeceği taahhüt edilir. Müşterilere ise ayrıca bilgi verilmesi gerekmektedir. Faktoring, işletmeye, tüm hizmetleri verebileceği gibi, kredi sigortası da sağlayabilir. Yeni bir pazarlama şirketinin kurulma maliyeti oldukça yüksek olduğundan dolayı, açıklanmamış rucu edilebilir veya edilemez faktoring şirketi çok büyük işletmeler tarafından kurulur. Faktoring'in masrafları, satışların % 0,5 ile % 3 'ü arasında değişmektedir. Rucu edilebilir faktoring'te ise, masraflar % 0,2 ile % 0,5 oranına kadar düşmektedir (Ceylan, 2001: 149-150).

1.2.1.4.4. İhracat Faktoringi

İhracat faktoringi, alıcının başka bir ülkede olduğu durumlarda gerçekleştirilen faktoring işlemidir. Burada faktoring işlemine konu olan alacak ihracat işleminden kaynaklanmaktadır. Bu yüzden, bu faktoringte yurtiçi faktoringe oranla daha fazla risk unsuru bulunduğundan muhibir bir faktorün hizmetlerinden yararlanılmaktadır. Bu muhabir bazen faktorün şubesi veya temsilcisi, bazen de ithalatçının ülkesindeki bir başka bir faktoring şirketi olmaktadır. Muhabir faktör ithalatçının ülkesindeki bir başka faktoring şirketi olmaktadır. Muhabir faktör ithalatçının ülkesindeki gerekli istihbaratları yaparak limit onayını ihracatçının ülkesindeki faktöre bildirir. İhracat faktoringi, faktorün birçok yabancı ülkede muhabri ilişkisini kurmasını gerektirdiği için

yurt içi faktoringe göre daha geniş bir örgütlenme gerektirmektedir (Apak ve Demirel, 2010: 363).

1.2.2. Orta Vadeli Finansman Kararları

İşletmenin orta vadeli finansman kaynakları, işletmenin gereksinimlerinin yapısına ve büyüklüğüne göre değişmektedir. Fonların sağladığı piyasalar; borç verenlerle alanların direkt ilişkide bulunduğu piyasalar ile finansal araçlar kullanılarak fon sağlanabilen açık piyasalar olarak ikiye ayrılırlar. Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler için menkul kıymet ihracı yolu ile sermaye piyasasından fon sağlama, ihtiyaç duyulan fonları temin etmek için uygulanabilir bir kaynak değildir. Piyasanın yapısı gereği borç alan işletmenin hakkında finansal bilgi sağlanabilecek kadar büyük ve bu piyasalarda kaynak sağlayabilecek kadar güçlü olması gerekmektedir. Büyüklükleri, buldukları bölge ve yetersiz finansal durumları nedeniyle sermaye piyasasına giremeyen işletmeler için bankalar ve öteki finansal kuruluşlar için orta vadeli fonların sağlanması önemli bir kaynaktır (Büker ve diğerleri, 2010: 397).

Orta vadeli finansman kaynakları, genellikle, vadeleri 1-5 yıl arasında olan fonları içermektedir. Finans literatüründe orta vadeli finansman kaynaklarının vadesinin en az 5 yıl mı yoksa 10 yıl mı olması gerektiği konusunda bir tartışma vardır. Bazı kaynaklar, orta vadeli finansman kaynakları 1-5 yıl, bazıları ise 1-10 yıl arasında kullanılan fonlar olarak değerlendirmektedir. Türkiye’de Merkez Bankası, vadeleri 5 yıla kadar olan senetleri reeskonta kabul ettiği için uygulamada vadeleri 1-5 yıl arasında olan kredileri orta vadeli krediler olarak tanımlama eğilimi vardır. Orta vadeli finansman kaynakları, genelde belli bir süre ödemesiz dönemden sonra üç ay, altı ay veya yıllık taksitler halinde ödenir. Kısa vadeli fonları, işletmeler mevsimlik veya geçici gereksinimler için kullanırken, orta vadeli fonlar ise, devamlılık taşıyan fon gereksinimleri için kullanılır (Ceylan, 2001: 163).

Likidite bakımından zayıf olan bir ekonomide, işletmelerin kendi faaliyetlerinden sağladıkları fonlarla, bu faaliyetlerini kısa süre içinde finanse etme imkânı zayıftır. Bu sebeple, fon yaratma yeteneği bir yılın ötesine uzanan faaliyetlerin, kısa süreli fonlar ile finanse edilmesi büyük zorluklar ortaya çıkarmaktadır. Sonuç ve verim elde edilmesi bir yılın ötesine uzanan faaliyetlerde ise finansmanın uzun süreli fonlarla da karşılanması kolay değildir. Çünkü, uzun süreli fon temini için yöneticilerin

hisse senetleri ve tahvil ihracı gibi uzun süre ön çalışma gerektiren bir çaba harcamalarını gerektirmektedir. Bu husus sebebiyle, işletmelerin finansmanında kısa ve uzun süreli kaynaklar arasında orta vadeli finansman kaynaklarının da bulunması zorunluluğu ortaya çıkmaktadır (Usta, 2005: 26).

Firmalar için başlıca orta vadeli finansman kaynakları ise şöyledir. Bunlar;

- i. Orta vadeli banka kredileri,
- ii. Rotatif krediler,
- iii. Forfaiting,
- iv. Leasing' tir.

1.2.2.1. Orta Vadeli Banka Kredileri

Bankalar bir ülkede fonları toplayıp, bunlara ihtiyaç duyan kişi ve kurumların kullanımına sunarak, fonların akımının sağlanmasında önemli rol üstlenmektedir. Bankalar mevduatların yapısına ve finansman olanaklarına bağlı olarak fon sunumunu krediler yoluyla yapmaktadır. Bankaların finansman olanakları yeterince gelişmemişse yani fon kaynakları istenilen düzeye ulaşmamışsa, bankalar uzun ve orta vadeli krediler yerine kısa vadeli kredileri tercih edeceklerdir. Bankalar yeterli fon kaynaklarına kavuşmuş ise ekonomide kısa vadeli kredilere talep de doymuş ise orta ve uzun vadeli kredileri karşılama yoluna gideceklerdir (Büker ve diğerleri, 2010: 400–401).

II. Dünya Savaşı' ndan sonra ticaret bankaları kredileri içerisinde orta vadeli krediler önemli yer tutmaya başlamıştır (Akgüç, 1994: 594).

Türkiye' de de 1970 yılından sonra alınan kararlar ticaret bankaları işletmelere orta vadeli kredi vermeye mecbur tutulmuştur (Ceylan, 2001: 163).

Ülkemizde, yatırımların ve ihracatın teşviki için sağlanan, orta vadeli kredilerin yanında bankaların özel kaynaklarından sağlanan orta vadeli krediler de bulunmaktadır. teşvike bağlanan bir yatırımın kredisi, devletin krediyi kullanan ve kullandıran işletmelere değişik dönemlerde, değişik özendirme yöntemleri ile sağlanmıştır. Özendirme yöntemi olarak bazen faiz farkı iadesi yapılmış, bazen de kredi kullanımı destekleme primi verilmiştir. Ayrıca, işletmeler, bankacılardan doğrudan doğruya kredi de sağlayabilmektedir. Çeşitli sektörler için bu kredileri veren uzman bankalar bulunmaktadır. Kredi kullanım yeri, vadesi ve geri ödeme planına göre de maliyetler değişiklik göstermektedir. Bankaların vermiş olduğu krediler için, maddi teminat

istenmektedir. Maddi teminat karşılığı alınan banka kredilerinin ödenmemesi halinde bu teminatların paraya çevrilmesi ile kredi alacağı tahsil edilmektedir (Büker ve diğerleri, 2010: 401).

Orta vadeli banka kredilerini, diğer işletme kredilerinden ayıran iki temel özellik vardır. Bunlardan birincisi, vadenin 1 yıldan fazla olması, ikincisi ise, verilen kredinin bir borç anlaşmasına bağlanmış olmasıdır. Orta vadeli borçların ödenmesi, ödeme planına uygun olarak üç aylık, altı aylık veya yıllık olarak yapılmaktadır. Ödeme planı genellikle borçlunun işletmenin nakit girişlerine uygun olarak hazırlanır. Ödemeler genellikle eşit taksitler halinde yapılır (Ceylan, 2001: 163).

Kredi, yıllık eşit taksitlerle ödendiğinde, ilk yıllarda taksit tutarı içinde faizler büyük yer tutmakta; taksitler ödendikçe faizlerin tutarı azalmaktadır (Akgüç, 1994: 595).

Firmalarca orta vadeli kredilerin başlıca kullanım alanları ise şöyledir:

- Sabit Sermaye Yatırımlarını Finanse Etmek,
- Mevcut Sabit Kıymetlerin Ekonomik Değerlerini Arttırıcı Esaslı Bakım- Onarım Giderlerini ve Yenilemelerini Karşılama,
- Net İşletme Sermayesini Arttırmak,
- Mevcut Bir Borcun Ödenmesini Sağlamak,
- İştirakte Bulunmak, Bir Firmayı Aktifi ve Pasifi ile Satın Almaktır (Akgüç, 1994: 600–601).

1.2.2.2. Rotatif (Dönen) Krediler

Bu krediler, ticaret bankalarına özgü bir orta vadeli finansman şeklidir, finansmanda büyük bir esneklik sağlamaktadır. Bu tür kredi, gelecekte krediye ihtiyaç duyacağını tahmin eden, fakat bunu tam olarak zaman ve tutar açısından kestiremeyen işletmeler için çok faydalıdır (Usta, 2005: 27).

Dönen krediler, önceden saptanmış kredi limiti aşılmamak kaydıyla tekrarlanan borç alma ve geri ödemelere olanak vermektedir. Dönen krediden yararlanan firma, geri ödeme yaptıkça tekrar saptanan kredi limitine kadar borçlanma hakkına sahip

olmaktadır (Akgüç, 1994: 607). Bu anlamda dönen krediler, işletmeler açısından kaynak temininde önemli bir esneklik sağlamaktadır (Uzun, 2008: 361).

1.2.2.3. Forfaiting

Forfaiting, kredili mal ve hizmet ihracatından doğan ve gelecekte tahsil edilecek orta vadeli ve uygulamada bir banka tarafından garanti edilmiş senetli veya senetsiz bir alacağın, vadeden önce satılarak, tahsil edilmesidir (Berk, 1985: 33).

Senetli veya senetsiz her çeşit alacak, forfaiting konusu olabilir. Ancak uygulamada police ve bono gibi senetlerle temsil edilen alacaklar üzerinden forfaiting yapılmaktadır (Unay, 1989: 177). Alacağın satıcısına “forfaitist”, devralan kuruluşa ise “forfeiter” denir. İthalatçı, güvenilir bir borçlu değilse, forfeiter, kendisine devredilecek olan alacağın, aval veya benzeri şekilde kabul edebileceği bir banka teminatına bağlanmasını isteyebilir. Bu sayede, forfeiter’in alacağı tahsil edememe riski azalmaktadır. Diğer yandan, alacağın ikincil piyasada işlem görmesine olanak sağlamaktadır. Böylece, forfeiter’in alacağı vade sonuna kadar portföyünde tutmasına gerek kalmamaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 196).

Uluslararası piyasalarda artan rekabet, ihracatçıların ithalatçılara daha uzun vadeli mal satmalarına neden olmaktadır. Bunun sonucu olarak ihracatçılar, alacaklarını tahsil edememe, faiz ve kur riski gibi ek riskler yüklenmektedir (Ceylan, 2001: 179).

Forfaiting finansmanında vade, altı ayla on yıl arasında değişmektedir. Kredinin geri ödenmesi, genellikle altışar aylık taksitler halinde yapılmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 58). Forfaiting finansmanı, sabit faizli bir finansmandır (Apak, 1992: 115). Forfaiting işlemi, işletmelerin bilançolarında görülmediğinden, kredi kurumlarına karşı bir üstünlük sağlamış olacaktır (Erdemol, 1992: 69).

İhracatçıların faiz, kur ve kredi risklerinden korunma arzuları, forfaiting finansman tekniğinin gelişmesini sağlamıştır. Forfaiting işlemleri, II. Dünya Savaşı sırasında ortaya çıkmıştır. İlk uygulama, Birleşik Devletlerden Doğu Avrupa ülkelerine tahıl ihracatında, İsviçre Bankaları tarafından yapılmıştır. Forfaiting, factorign’in aksine sermaye mallarının ihracatıyla ilgili olarak kullanılan orta vadeli bir finansman tekniğidir. Dünyada 1960’lı yıllarda sermaye malları pazarının alıcı niteliklerinin ağırlık kazanması, 90- 180 günlük kredi vadelerinin yetersizliğini ortaya koymuştur (Berk, 1985: 34).

Forfaiting yönteminden yararlanılarak finanse edilen mal ve hizmet çeşidindeki artış beraberinde, ödemede kullanarak para biriminde de çeşitlendirmeye neden olmuştur. Forfaiting işlemleri, genellikle, ABD Doları, Euro, İsviçre Frangı, Yen, Sterlin ve İsveç Kronu gibi konvertibl paralar üzerinden yapılmaktadır. Forfaiting işlemleri, orta vadeli kambiyo piyasalarının bulunduğu her yerde yapılabilir. Burada önemli olan, paraların ülkeler arası transfer edilebilmesidir (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 58).

Günümüzde, Londra, Zürih ve Frankfurt' ta gelişmiş forfait piyasalar vardır. Her geçen gün artan talep, birçok banka ve kredi kurumunun forfaiting'i kendi programlarına almalarına neden olmaktadır. Forfait piyasasının genişleme nedenleri olarak, faiz oranları ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar, transfer riskindeki artışlar, sigorta primlerinin yükselmesi, ihracat kredi sigortası ve garanti şartlarının daha sınırlayıcı hale gelmesi sayılabilir. Diğer yandan, forfait piyasasında sağlanan hizmetler açısından da önemli gelişmeler gözlenmektedir. Bu gelişmelerden birincisi, ikincil forfait piyasasının gelişmesidir (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 58).

İkincil piyasaların gelişimi, forfaiter'lerin, yeni forfaiting işlemlerine girmelerini sağlamaktadır. İkincil piyasalarda, eldeki senet veya poliçelerin tümünün yanında, parça da satabilirler. Londra piyasası, en aktif ikincil piyasadır. Forfaiter'ler hem birincil, hem de ikincil piyasada faaliyet göstermektedir. İkincil piyasalarda gizlilik hakimdir. Bu sebeple, alıcılara poliçe veya bonolar transfer edilemez. Bunun yerine, alıcıya tutar, vade tarihi, garantör ve borçlu hakkında bilgi verir.

Forfaiting piyasasındaki gelişmelerden ikincisi, büyük tutarlardaki işlemlerde sendikasyona gidilmesidir. Bu piyasalardaki üçüncü önemli gelişme, birincil piyasadaki sabit faizli borçlanmalardan, ikincil piyasada değişken faiz oranlı borçlanmalara geçilmesidir (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 58–59).

1.2.2.4. Leasing

Türkiye'de Leasing kelimesi karşılığı olarak, kiralama, teçhizat kiralama kredisi, finansal kiralama gibi kavramlar kullanılmaktadır. Ancak bu kavramların İngilizce "leasing" kavramının tam olarak karşılığını vermediği de bir gerçektir. Bu sebeple, Türkçede yazılmış birçok çalışmada, finansal kiralama kavramı yerine leasing kelimesi kullanılmaktadır. Çünkü leasing, günümüzde kira veya ürün kiralamasından çok farklı

bir anlamda kullanılmaktadır. Bu nedenle, Avrupa ülkelerinin birçoğu, kendi dillerine has bir karşılık bulmak yerine “leasing” kelimesi kullanmayı tercih etmektedir (Tekinalp, 1989: 1).

İngilizce “leasing” sözcüğü, bazı Avrupa ülkelerinde olduğu gibi kullanılmakta, bazı ülkelerde ise, bu işlemi yansıtacak sözcüklere yer verilmektedir. Örneğin, Fransa’da uzunca bir süre leasing karşılığı “credit-bail” deyimini kullanılmış, ancak bu deyim finansal leasinglerin çok özel bir türünü yansıtmaması ve amaca uygun olmaması nedeniyle, son zamanlarda “location financier” deyimine yer verilmeye başlanmıştır (Özsunay, 1986: 1).

Leasing veya finansal kiralamanın, uygulamada karşılaşılan tüm tür ve şekillerini içine alacak bir tanımının yapılması zordur. Bu sebeple, leasing tanımları genellikle finansman kiralamasının özelliklerini yansıtmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 93).

Finansal kiralama tanımları içerisinde, en açık tanım olarak, Avrupa Leasing Birliği’nin tanımı alınabilir. Bu tanıma göre, “Finansal kiralama, belirli bir süre için kiralayan (lessor) ve kiracı (lessee) arasında imzalanan ve üreticiden kiracı tarafından seçilip, kiralayan tarafından satın alınan bir malın, mülkiyetini kiralayanda, kullanımı ise kiracıda bırakan bir sözleşme olup, malın kullanımı belirli bir kira ödemesi karşılığında kiracıya bırakılmaktadır”(Ertuğrul, 1986-1987: 52).

4842 sayılı Kanunda ise finansal kiralama daha geniş kapsamlı olarak şu şekilde tanımlanmıştır: Finansal kiralama, kira süresi sonunda mülkiyet hakkının kiracıya devredilip devredilmediğine bakılmaksızın, bir iktisadi kıymetin mülkiyetine sahip olmaktan kaynaklanan tüm riskler ile yararların kiracıya bırakılması sonucunu doğuran kiralamalardır (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 94–95). Amerikan Finansal Muhasebe Standartları Heyeti ve Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi (IASC), bir kira anlaşmasının finansal kiralama sayılabilmesi için aşağıdaki dört şarttan en az birinin varlığının olması gerekir. Bu şartlar şunlardır (Tekbaş, 1985: 18):

- Kira süresi sonunda, malın mülkiyetinin kiracıya devrinin öngörülmesi,
- Anlaşmanın, kiracıya, kira süresi sonunda, malı o tarihteki beklenen piyasa fiyatının altında bir değerden satın alma hakkını vermesi,
- Kira süresinin, varlığının tahmini ekonomik ömrünün en az %75’ ine eşit olmasıdır.

- Kira ödemeleri toplamının, kira süresinin başlangıcındaki bugünkü değerinin, malın piyasa değerinin en az %90' ına eşit olmasıdır.

Finansal kiralama, geleneksel finansman seçeneklerine göre yeni bir yöntemdir. Finansal kiralama, orta vadeli yatırım kredisi, kira, taksitli satış gibi, üç değişik işlemin birleşmesinden oluşan ve bunlardan farklı bir nitelik gösteren, kendisine has bir işlemdir. Türkiye'de benimsenen şekliyle, orta vadeli kredi kullanımına çok yakın finansman yöntemi olarak kabul edilebilir (Ahıska, 1985: 1).

Enflasyon ve büyüme işletmelerin sermaye gereksinimlerini her geçen gün arttırmaktadır. Diğer yandan, sermayenin sabit varlıklara bağlı kalması ve kit olması, işletmeleri finansman ve likidite zorluğuna itmektedir. Bir işletmenin yaşamını ve gelişimini sürdürebilmesi için ihtiyaç duyduğu fonları, tümüyle özkaynaklardan karşılaması hem zor, hem de ekonomik değildir. Bu nedenle, işletme varlıklarının orta ve uzun vadeli yabancı fonlarla finanse edilmesi söz konusudur. Amaç sabit varlıklara yatırım yapmak olduğuna göre; işletme, satın almak veya kiralamak alternatiflerinden biri ile amacına ulaşabilir. Finansal kiralamanın özünde, para dışında bir iktisadî değer borç olarak alınması yatmakta ve kiracı, kira sözleşmesi ile sabit bir yükümlülük altına girmektedir. Bu nedenle, finansal kiralama, borçla finansmanın bir şekli olarak kabul edilmektedir (Akgüç, 1979: 554).

Kiralama kavramıyla, farklı birçok işlem birden tanımlanmaktadır. Örneğin, kiralanan varlığın kullanım hakkı, kiracıya kısa süre için devredilmektedir. Bununla birlikte, uzun vadeli olarak kiralanan varlığın, kiracıya devredilmesini sağlayan sözleşmeler de kiralama kapsamında alınmaktadır (Seyhan ve Aydın, 1991: 44).

Kiralama uygulamalarını Fenikelilere kadar uzatmak mümkündür. İlk kiralama uygulamaları, toprak ve gemi kiralamalarıdır. Bu şekilde, üretici ve kiracı arasındaki direkt kiralama işlemleri, ABD'de ve Avrupa'da oldukça eskidir. Hatta 1877'de Bell Telephone Company, ürettiği telefonları satmayıp kiralamaya karar vermiş ve bu olayı "leasing" olarak ifade etmiştir. Bu kiralamalar, o zaman satış politikasının bir aracı olarak düşünülmüştür. İngiltere'de 1840'larda demir yolu vagonlarının kiralınması söz konusu olmuş ve Dünyada ilk tescilli kiralama şirketi "Birmingham Wagon Company" 25 Mayıs 1885'te kurulmuştur (Clark, 1985: 1).

“The Mercantile Leasing Company” nin 1960 yılında kuruluşu ile İngiltere’ye sıçrayan leasing işlemleri, başarılı bir gelişme göstermiştir (Şengezer, 1987: 1).

İkinci Dünya Savaşı sırasında, Amerikalıların Ruslara savaş malzemesi satışı yerine, kiralama fikirleri, savaş sonrası ekonomik canlanmanın getirdiği dev yatırımlar için önemli finansman kaynağını oluşturmuştur. Baş döndürücü teknolojik gelişmelere karşılık yetersiz banka kredileri, “makinenin değeri, ona sahip olmak değil, kullanmaktır” ilkesini benimseyen pek çok şirketin, leasing yoluyla finansmana yönelmesine sebep olmuştur (Ersan, 1985: 34).

Kârın, makine ve teçhizatın mülkiyetinden çok kullanımından doğduğu düşüncesinin yanısıra vergi yönünden amortisman oranlarının esnekleştirilmesi ve kiralama gelirlerinin vergi muafiyetini genişletilmesi, kiralamanın gelişmesinde önemli bir etken olmuştur (Ertuğrul, 1987: 54).

Finansal kiralama uygulamalarının yaygınlaşmasında, kiralama şirketleri önemli bir rol oynamıştır. Finansal kiralama şirketleri kurulduktan sonra, kiralama fikri hızla yayılmış ve 1950’li yıllarda, ABD’ de birçok finansal kiralama şirketi kurulmuştur. Kiralama şirketleri, üreticilerin yerine, kiralama ve finansman görevi yapmış ve riskleri üstlenmiştir. Finansal kiralama uygulamalarının ve finansal kiralama şirketlerinin, gelişmiş ülkelerde yaygınlaşmasının nedeni, bu ülkelerde pazarlama ve sermaye olanaklarının fazla artışıdır (Pekiner, 1985: 3). Rekabetin de etkisiyle, gelişmiş ülkelerde finansal kiralama şirketleri, nakit sıkıntısı çeken, işletmeleri cazip sloganlarla uyarmaya ve kendi pazarlama güçlerini arttırmaya yönelmişlerdir (Küçükberksun, 1977: 54).

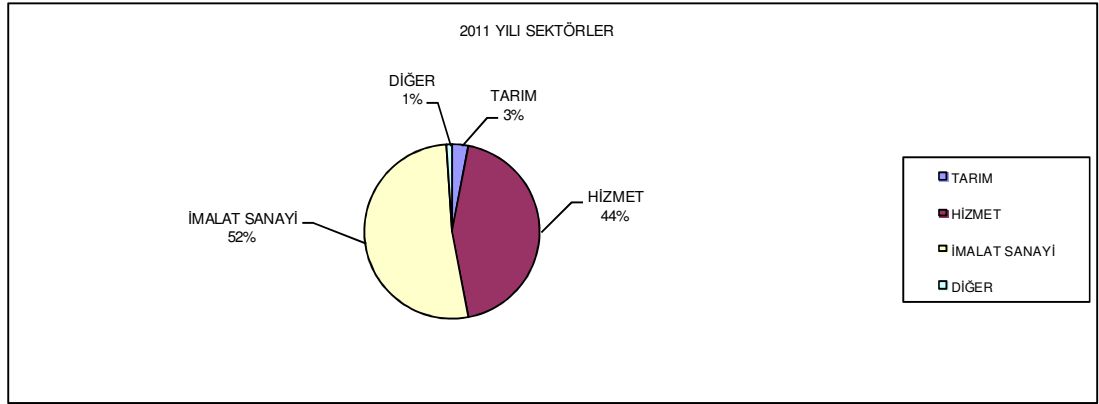
Gelişmiş ülkelerde finansal kiralamanın gelişmesinde etken olan ortak özellikleri sermaye yatırımlarını özendirilmesi yani, girişimci dinamizmine sahip bir ortam ve güçlü bir mali yapı sağlamasıdır (Levack, 1978: 11). Japonya’ da ilk kiralama şirketi, 1963 yılında kurulmuş ve Japon Finansal Kiralama şirketlerinin uluslararası faaliyetleri 1980’li yıllarda başlamıştır (Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, 1985: 28).

Türkiye’de finansal kiralama şirketlerinin verilerine göre, finansal kiralamaya konu olan mallar şunlardır (İktisat Leasing, Annual Report, 1989: 4):

- Tekstil makinaları ve tezgâhları,
- Bilgisayar ve yüksek kapasiteli bilgi işlem üniteleri,
- Uçaklar ve helikopterler,

- Matbaa makineleri,
- Kuru yük gemileri, tanker, ro-ro ve diğer deniz taşıtları,
- Sanayi kalıpları,
- Tıbbi cihazlar,
- Santraller ve haberleşme araçları,
- Elektronik şans makinaları,
- Otobüsler,
- Tezgahlar, makinalar,
- Komple fabrikalar,
- Şirketler için otomobiller,
- İnşaat makineleri, vinçler, her türlü taşıt araçları,
- Komple hastane, otel ve büro donanımları,
- Enerji tesisleri,
- İhracata yönelik komple üretim bantlarıdır.

Türkiye’de 2011 yılı itibariyle finansal kiralamanın bazı sektörlerle göre dağılımı ve toplam içindeki payları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.



Şekil 1.2. 2011 Yılı Finansal Kiralamanın Sektörlere Göre Dağılımı

Kaynak: www.fider.org.tr (Erişim tarihi 05.11.2012)

Şekil 1.2 incelendiğinde 2011 yılında Türkiye’deki finansal kiralamanın en fazla olduğu sektör % 52 ile imalat sanayi ve ardından az bir farkla % 44’ lük oranla hizmet sektörü yer almaktadır. Finansal kiralama işlemlerinin en az yapıldığı sektör ise % 1’ lik oranla tarımdır.

Kiralama, genel olarak, yurtiçi kiralama ve uluslararası kiralama olmak üzere ikiye ayrılır. Kiralamanın “yurtiçi” ya da “uluslararası” olması kiralanan malın ithal edilip edilmediğine göre değil, sözleşmeye taraf olanların, yurtiçinde faaliyet gösteren leasing şirketi tarafından kiralanıyorsa, ister Türkiye’de üretilmiş, isterse ithal edilmiş olsun, yurtiçi kiralama değildir. Diğer yandan, eğer kiralayan şirket yurt dışında faaliyet gösteriyorsa ve Türkiye’deki bir leasing şirketi, kiralama işlemine aracılık yapıyorsa, uluslararası kiralama söz konusudur (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 105).

Uluslararası leasing, kiracı ile leasing kuruluşunun ayrı ülkelerde bulunmaları halinde söz konusu olmaktadır. Ülkelerin kendi iç pazarlarının yanı sıra, uluslararası finansal kiralama piyasası da son yıllarda hızla gelişmektedir. Uluslararası finansal kiralama, 1970’lerin başlarından itibaren, uçak, gemi gibi büyük hacimli taşıtların finansmanında yeni bir alternatif oluşturmuştur. Uluslararası leasing, bir çeşit taksitli ithalat özelliği taşıdığından, bu uygulamaya özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki yatırımcıların sık sık başvurdukları görülmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 108–109).

Reklamlar incelendiğinde 1970’ten itibaren Dünyada leasing sektörünün büyük bir artış gösterdiği, %800’lere varan büyüme oranlarına ulaştığı görülüyor. 2008 yılında yaklaşık 750 milyar dolar tutarında finansal kiralama işlemi yapılmış, toplam yatırımların ortalama %25’i finanse edilmiştir. Dünya leasing pazarında birinci sırada olan ABD’yi Kıta Avrupası ve Uzak Doğu ülkeleri izlemektedir (Akkuş, 2008: 172).

Uluslararası finansal kiralama, 1970’lerin sonundan itibaren, ülkelerin sağlamış oldukları vergi avantajları nedeniyle hızla gelişmiştir. Bu uygulama, uluslararası finansal kiralamada çift taraflı vergi avantajı olarak bilinmektedir. Çift taraflı vergi avantajından, ABD Havacılık alanındaki özel bir düzenleme nedeniyle, yolcu taşıyan ticari hava yolu şirketleri yararlanmıştır. Finansal kiralama şirketlerinin, ABD için öngörülen vergi avantajlarını, ABD dışına taşımaları, 1984 Vergi Reformu Yasası ile sona ermiştir. Özellikle, uluslararası finansal kiralama konusunda vergi avantajları giderek azalmasına rağmen, vergi dışı avantajlar halen devam etmektedir. Finansal kiralama, hukuki düzenlemeler açıklığa kavuşturulduğunda, giderek daha fazla yaygınlaşacaktır. Uluslararası leasing, kiracının gümrük muafiyetli yatırım teşvik belgesine sahip olup olmamasına göre ikiye ayrılmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 109–110).

Leasing işlemleri, çeşitli ölçütlere göre sınıflandırılabilir. En sık rastlanan sınıflama, finansal kurumların fonksiyonları açısından yapılmaktadır. Buna göre, kiralama, faaliyet kiralaması, finansal kiralama olarak iki şekilde gerçekleşebilir. Faaliyet kiralaması, işlemlerin faaliyetleri ile ilgili ihtiyaç duydukları varlıklar için, finansman imkânı sağladığı gibi, kiralanan varlıkla ilgili servis ve kolaylıklardan yararlanmayı da sağlayan bir kiralama türüdür (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 113–114). Böylece, işletmeler, istedikleri malları kiralayarak, teknolojik eskime ve demode olma riskini kiralayan işletmelere yüklemektedir. Sonuçta, gelişen teknolojinin yakından izlenmesi ve rekabet gücünün artırılması olanağı doğmaktadır. Buna karşılık, kiralayan kuruluşlar, kira bedelini yüksek tutarak, bu olumsuz durumdan daha az etkilenmeye çalışmaktadır. Ayrıca, kiracı, kârını arttırmak için, malını birkaç kez kiraya vermektedir (İGEME İhracat Bülteni, 1985: 5).

Finansal kiralama, leasing türleri içinde en etkin ve en yaygın olanıdır. Tümüyle bir finansman yöntemi olan ve diğer fon kaynakları ile karşılaştırılabilen finansal kiralamayı, kiraya verenin, kiralanan mala ait bütün risk ve menfaatlerini aynen malikmişçesine kiracıya devrettiği bir kiralama türüdür (Günter, 1985: 1).

Leasinglerde, taraflar arasındaki ilişkiler genel olarak “genel leasing şartları” ile düzenlenmektedir (Özsunay, 1986: 4). Roma’ da bulunan “ Özel Hukukun Birleştirilmesi Uluslararası Enstitüsü’ nün uluslararası finansal kiralamalara ilişkin kurallar hakkında bir takım çalışmaları vardır (Özsunay, 1986: 2). Özetle, uluslararası finansal kiralama anlaşmalarına standart ilkeler getirerek yeknesaklık sağlanmaya çalışmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 116).

Bir finansal kiralama, kiralama türlerinin birçok özelliğini bünyesinde barındırır. Örneğin, finansal kiralama, hem sermaye kiralaması hem tam ödemeli kiralama, hem de kiralama niteliklerine sahip olabilir (Arıkel, 1986: 2).

Satış ve geri kiralama, finansman kiralamasının bir çeşididir. Satış ve geri kiralama, nakit sıkıntısı içinde olan bir işletmenin, finansal yönden bir takım kolaylıklar sağlamak amacıyla, arazi, bina, makine teçhizat gibi sabit varlıklarını bir finans kurumuna satışı ve daha sonra kiralamasıdır. Satış ve geri kiralama yöntemi, vergi avantajlarından yararlanmak için de kullanılır. Yatırım yapan bir şirket, yatırımdan dolayı vergi tasarrufu sağlayamayacaksa, yatırımın mülkiyetini bir finansal kiralama şirketine devreder ve geri kiralar. Kiralama şirketi, sadece vergi tasarrufu sağlamak için,

malın sahibi görünümündedir. Kiracı tarafından, kirayı verene devredilen aslında varlığın kendisi değil, yatırım nedeniyle doğacak vergi tasarrufudur. Varlığın sahiplik unvanının kiraya verene devredilmesi karşılığında, bir miktar nakit ve varlığı satın alan tarafından belirli dönemlerde ödenmesi gereken senetler alınır. Aynı zamanda, kiracı varlığı sattığı şirketle, varlığı kiralamak üzere sözleşme yapar. Sözleşmeye göre, kiralama süresi boyunca, kiraya veren işletmeye, kira ödemeleri yapılacaktır. Kira bedelleri kiraya verenin imzaladığı senet bedellerinin tutarları ve ödeme tarihleriyle aynıdır. Bu sebeple, kira ödemeleri ve senet ödemeleri sadece defterdeki kayıt işlemleri ile gerçekleşir. Kiracı ve kiralayan arasındaki tek gerçek nakit akımı sözleşme sırasındaki ödemedir (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 121–122).

İşletmeler, bazen amortisman süresi dolmuş sabit varlıklarını, kiralama şartıyla satarak vergiden kaçırma yolu bulabilir. Bu tür kiralamada malın satış bedeli genellikle düşük bir tutar olarak tespit edilir. Kira bedelleri gider olarak düşülerek daha az vergi ödenir. Yasal amortisman oranlarını yetersiz bulan bazı işletme yöneticileri de satış ve geri kiralama yöntemlerine başvurabilir. Bu tür yöntemi, satın alan ve kiraya veren olarak katılanlar, genellikle sigorta şirketleri, diğer kurumsal yatırımcılar, finansman kurumları ile bağımsız kiralama şirketleridir (Van Horne, 1979: 214).

Finansal kiralamanın üstünlükleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Bir ülkeye finansal kiralama yoluyla yabancı sermaye girişi diğer yollara göre daha kolay sağlanabilir.
- Kira ödemeleri işletme ile kiralama şirketi tarafından belirlenir.
- Ticarî bankalardan orta ve uzun vadeli kredi sağlayamayan ve öz varlıklarını arttıramayan işletmeler fon gereksinimlerinin yaklaşık olarak %100'ünü kiralama yoluyla sağlayabilir.
- Fonların kiralama yoluyla sağlanması satın alma durumunda kullanılacak fonların başka alanlarda kullanılmasına olanak verir ve böylece, işletmenin likiditesi ve kârlılığı artmaktadır.
- Leasing işlemleri, kredi işlemlerine göre daha kolay ve daha kısa sürede tamamlanmaktadır.
- Finansal kiralama yoluyla yapılacak olan yatırımlar, teşvik tedbirlerinden yararlandırılmaktadır.

- Kiralama, girişimcilere konumluk yeri seçiminde daha fazla esneklik sağlamaktadır.
- Faaliyet kiralaması türünde bir kira anlaşması yapılmışsa, kiralanan mal konusunda meydana gelen teknolojik yeniliklerin doğurduğu riskler kiraya verende kalmaktadır.
- Teşvik belgesine sahip bir yatırım için gerekli bir öz kaynak tutarı, yatırımın bir kısmının finansal kiralama yoluyla gerçekleştirilmesi halinde azalmaktadır.
- İşletmeler, satış ve geri kiralama yoluyla kanuni amortisman süresi dolmuş sabit varlıklarını, bir finans kurumuna satarak ve geri kiralayarak, amortisman ayıramadıkları varlıkların kira bedellerini vergi matrahından düşebilmektedir.
- 2008 yılından önce finansal kiralamanın en önemli üstünlüklerinden birisi de KDV'nin düşüklüğüdür.
- Leasing anlaşmasında maliyet belli olduğunda bütçe yapma şansı artmaktadır.
- İhracat yapan işletmelerin ihtiyaç duydukları modern makine ve teçhizatı daha kolay elde etmeleri mümkündür.
- Türkiye'de finansal kiralama sözleşmelerine vergi, resim ve harç bağışıklığı sağlanmıştır (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 125–128).

1.2.3. Uzun Vadeli Finansman Kararları

İşletmelerde alınacak olan kararların süreleri 5 yıldan daha uzun olan kararlar, uzun vadeli finansman kararları olarak adlandırılır. Uzun vadeli finansman kararlarının alınabilmesi için kaynakların aranması ve alternatif uzun vadeli kaynaklar arasından seçim yapılması işletmelerin sık sık karşılaştığı bir sorun değildir. Bu sorun, işletmelerin kuruluşu sırasında ve büyük yatırımlar yapılacağı zaman ortaya çıkar. Bu konuda alınacak karar, uzun yıllar işletmenin faaliyeti ve kârı üzerinde etkilidir (Usta, 2005: 27).

İşletmeler sürekli olarak kullandıkları duran varlıklarını finanse edebilmek için uzun süreli finansman kaynaklarına ihtiyaç duyarlar. İhtiyaç duyulan uzun süreli finansman kaynakları ise, öz kaynaklar ve yabancı kaynaklar olmak üzere iki yolla sağlanır. İşletmenin ortakları tarafından işletmeye sağlanan fonlar öz kaynakları oluşturur. Öz kaynaklardan finansmanın yararları şunlar olabilir:

- Bu fonlar karşılığında, faiz gibi sabit bir ödeme yapma zorunluluğu yoktur.
- Bu şekilde sağlanan fonların kullanımını yabancı kaynakta olduğu gibi zamanla sınırlı değildir.
- Ortakların koyduğu sermaye, kredi verenler için bir güvencedir. Bu sermaye işletmeye açılacak krediler için de bir ölçüdür. Yeterli miktarda öz sermayeye sahip bir işletme, kredi koşulları yönünden pazarlık gücüne sahiptir.
- Öz sermaye sahipleri yönetimde söz hakkına sahiptir.

Öz kaynakların finansman sakıncaları ise şöyle belirtilebilir:

- Net kârın paylaşılmasında, yeni ortaklar mevcut ortaklarla eşit haklara sahip olabilir.
- Kâr payları, tahvil faizi gibi, vergi matrahı da işletme gideri olarak düşülemez (Ceylan, 2001: 185).

İşletmeler genelde hisse senedi ve tahvil çıkararak, uzun vadeli fon sağlarlar. Bazı durumlarda işletmeler oto finansmana giderek öz kaynaklarını arttırabileceği gibi, finansal kurumlardan uzun süreli borç alarak da yabancı kaynaklardan fon sağlayabilirler (Büker ve diğerleri, 2010: 421).

1.2.3.1. Hisse Senedi İhracı

Hisse senetleri işletmelerin sermaye piyasasından uzun vadeli fon sağlamada kullandıkları önemli bir finansman aracıdır. Günümüzde Anonim Şirketleri sayısı hızla artmaktadır. Ayrıca işletmeler kısmen yeniden değerlendirme kanunundan yararlanarak kısmen de gerekli olan öz sermayeyi sağlamak amacıyla sermaye artırımına gitmektedir. Bu işlemlerin sonucunda, tedavüle çıkarılıp Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerinin sayısı ve işlem hacminde önemli artışlar kaydedilmiştir.

Hisse senetlerine modern finansman aracı olarak bakılmaktadır. Hisse senetleri sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde genellikle banka konsorsiyumu kişiler, işletmenin ortağı olmakta ve bu kârdan pay almaktadır. Bu özellikler, ilk hisse senetleri, sermaye

işletmelerinde hisse sahiplerinin, sermaye payları üzerindeki tasarruf hakkını temsil eden belgeler niteliğindedir (Büker ve diğerleri, 2010: 421).

Büyük işletmelerin ise, çok sayıda ortağı vardır. Bu işletmeler daha fazla fona ihtiyaç duyduklarında, sermaye artışına giderek, daha çok hisse senedi ihraç edebilirler. Mevcut ortakların onayını almadan ihraç edebilecek hisse senedi sınırına, kayıtlı sermaye denir.

İşletmelerin ihraç ettikleri hisse senetlerinin nominal değeri vardır. Şirket defterlerine öz sermaye, nominal değer üzerinden kaydedilir. Ancak, finans açısından nominal değer pek fazla anlamı yoktur. Genellikle hisse senetlerinin ihraç fiyatı, nominal değerden yüksektir. Aradaki fark, muhasebe kayıtlarına hisse senedi ihraç primi olarak kaydedilir.

İşletme ortakları hisse senedi satın alarak, sermayeye katkıda bulunabilecekleri gibi, kâr payının dağıtılmasını sağlayarak da sermayeye katkıda bulunabilirler.

Hisse senetleri piyasa değeri, genellikle defter değerlerinin üzerindedir. Çünkü enflasyon ve zaman içerisinde elde edilecek kârlar, piyasa değerinin defter değerinden büyük olmasını sağlar. Ancak bazı durumlarda işletmelerin zarar etmesi nedeniyle, hisse senetlerinin piyasa değeri defter değerinin altında olabilir.

Bazı işletmeler, hisse ihracını kolaylaştırmak veya yönetimi başkalarıyla paylaşmak için, farklı türde hisse senedi ihraç edebilir. Hisse senetlerinin türlere ayrılmasının nedeni, işletmelerin hem ilave sermayeye gereksinim duymaları, hem de yönetimden vazgeçmek istemeleridir. İmtiyazlı veya oydan yoksun hisse senedi ihraçları bu nedenle yapılır. İmtiyazlı hisse senedi sahiplerine, adi hisse senedi sahiplerinden önce kâr payı ödenir. Ayrıca, işletmelerin iflas etmesi durumunda, imtiyazlı hisse senedi sahiplerine, kredi verenlerden sonra veya adi hisse senedi sahiplerinden önce ödeme yapılır. İmtiyazlı hisse senedi sahiplerine genellikle oy hakkı verilmez. Aynı durum oydan yoksun hisse senetleri için de geçerlidir (Ceylan, 2001: 184–185).

İşletmeler vergi öncesi kârlarını hesaplarken, imtiyazlı hisse senedi kâr paylarını vergi matrahından gider olarak düşemezler. Bu nedenle imtiyazlı hisse senedi kâr payları da adi hisse senedi kâr payları gibi vergiden sonraki kârdan ödenir (Ceylan, 2001: 185).

1.2.3.2. Otofinansman Yoluyla Fon Sağlama

Oto finansman, bir işletmenin kendi kendine fon yaratmasına denir. Otofinansman, elde edilen kârın tamamen veya bir kısmının dağıtılmayarak işletme bünyesinde bırakılmasıyla oluşur (Ceylan, 2001: 187).

İşletmelerin oto finansmana başvurmaları ile, sermaye artırımına ihtiyaç duymalarına ya da işletme yönetiminde etkili olabilecek yeni ortaklar almalarına gerek kalmaz. Küçük ve orta büyüklükteki kredi olanakları sınırlı işletmeler için fon kaynağı sağlamada başlıca yol olan oto finansmana başvurulması ile sabit bir yük getiren faiz ödemelerinden de kaçınılmış olur.

Oto finansmanın, işletmelerin finansal gücünü arttırmada ve kaynak maliyetini düşürmede yararlı olmasına karşın, bir faaliyet masrafı doğurmaması, geri ödeme zorunluluğu söz konusu olmaması ve ayrıca gizli yedeklerin oluşturulmasında yöneticilerin ortakları herhangi bir hesap verme zorunluluğu bulunmaması nedeniyle bazı sakıncalar ortaya çıkabilmektedir (Büker ve diğerleri, 2010: 425).

Oto finansman iki şekilde yapılabilir (Ceylan, 2001: 189):

- Açık oto finansman
- Gizli oto finansman

1.2.3.2.1. Açık Otofinansman

Açık oto finansman, kârların işletmede tutulmasıyla yapılan finansmandır. Kârlar dağıtılmıyor ve bireysel işletmeler ile şahıs şirketlerinde sermaye hesaplarında tutuluyor ve anonim şirketlerde yedek akçe hesaplarına geçiliyorsa, bu gibi durumlarda oto finansmanın açık şekli söz konusudur. Açık oto finansman kapsamına şunlar girer (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 205–206).

- Dağıtımda Kârlar

İşletmenin yılsonundaki net kârının ortaklara dağıtılmayıp işletmede tutulan kısmıdır.

- Yedekler

Yedekler, işletmenin istikrarını sağlamak amacıyla mali fiyatlarındaki ani düşüşler gibi önceden kestirilemeyen zararlara karşılık olarak, kârdan ayrılır ve belli kurallara uyularak kullanılabilir.

Yedekler, kanuni ve ihtiyari olmak üzere ikiye ayrılır. Kanuni yedekler, Türk Ticaret Kanunu'na göre, işletmelerin ayırmak zorunda olduğu yedeklerdir. Türk Ticaret Kanununun 466. Maddesine göre ödenmiş sermayenin %20'sini bulmaya kadar her yıl kârdan %5 kanuni yedek akçe olarak ayrılır.

İşletmelerde ihtiyari yedek akçe ise, sözleşmede gösterilen yerlerde kullanılmak ve amaçlarının gerçekleştirilmesi için ayrılır. Özellikle, gelişme ve genişleme yedek akçeleri işletmenin en önemli iç finansman kaynağını oluşturur. Yönetim Kurulu'nun teklifi ve Genel Kurul'un vereceği karar üzerine genişleme amaçları için net kâr payının bir kısmı pay sahiplerine dağıtılmaz işletmede bırakılır genişleme ve gelişme hedefleri için ayrılır (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 205).

- Karşılıklar

Karşılıklar, hesap dönemi sonunda karşılaşılması mümkün olan muhtemel giderler için ayrılır. Karşılık ayırmak için, belli bir hukuki yükümlülüğün varlığı gerekmez. Bu konuda kuvvetli bir olasılığın varlığı, karşılık ayrılmasını haklı kılan bir neden olabilir.

Başlıca karşılık hesapları, amortismanlar, şüpheli alacaklar karşılığı ve değer kaybı karşılığı hesaplarıdır.

- Amortismanlar; Amortisman, aktiflerde zamanla meydana gelen değer düşüklüğünü karşılamak üzere ayrılır.
- Şüpheli Alacaklar Karşılığı; İcra ve dava konusu olan, üç vade uzatmasına rağmen tahsil edilememiş bulunan, protesto ve birden fazla yazılı isteğe rağmen ödenmemiş olan alacaklar, şüpheli alacaklardır. Bunlar için karşılık ayrılabilir.
- Stokların Değer Kaybı Karşılığı; Stoklarda zaman içerisinde değer düşmesi meydana gelirse, stokların maliyet değerleri ile bilançooya kaydetmek aldatıcı sonuçlar verir. Bu durumu önlemek için, stoklar ya cari piyasa değeri ile değerlemeye tabî tutulur, ya da maliyet değerleri ile gösterilebiliyorsa, bilançonun pasif tarafına, stoklarda değer kaybı diye bir karşılık hesabı açılır (Ceylan, 2001: 187-188).

1.2.3.2.2. Gizli Otofinsman

Gizli oto finansman, gizli yedek akçe ayrılması yoluyla yapılır. Gizli yedekler, genellikle aktif değerlerin olduğundan düşük, amortisman oranlarının yüksek, şüpheli alacakların kabarık veya pasifteki borçların şişirilmesiyle yaratılır (Kazgan, 1962: 68-69).

Oto finansmanda fon sağlamak, genelde işletmeler için yararlı bir finansman yöntemidir. Günümüzde işletmeler, finansman gereksinimlerinin büyük bir bölümü oto finansmanla karşılanmaktadır. Çünkü, oto finansman emniyet görevi görmektedir. Ancak oto finansmanın aşırı yapılması, işletmeler için sakıncalar doğurabilir. Özellikle halka açık şirketlerin küçük ortaklara, kâr dağıtılmadığında sermaye piyasasına olan güvenlerini kaybedebilir.

Söz konusu sakıncalar şunlardır:

- Aşırı oto finansman, ortakları uzun süre kârdan yoksun bırakacağı için, ortakların hoşnutsuzluğuna ve hisse senetlerinin piyasadaki değerinin düşmesine neden olabilir.
- Otofinsman, işletmeye kaynakların rasyonel olmayan bir biçimde kullanma olanağı verebilir (Johnson, 1966: 592–595).

1.2.3.3. Tahvil İhracı

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ekonomilerde firmaların uzun süreli yabancı kaynak sağlamak için başvurdukları başlıca yollardan biri belki de başlıcası tahvil çıkarmaktır. Ülkemizde de özellikle 1970'den itibaren büyük şirketler, bu olanaktan yararlanmaya başlamışlardır. Ancak, ülkemizde tahvil çıkarmak yoluyla fon sağlanması, daha çok orta süreli bir finansman görünümündedir (Akgüç, 1994: 642).

Tahvil, Ticaret Kanunumuzda “Anonim Şirketlerinin borç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleri” olarak tanımlanmıştır (Akgüç, 1994: 642).

Ülkemizde tahvil çıkarmak sermaye piyasasında fon sağlamak olanağı, Türk Ticaret Kanunu ile yukarıdaki tanımda anlaşılacağı üzere yalnız anonim şirketlere tanınmıştır. Ayrıca, bazı iktisadî devlet teşekkülleri, anonim şirketi statüsüne sahip

olmasalar dahi, özel kanunların vermiş olduğu yetkiye dayanarak tahvil çıkarabilmektedirler. Görülüyor ki, tahvil çıkarmak ülkemizde ancak belirli hukuki statüye sahip kuruluşların yararlanabilecekleri bir olanaktır. Bu yetki kaynak sağlamak, yukarıda sayılanların dışında bir hukuki yapıya sahip firmalar için kapalıdır (Akgüç, 1994: 642).

Ülkemizde uygulama şekliyle tahvil çıkarılmasını, uzun süreli fon sağlama aracı olarak nitelendirmek güçtür. Son yıllarda ülkemizde çıkarılan tahviller her an paraya çevrilebilir hale gelmektedirler. T.C Merkez Bankası, tebliğleri ile itfa süresi üç yılı aşmaya, kısa süreli tahvillerin çıkarılmasına da olanak verdiğiinden Sermaye Piyasası Kurulu da tahvillerin vadesini iki yıldan kısa olamaz şeklinde düzenlenmiş bulunduğundan ülkemizde tahvil çıkarılması, orta süreli kaynak sağlama aracı olarak nitelendirilebilir (Akgüç, 1994: 642).

Tahvillerin özelliklerinden olan tahvil ihracı limitinin, halka açık anonim şirketlerin ihraç edebilecekleri tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin toplam tutar, kurula gönderilen, bağımsız denetimden geçmiş, son mali tabloda yer alan çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından, varsa zararların indirilmesinden sonra kalan miktarı geçemez.

Tahvil ihraç limiti, halka açık olmayan anonim ortaklarının ihraç edebilecekleri tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarı, genel kurulca onaylanan son bilançoda yer alan ödenmiş sermaye ve yeniden değerlendirme değer artış fonu toplamını geçemez.

Tahvillerin vadelerinin uzunluğu ise ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Tahviller, birçok ülkede beş yıl daha uzun vadeli olarak çıkarılmaktadır. Ancak, ülkemizde tahvillerin vadesi iki yıldan az olmamak üzere, çıkaran kuruluş tarafından serbestçe belirlenmektedir.

Tahvillere ödenecek faiz ise; tahvil metni, izâhname ve sirkülerde açıkça belirtmek koşuluyla ihraççılara belirlenmektedir. Faiz ödemeleri üç ayda bir, altı ayda bir veya yılda bir kez kuponlara bağlı olarak yapılmaktadır (Büker ve diğerleri, 2010: 428–430).

Tahvil çıkarma yoluyla finansmanda tahvillerin alıcılara genellikle küçük tasarruf grupları olabileceği gibi bankalar, yatırım şirketleri, yatırım fonları da

olabilmektedir. Kişiler genelde tek başlarına yeterli bir sermayeye sahip olamazlar ve birbirlerini tanımazlar. Bu açıdan, geniş halk kitlesinin elinde bulunan küçük tasarrufların getirmesi ve yeterli bir güç halinde işletmelerin kullanımına sunması tahvillerin aracılığıyla önemli ölçüde gerçekleşir.

Tahvil çıkarma masrafları ile tahviller için işletmelerin ödedikleri faizler, işletmelerin yıllık kârının vergi matrahında gider olarak düşünüldüğünden, tahvil faizleri kurumlar vergisi matrahını azaltıcı nitelikteki giderlerden sayılmaktadır. Öte yandan, masraf yazılabilen tahvil faizleri ile maliyetler de nispeten düşük olmakta, enflasyonun etkisi azalmaktadır. Tahvil yoluyla finansmanda, işletmeler faizleri gider olarak gösterebildiklerinden daha az vergi ödemektedirler. Tahvil yoluyla finansmanın işletmelere diğer bir yararı da yasal olmayan yollardan işletmeyi fon bulmaya mecbur etmesidir. Bu sayede, yasal olmayan yollardan sağlanan finansman ile bunların tefecilere ödenen faiz için zorunlu olarak başvuru olan vergi kaçakçılığında kurtulunur ve kanunsuz kazanç yolu olan tefecilik azalmakta, vergi kaynakları artmakta ve sonuç ülke yararına olmaktadır.

Tahvil çıkarma yoluyla sağlanan fonlar genellikle uzun vadeyi kapsamaktadır. Bu türlü fon kullanan işletmeler her üç beş ayda vadesi gelen bonoları karşılama külfetinden ve giderlerinden kurtularak, kısa vadeli banka kredilerine göre daha ucuz ve daha rahat fon temin etmiş olmaktadır.

Tahvil ihracı yoluyla sağlanan sermaye tıpkı bir kaldıraç etkisiyle öz sermayeye düşen kârı arttırır. Bu anlamda, tahvil yoluyla fon sağlama, işletmeye yeni ortakların katılmasını ve yönetimin yeni ortaklar ile paylaşılmasını engellemektedir (Büker ve diğerleri, 2010: 439–440).

Ülkemizde tahvil piyasasının yaklaşık %90'ı devleti finanse etmekte kullanıldığından ve özel sektör işletmelerine tahvil çıkarma alternatifi daha maliyetli geldiği için, kullanılmasına yeterince ilgi gösterilmemektedir (Büker ve diğerleri, 2010: 439–440).

1.2.4. Kâr Payı Dağıtım Politikası İle İlgili Kararlar

Kâr payı dağıtım politikası, dönem sonunda elde edilen işletme kârlarının ortaklara dağıtılması veya işletme içerisinde yatırıma dönüştürülmesiyle ilgili kararları içermektedir.

İşletmelerin kâr payı dağıtım politikası, net kârın ortaklar arasında dağıtımını belirler. Bu sebeple, kâr payı dağıtım politikası ile işletmenin, yedek akçe politikası arasında yakın bir ilişki vardır. Çünkü, yedek akçe politikası ile ortaklara dağıtılacak kâr tutarını etkilemek her zaman mümkündür.

İşletmelerin kuruluş nedenlerinden birisi de kâr elde etmek ve edilen kârı ortaklara dağıtmaktır. Diğer yandan, hisse senetlerinin fiyatının maksimizasyon açısından kâr payı dağıtım politikası önem taşımaktadır. İşletmelerin hem büyümeleri, hem de kâr payı dağıtımları birlikte istenirse de, bu iki amaç birbirleriyle çelişkilidir. Çünkü, yüksek kâr payı dağıtımı, daha az dağıtılmayan kâr veya otofinsanman demektir. Bu sebeple, finans yöneticilerinin görevlerinden birisi, işletmelerin büyüme seyrine ve ortakların beklentilerine de uygun olarak, kâr payı dağıtım politikasını belirlemektir.

Kârlılığı yıllar itibariyle dalgalanmalar gösteren işletmelerin, elde ettikleri kârlarından ayrılan yedek akçeler, az kâr elde edilen yıllarda ortaklara kâr olarak dağıtılabilir. Bu sayede, kârlılıktaki değişmelerin işletmenin kâr dağıtım politikasını etkilemesi önlemiş olur (Çabuk, 1982: 123).

Ortaklara dağıtılacak kâr payının beklentilere cevap vererek işletmenin hisse senedi fiyatını olumlu etkilemesi umulmaktadır. Kârın dağıtılmayan kısmının ise, işletmenin büyüme politikası doğrultusunda yatırımların finansmanında kullanılmasının da gelecekteki hisse senedi fiyatını etkilemesi beklenmektedir. Ancak, işletmenin finansman açığı vermesine yol açması durumunda, kâr dağıtımının geleceğe yönelik hisse senedi fiyatına olumsuz etki yapacağı düşünülmektedir. Kâr payı politikasının işletmenin değerine, finansal yapısına, büyüme hızına ve sonuç olarak hisse senedinin beklenen fiyatına etki etmesi bu karar alanın önemini ortaya koymaktadır.

Kâr payı dağıtımı ile ilgili kararı etkileyen en önemli bağımsız değişken yürürlükteki vergi politikasıdır. Özellikle, sermaye kazancı ile kâr payının

vergileendirme politikalarına ilişkin yasal düzenlemeler kâr payı dağıtım kararını belirlemektedir (Pamukçu, 1999: 293).

İşletmelerde kâr payı dağıtım politikasıyla ilgili iki görüş vardır. Bu görüşlerden birincisine göre, işletmenin piyasa değerini maksimum yapacak optimum kâr payı dağıtım oranı vardır. Finans yöneticisinin görevi, bu oranı belirlemektir (Bakır, 1979: 15). Birinci görüşe göre, kârın hemen dağıtılmayıp işletmede tutulması durumunda, gelecekte dağıtılması söz konusu olsa da hem geleceğe taşıdığı risk hem de paranın zaman değeri nedeniyle, ortaklar kârın dağıtılmamasını iyi karşılamayacaklardır. Çünkü kâr dağıtılmazsa, hisse senetlerinin piyasa fiyatı düşecektir (Gönenli, 1985: 407). Bu görüşe göre, işletmelerin kâr payı ödeme tutarı, elde edeceği yatırım fırsatlarına göre farklılık gösterecektir. Yatırım fırsatlarının sayısı çok ve yatırım kârlılığı yüksekse, kâr payı ödeme yüzdesi büyük olasılıkla sıfır olacaktır. Diğer yandan, işletme kârlı yatırım fırsatları bulamıyorsa, kâr payı ödemeleri %100 olabilir.

İkinci görüşe göre, kâr payı dağıtım oranı ile işletmenin hisse senetlerini piyasa değeri arasında bir ilişki yoktur. Diğer bir ifade ile, ortaklar elde edecekleri gelirin, kâr payı veya hisse senetleri değer artışı şeklinde olması konusunda kayıtsızdır. Bir dönem kâr dağıtılmamışsa, daha sonraki dönemlerde kâr dağıtılacak demektir. Bu sebeple, kârın hemen dağıtılması veya dağıtılmaması büyük önem taşımaktadır (Ceylan, 2001: 224).

Kâr payı dağıtım politikasının yasal kurallar, işletmenin likidite durumu, borçların ödenmesi, borç sözleşmelerindeki sınırlamalar, aktif varlıkların büyüme hızı, kazançlarda düzenlilik, yeni yatırım plânları, denetim, enflasyon ve pay sahiplerinin vergi durumu gibi faktörler etkilemektedir (Ceylan, 2001: 224-227).

Vergi yasalarıyla ilgili düzenlemeler, işletmelerin kâr payı dağıtım politikalarını etkilemektedir. Diğer bir ifadeyle, vergi yasaları ile ilgili aşağıdaki durumların varlığı kâr dağıtımını etkilemektedir.

- İşletmelerin dağıttıkları kârlarla, bünyede bıraktıkları kârların değişik oranlarda vergilendirilmesi,
- İşletme ortaklarının gelir vergisi oranları,
- Hisse senetleri değer artışlarının neden olduğu kazançların, vergilendirilip vergilendirilmeyeceği.

Kâr dağıtımı nedeniyle, yüksek gelir dilimine giren ortaklar, daha çok gelir vergisi ödeyeceklerdir. İşletmelerin hisse senetleri geniş halk kitlelerine yayılmışsa ortakların vergi durumunun kâr dağıtımını etkilemesi zayıf bir olasılıktır (Ceylan, 2001: 226).

Uzun vadeli planlama ile yürütülen ve yatırımcıların beklentilerine uygun kâr payı politikası işletmenin hisse senedi fiyatını artış yönünde etki etmektedir. Vergi oranı ile vergi dilimlerinin işletmenin değerini ve hisse senedinin piyasa fiyatının oluşumunu etkilemektedir Ortakların, kâr payında artış sonucu, artan oranlı tarife nedeniyle daha da yüksek vergi ödemek zorunda kalmaları hisse senedi fiyatını olumsuz etkileyebilir (Pamukçu, 1999: 298).

Vergi politikası; kâr payı üzerinden ödenen vergi ile sermaye kazancı üzerinden ödenen verginin oranlarına bağlı olarak yatırımcıların kâr payı dağıtım oranı konusundaki tercihlerini etkilemektedir (Pamukçu, 1999: 299).

Hisse senedi sahipleri yüksek oranlı vergi dilimine girmeleri halinde kâr dağıtım oranının düşük olmasını tercih etmektedirler. Böyle bir durumda, hisse senedi sahipleri yüksek oranlı gelir vergisi ödemek yerine kârların dağıtılmayarak işletmede tutulması sonucu hisse senedi fiyatında meydana gelen artış sonucu doğan sermaye kazancı üzerinden sabit oranlı vergi ödemeyi seçebilirler. Kâr payı ödemeyen veya çok düşük oranda ödeme yapan işletmeler hisse senedi fiyatının yükselmesini destekler. Bu hisse senedinin satışında örtülü kâr payının bulunduğu ileri sürülmektedir. Sermaye kazancı üzerinden vergi alınması halinde kâr payı üzerinden alınan vergi için bir kaçma aracı olarak bu politika izlenmektedir (Pamukçu, 1999: 299).

1.2.5. Sermaye Maliyeti

Sermaye maliyeti, kullanılan veya kullanılması planlanan her çeşit kaynağın, maliyetlerinin ağırlıklı ortalamasının alınması suretiyle bulunur. Sermaye maliyetinin bulunmasında, kullanılan veya kullanılması plânlanan kaynakların yapısal özelliklerinden doğan kaynak maliyetlerinin saptanması gerekmektedir. Her bağımsız kaynağın özelliklerine göre saptanan maliyetlerin ağırlıklı ortalaması, toplam sermaye maliyetini verir. Ancak, burada, sermayenin maliyeti deyimi ile yatırım maliyeti deyimi birbirine karıştırılmamalıdır. Yatırım maliyeti, bir yatırım projesinin finansmanı için

gerekli sermaye miktarı ile bu sermayenin tedariki için yüklenilen gerçek veya alternatif finansal fedakârlıkların toplamını ifade etmektedir (Usta, 2005: 35).

İhtiyaç duyulan sermaye, gerek öz kaynak gerekse yabancı kaynak olarak belirli bir maliyet ile sağlanabilir. Kaynakların sağlanma oranı, ortalama kaynak maliyeti üzerinde etkili olur (Büker ve diğerleri, 2010: 485).

Sermaye maliyetinin saptanabilmesi için, kaynakların yapısal özellikleri ve bu özellikler içinde yer alan alt sınıflamalar esas alınmıştır (Usta, 2005: 36).

1.2.5.1. Borcun Maliyeti

Yabancı kaynak (borç) maliyeti, kaynağın firmaya sağladığı para girişi ile bunun gelecek dönemlerde faiz ve anapara taksidi olarak firmadan gerektireceği para çıkışını eşitleyen faiz (veya iskonto) oranıdır. Firma yabancı kaynak maliyetini vergiden önce ve vergiden sonra olarak hesaplayabilir. Ancak, bir firma; finansman ile ilgili kararlar alırken, yabancı kaynağın vergiden sonraki maliyetini dikkate almak durumundadır. Yabancı kaynağa ödenen faizler, gider yazılarak vergi matrahından düşülebildiğinden vergi tasarrufu etkisi önemlidir. Bir yabancı kaynağın görünür maliyeti ile vergiden sonraki maliyeti arasında, vergi oranına göre, büyük farklar olabilir. Daha açık bir deyişle, yabancı kaynağın vergiden sonraki maliyeti, vergiden önceki maliyetinden çok daha düşüktür. Yabancı kaynak maliyetinin hesaplanması, firmanın kârlı olduğunu ve ödenen faizlerin vergi matrahından indirilmesi olanağı vermesi nedeniyle vergiden tasarruf sağladığı varsayımına dayanmaktadır. Kârlı olmayan veya vergi bağışlıkları nedeniyle borç faizlerinin gider yazılmasıyla bir vergi yararı sağlamayan firmalar için yabancı kaynak maliyeti vergiden önceki maliyettir. Bir firma sermaye yapısı içinde devamlı olarak belirli bir miktar yabancı kaynak bulundurmamak politikasını benimsemiş ise, her ödenen borç kaleminin yerini bir yenisi alacağından, yabancı kaynaklar, hiç bir zaman tamamen ödenmeyecektir. Bu durumda borçlanma yoluyla sağlanan kaynaklar, firmanın finansman bileşimi içinde adeta sabit bir yer tutacaktır (Akgüç, 1994: 442-444).

1.2.5.1.1. Kısa Süreli Kredi Maliyeti

Sermaye bütçeleme tekniklerinde, sermaye maliyeti hesaplanırken, ticari kredi ve banka kredi maliyetleri üzerinde genellikle durulmaz. Fakat ticari krediler ve banka kredileri sermayenin devamlı bir parçası haline gelmişse, yani kısa vadeli borç sözleşmeleri yenileniyorsa, finansal yönetici bu yol ile sağlanan fonların maliyetini de sermaye maliyeti hesaplamasına katmak zorundadır. Bu tür borçlanmalar için faiz ile birlikte vergi ipotek masrafı, iletişim masrafı gibi giderler de borcun maliyetine eklenmelidir (Usta, 2005: 41).

1.2.5.1.2. Orta Vadeli Kredi Maliyeti

Orta vadeli krediler genellikle vadeleri 1 ile 5 yıl olan kredilerdir. Bu tür kredileri işletmeler kısmen varlıklara yatırım için, kısmen de çalışma sermayesi ihtiyacını karşılamak için kullanırlar. Bu tür krediler için ödenen faiz, komisyon, vergi, sigorta gibi giderlerin de sermaye maliyeti hesaplarına katılması gerekmektedir. Bu giderler göz önüne alınarak hesaplanan kredilere orta vadeli kredi maliyeti denir (Büker ve diğerleri, 2010: 451).

1.2.5.1.3. Uzun Vadeli Krediler

Tahvil karşılığı elde edilen fonların maliyeti, bu fonlara ödenen faiz ile ilgili olmaktadır. Ancak, tahvilin üzerinde bulunan faiz oranı tahvilin maliyetini tam olarak göstermemektedir (Büker ve diğerleri, 2010: 491–492).

Tahviller üzerinde faizin hesaplanması, tahvillerin nominal değerlerinin üstünde veya altında bir değerle satılmaları ve buna ihraç giderlerinin de eklenmesiyle karmaşık olmaktadır (Büker ve diğerleri, 2010: 492).

Bir işletmenin 10 TL nominâl değerli, 5 yıl vadeli tahvillerinin %40 faizli olarak satışa sunulduğunu ve ihraç giderleri dolayısıyla tahvil başına 9,50 TL gelir sağladığını kabul edersek, bu tahvilin maliyeti işletmeye %80 den fazla olabilir (Büker ve diğerleri, 2010: 492).

$$k = \frac{r + \frac{[P - F]}{n}}{\frac{P + F}{2}}$$

Gerçek maliyeti öğrenabilmek için yukarıdaki formülden yararlanılmaktadır.

Burada;

k= Tahvil ihracı yoluyla sağlanan maliyet

r = Tahvilin yıllık faiz tutarı,

p= Tahvilin nominâl değeri,

n= Tahvil ihracı yoluyla sağlanan sermayenin süresidir.

İşletme tahvilin satışıyla 9,50 TL sağladığı için, işletmenin 5 yılsonunda 0,5 TL ek ödeme bulması gerekmektedir.

$$k = \frac{4 + \frac{[10 - 9,5]}{5}}{\frac{10 + 9,5}{2}} = \frac{4 + 0,10}{9,75} = \%42,05$$

Verileri formülde yerine koyduğumuzda bulduğumuz %42,05 vergiden önceki maliyeti vermektedir. İşletmenin %25 kurumlar vergisine tabi olduğunu düşünürsek faiz olarak ödenen her Liradan 0,25 TL'lik kurumlar vergisinin düşülmesi gerekmektedir. Buna göre tahvil sahiplerine ödenecek faizin %25 'i işletme tarafından ödenmiş olacaktır. Bu durumda k_7 tahvil ihracı yoluyla sağlanan fonların vergi sonrası maliyeti;

$0,4205 \times 0,75 = \%31,5$ olduğu görülmektedir (Büker ve diğerleri, 2010: 492).

1.2.5.2. Özkaynağın Maliyeti

Özkaynak maliyeti, özkaynağı oluşturan adi hisse senedi, imtiyazlı hisse senedi ve değiştirmeyen kârların maliyetlerinin ağırlıklı ortalamasının alınması suretiyle saptanır (Usta, 2005: 36).

1.2.5.2.1. Adi Hisse Senedinin Maliyeti

Adi pay senedi çıkarma karşılığında sağlanan fonların maliyeti, ilk bakışta yalnız pay senedi çıkarma giderlerinden meydana gelmiş gibi gözükür. Gerçekten bu kaynağın sağlanmasında pay senedi çıkarma maliyetleri dışında bir ödeme söz konusu değildir. Ancak, adi pay senedi sahipleri, fonlarını işletmeye yatırırken belli bir verim sağlamayı beklerler (Ceylan, 2001: 190).

Bu verim, gelecekteki kâr paylarının adi pay senedinin cari piyasa fiyatı ile karşılaştırılarak hesaplanır (Ceylan, 2001: 190).

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k_e)^n} = \sum_{k=1}^t \frac{D_t}{(1+k_e)^t}$$

Yukarıdaki formüle göre, adi pay senetleriyle sağlanan sermayenin maliyeti(k_e), gelecekteki kâr paylarını adi pay senedinin piyasa değerine eşitleyen iskonto oranına eşittir. Formülde P_0 pay senedinin (0) zamanındaki piyasa fiyatını, D_1 , D_2 , D_3 dağıtılacak kâr payı tutarını, n vadeyi, k_e ise öz sermaye maliyetini gösterir (Ceylan, 2001: 190).

Dış kaynaktan sağlanan fonların faiz maliyeti gibi, öz kaynağın da işletmeye bir maliyeti vardır. Fakat bu maliyet daha fazla risk yüklenilmesi nedeniyle, genellikle dış kaynak maliyetinden fazladır. Çünkü, girişimci elindeki fonları bir bankaya vadeli olarak veya tahvile yatırarak, riske girmeden veya daha az riskle belli bir gelir elde edebilir. Oysa faiz fazlası nedeniyle, girişimcinin kazanmama olasılığı, özkaynağın maliyetini arttırmaktadır. Öte yandan, işletmenin başarısızlığı durumunda önce borçların ödenmesi özsermayenin riskini arttıran bir başka faktördür. Bu nedenle, öz kaynak sermayesi maliyeti için faiz haddi uygun bir ölçüt değildir (Solomon, 1971: 30). Çünkü girişimci riske girmeden belli bir faiz geliri elde etmektedir. Girişimcinin, riski de göze alarak, yatırım yapmasının nedeni, faiz gelirinden fazla gelir istemesidir (Ceylan, 2001: 190).

Özsermayenin maliyetini etkileyen birçok etken vardır. Bu etkenlerden biri de işletmenin riskidir. İşletme riski, işletmenin gelirindeki dalgalanmanın neden olduğu bir risktir. Öte yandan, sermaye yapısı da öz sermayenin maliyetini etkilemektedir. Yüksek

bir borçlanma oranı, borçların ödenmesi gibi bir risk doğurabileceğinden, özsermayenin riskini, dolayısıyla maliyetini artırır (Dean, 1969: 50).

1.2.5.2.2. İmtiyazlı Hisse Senedinin Maliyeti

Anonim şirketler, şirket ana sözleşme ile bazı hisse senetlerine kâr payı almada öncelik, tasfiye halinde işletme varlıklarının dağıtılmasında ve diğer konularda imtiyaz tanınabilmektedir. Önemli olan husus, bir işletmenin kârdan pay almak konusunda imtiyaz tanıyarak çıkarmış olduğu hisse senetleriyle sağladığı kaynağın maliyetidir. İmtiyazlı hisse senedinin maliyeti, bu hisse senedi için ayrılan payların bir işlevidir. Adi hisse senedi sahiplerine göre imtiyazlı hisse senedi çıkaran işletmeler, imtiyazlı hisse senetlerine bazı olanaklar vermişlerdir. İmtiyazlı hisse senedi sahipleri, işletmenin gelirleri üzerinden birinci derecede hak sahipleridirler. İmtiyazlı hisse senedinin maliyeti aşağıdaki gibi formüle edilir (Usta, 2005: 38).

$$k = \frac{D}{I}$$

Burada,

D= Yıllık kâr,

I= İmtiyazlı hisse senedi satışlarıyla işletmeye giren fon miktarı,

k= İmtiyazlı hisse senedi maliyetini gösterir.

İşletme, % 65 kâr payı ödeme vaadi ile hisse senedi satmışsa ve bu hisse senetlerinin satışından net 985 TL nakit girişi sağlamışsa imtiyazlı hisse senedinin maliyeti;

$$k = \frac{650}{985} = 0,66 \text{ olacaktır.}$$

İmtiyazlı hisse senedinin maliyetinin hesaplanmasında, vergi için ayrı bir hesaplama yapılmıştır. Bunun nedeni, imtiyazlı hisse senetlerinin kâr paylarının vergiden sonra ödenmesidir. Ancak, adi hisse senedi ve imtiyazlı hisse senedi maliyeti,

borçlanma yoluyla sağlanan fonların maliyetinden daha yüksektir. Bu maliyete vergi faktörü de yansıtılırsa, hisse senedi maliyeti aşağıdaki formülle bulunur (Usta, 2005: 39).

$$K = k(1 + t)$$

Burada,

t= Kurumlar vergisi oranıdır.

1.2.5.2.3. Dağıtılmayan Kârların Maliyeti

Dağıtılmayan kârların herhangi bir maliyetinin olmadığı düşünülebilir. Aslında kâr işletmede kaldığına göre, bunun maliyetinin olmadığını düşünmek mantık dışı değildir. Başka bir ifadeyle otofinansman olarak adlandırılan bu tür kaynak sağlama yöntemiyle işletme, işletme dışı kaynaklara başvurmaktadır. Bu nedenle, sermaye maliyetinin olmadığı düşünülmektedir.

Dağıtılmayan kârların maliyeti ile ilgili diğer bir görüş ise; hisse başına kârın tamamını işletmeden çeken ortaklar, bu parayı herhangi bir şekilde değerlendirilecekler veya bir bankaya vadeli olarak yatırılarak faiz alacaklardır. Kâr payları dağıtıldığında, işletmenin genişletilmesi ve işletmeye ek fonların sağlanması için, işletme dışı kaynaklara başvurmak zorunda kalacaktır. Bu kaynaklar için bir faiz ödeyecektir. Yani, işletmede dağıtılmayarak alıkonan kârların bir alternatif maliyeti söz konusudur.

Pay sahipleri, paylarına düşen kâr paylarını çekmiş olsalardı elde ettikleri kazanç için gelir vergisi ödeyeceklerdi. Bu vergi oranının %40 kabul ederek, konu ile ilgili bir örnek aşağıda verilmiştir. Örneğin, Bir anonim şirketin, hisse başına 600 TL kâr sağlayacağı tahmin edilmektedir. Hisse sahiplerinin gelir vergisi dilimlerine göre ortalama gelir vergisi oranı %40'dır. Buna göre hisse senetlerinin piyasa fiyatı 1.000 TL'dir. İşletmenin dağıtılmayan kârlarının maliyeti,

k= Dağıtılmayan kârın payı,

K= Hisse senedi başına kâr,

t= Ortakların gelir vergisi oranı,

P= Hisse senedinin piyasa fiyatıdır (Usta, 2005: 40).

$$k = \frac{K(1-t)}{P}$$

$$k = \frac{600(1-0,40)}{1000} = \%36 \text{ 'dır.}$$

Burada, işletmede dağıtılmayarak, alıkonan kârların maliyeti, yeni hisse senetlerinin maliyetinden daha düşük düzeydedir. Çünkü ortaklar dağıtılan kârlar üzerinden gelir vergisi ödemek zorundadırlar. Oysa dağıtılmayan kârlar için böyle bir durum söz konusu değildir (Usta, 2005: 40).

1.2.5.2.4. Amortisman Fonlarının Maliyeti

Amortisman yoluyla sağlanan fonların maliyeti konusunda değişik görüşler vardır. Bir görüşe göre, amortisman fonlarının maliyeti olması gerekir; diğer bir görüşe göre ise, amortisman fonları, dağıtılmayan kâr olarak düşünülmemeli ve maliyeti de, dağıtılmayan kârların maliyetine eşit olmalıdır. Başka bir görüşe göre de, amortisman ayırma yoluyla sağlanan fonların maliyeti hisse başına tahmin edilen kârın, hisse senedinin para değerine bölünmesiyle bulunan değer olduğudur. Amortismanın hesaba katılmaması gerektiğini, çünkü sermayenin maliyetinin amortisman fonlarından etkilenmediğini ileri sürenler de vardır (Usta, 2005: 40).

Amortisman yoluyla sağlanan fonların da bir fırsat maliyeti vardır. Bu fonlar, sermayenin ortalama maliyeti kadar bir gelir getirmediği takdirde tekrar sabit varlıklara yatırılmazlar. Çünkü, amortisman, kanuni zorunluluklara ayrılır ve işletmeye fon kaynağı olmaktadır. İşletmeler bu fonları etkin ve verimli olarak kullanırlarsa başarıları artacak ve dolayısıyla hisse senetlerinin piyasa fiyatı yükselecektir. Bu açıdan amortisman fonlarının bir fırsat maliyeti vardır. Bu fırsat maliyeti işletme açısından borç maliyeti kadardır. Ortaklar açısından, dağıtılmamış kârların maliyeti kadardır. Ancak amortisman fonlarının maliyetini işletme sermayesinin ağırlıklı ortalama maliyetine eşit sayan görüşler de vardır. Bu görüş kabul edilecek olursa ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, amortisman fonlarının maliyetine eşit olacaktır (Usta, 2005: 40).

1.2.5.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İşletme, yatırım ihtiyaçlarına kaynak sağlamak için, farklı maliyetli sermaye kaynaklarının her birinden belirli ölçülerde yararlanır. Bu şekilde oluşan fon bileşiminin maliyeti, toplam sermaye maliyetinin temelini oluşturur. Toplam sermaye maliyeti, farklı koşullarda sağlanan her bağımsız kaynağın maliyetinin ortalamasının alınması ile bulunur. Sermaye maliyetinin saptanmasında ağırlıklı ortalama, her kaynağın toplam kaynaklara oranları ile kendi maliyetlerinin çarpımlarının toplamına eşittir. Eğer, işletme, hisse senedi ve tahvil ile finansman sağlamış ise, maliyeti formülü aşağıdaki gibidir (Usta, 2005: 42).

$$OSM = (K_1W_1) + (K_2W_2)$$

Eğer finansman kaynaklarının sayısı fazla ise formül aşağıdaki gibi olur:

$$OSM = w_1k_1 + w_2k_2 + w_3k_3 + w_4k_4 + w_5k_5 + w_6k_6 + w_7k_7$$

Burada,

OSM= Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini,

k_1 = Adi pay senedi maliyeti,

k_2 = İmtiyazlı hisse senedi maliyetini,

k_3 = Dağıtılmayan kârların maliyetini,

k_4 = Amortisman yoluyla sağlanan fonların maliyetini,

k_5 = Kısa vadeli kredilerin maliyetini,

k_6 = Uzun vadeli kredilerin maliyetini,

k_7 = Tahvil çıkarma maliyetini,

w ise her sermaye kaynağının içindeki yüzde payını göstermektedir.

$w_1, w_2, w_3, w_4, w_5, w_6, w_7$ değerlerinin toplamı 1'e eşittir.

Bir işletmenin toplam ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanması aşağıda örnek olarak gösterilmiştir (Usta, 2005: 43).

Çizelge 1.1 :Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Hesaplanması

Sermaye Kaynakları	Bin TL	Ağırlık Oranı %	Vergiden Sonraki Maliyet	Ağırlıklı Maliyet %
Yabancı Kaynaklar				
Kısa Vadeli Borçlar	5	5	45	2.25
Uzun Vadeli Borçlar	5	5	50	5.00
Tahviller	20	20	35	7.00
Özkaynaklar				
Adi Pay Senetleri	30	30	64	14.20
İmtiyazlı Pay Senetleri	20	30	66	13.20
Dağıtılmamış Kârlar	10	10	36	3.60
Amortismanlar	10	10	36	3.60
A.O.S.M	100	100		53.85

1.3. İŞLETMELERDE ALINAN YATIRIM KARARLARI

İşletmelerde, alınan yatırım kararları bilânçonun aktifindeki gibi ikiye ayrılmaktadır. Bunlar, dönen varlıklarla ilgili yatırım kararları ve duran varlıklara ilgili yatırım kararları olmak üzere iki tanedir.

1.3.1. Dönen Varlıklarla İlgili Yatırım Kararları

İşletmelerin en geç bir yıl içinde nakde dönüşebilecek dönen varlıklarının ya da cari varlıklarının yönetimidir. Dönen varlıklar, muhasebe tanımına göre, normal olarak bir yıl içinde nakde dönüşebilen varlıklardır. Çalışma sermayesi ya da işletme sermayesi yönetimi genellikle bu varlıkların yönetimi ile ilgilidir (Aydın ve diğerleri, 2011: 133).

Dönen varlıklara yatırım, çalışma sermayesi yönetimi olarak da, ifade edilebilir. Çalışma sermayesi, bir işletmenin çalışmasını sağlıklı bir şekilde yürütebilmesi, iş hacmini büyütmesi, kredi değerliliğini arttırması ve benzeri açılardan büyük önem taşımaktadır. İşletme sermayesi yönetimi, zaman alıcı ve sık sık tekrarlanan kararların alınmasını gerektirir. İşletmelerde çok sık alınan kararlar, bilânçodaki dönen varlık yapısını etkilemektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 267).

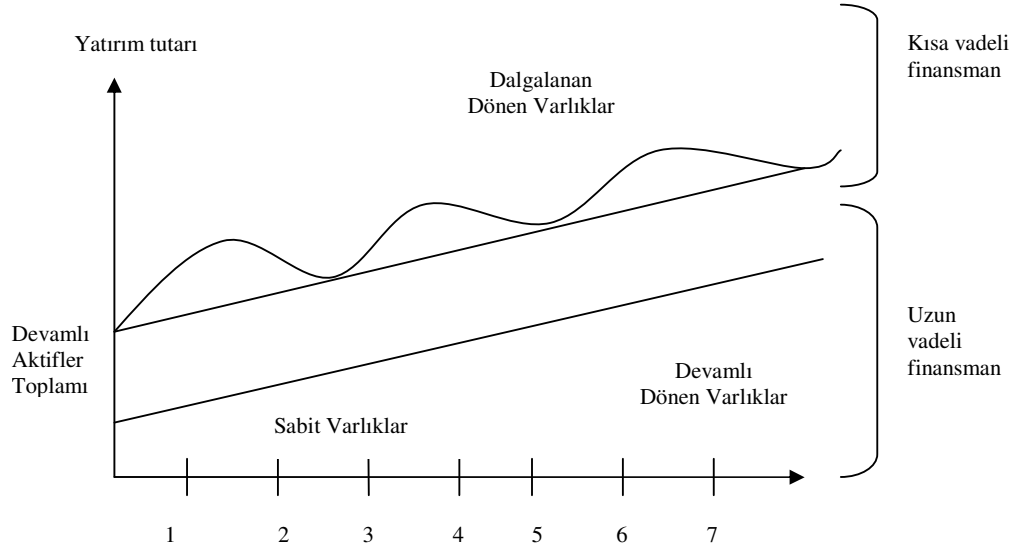
Çalışma sermayesi yönetimi, işletmenin faaliyetleri sonucunda sürekli olarak şekil değiştiren ve mal- nakit akımı yaratan sermayedir. Diğer bir deyişle, çalışma sermayesi işletmenin cari aktifi olup, işletmeyi yaşatan ve onu statik durumdan dinamik duruma geçiren sermayenin tümüne denir (Usta, 2005: 140).

Dönen varlıklar, genellikle bir yıldan önce nakde dönüştürülmelerine karşın, uygulamada bazı istisnalara rastlanmaktadır. Örneğin, bazı devlet tahvillerinin paraya dönüşümü, bir yıldan uzun bir süreyi gerektirse de dönen varlıklar içine alınmaktadır (Weston ve Brigham, 1975: 123- 124).

Dönen varlıklara yatırım, hem işletme yöneticisi, hem de işletmeye kısa vadeli kredi verenler açısından önemlidir. Çünkü, dönen varlıklara yatırımın bir maliyeti vardır. İşletmenin gerektiğinden fazla dönen varlığa sahip olması, söz konusu varlıklar borçla finanse ediliyorsa, finansman giderlerini arttırır. Dönen varlıklar öz kaynaklarla finanse ediliyorsa, öz kaynağın alternatif maliyeti söz konusu olacaktır. Dönen varlıklara yani işletme sermayesine yatırımın yetersiz olması, işletmelerin başarısız olmalarının da başlıca nedenlerinden biridir. Yetersiz işletme sermayesinin işletmeye yüksek bir maliyeti vardır (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 267- 268).

İşletmelerin dönen varlıklara yatırımı, çeşitli faktörler nedeniyle yıl içerisinde değişiklik göstermektedir. Örneğin, satışları mevsimlik olan işletmelerin stokları ve alacakları belli mevsimlerde artmaktadır. Ancak, satışlar durgunlaşıp alacaklar tahsil edildiğinde dönen varlıklara yatırım yine başlangıç seviyesine düşer. Dönen varlıklara yatırımın bir bölümü, yıl içerisinde dalgalanma göstermekte veya artan ve azalan yatırımlara, geçici veya değişir dönen varlık yatırımı denilmektedir (Ceylan, 2001: 241).

İşletme yöneticileri, dönen varlıklara yapılacak yatırımı Şekil 1.3.' deki gibi çeşitli şekillerde finanse edebilir (Brigham, 1996: 126–128):



Şekil 1.3. Dönen Varlıkların Finansmanı

Kaynak: BRIGHAM, W.B.; (1996), Essentials of Managerial Finance, Eleventh Edition, The Dryden Press, USA.

Bu şekilde de görüldüğü gibi, işletme yöneticileri, sabit değerlerin yanında, dönen varlıkların devamlılık gösteren bölümlerini de uzun vadeli fonlarla finanse edebilir. Dönen varlıkların değişen bölümleri ise, kısa vadeli kredilerle finanse edilebilir. Kısa vadeli krediler, genellikle bankalardan sağlanmaktadır. Bankalardan kredi kullanmak, özellikle ülkemizde çok pahalıya mal olmaktadır. Bu nedenle, işletmelerin dönen varlıklarında dalgalanma olmadığı sürece, kısa vadeli banka kredilerini kullanmaya gerek yoktur. Diğer yandan, uzun vadeli kaynaklarla, sabit varlıklar ve dönen varlıkların devamlılık gösteren bölümlerinin bir kısmı, kısa vadeli kaynaklarda, dönen varlıkların dalgalanan bölümlerinin tümü ile devamlılık gösteren bölümlerinin bir kısmı finanse edilebilir.

Bazı işletmeler ise, sabit varlıkların bir bölümünü de kısa vadeli fonlarla finanse etmektedir. Böyle bir durumda, sabit varlıkların bir bölümü ile dönen varlıkların tümü kısa vadeli fonlarla finanse edilmektedir (Ceylan, 2001: 242).

Dönen varlıklara yani işletme sermayesine yatırımın işletmeler için önemi büyüktür. Bunun belli başlı nedenleri şu şekilde sıralanabilir (Apak ve Demirel, 2010: 212-213):

- İşletme sermayesi yönetimine ayrılan süre,
- Dönen varlıklara yapılan yatırım tutarı,
- İş hacminin değişmesi ile dönen varlıklara yapılan yatırım tutarının değişmesi arasındaki ilişki,
- İşletme sermayesi tutarı ile işletmenin kârlılığı ve risk arasındaki ilişki,
- İşletme sermayesi yönetiminin küçük işletmeler açısından önemidir..

1.3.1.1. Hazır Değerlere Yatırım Kararları

Dönen varlıklara yatırım kararları incelenirken, nakit ve nakit benzer, varlıklar yani hazır değerler üzerinde durulur. Hazır değerler terimi, belirli bir tarihte işletmenin elindeki kâğıt para, bozuk para, henüz tahsil edilmemiş veya bankaya yatırılmamış çekler, eldeki döviz ve damga pulları, Türk lirası tutarları üzerinden eldeki dövizler, paraya çevrilebilecek kuponlar, henüz tahsil edilmemiş banka ve posta havalelerini, derhal ve tamamen çekilebilecek banka mevduatı ile vadeli banka mevduatını kapsar (Usta, 2005: 140). Çünkü, işletmelerde nakit ve nakit benzeri varlıklar önemli bir yer tutar. Özellikle, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerde, nakit ve nakit benzeri varlıklara yatırımın yetersiz olması, başarısızlıkta önemli rol oynamaktadır (Walker ve Pettiy, 1978: 236).

İşletmelerin nakit tutmalarının en önemli nedeni, nakdin likidite sağlanmasıdır. Nakit, işletmelerin, üretim ve satışa devam etmeleri için ihtiyaç duydukları stoklar gibidir. Bu nedenle, nakit tutma kararı stok tutma kararı gibidir. Nakit ve nakit benzeri varlıklara yatırımın iyi yönetilmesi, işletmenin hem faiz geliri elde etmesine hem de gerektiğinde ek fonlar yaratmasına imkân vermektedir. Özellikle son yıllarda, yöneticiler menkul kıymetlere yatırıma ağırlık vererek, işletme kârlılığını arttırmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 274).

Eskiden yöneticilerin amacı, fazla nakit bulundurarak, yatırım fırsatlarından yararlanmak, beklenmeyen olaylara karşı önlem ve prestij sağlamaktır (Ceylan, 1981: 24).

Bugünün yöneticileri ise, nakit ve nakit benzeri varlıkları etkin bir şekilde yöneterek, satışlarını arttırmak, ilave fonlar yaratmak ve faiz geliri elde etmeye çalışmaktadır. Nakit yönetimi açısından, işletmelerin nakde dönüşüm sürelerinin

hesaplanması gerekir. İşletmelerde nakde dönüşüm süresi ne kadar uzun olursa, işletmenin çalışma sermayesine gereksinimi de o kadar artmaktadır. İşletmenin nakit bulundurmalarının sağlayacağı faydalar yanında, bazı sakıncaları da vardır. Bu nedenle, işletmeler optimal bir nakit seviyesi tespit etmeye çalışmalıdır (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 274).

Nakit bulundurmanın sağlayacağı faydalarsa şöyledir (Akgüç, 1976: 216- 217).

- Günlük ödemelerin eksiksiz bir şekilde yapılması sağlamak, vergi vadesi gelen borçlar, kâr payı dağıtımı ve benzeri ödemeleri zamanında yapmak,
- Beklenmeyen olaylara karşı hazırlıklı olmak,
- Alışlarda nakit iskontosundan yararlanmak,
- Ortaya çıkabilecek yatırım fırsatlarını değerlendirmek,
- Bankalarla iyi ilişkiler kurmaktır.

Nakit sıkıntısının veya likidite noksanlığının neden olacağı sakıncalarsa şöyledir (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 275):

- Kredi sağlama olanakları zorlaşacağından, işletme bütün ödemelerini peşin yapmak zorunda kalabilir.
- İşletmeye kredi verenler, artan risk karşısında kredi maliyetini arttırabilir.
- Satıcılar kredili satış yapmayabilir.
- Para ve sermaye piyasasından uygun koşullarda fon sağlanmayabilir.
- Vadesi gelen borçların veya vergi ve primlerin ödenmemesi nedeniyle, ilave bazı giderlere katlanmak söz konusu olabilir.
- Alışlar nakit iskontosundan yararlanılmayabilir.
- Alacaklıların yasal yollara başvurmaları, işletmelerin varlığını tehlikeye sokabilir.

Nakit yetersizliğinin en önemli sakıncalarından birisi de, üst düzey yöneticilerin, temel fonksiyonlarını bir kenara bırakarak, zamanlarını kredi bulmaya ve kredi verenleri inandırmaya ayırmalarıdır (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 275).

1.3.1.2. Alacaklara Yatırım Kararları

Alacaklar, bilânçonun aktifinde bulunan bir varlık kalemidir. Dönen varlıklar içerisinde yer aldığından işletme sermayesinin önemli bir unsurudur. Bu sebeple bir

işletmenin satışlarını arttırmak amacıyla uygulayacağı pazarlama, fiyat, kalite, reklam vb. politikalarının yanı sıra kredili satışlar politikası da bulunmaktadır (Uzun, 2008: 249).

Kredili mal ya da hizmet satışı, günümüz işletmelerinin ya da satışlarını arttırmak isteyen işletmelerin başvurduğu önemli bir politikadır. Mal veya hizmet vadeli olarak satıldığında, satıcı tarafından alıcıya kredi açılmaktadır. İşletmeler, kredili mal satışıyla ya diğer işletmelere kredi açar ya da perakende müşterilere tüketici kredisi kullanır (Ceylan, 2001: 254).

Yıllık kredili satışlar toplamının yıllık alacaklar ortalamasına bölünmesiyle elde edilen alacakların devir hızı, kredili satışların sonunda alacaklara yatırılan fonların işletme kasasına dönüş hızını belirtir. Devir hızının büyük olması alacakların tahsilindeki çabukluğu gösterir. Bir bakıma, alacak devir hızının düşük olması, alacaklara yatırılan fonların maliyetini yükseltici bir rol oynayacaktır. Bu sebeple, alacaklara yatırılan fonların tedarik ya da fırsat maliyeti ile bu yatırımlardan beklenen nakit girişlerinin net şimdiki değerini hesaplamak gerekmektedir. Net şimdiki değer pozitif olması halinde işletme değerinde de, bir artış meydana gelecektir. Net şimdiki değer negatif olması halinde ise, işletme alacaklara herhangi bir yatırımda bulunmayacak, ya da kredili satış politikasında net şimdiki değeri pozitif kılacak bir alternatif yatırım politikasını tercih edecektir. İşletme, kredili satış politikasını talebin belirli olup olmamasına göre saptamaktadır. Bu sebeple, talep analizleri işletmeler için hayati öneme sahiptir (Uzun, 2008: 249).

Günümüz işletmelerinin acımasız rekabet ortamında, satışlarının %90'ları aşan kısmı hatta hemen hemen hepsi kredili satışlardan oluşmaktadır. Her ne kadar alacaklar satışların yaygınlaşması ile bir diğer yönüyle ucuz kredi olanağı yaratıyorsa da, net şimdiki değer negatif olması halinde, firma alacaklara herhangi bir yatırımda bulunmayacak, ya da kredili satış politikasında net şimdiki değeri, pozitif kılacak bir alternatif yatırım politikasını tercih edecektir (Uzun, 2008: 249).

Ticari kredilerin, işletmeleri yaşatan, büyüten ve onlara hayat veren bir özelliği vardır. Bu nedenle, işletmelerin alacaklarının toplam aktifler içerisindeki yeri her geçen gün artmaktadır. Örneğin, ABD'de üretim işletmeleri satışlarının %95'ini, toptancılar %90'ını perakendeci ve hizmet işletmeleri %50'sini krediyle yapmaktadır. Bundan dolayı, alacaklara yapılacak yatırımın veya alacakların yönetiminin önemi, her geçen

gün artmaktadır. Alacakların yönetimi, alacaklar hesabında önemli boyutlara erişen fonların birikmesini önlemeyi amaçlamaktadır. Böylece, bu fonların maliyeti ile satışların artması sonucu doğan kârlılık arasında bir ilişki kurulur. Bu ilişki ile hangi düzeyde bir alacak hacminin işletme için kârlı olacağını araştırılması, alacakların yönetiminin temelini oluşturmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 285).

Diğer yandan, kredili satış yapan işletmeler açısından, alacakların tahsil edilmeme veya geç tahsil edilme riski söz konusu olmaktadır. Bu sebeple, işletmeler yalnız en güvenilir müşterilerine satış yaparak, riski ve masrafları en aza indirebilir. Böyle bir durumda, kredili satışlardan elde edilecek kâr, kredili maliyetinden fazla olabilir. Bu nedenle, işletmelerde kredinin marjinal maliyetini, marjinal satış kârına eşitleyen, optimal kredi standartlarının belirlenmesi gerekmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 285).

Kredi yöneticisi, kredi politikasını uygularken sık sık aşağıdaki kararları vermektedir (Mehta, 1974: 11):

- Kredili mal veya hizmet satın almak isteyen olduğunda, müşteriye kredi açılacak mıdır?
- Kredi açılacaksa, kredi tutarı ne kadar olacaktır?
- Müşterilerin erken ödemelerini özendirmek için nakit iskontosu yapılacak mıdır?
- Ödemeyi geciktiren müşteriler için tahsilatı hızlandırıcı ne gibi önlemler alınacaktır?

Kredinin açılması ve açılacak kredi tutarının belirlenmesi, işletmenin denetiminde olan kararlarken, müşterilere yapılacak iskontolar ise endüstrideki rekabetle ilgilidir (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 286).

1.3.1.3. Stoklara Yatırım Kararları

Stoklar işletme sermayesi içerisinde en düşük likidite derecesine sahip varlıklardır. Birçok işletme stoklara ve sabit varlıklara sahip olunmadan faaliyette bulunamamaktadır. Toptan ticaretle uğraşan işletmeler için stok bulundurmanın önemi ne kadar büyükse, mamul üretimiyle uğraşan bir sanayi işletmesi için de gerek hammadde stoklarının varlığı gerekse sabit varlıklarının üretim faaliyetlerinde kullanılması o derece önemlidir. Bu iki varlığın yönetimi işletmenin kârlılık durumuyla

çok yakından ilgilidir. Bunların yönetiminde rasyonel metotların kullanılması bir taraftan maliyetlerin azalmasını, diğer taraftan da üretim ve satış faaliyetlerinin devamlılığını sağlamaktadır (Uzun, 2008: 273).

İşletmelerde stoklar, toplam aktifler içerisinde önemli bir paya sahiptir. Stok tanımı içerisinde, mamul, hammadde, yarı mamul ve yardımcı malzemeler girmektedir. Stoklara yapılan yatırım, sektörden sektöre değişiklik göstermektedir. Örneğin, ABD’de tekstil sektöründe, stoklar, net varlıkların % 50’sini veya daha fazlasını, metal sanayinde %23’ünü, matbaacılıkta %15’ini oluşturmaktadır. Bunun yanı sıra, toptancı ve perakendeci işletmelerde stoklara yapılan yatırım, toplam varlıkların % 30-%34’ünü oluşturmaktadır. Stoklara yapılan yatırımın fazla olması, işletme kârlılığını olumsuz yönde etkilemektedir. Öte yandan, stoklara yapılacak yetersiz yatırım da, satışların veya üretimin azalmasına neden olmaktadır. Bu nedenle, beklenen satışların artacağı düşünülüyorsa, stok miktarı da artırılmalıdır. Stoklarla ilgili yapılan çalışmalara göre stokların satışlara oranının %12 ile %20 arasında değiştiğini göstermiştir. Stokların toplam varlıklara oranı ise, %16-%30 arasında değiştiğini göstermektedir. Son yıllarda, gelişmiş ülkelerde stokların satışlara oranında bir düşüş söz konusudur. Stok kontrol yöntemlerinin gelişmesi, stok denetiminde bilgisayarlardan yararlanılması, ulaştırma olanaklarının artması ve hızlanması, yeni stoklama yöntemlerinin uygulanması, stok tutma maliyetlerinin artması, stokların satışlara oranının düşmesine neden olmaktadır. Hatta bazı işletmeler sıfır stokla çalışmaktadır (Ceylan, 2001: 263).

Bir üretim işletmesinde üç tür stok vardır. Bunlar, hammadde, yarı mamul ve mamul mallardır. Stoklara yapılacak yatırım tutarını belirleyen faktörler, stok türüne göre değişiklik göstermemektedir. Bir üretim işletmesinde, satış veya üretim hacmi, üretim işleminin uzunluğu ve tekniği, mamulün bozulabilirliği veya modasının geçip geçmemesi gibi faktörler stoklara yapılacak yatırımı belirlemektedir (Ceylan, 2001: 263–264).

“Stoklar birçok işletmenin mezarıdır.” sözü uzmanlar arasında son derece yaygın bir hükümdür. Stok kontrolünün ne kadar önemli bir yönetim konusu olduğu bu sözden de anlaşılmaktadır. Bu sebeple stok kontrol yöntemi, satın alma departmanının sorumluluğundan çıkıp finans departmanının sorumluluğuna girmiştir (Uzun, 2008: 273).

1.3.2. Duran Varlıklarla İlgili Yatırım Kararları

İşletmelerin çeşitli kaynaklardan sağladığı fonlar, işletme amaçlarını gerçekleştirecek biçimde, duran varlıklara ve dönen varlıklara yatırım gerçekleştirilir. Nitekim, Duran varlıklara yapılan bir yatırım, firmanın işletme (çalışma) sermayesini de etkilemekte ve çalışma sermayesi ihtiyacını da arttırmaktadır (Akgüç, 1994: 319).

Bir işletmede, duran varlıklara yapılan yatırımlarla (sermaye harcamalarıyla) dönen varlıklara yapılan yatırımlar beş önemli noktada farklılık göstermektedir. Bunlar;

- Duran varlıklarla ilgili olarak yapılması plânlanan harcama tutarları, dönen varlıklara göre daha büyüktür.
- Duran varlıklar daha bütünlük, bölünmezlik gösterirken dönen varlıklara yapılan harcamalar daha fazla bölünebilir düzeydedir.
- Dönen varlıklar için yapılan harcamalar, duran varlıklara göre görece olarak daha kısa sürelidir.
- Likidite açısından değerlendirildiğinde, dönen varlıklar süratle paraya çevrilebilme özelliği sebebiyle duran varlıklara nazaran daha likittir.
- Dönen varlıklara yapılan yatırımların firmanın risk derecesi üzerine etkisi sınırlıdır (Akgüç, 1994: 319–320).

1.3.2.1. Duran Varlıklara Yatırımın Önemi

Duran varlıklara(sabit değerlere) yapılacak yatırımların, başka bir deyişle sermaye(yatırım) harcama plânlarının değerlendirilmesi, firmaların gelecekteki başarısı açısından stratejik önem taşımaktadır (Akgüç, 1994: 321).

Yatırım (sermaye) bütçelemesi, yeni, kârlı, verimli yatırım projeleri araştırılmasını; bir yatırım önerisinin kabul edilmesinin etkilerini tahmin edebilmek için teknik ve pazarlamaya hatta yönetime ilişkin tüm etmenlerin incelenmesini; her yatırım önerisinin kâr sağlama potansiyelini belirlemek için ekonomik analiz yapılmasını içeren çok yönlü bir faaliyettir (Bierman ve Smidt, 1975: 4).

Yatırım harcamalarının işletmeler açısından önemini arttıran, bu harcamalarla ilgili kararları stratejik hale getiren etmenlerse şöyledir (Akgüç, 1994: 321):

- Sabit varlıklar, bir işletmenin varlıkları arasında önemli bir paya sahiptir.

- Yatırım kararı alanlar, fonları uzunca bir süre belirli bir alana ayırdıklarından, gelecekte meydana gelebilecek olayların bir tutsağı haline gelmektedir.
- Duran varlıklar, üretim sürecinde bir girdi olarak kullanılmaktadır. Bu sebeple, duran varlıklara yapılacak yatırım ile işletmenin üretim plânları arasında direkt bir ilişki söz konusudur. Duran varlıklara yapılacak aşırı veya noksan yatırım, işletme yönünden ciddi sonuçlar doğurmaktadır. Eğer işletme, duran varlıklara aşırı yatırım yaparsa, gereksiz ve ağır finansman ve sabit gider yükü altına girmiş olur ve kârlılığı azalır. Gerektiğinden az yatırım yapılması ise iki olumsuz sonuç doğurabilir. Bunların ilki, işletmenin rakiplerinin daha modern üretim araçları kullanarak, kaliteli ve ucuz üretimde bulunmaları halinde işletmenin rekabet gücünün azalması, diğeri de işletmenin piyasa payını kaybetmesidir.
- Duran varlıklara yapılacak yatırımın tutarı kadar zamanlaması da çok önemlidir. Zamanlamada yapılacak hatalar da ciddi sonuçlar doğurabilir. Örneğin, tam kapasiteye yakın bir kapasiteyle çalışan işletme, ani bir talep artışı ile karşılaştığı zaman, üretimi arttırmak için sabit varlıklara yapacağı yatırım uzun zaman alacağından, yatırım tamamlandığında talep ortadan kalkmış olabilir. Dolayısıyla, işletme için atıl bir kapasite yaratılmış olabilir.
- Duran varlıklara yapılan yatırımlar genellikle büyük tutarlarda ve anında olmamaktadır. Bu sebeple işletmenin çok önceden gerekli önlemleri alması ve girişimlerde bulunması gerekmektedir. İşletmeler tarafından iyi hazırlanmış yatırım projeleri, finansman sağlanması olanağını da arttırmaktadır. Böyle bir yatırım projesi, proje bazında kredi veren finans kurumlarından kaynak sağlanmasını da kolaylaştırmaktadır.
- Sermaye(yatırım) bütçeleri gelecek dönemlerde nakit bütçesini etkilemekte, satış ve üretim bütçelerinden de etkilenmektedir. Bu nedenle yatırım bütçeleri, bütçeleme süreciyle birleştirilmelidir. Yatırım harcamalarından kaynaklanacak para akışlarının zamanlaması, finans yöneticisi açısından büyük önem taşımaktadır.

Bir işletmenin gelecekteki başarısını, kârlılığını, verimliliğini, para akışını, risk derecesini belirleyecek en önemli faktörlerden biri, gerçekleşmesini ön gördüğü yatırımlardır. Yatırım kararlarının işletmelerin geleceği açısından hayati önem taşımasına karşın, bazı işletmelerde bu kararlar sağlam yapılabilirlik (fizibilite)

etütlerine dayanmadan, ön yargılarla, sezgilerle alınmakta veya üretilecek mal veya hizmete aşırı güvenle, yatırımın pazarlama yönü ihmal edilerek yeni yatırımlara girişilmekte, bazen de yeni yatırımın teknik çekiciliğine kapılarak yatırım kararları alınmaktadır (Akgüç, 1994: 323).

1.3.2.2. Duran Varlıklara Yapılacak Yatırımları Değerlendirme Yöntemleri

Duran varlıklara yatırım, genellikle, makine ve tesisler gibi işletmelerde uzun süre üretim faaliyetinde kullanılan yatırımı ifade etmektedir. Bu nedenle, duran varlıklara yatırım kararı vermek üst yönetimin en önemli sorumluluğudur. Yapılacak yatırımın tutar ve türünü belirlemede, belirli ilkelerin göz önünde bulundurulması gerekir. Bu anlamda duran varlıklara yatırım ile projelerin değerlendirilmesi eş anlamlı kullanılmaktadır. Duran varlıklara yatırım beş bölüme ayrılır. Bunlar (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 305);

- Yenileme Yatırımı,
- Genişleme Yatırımı
- Mamül Yatırımları,
- Stratejik Yatırım ve
- Modernizasyon Yatırımlarıdır.

Bir işletmede duran varlıklara yapılacak yatırımları değerlendirirken ilk önce o duran varlıktan elde edilecek tahmini nakit akımlarının hesaplanması, daha sonra o projeden ortalama yüzde kaç kâr elde edileceğinin hesaplanması, projenin geri ödeme süresinin hesaplanması, projenin net bugünkü değerinin hesaplanması, iç kârlılık (verim) oranının hesaplanması ve son olarak da Kârlılık Endeksinin hesaplanması gerekir ve bunun sonucunda da bulunan sonuçlara göre işletmenin o duran varlığa yatırım yapması kabul ya da red edilir.

1.3.2.2.1. Duran Varlıklardan Elde Edilecek Tahmini Nakit Akımlarının Hesaplanması

Finans yöneticisi, yatırım kararı verirken o yatırımın işletmeye sağlayacağı net nakit girişini tahmin etmiş olmalıdır.

Bir yatırımın para giriş ve çıkışlarını yıllar itibariyle hesaplayabilmek için sabit sermaye harcamalarını, net işletme sermayesindeki artışı, net kâr ve ayrılan amortisman tutarını, yatırımın yabancı kaynaklara finanse edilmiş ise borç ödemelerini, yatırımın ekonomik ömrü sonundaki kalıntı (hurda) değerini, sağlıklı biçimde tahmin etmek gerekmektedir (Akgüç, 1994: 330).

Yatırım projelerinin değerlendirilmesinde kullanılan nakit akım kavramı işletmenin amacıyla tutarlıdır ve muhasebede geçerli olan kâr kavramından farklıdır. Her yatırım projesi, projenin sağladığı nakit girişlerini ve projenin yol açtığı nakit çıkışlarını yaratmaktadır (Pamukçu, 1999: 102).

Projenin nakit girişi, satış hasılatı ile işgücü ve malzeme tasarrufundan sağlanmaktadır. Nakit çıkışı ise, yönetim, satış giderleri gibi nakit çıkışına yol açan faaliyet giderleri ile projenin kârından ödenecek vergiden oluşmaktadır. Amortisman ve finansman(faiz) giderleri, faaliyet giderlerine dahil olmamaktadır (Pamukçu, 1999: 102).

Amortisman tutarı ise, vergi kanunları uyarınca gider olarak yazılmakta ve vergiye tabi kârdan indirilmektedir. Bu işlemin işletme için nakit çıkışına yol açmaması nedeniyle amortisman gideri, nakit akımı hesaplanmasında faiz ve vergiden önceki kâra eklenmektedir (Pamukçu, 1999: 103).

Projenin sağladığı nakit akımı (NA), projenin faiz ve vergiden önceki kârına (FVÖK) projenin amortisman tutarına (A.T) eklenmesi ve proje sonucu ortaya çıkan vergi tutarı (VT) ile projenin işleyişi için gerekli olan çalışma sermayesinin (ÇS) çıkarılması ile hesaplanmaktadır. Bu hesaplama göre formül aşağıdaki gibi gerçekleşmektedir (Pamukçu, 1999: 103):

$$NA = FVÖK + AT - VT - ÇS$$

Burada,

NA= Nakit akımını,

FVÖK= Faiz ve vergiden önceki kârı,

A.T= Amortisman tutarını,

ÇS= Çalışma sermayesini göstermektedir.

Nakit akımının hesaplanmasında verginin ne zaman ödeneceği göz önünde bulundurulmaktadır. Verginin, kârın elde edildiği yılı izleyen yıl içinde ödenmesi durumunda birinci yıla ait nakit akımının hesabında vergi tutarı bulunmayacaktır. İkinci yılın nakit akımı hesabında birinci yılda gerçekleşen vergi tutarı yer alacaktır. Projede kullanılan amortisman yöntemleri nakit akımını etkilemektedir. Örneğin, hızlandırılmış amortisman yönteminin kullanılması faaliyet kârının ve vergi tutarının azalmasına sebep olmakta ve bu sayede projenin nakit akımı yükselmektedir (Pamukçu, 1999: 103).

Örneğin, X işletmesi 1.700 TL tutarında ve 3 yıl süreli yeni yatırım projesinin tahmini gelir tablosu ve projenin çalışma sermayesine etkisini belirlemiştir. Projenin gerektirdiği çalışma sermayesi ihtiyacı 80 TL'dir. Vergi oranı %30' dur ve kâr elde edildiği yıl ödenecektir.

Çizelge 1.2 : Tahmini Çalışma Sermayesi İhtiyacının Hesaplanması

Tahmini Çalışma Sermayesi İhtiyacı	Y ₁	Y ₂	Y ₃
Ticari Alacaklar	360	367	375
Stoklar	340	347	354
Ticari Borçlar	250	255	260
Yatırım Sonucu Çalışma Sermayesi	450	459	468
Yatırım Öncesi Çalışma Sermayesi	350	385	424
Çalışma Sermayesi İhtiyacı	100	74	45

Çizelge 1.3 : Tahmini Gelir Tablosunun Hesaplanması

Tahmini Gelir Tablosu	Y ₁	Y ₂	Y ₃
Satış Hasılatı	2200	2420	2662
Satılan Malın Maliyeti	1000	1100	1210
Satış Kârı	1200	1320	1452
Faaliyet Giderleri	400	440	484
Amortisman Gideri	200	200	200
Faiz ve Vergiden Önceki Kâr	600	680	768
Finansman Gideri	100	100	100
Vergiden Önceki Kâr	500	580	668
Vergi	150	174	200
Net Kâr	350	406	468

Bu verilere göre, yatırım projesinin nakit akımı aşağıdaki gibi hesaplanır;

Nakit akımının hesaplanması için ilk önce çalışma sermayesi ihtiyacındaki değişimin hesaplanması gerekmektedir ve projenin işleyişi için gerekli olan 80 TL çalışma sermayesi ile birinci yıl için gerekli olan çalışma sermayesi farkı alınarak değişim bulunur. Birinci yılın sonunda projenin sağladığı nakit akım formüle göre aşağıdaki gibi hesaplanır;

$$NA = 600 + 200 - 150 - 20$$

$$NA = 630 \text{ TL.}$$

Buradan hareketle diğer yıllar için de nakit akımlar aşağıdaki gibi olmaktadır.

Çizelge 1.4: Tahmini Nakit Akımının Hesaplanması

Yeni Projenin Tahmini Nakit Akımı	Y ₁	Y ₂	Y ₃
Faiz ve Vergiden Önceki Kâr	600	680	768
Amortisman Gideri	200	200	200
Vergi	150	174	200
Çalışma Sermayesi İhtiyacında Değişim	20	(26)	(29)
Nakit Akımı	630	732	797

Tahmini nakit akımlar değerlendirildiğinde; birinci yılsonunda çalışma sermayesi ihtiyacı yatırım projesinde öngörüleni aşmıştır ve ek çalışma sermayesi gereksinimi yaratmıştır. İkinci yıldan itibaren bu ihtiyaç azalmakta ve tasarruf sağlanmaktadır. Bu üç yıllık süre içinde nakit akımlar artan bir eğilim göstermektedir. Projenin üç yıl uygulanması sonucu elde edilecek nakit akım toplamı 2159 TL olacaktır.

1.3.2.2.2. Ortalama Kârlılık Yöntemi

Bu yöntemde, yatırım projesi değerlendirilirken sadece “net kâr” kullanılır. Yöntem şu formülle uygulanır;

$$O.K = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{NetKar_t}{n}}{\frac{Y.T}{2}}$$

Burada,

O.K= Ortalama Kârlılık

n= Ekonomik Ömür

Y.T= Yatırım Tutarıdır

Nakit Akımı hesaplanan yukarıdaki örnek kullanıldığında,

$$O.K = \frac{\frac{350 + 406 + 468}{3}}{\frac{1700}{2}} = \frac{408}{850} = 0,48$$

İşletmenin bu yatırımdan beklediği yıllık ortalama kârlılık oranı % 48'dir. Dolayısıyla bu haliyle proje kabul edilebilir. Ancak, firmanın üst yönetime %48'lik kâr beklentisini beğenmediği için proje red edilebilir.

1.3.2.2.3. Geri Ödeme Süresi Yöntemi

Geri ödeme süresi yöntemi, yatırım projelerinin değerlendirilmesinde en çok kullanılan yöntemdir. Geri ödeme süresi kısaltıkça, yatırımın daha az riskli olacağı ve likiditesinin artması beklenmektedir. Yöneticiler, bu yöntemle, fazla ayrıntıya girmeden yatırımların rasyonel olup olmadığını görebilir. Geri ödeme dönemi, bir zaman kavramıdır, kârlılık ölçüsü değildir. Yatırımın kârlılığını ölçmemektedir. Ancak, yatırımın ne kadar hızlı geri ödeyebileceğini ölçmektedir. Bu yöntemde, paranın zaman değeri dikkate alınmaz. Yatırım projelerinin geri ödeme süresi şu şekilde hesaplanır (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 312):

- Yatırım projesinin yıllık nakit akımları her yıl birbirine eşitse, projenin geri ödeme süresi, yatırım tutarının yıllık nakit akımlarına oranlaması ile bulunur.

$$\text{Geri Ödeme Süresi} = \frac{\text{Yatırım Tutarı}}{\text{Yıllık Nakit Akımı}}$$

Örneğin; Maliyeti 1.800.000 TL olan bir yatırım, her yıl 560.000 TL nakit akımı sağlamaktadır. Bu yatırımın geri ödeme süresi ne kadardır?

$$G.Ö.S = \frac{1.800.000}{560.000} = 3,2 \text{ yıldır.}$$

- Yatırım projesinden sağlanacak nakit akımları yılları itibariyle farklı ise, nakit akımları, ilk yıldan başlayarak, proje maliyetine eşit olduğu andaki yıl sayısı, yatırımın geri ödeme süresini vermektedir (Abdelsamad, 1973: 28–35).

Örneğin, bir yatırımın maliyeti 10.000.000 TL'dir. Yatırımın yıllara göre aşağıdaki nakit akımlarını yaratması beklenmektedir. Yatırımın geri ödeme süresi nedir?

<u>Yıl</u>	<u>Nakit Akımları</u>
1	3.000.000
2	7.000.000
3	2.000.000
4	5.000.000

Geri ödeme süresi 2 yıldır. Çünkü 2. Yılın sonunda elde edilen nakit akımları yatırım tutarına eşit olmaktadır.

1.3.2.2.4. Net Şimdiki Değer Yöntemi

Yukarıda anlatılan yöntemlerin en önemli sakıncası, paranın zaman değerini göz önüne almamalarıdır. Net Şimdiki Değer Yöntemi, iskonto edilmiş nakit akımı yöntemidir. Buna göre, nakit akımlarını belli bir iskonto oranından indirgemek gerekmektedir. Daha sonra, iskonto edilmiş nakit akımlarından yatırım harcamaları çıkarılır. Eğer, net şimdiki değer pozitif ise, yatırım yapılır, negatif ise, yatırımdan

vazgeçilir. Net şimdiki değer yöntemi aşağıdaki gibi formüle edilir (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 314):

$$N.Ş.D = \frac{N.A_1}{(1+k_e)^1} + \frac{N.A_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{N.A_n}{(1+k_e)^n} - Y.T$$

Burada,

N.Ş.D= Net Şimdiki Değeri,

N.A= Nakit Akımlarını,

Ke=Sermaye Maliyetini,

Y.T= Yatırım Tutarını göstermektedir.

Örneğin, Yatırım tutarı 3.000.000 TL, sermaye maliyeti %10 ve tahmini yıllık nakit akımları aşağıdaki gibi olan proje kabul edilecek midir?

<u>Yıllar</u>	<u>Nakit Akımı</u>
1	680.000
2	760.000
3	920.000
4	920.000
5	1.080.000

$$N.Ş.D = \frac{680.000}{(1+10)^1} + \frac{760.000}{(1+10)^2} + \frac{920.000}{(1+10)^3} + \frac{920.000}{(1+10)^4} + \frac{1.080.000}{(1+10)^5} - 3.000.000$$

$$N.Ş.D = 3.236.054 - 3.000.000$$

$$N.Ş.D = 236.054 \text{ TL ve } N.Ş.D \geq 0 \text{ olduğu için proje kabul edilir.}$$

1.3.2.2.5. İç Kârlılık (Verim) Oranı Yöntemi

İç kârlılık oranı yöntemi, net şimdiki değer yöntemine çok benzeyen bir yöntemdir. Yöntem, net şimdiki değerden sadece iskonto oranı açısından farklılık

göstermektedir. İç Kârlılık oranı, projenin nakit giriş ve çıkışlarını birbirine eşitleyen iskonto oranının hesaplanmasıdır. Bu oranın hesabı, sınıama- yanılma ve enterpolasyon yoluyla belirlenmektedir. İç Kârlılık oranı yöntemi, aşağıdaki gibi formüle edilir (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 322):

$$Y.T = \frac{N.A_1}{(1+r)^1} + \frac{N.A_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{N.A_n}{(1+r)^n}$$

Burada,

Y.T = Yatırım Tutarını,

N.A = Nakit Akımlarını,

r = İç Kârlılık oranını göstermektedir.

Hesaplamalara göre bulunan iç kârlılık oranı(r), sermaye maliyetinden(ke) büyükse proje kabul edilir, küçükse proje reddedilir.

Net Şimdiki Değer yönteminde verilen örnek kullanıldığında; İç kârlılık oranı (r)' nı bulmak için deneme- yanılma yöntemi uygulanır. Eğer çıkan sonuç yatırım tutarına eşitse, istenilen sonuca ulaşılmıştır. Şayet tutmazsa, iç kârlılık oranı (r) için farklı bir oran daha belirlenip denenir;

r= %12'yi denersek,

$$3.000.000 = \frac{680.000}{(1+.12)^1} + \frac{760.000}{(1+.12)^2} + \frac{920.000}{(1+.12)^3} + \frac{920.000}{(1+.12)^4} + \frac{1.080.000}{(1+.12)^5}$$

$$3.000.000 \neq 3.065.252 \text{ TL}$$

Hesaplamalara göre %12 iskonto oranıyla 3.000.000 TL'lik yatırım tutarına ulaşılamamaktadır. Bu sebeple iskonto oranı %14'ü denersek;

$$3.000.000 = \frac{680.000}{(1+.14)^1} + \frac{760.000}{(1+.14)^2} + \frac{920.000}{(1+.14)^3} + \frac{920.000}{(1+.14)^4} + \frac{1.080.000}{(1+.14)^5}$$

$$3.000.000 \neq 2.908.000 \text{ TL}$$

Eşitlik yine sağlanamamıştır. Bu sebeple, hassas oranı bulabilmek için Enterpolasyon yapılır. Enterpolasyonun aşamaları şunlardır:

- I.Aşama : Küçük faiz oranında bulunan değer – Yatırım Tutarı
 II. Aşama : Küçük faiz oranında bulunan değer – Büyük faiz oranında bulunan değer
 III. Aşama : Büyük faiz oranı – Küçük faiz oranı

$$r = K.F.O + \frac{I.Aşama \times III.Aşama}{II.Aşama}$$

- I.Aşama : 3.065.353 – 3.000.000= 65.352 TL
 II.Aşama : 3.065.352 – 2.908.000= 157.352 TL
 III.Aşama : %14 - %12= %2

$$r = 0,12 + \frac{65,352 \times 0,002}{157,352}$$

$r = \%12,8$ bulunur ve $k_e = \%10$ olduğuna göre proje kabul edilir.

1.3.2.2.6. Kârlılık Endeksi Yöntemi

Fayda maliyet oranı olarak da ifade edilen kârlılık endeksi yöntemi, yatırımın ekonomik ömrü boyunca sağlanacak nakit akımlarının, belli bir iskonto oranı üzerinde indirgenmiş değerlerinin, yatırımın indirgenmiş nakit akışına oranıdır. Tanımı formüle edersek aşağıdaki gibidir (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 323):

$$K.E = \frac{\frac{N.A_1}{(1+k_e)^1} + \frac{N.A_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{N.A_n}{(1+k_e)^n}}{Y.T}$$

Burada,

K.E= Kârlılık Endeksini,

N.A= Nakit akışlarını

Y.T= Yatırım Tutarını

k_c =Sermaye Maliyetini göstermektedir.

Bu yöntem, özellikle potansiyel projelerin fazla, sermayeninse kısıtlı olduğu zamanlarda çok büyük önem taşır, çünkü yöntem projeleri kârlılıklarına göre sıralamada kullanılır.

Yöntem sonucunda bulunan değer, 1'e eşit ve 1'den büyükse proje kabul edilir. Şayet, sonuç 1'den küçükse proje reddedilir.

Net Şimdiki Değer ve İç Kârlılık Oranı Yönteminde verdiğimiz örneği kullanırsak sonuç aşağıdaki gibi olacaktır:

$$K.E = \frac{\frac{680.000}{(1+10)^1} + \frac{760.000}{(1+10)^2} + \frac{920.000}{(1+10)^3} + \frac{920.000}{(1+10)^4} + \frac{1.080.000}{(1+10)^5}}{3.000.000}$$

$K.E = 1,07 \geq 1$ olduğu için proje kabul edilir.

1.4.TEMETTÜ KARARLARI

Finans fonksiyonunun üçüncü görev ve sorumluluğu, temettü kararlarıdır. Özellikle, hissedarlara nakit olarak dağıtılacak temettü (kâr payı) miktarını, zaman süreci içindeki temettüler konusundaki istikrar durumunu, hisse senedi şeklindeki temettülerini ve hisse senetlerinin tekrar geri satın alınması işlemini kapsayan kararlar topluluğu söz konusudur. Yatırımcılar açısından ise, temettünün değerlendirilmesi, dağıtılmayan kârların (otofinansmanın) fırsat maliyeti ile karşılaştırılması anlamına gelmektedir (Usta, 2005: 7-8).

Temettü kararları politikası finansman kararının önemli bir unsurudur. İşletme yöneticileri her dönem sonunda elde ettikleri vergiden sonra kârla ilgili karar alırlar. Bu karar net kârın ortaklara dağıtılması ile yatırımlarının finansmanında kullanılması için dağıtılmamış kârlara aktarılması arasında bir seçimdir (Pamukçu, 1999: 293).

1.4.1.Kâr Kavramı

Belli bir hesap dönemi sonunda elde edilen satış geliri ile bu gelire ilişkin maliyet ve giderler arasındaki olumlu fark kâr olarak tanımlar. Ayrıca, kârı işletmenin ilgili hesap dönemi sonundaki özsermayesinin aynı hesap dönemi başındaki özsermayesi ile karşılaştırmak sonucu saptanan olumlu fark olarak da tanımlamak mümkündür. Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri uyarınca bir hesap döneminin kârını “ [(Net Satışlar + Diğer Gelirler) – (Satışların Maliyeti + Faaliyet Giderleri + Diğer Giderler)] = KÂR “ şeklinde ifade edilir. Ticâri kâr da denilen bu kâr, “Dağıtımdan Önceki Kâr” denir (Usta, 2005: 49).

Kârın tanımlamalarına bakıldığında üç ayrı yönden tanımlama yapmak mümkündür. Bunlar (Usta, 2005: 50);

- i. Hesap dönemi Açısından Kâr,
- ii. Dağıtım Açısından Kâr,
- iii. Vergi Hukuku Açısından Kârdır.

1.4.1.1. Hesap Dönemi Açısından Kâr

Kâr, işletmenin hesap dönemi sonundaki özvarlığı ile hesap dönemi başındaki özvarlığı ya da başka bir ifade ile işletmenin kâr, işletmenin hesap dönemi hesap dönemi içinde elde ettiği gelirlerle yaptığı giderler arasındaki olumlu farktır (Usta, 2005: 50).

1.4.1.2. Dağıtım Açısından Kâr

İşletmenin potansiyeline dokunmadan bir başka ifadeyle, işletmenin gelişmesini sağlayacak fonları saklı tutmak koşulu ile hisse senedi sahiplerine dağıtılabilecek aktif artıdır (Usta, 2005: 50).

1.4.1.3. Vergi Hukuku Açısından Kâr

Kârın vergi hukuku açısından tanımı, sermaye kazançlarının vergisel yönden saptamasına ilişkin teorilere göre yapılır. Bu teoriler, kaynak ve net satış teorisidir. Kaynak teorisine göre gelir, kişilerin sahip oldukları üretim faktörlerine üretim sürecine sokmaları karşılığında elde ettikleri değerlerdir. Bu teoriye göre, bir unsurun gelir sayılabilmesi için iki önemli özelliğinin bir arada bulunması gerekmektedir. Bunlar, üretim faktörlerine bağıllık ve devamlılıktır. Net satış teorisine göre ise, bir kişinin geliri, belirli bir dönemde yaptığı tüketim ile aynı dönemde net varlığında gerçekleşen artış toplamıdır. Buna göre, vergisel olarak Türkiye uygulamasında, kârın en genel tanımı, tasarruf ve harcamalara konu olan her türlü değerdir (Usta, 2005: 51).

1.4.2 Kârın Belirlenmesi

İşletmelerde kârın belirlenmesi iki yöntemle gerçekleşmektedir. Bunlardan birincisi özsermaye karşılaştırılması yoluna yapılan kâr belirlenmesi, diğeri ise, gelir ve giderlerin karşılaştırılmasıyla yapılan ve rapor tipi gelir tablosuyla işlerlik kazanan eşleştirme yöntemidir.

1.4.2.1.Özsermaye Karşılaştırması Yoluyla Kârın Belirlenmesi

İşletmeler açısından kâr, belirli bir dönemdeki satış gelirleri ile giderleri arasındaki olumlu farktır. Bu fark, işletmenin özsermayesinde bir artış şeklinde ortaya çıkar (Usta, 2005: 51).

1.4.2.2.Gelir ve Giderlerin Karşılaştırılması Yoluyla Kârın Belirlenmesi

Geniş anlamda gelir, belli bir hesap dönemi içinde işletmenin ana faaliyetleri ve yan fon faaliyetleri sonucunda yaptığı tahsilât ile lehine doğan alacakların toplamıdır. Giderlerinse, belli bir hesap dönemi içinde yapılan ve karşılığında herhangi bir aktif varlık elde edilmeyen harcamalar ile borçlanmalardır. Bu yöntemle göre, belli bir hesap

dönemi içinde elde edilen gelir ile yapılan giderler arasındaki fark, dönem kârını veya zararını verecektir (Usta, 2005: 53).

1.4.2.3.Vergiye Tabî Kârın Belirlenmesi

İşletmeler muhasebe sistemlerini Muhasebe Sistemi Uygulama Tebliğlerinde ve eklerinde öngörülen kurallara uygun olarak yürütmektedirler. Ancak, vergiye tabî kârın yani matrahın saptanmasında vergi kanunlarında yer alan özel hükümleri de göz önünde bulundurmaları zorundadırlar (Usta, 2005: 53).

1.4.3.Kâr Dağıtım

İşletmelerin kâr payı dağıtım, dönem sonunda elde edilen kârların ortaklara dağıtılması ya da işletme içinde yatırıma dönüştürülmesiyle ilgili kararlardan oluşur. Dolayısıyla, kâr dağıtım hem işletme açısından hem de işletmenin hissedarları açısından önem taşımaktadır.

1.4.3.1.İşletme Açısından Kâr Dağıtım

İşletmelerin kuruluş nedenlerinden birisi de kâr elde etmek ve elde edilen kârı ortaklara dağıtmaktır. Öte yandan, hisse senetlerinin fiyatının maksimizasyonu açısından kâr payı dağıtım politikası önem taşımaktadır. İşletmelerin hem büyümeleri, hem de kâr payı dağıtımları birlikte istenirse de, bu iki amaç birbiriyle çelişkilidir. Çünkü, yüksek kâr payı dağıtım, daha az dağıtılmayan kâr veya otofinansman demektir. Bu nedenle, finans yöneticilerinin görevlerinden birisi, işletmenin büyüme seyrine ve ortakların beklentilerine de uygun olarak, kâr payı dağıtımını gerçekleştirmektir (Ceylan, 2001: 223).

Kârlılığı yıllar itibariyle dalgalanmalar gösteren işletmelerin, elde ettikleri kârlarından ayrılan yedek akçeler, az kâr elde edilen yıllarda ortaklara kâr olarak dağıtılabilir. Böylece, kârlılıktaki değişmelerin işletmenin kâr dağıtım politikasını etkilemesi önlenmiş olur (Çabuk, 1982: 123).

1.4.3.2.Ortaklar Açısından Kâr Dağıtımı

İşletmelerde kâr payı dağıtımıyla ilgili iki görüş vardır. Bu görüşlerden birincisi, işletmenin piyasa değerini maksimum yapacak optimum kâr payı dağıtım oranının belirlenmesidir. Finans yöneticisinin görevi bu oranı belirlemektir (Bakır, 1979: 15). Bu görüşe göre, kârın hemen dağıtılmayıp işletmede bırakılması durumunda, gelecekte dağıtılması söz konusu olsa da hem geleceğin taşıdığı risk, hem de paranın zaman değeri nedeniyle, ortaklar, kârın dağıtılmamasını iyi karşılamayacaklardır. Çünkü, kâr dağıtılmazsa, hisse senetlerinin piyasa fiyatı düşecektir (Gönenli, 1969: 407). Çünkü, ortaklar işletmenin değerini ve ortağı olduğu hisse senetlerinin fiyatını, dağıtılan kâr payı miktarı ve oranıyla ölçmeye eğilimlidirler. Yatırımlarının karşılığını en kısa zamanda, devamlı artan veya hiç olmazsa düzeyini koruyan ödemeler şeklinde almak isterlerler. Böyle düşünen ortaklar için ödenecek kâr payı miktarı ve bu miktarın düzenli olması son derece önemlidir. Ortakların bu düşüncesi, işletme yönetimini büyük bir baskı altına sokar. Böylece, işletme, rasyonel bir karar olmasa bile, her yıl düzenli bir kâr dağıtım yapmak zorunda kalabilir. Tüm ortakların bu şekilde davranmaları da beklenmez. Bazıları da, alternatif finansal yatırımlardan yararlanma derecelerini, işletmenin finansal yapısını, hisse senedi veya tahvil çıkarma giderlerini, kâr payları üzerindeki vergi etkisini ve kâr paylarını piyasada değerlendirememesi gibi hususları gözönüne alarak, kâr paylarını işletmede bırakmak isteyebilirler. Gelecekte daha yüksek kâr payı almak veya hisse senetlerinin değerinin artışı beklemek düşüncesi, ortakları böyle davranmaya da yönlendirebilir (Usta, 2005: 55). Birinci görüşe göre, işletmenin kâr payı ödeme tutarı, elde edeceği yatırım fırsatlarına göre farklılık gösterir. Yatırım fırsatlarının sayısı çok ve yatırımın kârlılığı yüksekse, kâr payı ödeme yüzdesi büyük bir olasılıkla sıfır olacaktır. Diğer yandan, işletme, kârlı yatırım fırsatları bulamıyorsa, kâr payı ödemeleri %100 olabilir. İkinci görüşe göre ise, kâr payı dağıtım oranı ile, işletmenin hisse senetlerinin piyasa değeri arasında bir ilişki yoktur. Bir dönem kâr dağıtılmamışsa, daha sonraki dönemlerde kâr dağıtılacak demektir. Bu nedenle, kârın dağıtılması veya dağıtılmaması büyük bir önem taşımaz (Ceylan, 2001: 224).

1.4.4.Kâr Dağıtımını Etkileyen Faktörler

Finans yöneticileri, ortaklara kâr dağıtıp dağıtmamaya veya hangi oranda kâr dağıtılacağına karar verirken birçok faktörü göz önünde bulundurlar. Bunlar (Usta, 2005: 55-57; Ceylan, 2001: 224-227);

- i. Yasal Kurallar,
- ii. İşletmenin Likidite Durumu,
- iii. Borçlanma Yeteneği,
- iv. Borç Sözleşme Hükümleri,
- v. Aktif Varlıkların Büyüme Hızı,
- vi. Kontrol Yetkisini Koruma,
- vii. Kârlılık,
- viii. Yeni Yatırım Plânları,
- ix. Ortakların Vergi Durumu ve
- x. Enflasyondur.

1.4.5.Kâr Dağıtım Kararı ve Politikası

Kâr payı ödeme tutarı, işletmenin sahip olduğu yatırım fırsatlarına bağlı olarak dalgalanmalar gösterir. İşletmenin yatırım fırsatları çoksa, kâr payı ödeme oranı oldukça düşük olacaktır. Eğer işletme, yatırım fırsatları bulmakta güçlük çekiyorsa, kâr payı ödemeleri fazla olacaktır (Usta, 2005: 57).

Kâr payı dağıtım politikası belirlenirken, işletmenin yeni kurulmuş olması veya gelişmekte olması önem taşımaktadır. Örneğin, yeni kurulmuş işletmelerde kâr payı dağıtımına başlama tarihini ve oranını belirlemek oldukça zordur. Çünkü, bu tür işletmeler, ilk kuruluş yıllarında diğer kaynaklarından fon bulamadıklarından, kârlarını dağıtmazlar. Gelişmekte olan işletmelerde ise, yatırıma aktarılan fonlar, dağıtılan kâr paylarından daha yüksek verim getirirse bile, işletme büyük oranda kâr dağıtımını yapabilir (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 254).

Uygulamada, kâr payı dağıtımını konusunda, işletmeler farklı politikalar izlemektedir. Bazı işletmeler, dağıtılan kâr payının, düzenli olmasını benimseyerek,

kararlı kâr payı dağıtım politikası uygulamaktadır. Diğer bir görüş ise, sabit oranda kâr payı dağıtımını olarak ifade edilir. Üçüncü uygulama ise, sabit tutarda kâr payı dağıtımına ilaveten kâr payı dağıtımıdır (Ceylan, 2001: 228). Dördüncü uygulama ise, katkılı sabit kâr payı dağıtım politikasıdır (Usta, 2005: 61).

1.4.5.1.Düzenli Kâr Payı Dağıtım

Bu kâr dağıtımında her hisse senedi sahibine, her yıl aynı tutarda kâr payı dağıtılmaktadır (Ceylan, 2001: 228). Tasarruf sahipleri genellikle, istikrarlı kâr payı dağıtımını yapan ya da dağıtılan kâr payları düzenli bir artış gösteren şirketlerin hisse senetlerini tercih etmektedirler. İstikrarlı kâr payı alınması hem riski azaltır, hem de tasarruf sahiplerinin yıllık gelirlerini olumlu etkiler (Usta, 2005: 60).

İstikrarlı kâr dağıtımını, sabit ve güvenli gelir getiren menkul değerlere yatırım yapmayı yeğleyen sigorta şirketleri, emekli sandıkları ve benzer finansman kurumları açısından da hisse senetlerini çekici hale getirmekte, hisse senetlerinin pazarını genişletmektedir (Akgüç, 1994: 768).

1.4.5.2.Sabit Tutarda Kâr Dağıtım

Her yıl sabit tutarda kâr payı dağıtılmasının, geleceğin belirsizliğinin azaltılması yönünden birikim sahipleri açısından çekici yönü olmakla beraber, böyle bir politika hisse senetlerini bir anlamda, sabit gelir getiren bir menkul değere dönüştürmektedir. Her yıl sabit tutarda kâr payı dağıtımının, hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının yükselmesi konusunda kısıtlayıcı bir etkisi olmakta, bu tür kâr payı dağıtan şirketlerin hisse senetlerinin piyasa fiyatı önemli ölçüde artmamaktadır. Hisse senetlerine yatırım yapan birikim sahiplerinin bir bekleyişi de, değer artışından yararlanmak, sermaye kazancı sağlamaktır. Bu nedenle her yıl sabit tutarla değer artışı bekleyen birikim sahipleri açısından, hisse senetlerinin çekiciliğini azaltmaktadır (Akgüç, 1994:768).

1.4.5.3.Sabit Oranda Kâr Dağıtımı

Hisse senedi başına sabit tutarda kâr payı dağıtımını yerine, bazı işletmeler kârın sabit bir oranda dağıtılmasını benimseyebilir. Sabit tutarda kâr payı dağıtımını daha çok halka açık şirketlerde görüldüğü halde, sabit oranda kâr payı dağıtımını, kapalı aile şirketlerinde görmektedir. İşletmelerde sabit oranda kâr payı dağıtımının benimsenmesi durumunda, pay başına kazanç yıldan yıla değişmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 255).

1.4.5.4.Katkılı Sabit Kâr Dağıtımı

Bu tür kâr dağıtım politikasında işletme, her yıl sabit bir oran veya kâr payı tutarı belirlemekte ve işletmenin gerçekleşen net kârı dikkate alınarak bu sabit oran veya tutar üzerine belirli eklemeler yapılarak kâr dağıtımını gerçekleştirilmektedir (Usta, 2005: 61).

1.4.6.Kâr Payı Ödeme Şekilleri

Uygulamada çok çeşitli kâr dağıtım politikalarına rastlamak mümkündür. Ancak, en yaygın olarak kullanılanlar şunlardır(Ceylan ve Korkmaz, 2006: 255-258):

- i. Nakit Ödeme,
- ii. Kâr Payı Olarak Hisse Senedi Verilmesi,
- iii. Hisse Senetlerinin Geri Satın Alınması,
- iv. Aynı Olarak Kâr Payının Dağıtılması,
- v. Kâr Payı Olarak İntifa Senedi Verilmesidir.

1.4.6.1.Nakit Ödeme

Kâr payı ödemeleri denildiğinde, genel olarak, nakit ödemeler anlaşılmaktadır. Ancak, hisse senedi başına nakit kâr payı ödemeleri yanında, başka kâr payı ödeme yöntemleri de söz konusudur (Ceylan, 2001: 229).

1.4.6.2.Kâr Payı Olarak Hisse Senedi Verilmesi

Kâr payı olarak yapılacak ödemeler, nakit yanında, sermaye artışları nedeniyle, mevcut ortaklara bedelsiz hisse senedi vermek suretiyle de yapılmaktadır. Başka bir ifadeyle, işletmeler, gizli veya kanuni yedeklerle, bünyelerinde tuttıkları kârlarının bir kısmını sermayeye katarak, ortaklara karşılıksız olarak hisse senedi vermektedir. Sermayenin bu şekilde arttırılması durumunda aslında, özsermaye tutarında değişiklik olmamaktadır. Bilânçodaki yedekler azalmakta ve özsermayenin oy dağılımı değişmemektedir. Bunun yanında, ne ortakların ne de işletmenin varlıklarına yeni bir ilave söz konusu olmamaktadır (Koç, 1970: 326-327).

1.4.6.3.Hisse Senetlerinin Geri Satın Alınması

İşletmelerin aşırı nakde sahip olmaları ve kârlı yatırım fırsatlarının bulunmaması söz konusu olabilir. Böyle bir durumda, kârın ortaklara dağıtılması veya piyasadaki hisse senetlerinin satın alınması için kullanılması söz konusu olabilir. Gelir vergisinin ve menkul kıymet alım satım giderlerinin olmaması durumunda, teorik olarak bu iki seçenekten birinin kullanılmasının ortaklar açısından farkı yoktur (Van Horne, 1978: 279). Çünkü, şirket, hisse senetlerini satın alarak, dolaşımdaki hisse senedi sayısını azaltmakta, böylece, işletmenin net kârını etkilememe koşuluyla, hisse başına net kârını arttırmaktadır. Hisse başına gelirin yükselmesi ise, hisse senetlerinin piyasa fiyatını arttırarak, ortakların değer artışı elde etmelerini sağlamaktadır (Ceylan, 2001: 230).

1.4.6.4.Aynı Olarak Kâr Payının Dağıtılması

Pek fazla kullanılmayan bir yöntemdir. Eğer işletme mamul stoklarını veya fazla olan hazine bonolarını elden çıkarmak istiyorsa, ortaklara kâr payı olarak söz konusu mamulleri veya bonoları verebilir (Usta, 2005: 61).

1.4.6.5.Kâr Payı Olarak İntifa Senedi Verilmesi

Bazı işletmeler, ortaklarına kâr payı olarak intifa senedi vermektedir. Bu şekildeki kâr payı ödemelerine uygulamada çok az rastlanmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 258).

1.4.7.Kâr Payı Dağıtım İle İlgili Görüşler

Kâr dağıtım politikası ile ilgili olarak, literatürde ve uygulamada çok sık kullanılan birkaç yaklaşım vardır. Firmaların piyasa değeri; yatırım, finansman ve kâr dağıtım kararlarına bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Finans literatüründe kâr dağıtım politikasının hisse senedi değerini nasıl etkilediği, bundan da öteye etkileyip etkilemediği konusu tartışmalıdır. Ancak ölçülebilirlik açısından uygulamada kâr dağıtım politikasının hisse senedi fiyatına etkisi ile ilgili değerlendirme modelleri geliştirilmiştir. Bu konuda belli başlı üç görüş vardır. Bunlardan birincisi Merton Miller ve Franco Modigliani tarafından geliştirilen kâr payı dağıtımının hisse senedinin piyasa değerini etkilemediğini savundukları görüştür. İkincisi, Myron Gordon ve John Lintner tarafından geliştirilen, firmanın kâr dağıtım politikası hisse senedinin piyasa değerini etkilediği görüştür. Üçüncü görüş ise Litzenberger-Ramaswamy tarafından geliştirilen modelde kâr dağıtım politikasının etkisine vergilendirme oranı açısından bakmaktadır (Ertuş ve Karaca, 2010: 59-60).

1.4.7.1.Miller-Modigliani Modeli (Kâr Payı İlişkisizlik Teorisi)

Merton Miller ve Franco Modigliani (MM) yazdıkları “Kâr Payı Politikası, Büyüme ve Hisse Senetlerinin Değerlenmesi” isimli makaleleriyle ilk defa hisse senedi değerinin, işletmenin kâr payı dağıtım politikasından bağımsız olduğunu ileri sürmüşlerdir (Ceylan, 2004: 223). MM tarafından savunulan bu görüşe göre, işletme değeri, varlıkların kazanç yaratma gücüne veya yatırım politikasına bağlıdır. Başka bir ifadeyle, işletme tarafından elde edilen kazancın, kâr payı şeklinde dağıtılması veya işletme bünyesinde bırakılmasının, işletme değeri açısından önemi bulunmadığı, buna

karşılık işletme değerinin varlıklar üzerinden yaratılan kazançların artırılması yoluyla yükseltilebileceği belirtilmektedir. MM savunmuş oldukları bu görüşü bir takım varsayımlara dayandırmaktadırlar (Aydın ve diğerleri, 2007: 424).

Miller ve Modigliani bu görüşlerini kusursuz sermaye piyasaları, rasyonel davranışlar ve belirlilik şartının varlığında ispata çalışmışlar ve varsayımlarını şu şekilde ortaya koymuşlardır (Miller ve Modigliani, 1961: 412):

- i. Kusursuz sermaye piyasalarında bütün alıcı ya da satıcılar menkul kıymetin cari fiyatı ve niteliği ile ilgili diğer bilgilere eksiksiz ve masrafsız olarak ulaşabilirler. Gerek dağıtılmış ve dağıtılmamış kârlar arasında, gerekse kâr payı veya sermaye kazançları arasında bir vergi farklılığı yoktur.
- ii. Yatırımcılar her zaman daha fazla serveti az bir servete tercih ederler ve elde ettikleri kıymet artışını nakit ya da ellerindeki hisse senetlerinin pazar değerindeki artış olarak almaları konusunda kayıtsızdırlar.
- iii. Belirlilik ise, yatırımcıların büyük bir kısmının gelecekteki yatırım programları ve bütün şirketlerin gelecekteki kârlılıkları hakkında tam bir güven ortamını ifade eder.

Miller ve Modigliani'ye göre şirket değerini belirleyen unsur, işletmenin kazanç gücü ve risk sınıfıdır. Dolayısıyla şirket değeri yalnızca yatırım politikasına bağlıdır (Ertaş ve Karaca, 2010: 60).

1.4.7.2.Gordon-Lintner Modeli (Eldeki Kuş Teorisi)

John Lintner'in 1962 yılında yayınlanan "Kâr Payı, Kazanç Kaldırıcı, Hisse Fiyatları ve İşletmelere Sermaye Sağlama" ve Myron Gordon'un 1963 yılında yayınlanan "Optimum Yatırım ve Finansman Politikası" isimli makalelerinde Miller-Modigliani'nin tam tersine kâr payı politikalarının şirket değeri üzerinde bir etkisi olduğunu savunmuşlardır. Gordon ve Lintner kâr payı ödemelerindeki azalmaya bağlı olarak sermaye maliyetinin azaldığını savunmuşlardır. Bu görüşe göre, yatırımcılar kâr payı gelirinin sermaye kazancından daha az riskli bulmalarından dolayı, kâr payı getirisini eldeki kuş, sermaye kazancını da daldaki kuşa benzetmektedirler. Bu teoriye

göre, firma kâr payı dağıtmayıp oto finansman yaparsa, kazancın elde edilmesi için geçen süre uzayacak ve hisse sahiplerinin beklenen getirileri (öz sermaye maliyeti) artacaktır. Hissedarların beklenen getirilerinin artması, hisse senedi fiyatlarının düşmesi şeklinde yorumlanmaktadır. Böylece, yüksek oranda kâr payı dağıtımı özsermaye maliyetini düşüreceğinden tavsiye edilmektedir (Pekkaya, 2006: 192).

“Eldeki Kuş, daldaki üç kuştan daha değerlidir” şeklinde özetlenebilecek bu yaklaşıma göre, kâr dağıtım politikası, yatırımcıların tercihlerine bağlı olarak işletme değerini etkiler. Bu yaklaşımda, optimal kâr dağıtım politikası, şirketin yeni yatırımlarının kârlılığı ile ortakların yatırımlardan bekledikleri kârlılık oranı arasındaki ilişkiye göre belirlenir (Aydın ve diğerleri, 2007: 426).

1.4.7.3.Litzenberger-Ramaswamy Modeli (Vergi Farkı Teorisi)

Kâr payı dağıtım politikasının etkisine vergilendirme oranı açısından bakan üçüncü görüşe göre, yatırımcılar sağlayacağı vergi avantajı nedeniyle düşük kâr payı ödemesini tercih edebilirler. Yatırımcı vergi öncesi kârdan çok vergi sonrası eline geçecek gelirle ilgilenir. Bazı ülkelerde yürürlükteki vergi yasalarına göre, kâr payı ödemelerinden, sermaye gelirinine göre yüksek oranda vergi alınabilir. Kişiler kâr payı ödemelerinden yüksek oranda vergi vermekten kaçınmak amacı ile, kârın işletmede alıkonarak daha düşük vergi oranı uygulanan sermaye gelirleri olarak kendilerine ödenmesini tercih edebilirler. Her iki gelir arasında ödenecek vergi oranı açısından önemli ölçüde fark olmasa da kâr payı karşılığında ödenecek vergi kâr payı dağıtıldığı an ödenirken, sermaye geliri için vergi ödemesi ancak hisse senetleri satıldığı an gerçekleşir. Bu gerekçe de, kişilerin daha düşük oranda kâr payı almayı tercih etmelerine neden olabilir (Yükçü ve diğerleri, 1999: 1009). Yatırımcı hisse senetlerini satmayarak sermaye kazançlarının gerçekleşmesini erteleyebilir. Verginin ödenmesi sırasında gelecekte ödenecek 1 lira bugün ödenecek 1 liradan daha az değerde olduğu için vergi ertelenmesi özelliği sermaye kazançlarına başka bir avantaj sağlar (Ertaş ve Karaca, 2010: 61).

Litzenberger ve Ramaswamy, Gordon ve Lintner' e tamamıyla karşı çıkarak, kâr paylarının sermaye kazançlarından daha yüksek oranda vergilendirildiği için yatırımcıların yüksek kâr payı getirili hisseler üzerinden yüksek getiri oranını tercih

etmeleri gerektiğini savunmuşlardır. Bu teoriye göre, firma düşük ya da sıfır kâr payı politikası uygularsa değerini maksimize etmiş olur. Oysa Gordon ve Lintner, yüksek kâr payı ödeme oranını tercih etmektedir (Brigham ve Gapenski, 1991: 532-533).

1.5.BİRLEŞME (BÜYÜME) KARARLARI

İşletmelerin en önemli amaçlarının başında, faaliyetlerinin sürekliliği ve büyümesi yer almaktadır. Son dönemlerdeki ekonomideki gelişmeler, kullanılmaya başlanan yeni teknikler ve hızlı değişim işletmeleri büyüme süreci içine sokmuştur. Dünyadaki hızlı nüfus artışı ve gelişen teknolojiler ve üretilmeye başlanan yeni ürünler, dünya piyasalarını önemli ölçüde genişletmiştir. Piyasanın genişlemesi ve talebin artması ile birlikte üretimin atma zorunluluğu da, işletmelerin büyümesini kaçınılmaz hale getirmiştir. Piyasanın genişleyip dünya boyutuna ulaşması, taşıma ve haberleşmenin hızlanması, teknolojinin hızlı ve sürekli gelişimi, tüketici davranışlarında ortaya çıkan değişiklikler ve benzeri faktörler işletmeleri çeşitli yönlerden etkilemektedir. Bu faktörler birçok işletmeyi olumlu yönde etkilerken bazı işletmeleri de olumsuz yönde etkilemektedir. Gelişmelerden olumsuz yönde etkilenen işletmeler bu etkiyi azlatmak ya da tamamen ortadan kaldırmak için büyüme kararları alma zorunluluğu içerisine girmişlerdir (Büker ve diğerleri, 2010: 599-600).

1.5.1.Birleşme (Büyüme) Kararlarının Gerçekleştirilmesi

Birleşme stratejilerinin finansmanı şu yollarla gerçekleştirilebilir (Aşıkoglu ve diğerleri, 2011: 461):

- i. Hedef işletmenin aktif ve pasifinin, nakit karşılığı satın alınması,
- ii. Hedef işletmenin aktif ve pasifinin, adi veya imtiyazlı hisse senedi karşılığı elde edilmesi,
- iii. Hedef işletmenin aktif ve pasifinin, tahvil karşılığı elde edilmesi,
- iv. Kaldıraçlı satın alma yoluyla elde edilmesi,
- v. Hedef işletmenin aktif ve pasifinin, sayılan ödeme araçlarının bir kombinasyonu karşılığında elde edilmesi,

vi. Yeni bir işletme kurulmasının söz konusu olduğu birleşmede, birleşen işletmelerin hissedarlarına yeni kurulan işletmenin hissenetlerinin verilmesi şeklinde gerçekleşebilir.

İşletmelerarası birleşme kararları, iyi gelişmiş bir işletme stratejisinin sonucu olmalı ve gelecekte büyüme fırsatı için iyi bir yatırım olarak ele alınmalıdır. Birçok işletme birleşmeyi karşılıklı anlaşıp rıza göstermeleri sonucu gerçekleştirir (Aşikoğlu ve diğerleri, 2011: 461-462).

1.5.2.Birleşme (Büyüme) Kararlarındaki Temel Etkenler

Birleşme kararları işletmeler için en önemli stratejik kararlardan olup, işletmelerin varlıklarını süredürebilmeleri açısından büyük önem taşımaktadır. Birleşme stratejileri işletmeler açısından bir dış büyüme yolu olduğundan, işletmeleri bu stratejilere yönlendiren faktörler genellikle büyüme nedenleri ile benzerlik göstermektedir. İşletmelerin dış büyüme, diğer bir deyişle birleşme kararlarının temelinde finansal nedenler yer almaktadır. Bu anlamda, uzun dönemde işletme değerini maksimum kılmak, birleşme kararlarındaki esas amaç olarak ortaya çıkmaktadır (Aşikoğlu ve diğerleri, 2011: 466).

İşletmelerin birleşmesinde etkili olan faktörlerin başında ölçek ekonomisinden yararlanmak, finansman kolaylığı, vergi yasalarından yararlanmak, teknolojiyi birlikte kullanmak ve riskleri azaltmak yer almaktadır (Büker ve diğerleri, 2010: 605).

1.5.2.1.Ölçek Ekonomisinden Yararlanma

İşletmeler arası birleşme kararlarının önemli bir gerekçesi de, ölçek ekonomilerinden yararlanarak, fiyat indirimiyle rekabet gücü sağlamaktır. İşletmelerin pazarda rekabet edebilmeleri ve pazar paylarını arttırarak etkin olabilmeleri de, rekabet gücünü etkileyen iki temel faktör olan verimliliği yükseltmekten ve maliyet üstünlüğü sağlamaktan geçmektedir (Aşikoğlu ve diğerleri, 2011: 468).

1.5.2.2.Finansman Kolaylığı

İşletmelerin birleşmeleri ile büyük ölçüde finanslama kolaylıkları ortaya çıkar. Birleşme sonucunda işletmeler, ihtiyaç duydukları fonları daha düşük maliyet ile karşılama olanağına kavuşurlar. Birleşme sonucunda işletmenin sermaye piyasasına girme kolaylığının ortaya çıkması ile aynı zamanda işletme bu piyasalardan borçlanma kapasitesini de arttırma imkânına sahip olacaktır. İşletmelerin bu piyasalara girip düşük maliyetlerle kaynak sağlaması, ortalama sermaye maliyetini düşürerek, piyasa değerinin artmasını sağlayacaktır. İşletmelerin birleşmesi genellikle sermaye piyasasında fon sunucular tarafından olumlu bir gelişme olarak kabul edilmektedir. Özellikle büyüme eğilimindeki küçük işletmeler, büyük işletmelerle birleştiğinde kârlılığın artması söz konusu olacağından, birleşme sonucunda hisse başına kazanç artacak dolayısıyla hisse senetlerinin piyasa fiyatı da yükselecektir (Büker ve diğerleri, 2010: 606).

1.5.2.3.Teknolojiyi Birlikte Kullanma

Birleşme kararı alan işletmeler teknolojik gelişmelerden yararlanma; teknoloji transferi ve değerli sınaî haklara sahip olma, teknoloji üreme ve teknolojiyi birlikte kullanma ve nihayet iletişim teknolojisindeki gelişmelerden yararlanma imkânlarına kavuşabileceklerdir (Aşıkoglu ve diğerleri, 2011: 473).

1.5.2.4.Vergi Yasalarından Yararlanma

İşletmeleri birleşmeye iten nedenlerin en önemlilerinden birisi de vergi yasalarından yararlanmaktır. Birleşme kararı veren işletmelerden biri zararlı, diğeri kârlı çalışan işletme olduğundan, birleşme sonucunda kârlı işletmelerin faaliyet kârı ile, zararlı çalışna işletmelerin faaliyet zararı finansal tablolarda yer alacağından, vergi matrahının düşürülmesi ve birleşme sonucunda ödenecek verginin azaltılması söz konusu olacaktır. Ülkemizdeki vergi yasaları, batıdaki yasalara bu konuda paralellik göstermektedir. Ülkemizde de işletmelerin bu olanaklardan yararlanmak için birleşmeleri mümkündür (Büker ve diğerleri, 2010: 606-607).

1.5.2.5.Riskleri Azaltma

Birleşme yoluyla çeşitlendirmeye gitme, kazançlardaki ya da satışlardaki istikrarsızlığı azaltmada bir araç olarak kullanılmaktadır. Çeşitlendirmedeki amaç, riskleri dağıtmak ve azaltmaktır. Birleşmeyle çeşitlendirme yapıldığında, piyasa dalgalanmalarından daha az etkilenilerek istikrarlı bir dış talep sağlanmakta, uzun dönemli üretim ve yatırım plânları yapılabilmekte, faktör tedarikindeki sorunlar çözülebilmekte, birim üretim ve dağıtım giderlerinin düşürülmesi sağlanabilmekte ve sonuçta daha emin bir gelir sağlama durumu doğmaktadır (Aşıkoglu ve diğerleri, 2011: 471).

1.6.TASFİYE KARARLARI

Alınabilecek önlemlere karşın işletmenin varlığını devam ettirme şansı zayıf görülüyorsa, işletmenin tasfiyesi yoluna gitmek bir zorunluluk halini alabilir. Tasfiye, firmanın aktiflerinin, paraya çevrilmesi, borçlarının ödenmesi ve bakiye bir değer kalırsa, bu değer işletmenin sahip veya ortakları arasında paylaşılması işlemidir. TTK'na göre, tasfiyeye girmiş işletmelerin aktifleri arttırma suretiyle veya pazarlıkla satılabilir. İşletmenin yasal statüsüne göre, işletmenin ortaklarının veya genel kurulun kararı ile aktiflerin toptan satılması da mümkündür. Gerekli yasal koşulların varlığı halinde alacaklılar hatta işletmenin kendisi tarafından iflâsının talep edilmesi yolu ile de işletme varlığına son verilebilir (Akgüç, 1994: 924).

İKİNCİ BÖLÜM

VERGİLER VE FİNANSAL KARARLARI ETKİLEYEN VERGİLER

2.1. VERGİLER

İşletme yöneticilerinin aldıkları finansal yatırım kararlarını birçok faktör etkilemektedir. Bu faktörlerin en önemlisi vergidir. Çalışmanın bu bölümünde finansal kararları etkileyen vergi türlerinden bahsedilecektir.

Vergi, devletin ve kendisine vergilendirme yetkisi verilmiş diğer kamu kuruluşlarının yükledikleri malî ve malî olmayan görevleri gerçekleştirmek üzere gerçek veya tüzel kişilerden yasal esaslara uymak üzeri hukuki cebir altında, karşılıksız olarak ve egemenlik gücüne dayanarak aldığı para şeklindeki iktisadî değerlerdir (Muter ve diğerleri, 2003: 121).

Verginin fonksiyonlarına bakıldığında; iktisadî fonksiyonu verginin temel iktisadi hedeflere ulaşmada bir araç kullanılmasını ifade eder. Başka bir ifadeyle ekonomide büyüme ve istikrarın sağlanmasında vergilerden yararlanmak, verginin iktisadi fonksiyonun oluşturur (Pehlivan, 2006: 105).

Kalkınma politikasının uygulanmasında maliye politikasına, dolayısıyla vergi politikasına son derece önemli görevler düşmektedir. Özellikle piyasa ekonomisine geçmek isteyen ülkelerde, vergi sisteminin istikrarlı hale getirilmesi mükellefler üzerinde vergi yükünün düşürülmesi, vergi boşlukları ve ayrıcalıklı uygulamaların kaldırılması gibi vergi hukukunda yapılacak düzenlemelerin zorunlu olmakla birlikte yeterli olmayacağı iddia edilmektedir (Karayılmazlar, 2004: 267).

Vergilenme yolu ile özel kesimden kamu kesimine aktarılan fonların miktarı, ekonomik yapının bileşimini etkilediği gibi, bu fonların kullanılması üretim ve gelir düzeyini de etkileyebilmektedir. Özel kesime uygulanacak vergi teşvik tedbirleri ise, bu kesimin yatırım faaliyetlerinin hızlandırılmasında önemli bir rol oynayabilmektedir. Bunun dışında vergileme, enflasyon ve deflasyona karşı mücadelede iş gücü potansiyelinin nitelik ve nicelik yönünden artırılmasında, özel tasarrufların ve yatırımların teşvikinde, sermaye birikiminin hızlandırılmasında, ihracatın

geliştirilmesinde ve ithalatın sınırlandırılmasında etkin bir araç olarak kullanılmaktadır (Muter ve diğerleri, 2003: 121).

2.1.1. Gelir Üzerinden Alınan Vergiler

Gelir vergisi Kanununun 1. Maddesi geliri “Gerçek kişilerin gelirleri gelir vergisine tabidir. Gelir, bir gerçek kişinin bir takvim yılı içinde elde ettiği kazanç ve iratların safi tutarıdır.” şeklinde tanımlanmıştır. Bu tanım içinde gelir teriminin karakteristikliğine işaret edilmiş, fakat gelir kavramı belirlenmemiş ve kanuni tanımı yapılmamıştır. GVK’ nın 2. Maddesinde gelirin unsurlarının neler olduğuna yer verilmiştir. Bunlar;

- Ticarî Kazançlar,
- Zirai Kazançlar,
- Ücretler
- Serbest Meslek Kazançları
- Gayrimenkul Sermaye İratları
- Menkul Sermaye İratları
- Diğer Kazanç ve İratlar olarak kısımlara ayrılmıştır (Şenyüz, 2004: 4).

Gelir Vergisi Kanunu’nda yapılan tanıma göre herhangi bir kazanç veya iradın gelir olarak kabul edilebilmesi için bir takım özellikleri taşıması gerekmektedir. “Gelirin Özellikleri” olarak ifade edilen bu özellikler, aşağıda başlıklar halinde sıralanmıştır (Ünsal, 2006: 71).

- i. Gelir, gerçek kişi tarafından elde edilmiş olmalıdır. Gerçek kişiler şahıslardır. Dolayısıyla tüzel kişilerin kazançları gelir vergisindeki anlamıyla gelir kapsamına girmemektedir (Ünsal, 2006: 71).
- ii. Gelir, bir takvim yılı içinde elde edilmiş olmalıdır. Ülkemizde takvim yılı 1 Ocak ile 31 Aralık arasındadır. Ancak, bazı mükellefler için “özel hesap dönemi” belirlenebilir. Örneğin, fındık üreticileri için üretim ve hasat döneminin

tersliğinden dolayı özel hesap dönemi belirlenmektedir. Takvim yılı uygulamasının bir istisnası kıst dönemi uygulamasıdır. Kıst dönemi, mali yıl başladıktan sonra işe başlayanlar için geçerli bir uygulamadır (Ünsal, 2006: 71).

- iii. Gelir, fiilen elde edilmiş olmalıdır. Gelirin elde edilmesi herhangi bir iktisadi değer mükellefin bir fiil mal varlığına dahil olmasını ifade etmektedir (Şenyüz, 2000: 10).
- iv. Gelir, safi kazanç ve irattan oluşmaktadır. Safi tutar; brüt gelirden, gelirin elde edilmesi ile ilgili giderlerin ve kanunun izin verdiği diğer indirimlerin (muafiyet, istisna ve bazı indirimler gibi) düşülmesi ile bulunmaktadır (Ünsal, 2006: 71).
- v. Gelir Kanununda sayılan kazanç ve iratların toplamından oluşmaktadır. Bu kazanç ve iratlar kanunda sayılan yedi gelir unsurundan oluşmaktadır (Ünsal, 2006: 71).

2.1.1.1. Kurumsal Gelir Vergisi

Kurumlar Vergisinin mükellefleri 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 2. Maddesinde tanımlanmıştır. Maddeye göre kurumlar vergisi mükellefleri; sermaye şirketleri, kooperatifler, iktisadi kamu kuruluşları, yabancı devletlere, yabancı kamu idari ve kuruluşlarına ait işletmeler, dernek veya vakıflara ait işletmeler ve iş ortaklarıdır. Kurumlar vergisinin ülkemizdeki oranı %20' dir. Aynı zamanda kurumlar vergisi sabit oranlı bir tarifeye göre tahsil edilmektedir (Bakırtaş, 2010: 68).

Ülkemizde kanunların ayrı bir kanunla vergilendirilmesi, 1949 yılında Alman Kurumlar Vergisi Kanunundan yararlanılarak hazırlanan 5422 Sayılı Kurumlar Vergisi, Kurumlar Vergisinin dividantlar için ayrılan miktarlardan ödenmesi halinde ise vergi yükü küçük pay sahiplerinin üzerine kalacağından onların tasarruf ve yatırım arzusunu kırarak şekilde bir etkide bulunabilecektir (Muter ve diğerleri, 2003: 245).

Kurum kazançlarını gelir vergisi yoluyla tam olarak vergilendirmek çok zordur. Gelir vergisinin özellikle dağıtılmayan kârları, diğer ihtiyatları ve yabancı ortakların gelirlerini bütünüyle kavrayamadığı ve dolayısıyla kurumlar vergisinin gelir vergisini tamamlayıcı özelliği olduğu ileri sürülmektedir (Broadway ve Shah, 1992: 7).

Vergi idaresi açısından kurumların vergilendirilmesi diğer kaynaklara göre daha etkindir. Çünkü, mükellef sayısı görece olarak azdır ve kurumların vergi kaçırmaları daha zordur (Broadway ve Shah, 1992: 13).

Kurumlar vergisi, gelirin elde edildiği yılı takip eden yılın Nisan, Temmuz ve Ekim aylarında olmak üzere üç eşit taksitle ödenmektedir. Gelirin elde edildiği yıl içinde vergilendirilmesi ve bu suretle devlet enflasyon nedeniyle uğradığı kaybın telafi edilebilmesi için, çeşitli ülkelerde 1950’li yıllardan beri uygulama imkânı bulan peşin vergi yöntemi, Türk vergi sistemine 1980’li yılların başında girmiştir (DPT, 1993: 7).

1981 yılında uygulamaya konan götürü peşin vergi yöntemi başarısız bulunarak 1982 yılında uygulamadan kaldırılmış, bunun yerine getirilen yeni peşin vergi yöntemine de bir yıllık uygulamadan sonra son verilmiştir. Daha sonra peşin vergi “dahili tevkifat” adı altında 1986 yılında vergi sistemimize yeniden girmiş, ancak bunun ömrü de üç yılı geçememiştir. 1989 yılında, halen uygulanmakta olan yeni bir peşin vergi yöntemi “geçici vergi” adı altında uygulamaya konmuştur. Böylelikle, Türkiye’de dört ayrı peşin vergi yöntemi uygulanmış olmaktadır (Vural, 1989: 63).

Geçici vergi ise, gerçek usulde vergilendirilen gelir ve kurumlar vergisi mükelleflerinin cari vergilendirme döneminin gelir ve kurumlar vergisine mahsuben üçer aylık kazançlar üzerinden hesaplanarak ödenen bir peşin vergi uygulamasıdır. Gerçek usulde vergilendirilirken ticari kazanç sahipleri, serbest meslek erbabı ve kurumlar vergisi mükellefleri cari vergilendirme döneminin gelir ve kurumlar vergisine mahsup edilmek üzere geçici vergi ödemek zorundadırlar. Adi ortaklıkları kolektif şirketler ve adi komandit şirketler, ortaklık olarak gelir veya kurumlar vergisi mükellefi olmadıklarından geçici vergi mükellefi değildirler. Ancak adi ortaklıklar ile kolektif şirketlerde ortakların, komandit şirketlerde komandite ortakların elde ettikleri kazançlar geçici verginin konusuna girmektedir. Kurumlar vergisi mükellefleri için geçici vergi oranı safi kurum kazancı üzerinden % 20 olarak uygulanır. Hesaplanan geçici vergiden varsa aynı hesap dönemi ile ilgili olarak daha önce ödenmiş geçici vergi ve geçici vergiye tabi kazançlarla ilgili olarak tevkifat yoluyla ödenmiş vergiler mahsup edilerek mahsuptan sonra kalan tutar ödenmesi gereken geçici vergi olarak beyan edilecektir (GİB, 2009).

2.1.1.2. Şahsi Gelir Vergisi

Gerçek kişilerin belirli bir dönemde elde ettikleri net gelir (kazanç ve irat) üzerinden kişilerin sübjektif özellikleri dikkate alınarak toplanan dolaysız vergiye kişisel(şahsi) vergi denir. Kısaca gelir vergisi yerine kullanılır. Gelir vergisinin konusu gerçek kişilerin belirli bir dönemde elde ettikleri kazanç ve irattır. Emek veya emek ve sermayenin birlikte (emek +sermaye) getirisine kazanç, sermayenin getirisine ise irat denir. Kazanç ve irat türleri aşağıda sunulmuştur (Sağbaş, 2010: 161–162).

Kazanç ve İrat Çeşitleri

Kazanç Çeşitleri	:	Ticari Kazanç Zirai Kazanç Ücret Serbest Meslek Kazancı
İrat Çeşitleri	:	Menkul Sermaye İradı Gayrimenkul Sermaye İradı
Karma	:	Diğer Kazanç ve İratlar

Gelir vergisi iki şekilde uygulanabilmektedir (Nadaroğlu, 1998: 343).

1. Sedüler Gelir Vergisi: Değişik kaynaklardan elde edilen kazanç ve iratların birbiri ile bağlantı kurulmaksızın vergilendirilmesine denir.
2. Üniter Gelir Vergisi: Bütün gelir unsurlarının toplanarak vergilemenin uygulandığı yapıya Üniter Gelir Vergisi denir.

2.1.1.3. Sosyal Güvenlik Katkı Payı

Sosyal güvenlik katkı payı bir vergi olmaktan ziyade işverenin bordro mükellefiyetidir. İşveren ve işçi; hastalık, iş kazaları, işsizlik, emeklilik ödemeler ve diğer programlardan oluşan sosyal güvenlik sistemine birlikte katkıda bulunmaktadır. İşverenin katkı payı %19,5, işçinin katkı payı; %14' tür (T.C. Başbakanlık Yatırım Destek ve Tanıtım Ajansı, 2012: 3).

2.1.2. Gider Üzerinden Alman Vergiler

2.1.2.1. Katma Değer Vergisi

Katma değer vergisi, mal ve hizmetlerin ilk üretimden en son tüketiciye ulaşıncaya kadar geçirdikleri her aşamadaki “katma değer” i vergilendirmeyi amaçlayan bir harcama vergisi türüdür. Katma Değer Vergisinin teorik matrahı, üretim faaliyetlerinin sonucunda meydana getirilen katma değerdir (Pehlivan, 2006: 150).

Katma değer vergisi (KDV), mal teslimi ve hizmet ifalarında yaratılan katma değerın vergilendirilmesi esasını benimsemiş olan ve yaygın olarak AB ülkelerinde uygulanan çağdaş bir muamele vergisidir. Dolaylı bir vergi olması nedeniyle “mali güç” ilkesini gözetmek ve üretim ve rekabet gücünü elinde bulunduran kişilerce yansıtılabilir (Erol, 2007: 118).

KDVK’ nın 1. Maddesinde, Türkiye’de yapılan tüm işlemlerin KDV’nin konusuna girdiği belirtilmiş ve verginin konusuna giren işlemler de 3 ana başlık altında toplanmıştır. Buna göre, bir işletmenin KDV’ye tâbi tutulabilmesi için; işlemin madde hükmünde sayılmış olması ve sayılan işlemlerin Türkiye’de yapılmış olması şarttır. Bu maddede sayılmayan ancak Türkiye’de yapılan işlemler KDV’nin konusuna girmez. KDVK’ nın 1. Maddesine göre, Türkiye’de yapılan işlemler KDV’ye tabidir. Bu işlemler aşağıdaki gibidir (Sarılı, 2010: 403):

- Ticari, sinai, zirai faaliyet ve serbest meslek faaliyeti çerçevesinde yapılan teslim ve hizmetler,
- Her türlü mal ve hizmet ithalatı,
- Diğer faaliyetlerden doğan teslim ve hizmetlerdir.

2.1.2.2. Özel Tüketim Vergisi

Bilindiği üzere, Türkiye’de dolaylı vergiler alanında kapsamlı olarak yapılan ilk düzenleme, 1985 yılında KDV’nin yürürlüğe girmesidir. ÖTV, KDV’nin yürürlüğe girmesinden sonra dolaylı vergi alanında yapılan en önemli ikinci reformdur. ÖTV gerek dağınık vergi mevzuatı çerçevesinde uygulanmakta olan vergi, fon ve payların tek bir vergi çatısı altında birleştirilerek, karmaşık hale gelen mevcut yapının

basitleştirilmesi gerekse de AB'ye uyum sağlanması amacıyla geliştirilmiştir (Ülgen, 2002: 112).

Dolaylı vergiler sisteminin karmaşıklığından kurtarılmasını amaçlayan ve sadece belirli grupların vergilendirildiği ÖTV daha saydam bir vergi yapısının oluşturulması yönünde atılan önemli bir adım olarak görülmektedir (Gençyürek, 2002: 107).

Çeşitli vergi oranlarında özel tüketim vergisine tabi dört ana grup bulunmaktadır. Bunlar (T.C. Başbakanlık Yatırım Destek ve Tanıtım Ajansı, 2012: 3):

- Petrol ürünleri, doğal gaz, makine yağları, çözücüler ve çözücü türevler,
- Otomobiller ve diğer taşıt araçları, motosikletler, uçaklar, helikopterler, yatlar,
- Tütün ve tütün ürünleri, alkollü içecekler,
- Lüks tüketim maddeleri, her teslimatta uygulanan KDV'nin tersine, özel tüketim vergisi sadece bir defa uygulanmaktadır.

2.1.2.3. Bankacılık ve Sigorta Muameleleri Vergisi

Banka ve Sigorta Şirketlerinin 10.6.1985 tarihli ve 3226 Sayılı Finansal Kiralama Kanununa göre yaptıkları işlemler hariç olmak üzere, her ne şekilde olursa olsun yapmış oldukları bütün muameleler dolayısıyla kendi lehlerine her ne neden ile olursa olsun nakden veya hesaben aldıkları paralar banka ve sigorta muameleleri vergisine tabidir (Resmi Gazete, Sayı: 18795).

BSMV' nin yasal yükümlüsü; bankalar, sigorta şirketleri ve bankalardan vergi gerçekte bu şirketler tarafından, hizmetlerden yararlananlara (müşterilere) hizmet bedeliyle birlikte yansıtılmasıdır. Yani, banka ve sigorta şirketlerinin konusu, bir aracı mükellef olmaktan ileriye gitmemektedir (Bilici, 2006: 267).

6802 sayılı Gider Vergileri Kanunu gereğince, Türkiye Halk Bankası'nın ihtisas kredileri kapsamında küçük ve orta ölçekli sanayi işletmelerine verdiği krediler ya da bu işletmelerin dış ticaret işlemlerine yaptığı aracılık hizmetleri dolayısıyla aldığı paralar ile esnaf ve sanatkârlar Kefalet Kooperatifleri'nin kefaletleri altında esnaf ve sanatkârlara verdiği krediler dolayısıyla aldıkları paralar ve bu kooperatiflerin ortaklarından masraf karşılığı adıyla aldığı paralar Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisinden istisnadır (GİB, 2009: 61).

Bankalar ve sigorta şirketleri tarafından yapılan işlemlerin KDV'den muaf tutulmasına devam edilse de bu işlemler bankacılık ve sigorta muameleleri vergisine tabi bulunmaktadır. Bu vergi, örneğin kredi faizi gibi bankalar tarafından kazanılan gelirler için uygulanmaktadır. Vergi oranı genellikle %5 olmakla birlikte, bankalar arasındaki mevduat işlemlerine uygulanan faiz için %1 ve kambiyo işlemlerinden gelen şahıs tutarlarına uygulanan faiz oranı ise % 01' dir (T.C. Başbakanlık Yatırım Destek ve Tanıtım Ajansı, 2012: 4).

2.1.2.4. Damga Vergisi

Damga vergisi, 1.7.1964 tarih ve 488 sayılı Damga Vergisi Kanunu ile düzenlenmiştir. Mükellef sayısı en fazla olan vergilerden biri olma özelliği taşıyan damga vergisi bir tüketim vergisidir. Bu vergi ile, üretim aşamasından tüketim aşamasına kadar el değiştiren; mal, servet ve hizmet unsurlarına hukukilik kazandırmak için düzenlenen her türlü kağıtlar-belgeler vergilenmektedir (Bilici, 2010: 265).

Damga vergisinin konusunu; KDV, ÖTV, BSMV' de olduğu gibi mal hizmet teslimi değil; mal-hizmet tesliminde hukukilik kazandırmak için düzenlenen (bu işlemlerin hukuki dayanağı olan) belgeler oluşturmaktadır. Yani bu belgeler diğer vergilere ilave olarak ayrıca damga vergisine tabi tutulmaktadır (Bilici, 2010:265).

Damga Vergisi; sözleşmeler, anlaşmalar, borç senetleri, sermaye iştirakları, kredi mektupları, teminat mektupları, mali bildirimler ve bordrolar dahil olmak üzere çeşitli dökümanlar için uygulanmaktadır. Damga vergisi %0,165 - %0,825 arasında değişen oranlarda belge bedelinin belirli bir yüzdesi olarak tarh olunmaktadır (T.C. Başbakanlık Yatırım Destek ve Tanıtım Ajansı, 2012: 4).

2.1.3. Varlık Vergileri

Servet üzerinden alınan vergiler, vergilerin gelişim sürecinde karşılaşılan en eski vergilerdir. Zaman içinde ve ülkeler yönünden farklı uygulamaları görülen servet üzerinden alınan vergilerin ortak yönü bireylerin iktisadi faaliyetlerini değil, iktisadi varlıklara sahip olmaları esas alınmalıdır (Turhan, 1998: 170).

Servet üzerinden alınan vergiler, menkul ve gayrimenkul malların değeri üzerinden alınan dolaysız vergiler olup, uygulaması kolay ve genellikle düşük oranlı

vergilerdir. Bu vergilerde vergiyi doğuran olay, servetin mal varlığında bulundurulması veya servetin el değiştirmesidir. Servet üzerinden alınan vergilerin vergi sistemlerinde yer almalarının temel nedeni mükelleflerin vergi ödeme güçlerinin tam olarak kavranmasıdır. Çünkü kişilerin sahip oldukları servetler, onların iktisadi ve mali güçlerinin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Gelir getirirler de getirmezler de servete dahil unsurlar, gerektirdiğinde paraya çevrilerek ihtiyaçların tahmininde kullanılabilir (Ortaç, 2001: 49).

Türk Vergi Sisteminde servet(varlık) üzerinden alınan vergiler; emlak vergisi, motorlu taşıtlar vergisi, veraset ve intikal vergisi olmak üzere üç tanedir. Bunlardan ilk ikisi servete sahip olma nedeniyle, sonuncusu ise servetin intikali vesilesiyle alınmaktadır (Bilici, 2010: 271).

2.1.3.1. Motorlu Taşıtlar Vergisi

MTV, mükellefiyete bağlı sürekli, olağan, itibari ve objektif nitelikte olan özel servet vergisi olarak alınan bir randıman vergisidir. Ancak MTV, ödeme gücüne ulaşmada kullanılan etkin bir vergi değildir. MTV 'nin uygulandığı ülkelerde, vergi adaletini sağlamaya yönelik araçların sahip oldukları fiziki ve teknik özelliklerine göre vergi tutarı farklılaştırılabilir (Sarılı, 2010: 555).

Servet üzerinden alınan vergiler arasında yer alan MTV, ülkemizde ilk kez 01.03.1963 tarihinden itibaren uygulanmak üzere 197 sayılı MTVK ile yürürlüğe girmiş ve son yıllarda kullanılan en etkin vergi türlerinden biri haline gelmiştir. MTV 'de kayıp ve kaçakların çok düşük düzeyde olması, verginin yönetiminin basit ve tahsil masrafının düşük olması ve en önemlisi de diğer vergiler yönünden etkinliğin bir türlü sağlanamamış olması, bu verginin siyasi otorite tarafından etkin bir şekilde kullanılması sağlamıştır (Ortaç, 2001: 49).

Türk Vergi Sistemi içerisinde yer alan MTV, üç tarife üzerinden uygulanmaktadır. Taşıtların yaşları (modelleri) ile birlikte cinsi, motor silindir hacmi, oturma yeri, azami toplam ağırlığı ve azami kalkış ağırlığı gibi teknik özelliklerine göre vergilendirilmektedir. MTV, son yıllarda vergi gelirleri içerisinde en fazla gelir artışı sağlayan vergilerden birisi olmuştur (Sarılı; 2010: 555).

MTV Kanunu'nun 1.maddesinde verginin konusunun, motorlu kara, deniz ve hava taşıtlar olduğu belirtilmiş olup aşağıdaki şekilde ifade edilmiştir (Ünsal, 2011: 163).

1. Karayolları Trafik Kanunu'na göre trafik şube veya bürolarına kayıt ve tescil edilmiş bulunan motorlu kara taşıtlar,
2. Ulaştırma Bakanlığı, Sivil Havacılık Genel Müdürlüğü'ne kayıt ve tescil edilmiş olan uçak ve helikopterler.

2.1.3.2. Veraset ve İntikal Vergisi

Servet vergilerinin bilinen en eski türlerinden birisi olan veraset vergisi ilk kez milattan önce VII. Yüzyılda Roma İmparatorluğun' da kişilerin ölümü halinde malların mirasçılara geçmesi sırasında alınmaktadır (Aren, 1952: 16–17).

Veraset ve İntikal Vergisi, karşılıksız servet transferleri üzerinden alınmaktadır. Bu vergi, 'Veraset Yoluyla Gerçekleşen İntikaller' ve 'Diğer İntikaller' şeklinde iki ayrı konu üzerinden alınan bir vergidir. Türk Vergi Sistemi'ne, 7338 Sayılı Kanun 'la 08.06.1959 tarihinde dahil olmuştur (Ünsal, 2011: 149).

Mirasçılara düşen paylar üzerinden alınan veraset vergisi ve ölen kişinin geride bıraktığı tüm mal varlığı üzerinden alınan tereke vergisi adında iki farklı servet vergisi öteden beri uygulanı gelmiştir. Bu vergi türlerinden veraset vergisi, mirasçılarının mülkiyet hakkını sınırlamayı tereke vergisi de miras bırakanın mülkiyet hakkını sınırlamayı amaçlamıştır. Hukuki bakımdan veraset hukukunun bir unsuru olarak kabul edilen veraset vergisinin amacı, siyasal ve sosyal yönden genel kabul gören bir yaklaşıma uygun olarak; servetin yeniden dağılımını gerçekleştirerek gelir bölüşümündeki çarpıkları belli ölçüde gidermek ve karşılıksız olarak edinilen değerlerden devlete pay vermektir (Batirel, 2008: 19).

Veraset vergilerinin amacı, bireylerin ölüme bağlı tasarruflarını ve gelecek kuşaklar servet aktarımlarını ve fırsat eşitliği adına, mirasçılarının karşılıksız servet edinimlerini sınırlandırmaktadır (Sarılı, 2010: 518).

2.1.3.3. Emlâk Vergisi

Vergilerin sınıflandırılmasının en önemlilerinden birisi, subjektif ve objektif vergi sınıflandırılmasıdır. Subjektif vergiler, mükelleflerin şahsi veya ailevi ödeme gücüne göre alınırken objektif vergiler ise mükelleflerin şahsi ve ailevi durumunu dikkate alınmaksızın, doğrudan doğruya bir iktisadi unsurdan alınmaktadır. Bunun sonucu olarak, subjektif vergilerde ödeme gücüne ulaşmada artan oranlı tarife, ayırma kavramı ve asgari geçim indirimi gibi uygulamalar söz konusuysen; objektif vergilerde ise böyle uygulamalar söz konusu değildir. Emlâk vergisi, bu sınıflandırma içerisinde, objektif vergiler arasında yer almaktadır. Bu vergi, bina ve arazi sahiplerinden bina ve arazilerin genellikle servet değerleri göz önünde tutularak alınan reel bir vergidir. Emlâk vergisinin reel karakteri vergiye objektif bir nitelik kazandırmaktadır. Diğer bir ifadeyle emlâk vergisi mükelleflerin kişisel durumları dikkate alınmadan doğrudan doğruya bina veya araziye bağlı olarak alınmaktadır (Mutluer, 1996: 11).

Emlâk vergisi, sahip olunan gayrimenkuller üzerinden alınan bir vergidir. Burada vergi gayrimenkulün getirisi üzerinden değil bizzat kendisi üzerinden alınmaktadır. Emlâk vergisi; bina vergisi ve arsa-arazi vergisi şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Türk Vergisi Sistemine 1319 sayılı kanun ile 29.07.1970 tarihinde dahil olmuştur (Ünsal, 2011: 156).

2.1.3.3.1. Bina Vergisi

Bina vergisinin konusu, Türkiye sınırları içinde bulunan binalar oluşturmaktadır (EVK md. 1). Bina kavramı yapıldığı madde ne olursa olsun gerek karada gerekse su üzerindeki sabit inşaatın hepsini kapsamaktadır (EVK md.2. F.1).

Bina inşaatının bünyesine giren madde ve malzemenin maliyeti herhangi bir önem taşımamakta ve yapılar taş, demir, tahta, kerpiç ve benzeri hangi malzemedен yapılmış olursa olsun bina sayılmaktadır. Bu nedenle, vergiye tabi olma açısından, binanın yeryüzüne ne suretle bağlı olduğu, yeraltında veya üstünde bulunduğu önemi yoktur. Ayrıca binanın karada, denizde veya gölde inşa edilmiş olması ve yabancı ya da Türk vatandaşına ait olması da vergiye tabi olması bakımından önem taşımaktadır. Ancak yüzen havuzlar, bazı yüzer yapılar, çadırlar ve nakil vasıtalarına

takılıp çekilebilen seyyar evler ile benzerleri bina kavramına girmemektedir (EVK md.2 F.3).

Öte yandan, VVK 'de belirtilen bina sistemlerinin de bina ile birlikte dikkate alınarak bina vergisine tabi olması gerekir (EVK md.2 F.2). Buna göre (6 Seri No'lu Emlâk Vergisi Genel Tebliği) ;

1. Belediye sınırları içindeki binaların ve belediye kuruluşu bulunmayan yerlerde köy ve mahalle topluluğu içindeki binaların bütünleyici olan araziyi,
2. Nerede olursa olsun ticaret ve sanata tahsis edilmiş binalarla birlikte kullanılan arazi, vergi değerinin tespitinde binayı bütünleyen arazi sayılır (Sarılı, 2010: 538).

2.1.3.3.2. Arazi Vergisi

Türkiye sınırları içinde bulunan arazi ve arsalar, bu verginin konusunu oluşturur. Belediye sınırları içinde, belediyece parsellenmiş arazi arsa sayılır. 16 seri nolu Emlâk Vergisi Genel Tebliği'ne göre, belediye sınırları içinde girmemekle birlikte, mücavir olan sınırları içine giren araziler de verginin konusuna girmektedir (Bilici, 2010: 281).

Arazi vergisinin mükellefi, arazinin maliki, varsa intifa hakkı sahibi her ikisi de yoksa araziye malik gibi tasarruf edenlerdir. Ancak arazinin ortak olması durumunda mükellefiyete farklılık vardır. Müşterek mülkiyet halinde herkes kendi payı oranına düşen vergiden mükelleftir. İştirak halinde mülkiyet halinde ise her bir ortak müteselsil olarak vergiden mükelleftir (Ünsal, 2011:160).

2.1.4. Vergi Teşvikleri

Teşvik edici vergi politikaları belirli bir kazanç veya iradın vergiden istisna edilmesi veya verginin çeşitli yollarla ertelenmesi olarak tanımlanabilir (Tekin, 2006: 301).

Vergi teşvikleri yasal vergi teşvikleri ve efektif vergi teşvikleri olmak üzere iki ana gruba ayrılabilir. Yasal vergi teşvikleri, özel veya ayrıcalıklı vergisel hükümlere tabi olmayan yatırım projelerine uygulanan yasal ve daha elverişli vergisel uygulamalar olarak tanımlanabilir (Zee, et. al., 2002: 1498).

Gelişmekte olan ülkelerde özel sektörün ekonomik büyüme ve kalkınmayı tek başına sağlanması mümkün değildir. Devletin bazı faaliyetlerde öncü olması önemlidir. Bu ülkelerde kalkınma hamlesinin gerçekleştirilmesi mali gücü yetersiz olan kesime vergisel teşviklerin sağlanması ile mümkün olabilir. Ancak vergi dışı kalacak olan kesimin isabetli ve yerinde tercihlerle belirlenmesi de son derece önemli bir konudur. Bunu sağlayacak olanda etkili bir vergi idaresi olacaktır. Vergisel teşvikler doğru alanlarda doğru miktarlar da kullanıldığı sürece ekonomik büyüme ve kalkınmaya katkı sağlayabilir (Siverekli Demircan, 2003: 109).

2.1.4.1. Genel Yatırım Teşvik Uygulamaları

Genel Yatırım Teşvik Uygulamalarında bölge ayrımı yapılmaksızın teşvik edilmeyecek yatırım konuları ile diğer teşvik uygulamaları kapsamında yer almayan ve belirlenen asgari sabit yatırım tutarı şartını sağlayan yatırımların, KDV istisnası ve gümrük muafiyeti destekleri ile desteklenmesi sağlanmaktadır. Ayrıca 6.bölgede (az gelişmiş bölge) yapılması halinde ise yeni bir uygulama olarak asgari ücret üzerinden hesaplanan gelir vergisi stopajı desteği ve sigorta primi işçi hissesi desteği sağlanacaktır (T.C. Ekonomi Bakanlığı, 2012: 11).

2.1.4.2. Bölgesel Yatırım Teşvik Politikaları

Bölgesel yatırım teşvik uygulamalarında yeni bir bölgesel harita-il bazlı bölgesel teşvik sistemine geçiş, destek unsurlarında değişen süreler ve oranlar, desteklenecek sektörlerin güncellenmesi, sosyo-ekonomik açıdan görece az gelişmiş bölgeye (6. Bölge) cazip destekler, öncelik arz eden yatırımlar mevcuttur. Ülkemizde iller teşvik uygulamalarındaki vergi indiriminden yararlanabilmesi için bölgelere ayrılmıştır. Bu bölgeler aşağıdaki gibidir (T.C. Ekonomi Bakanlığı, 2012: 13-15):

Çizelge 2.1: Bölgesel Harita

1.Bölge	2.Bölge	3.Bölge	4.Bölge	5.Bölge	6.Bölge
Ankara	Adana	Balıkesir	Afyonkarahisar	Adıyaman	Ağrı
Antalya	Aydın	Bilecik	Amasya	Aksaray	Ardahan
Bursa	Bolu	Burdur	Artvin	Bayburt	Batman
Eskişehir	Çanakkale	Gaziantep	Bartın	Çankırı	Bingöl
İstanbul	Denizli	Karabük	Çorum	Erzurum	Bitlis
İzmir	Edirne	Karaman	Düzce	Giresun	Diyarbakır
Kocaeli	Isparta	Manisa	Elazığ	Gümüşhane	Hakkari
Muğla	Kayseri	Mersin	Erzincan	Kahramanmaraş	Iğdır
	Kırklareli	Samsun	Hatay	Kilis	Kars
	Konya	Trabzon	Kastamonu	Niğde	Mardin
	Sakarya	Uşak	Kırıkkale	Ordu	Muş
	Tekirdağ	Zonguldak	Kırşehir	Osmaniye	Siirt
	Yalova		Kütahya	Sinop	Şanlıurfa
			Malatya	Tokat	Şırnak
			Nevşehir	Tunceli	Van
			Rize	Yozgat	
			Sivas		
8 İL	13 İL	12 İL	17 İL	16 İL	15 İL

Ekonomi bakanlığının değişiklik yapılan destek unsurları ise vergi indirimi, sigorta primi işveren hissesi desteği ve faiz desteğidir.

Çizelge 2.2: Bölgesel Teşvik Uygulamalarının Yatırıma Katkı Oranı

Bölgeler	Yatırıma Katkı Oranı(%)			
	Bölgesel Teşvik Uygulamaları		Büyük Ölçekli Yatırımların Teşviki	
	31.12.2013 tarihine kadar başlanılan yatırımlar	01.01.2014 tarihinden sonra başlanılan yatırımlar	31.12.2013 tarihine kadar başlanılan yatırımlar	01.01.2014 tarihinden sonra başlanılan yatırımlar
I	15	10	25	20
II	20	15	30	25
III	25	20	35	30
IV	30	25	40	35
V	40	30	50	40
VI	50	35	60	45

Vergi indirimi desteği münhasıran teşvik belgesine konu yatırımdan elde edilecek kazançlar uygulanmakla birlikte 2. , 3. , 4. , 5. ve 6. bölgelerde yatırım yapan

firmalar için, yatırıma katkı tutarının belirli bir kısmı yatırım döneminde tüm faaliyetlerinden elde ettiği kazançlar üzerinde uygulanabilecektir (T.C. Ekonomi Bakanlığı, 2012: 13–18).

Ülkemizde iller teşvik uygulamalarındaki vergi indiriminden yararlanabilmesi için bölgelere ayrılmıştır. Bu bölgelerin vergi indirim tutarları aşağıdaki gibidir (T.C. Ekonomi Bakanlığı, 2012: 19):

Çizelge 2.3: Bölgesel Teşvik Uygulamalarında Vergi İndirimi

Bölgesel Teşvik Uygulamalarında Vergi İndirimi				
Bölgeler	Yatırıma Katkı Oranı (%)	Vergi İndirim Oranı(%)	İşletme/yatırım Döneminde Uygulanacak Yatırıma Katkı Oranı(%)	
			Yatırım Dönemi	İşletme Dönemi
I.Bölge	15	50	0	100
II.Bölge	20	55	10	90
III.Bölge	25	60	20	80
IV.Bölge	30	70	30	70
V.Bölge	40	80	50	50
VI.Bölge	50	90	80	20

Öncelikli alanlarda yapılacak yatırımlar, 1. ,2. ,3. ,4. ,5. Bölgelerde yer alması durumunda 5. Bölge desteklerinden yararlanılacaklardır. Bunlar (T.C. Ekonomi Bakanlığı, 2012: 36–37);

- i. Madencilik Yatırımları
- ii. Demiryolu ve deniz yolu ile yol veya yolcu taşımacılığına yönelik yatırımlar,
- iii. Taşıt merkezleri, Rüzgâr tüneli ve benzeri nitelikteki yatırımlar,
- iv. Kültür ve Turizm Koruma ve Gelişim Bölgeleri'nde yapılacak turizm yatırımları,
- v. Özel sektör tarafından gerçekleştirilecek ilk, orta ve lise eğitim yatırımları,
- vi. Yatırım tutarı 20 milyon TL üzerinde olan;
 - Belirli ilâç yatırımları,
 - Savunma sanayi yatırımları

Bölgesel teşvik uygulamalarının yatırım havzalarının oluşturulması ve kümelenmenin desteklenmesi hedefleri çerçevesinde;

- OSB’lerde yapılacak yatırımlar,
- Sektörel işbirliğine dayalı yatırımlar,
- TUBİTAK tarafından desteklenen AR-GE projeleri neticesinde geliştirilen ürünün üretimine yönelik yatırımlar yer almaktadır. Vergi indirimi ve sigorta primi işveren hissesi destekleri açısından bir alt bölgede uygulanan desteklerden yararlanırlar (T.C. Ekonomi Bakanlığı, 2012: 40).

Diğer önemli değişiklikler ise;

- Demir cevheri ile linyit kömürü yatırımları bölgesel teşvik sistemi kapsamında desteklenecekler,
- Tersanelerin inşa edecekleri yerlerde, yatırım döneminde istihdam edilen işçiler için ödenmesi gereken sigorta primi işveren hissesinin asgari ücrete tekabül eden kısmı Bakanlıkça karşılanacaktır (T.C. Ekonomi Bakanlığı, 2012: 41).

2.1.4.3. Büyük Ölçekli Yatırım Teşvik Uygulamaları

Büyük ölçekli yatırımlar, teknoloji ve Ar-Ge kapasitesini artıracak, uluslararası alanda rekabet üstünlüğü sağlayacak, büyük ölçekli yatırımların;

- i. KDV istisnası,
- ii. Gümrük Vergisi Muafiyeti,
- iii. Vergi indirimi,
- iv. Sigorta primi işveren hissesi desteği ve yatırım yeri tahsisi ile desteklenmesi devam edilecektir (T.C. Ekonomi Bakanlığı, 2012: 43).

Büyük ölçekli yatırımların teşvikinde destek unsurları aşağıdaki gibidir (T.C. Ekonomi Bakanlığı, 2012: 45):

Çizelge 2.4: Yatırımların Teşvikinde Destek Unsurları

Destek Unsurları	I	II	III	IV	V	VI
KDV İstisnası	x	x	x	x	x	x
Gümrük Vergisi Muafiyeti	x	x	x	x	x	x
Vergi İndirimi OSB Dışı	25	30	35	40	50	60
Yatırıma Katkı Oranı(%)OSB İçi	30	35	40	50	60	65
Sigorta Primi OSB Dışı	2 yıl	3 yıl	5 yıl	6 yıl	7 yıl	10 yıl
İşveren His. Desteği(Destek Süresi) OSB İçi	3 yıl	5 yıl	6 yıl	7 yıl	10 yıl	12 yıl
Yatırım Yeri Tahsisi	x	x	x	x	x	x
Faiz Desteği	-	-	-	-	-	-
Gelir Vergisi Stopajı Desteği	-	-	-	-	-	10 yıl
Sigorta Primi İşçi Hissesi Desteği	-	-	-	-	-	10 yıl

2.1.4.4. Stratejik Yatırım Teşvik Uygulamaları

Stratejik yatırım konuları %50'den fazlası ithalatta karşılanılan ara malların veya ürünlerin üretimine yönelik yatırımlar(münhasıran bu yatırımların enerji ihtiyacını karşılamak üzere gerçekleştirecek enerji yatırımları dâhil)dir. Bu sistemin amacı (T.C. Ekonomi Bakanlığı, 2012: 47);

- GİTES ve ithalat haritası çerçevesinde, cari açığın azaltılması amacıyla ithalat bağımlılığı yüksek ara malları ve ürünlerin üretimine yönelik,
- Uluslar arası rekabet gücünü artırma potansiyeline sahip yüksek teknoloji ve yüksek katma değerli yatırımları teşvik etmektir.

Stratejik yatırımları değerlendirme kriterleri;

- İthalat bağımlılığı yüksek ara malı veya ürünlerin üretimine yönelik,
- Asgari yatırım tutarı 50 Milyon TL olan,
- % 50'den fazlası ithalatta karşılanılan,
- Üretilecek ürünle ilgili toplam ithalat değeri son 1 yıl itibariyle en az 50 Milyon Dolar olan (yurtiçi üretimi olmayan mallarda bu şart aranmayacak) yatırımlardır (T.C. Ekonomi Bakanlığı, 2012: 49).

2.1.5. Vergi Muafiyetleri ve İndirimleri

Vergi indirimlerinin ekonomik büyüme ve etkinliği artıracağı üzerine kurulmuş olan iktisat akımı 1970'li yılların sonlarına doğru ortaya çıkmış olan arz yönlü iktisattır. Bu yıllarda talep yönlü iktisadın karşılaştığı sorunlara çözüm olarak vergi indirimleri politikasını öneren Amerikalı İktisatçı Arthur Laffer, vergi indirimleri sonucunda toplam piyasa üretiminin ve toplam vergi gelirlerin artacağını savunmuştur (Aktan, 1994: 83).

Vergi muafiyeti ve indirimlerinde KDV muafiyetleri aşağıdaki işlemleri içermekle birlikte bunlarla sınırlı değildir. Bunlar (T.C. Başbakanlık Yatırım Destek ve Tanıtım Ajansı, 2012: 5):

- i. Mal ve hizmet ihracatı
- ii. Uluslar arası dolaşım anlaşmalarına uygun olarak ve karşılıklılık koşulunun uygulanması şartıyla Türkiye dışındaki müşteriler için Türkiye içinde verilen dolaşım hizmetleri,
- iii. Petrol arama faaliyetleri,
- iv. Uluslar arası ulaşım,
- v. Diplomatik temsilcilikler, konsolosluklar ve vergi muafiyeti statüsünde bulunan uluslar arası organizasyonlar ve bunların çalışanlarına yapılan teslimatlar,
- vi. KDV mükellefleri ve ilgili makamlardan yatırım belgesi almış olan şahıs ve tüzel kişiler tarafından yapılan ithalatlar da dâhil olmak üzere makine ve teçhizat tedariki,
- vii. Liman ve havaalanındaki gemi ve uçaklar için verilen hizmetler,
- viii. Sosyal ve diğer muafiyetler, eğitim, kültür, sağlık ve benzeri amaçlara yönelik olarak devlet ve ilgili diğer kurumlara yapılan teslimatlar için ve sigorta muameleleri vergisine tabi olduğu için KDV' den muaf vergi

muafiyeti sağlamıştır.

- ix. Şirketlerin denizaşırı şubeleri ile yerli ve denizaşırı girişimlerinden elde ettikleri kazançlar için belli koşulları yerine getirmeleri şartıyla vergi muafiyeti sağlanmıştır.
- x. Belli bağışlar, hibe ya da sponsorluk yardımları ile ilgili olarak şirketlerin vergi matrahlarında indirim yapılmasıdır.

2.2. YATIRIM KARARLARINI ETKİLEYEN VERGİ TÜRLERİ

2.2.1. Vergilerin Yatırımlar Üzerindeki Etkisi

Vergi bir kısım parasal satın alma gücünün özel kesimden kamu kesimine aktarım aracıdır. Bu nedenle de piyasa ekonomisinin hem üretim hem de tüketim tarafında yer alan üretici ve tüketici güçlerin/kesimlerin, iktisadî hayatın her aşamasında, tüketim, yatırım ve tasarruf kararlarını etkileyici güçtedir. Gerçekten vergileme gelir düzeyi düşük, fakat tüketim eğilimi yüksek tabakaların üstüne yığıldıkça tüketim kısıcıcı etkisi, gelir düzeyi ve dolayısı ile yatırım potansiyeli yüksek veya tasarruf eğilimi olan tabakaların üstüne yığıldıkça da yatırım/tasarruf kısıcıcı etkisi ön plâna çıkar ve ikinci halde vergilemenin büyüme ve sermaye birikimi üzerindeki etkisi daha fazladır (Bildirici, 1989: 7).

Yatırımın ne olduğu ve yatırımı etkileyen faktörler hususunda pek çok teori bulunsa da, yatırım hususunda kabul edilebilecek en basit ticarî, herhangi bir yatırımın yapılabilirliğinin veya yatırım talebinin, yatırımın maliyeti ile yatırımın gelecekteki beklenen işletme masrafları ile yatırım sonucunda oluşturulan projenin beklenen satış hâsılatını büyüklüğü ve cari tarz oranına bağlı olduğunu göstermektedir (Ünsal, 2001: 330).

Bu çerçevede vergileme yatırımları temel olarak üç yoldan etkilenmektedir (Uluatam, 1971: 23–25).

- i. Vergileme kişilerin kullanılabilir gelirini azaltmak suretiyle belirli oranlarda hem tüketim harcamalarının hem de tasarrufların azalmasına neden olur. Azalan tasarruf hacmi yatırıma ayrılabilir fonları azaltacağından yatırım

potansiyelininde azalmasına yol açar. Bu hal bir yandan toplumdan kimlerin daha çok tasarruf ve yatırım potansiyel ve isteğinde olduğuna bir yandan da vergi yükünün bu tabakalar üzerine yığılıp yığılmadığına bağlıdır.

- ii. Vergileme tüketim harcamalarını etkilediği ölçüde pazar daralmasına yol açarak yatırımların gelecekteki getireceği gelir beklentilerini olumsuz etkiler. Bu halde yatırımın vergi öncesi kâr umudu azalır. Ancak bu beklenti devletinin harcama politikasına da bağlıdır.
- iii. Vergileme yatırımlarının vergi sonrası kârını değiştirerek de yatırım kararlarını etkiler. Çünkü vergileme hem yatırımın gelecekteki işletme masraflarını artıracaktır hem de yatırımın bugünkü maliyetini artıracaktır.

Belirtmek gerekir ki vergilerin yatırımlar üzerindeki etkisi, verginin dolaylı olup olmadığına, kısa ve uzun vadede yansıtılabilip yansıtılamadıklarına, vergi yükünün yüksekliğine, işletme finansman imkânlarına ve bu çerçevede kredi politikaları ile borç/öz kaynak oranlarına bağlı olup, tespiti zor ve karmaşık bir süreçtir (Turhan, 1982: 338).

2.2.1.1. Kurumlar Vergisinin Yatırım Kararları Üzerindeki Etkisi

Vergisel yatırım teşvikleri ile özel sektör yatırım kararları arasında nedensel bir ilişki olup olmadığı araştırılmak istenmiş, ancak kurumlar vergisinde yer alan yatırım teşviklerine ilişkin veriler sadece 1986–1991 dönemine ilişkin olarak bulunabildiğinden, zaman serileri kullanılmak suretiyle bu ilişkiyi test etmek mümkün olmamıştır. Bu yüzden, kurumlar vergisi yatırım ilişkisi yatay kesit data kullanılmak suretiyle test edebilmek istenmiştir. Bu amaçla 500 büyük sanayi kuruluşu içerisinde yer alan 40 adet firmaya ait bilanço ve gelir tablosundan yararlanılarak veri seti elde edilmeye çalışılmıştır (DPT, 1993: 3).

Söz konusu firmaların 1990 yılında gerçekleştirmiş oldukları yatırımlar; geçmiş yıllarda gerçekleştirilen yatırımların kârlılığı, talebin bir göstergesi olarak geçmiş yıllarda yapılan net satışlar, öz kaynaklar ve firmanın efektif kurumlar vergisi oranı açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. Ancak, gerek veri setinin tam anlamıyla sağlıklı olmasını ve gerekse döviz kuru gelişmeleri enflasyon, faiz hadlerinin

yüksekliği, belirsizlikler gibi makro değişkenlerin de yatırım kararlarını etkilemesi nedeniyle bazı katsayılar anlamsız ve ters işaretli olarak bulunmuştur (DPT, 1993: 3).

K.F. Alam tarafından İngiltere’de vergi teşviklerinin imalat sanayi yatırımları üzerindeki etkileri benzer bir yöntemle test edilmiştir. Açıklayıcı değişken olarak kullanılan vergisel yatırım teşvikleri katsayısı bu çalışmada da anlamsız ve negatif işaretli olarak bulunmuştur (Alam, 1985: 33).

2.2.2. Yatırım Kararlarını Etkileyen Vergileme

Vergi teşvik politikası özel tasarruf ve yatırımları özendirici vergileme araçlarıdır. Bu fonksiyon mevcut vergi tabanının tamamı veya bir kısmından daha az vergi alınması ve/veya birtakım vergi ödeme kolaylıklarının sağlanması ile gerçekleştirilmektedir. Devlet, yatırımların milli gelir içindeki payını arttırmak ve bu yolla, büyüme ve gelişme hızını etkilemek için ya vergi alarak kendi yatırım yapar ya da çeşitli teşvik tedbirleri ile özel kesim yatırımlarının artmasına yardımcı olur. Bu alternatifler arasındaki seçim, kamu kesiminin ekonomi içindeki nisbi büyüklüğü hakkındaki yargılara ve vergi ile kamu yatırımlarının etkinliğine bağlıdır (Dürüs, 2005: 20–21).

Ekonomi belirli sektör veya faaliyet türlerindeki vergi yükünü azaltan, erteleyen veya ortadan kaldıran vergi teşvikleri kabaca “belirli mikro ekonomik hedeflere ulaşabilmek için, vergi kanunlarında değişiklik yapmak suretiyle bazı ekonomik unsurlara ya da faaliyetlere vergisel kolaylık ve ayrıcalıklar sağlamak” şeklinde tanımlanabilir (Benk, 2004: 3).

Vergi teşvikleri yatırım karar aşamasında ve/veya yatırım döneminde yatırımların maliyetini düşürmek ve yatırımın kârlılığını arttırmak suretiyle veya işletmeye geçilen ilk yıllarda firmaların muhatap oldukları yükümlülüklerde yapılacak indirimler, muafiyetler, istisnalar veya yatırıma uygun koşullu finansman sağlamak suretiyle firmaların finansman ihtiyaçlarını azaltarak yatırımların teşvik edilmesini sağlamaktadır (Duran, 2003: 5).

Vergilerin yatırımlar üzerindeki etkileri az çok bilinebildiğine göre devletin ekonomik hayata müdahale edip özel sektörü yönlendirmek için kullandığı araçlardan

biri olan vergi teşvik politikasının amaçları da kendiliğinden ortaya çıkmaktadır. Şu halde vergi teşvik politikalarının iki temel amacı vardır (Dürüs, 2005: 22);

1. Yatırıma yönlendirilecek tasarruf hacmini artırmak,
2. Yatırımları artırmak.

Bunun dışında kabul edilecek tüm amaçların gerçekleştirilebilirliği bu iki amacın gerçekleşmesine bağlıdır. Gerçekten istihdamın artırılması, yatırımları belirli sektör ve bölgelere yönlendirilmesi ihracat ve diğer döviz kazandırıcı faaliyetlerin arttırılabilmesi, yabancı sermayenin çekilebilmesi, toplam arzı artırabilmek suretiyle enflasyonun önlenmesi gibi tüm amaçlar olarak yatırımların arttırılabilmesine bağlıdır (Dürüs, 2005: 22).

Yatırım hacminin arttırılabilmesi genel olarak yatırım maliyetinin düşürülmesi, yatırımdan beklenen kâr oranının arttırılması ve yatırımların finansmanını sağlayacak fonların oluşmasını sağlamakla mümkündür. Kısaca vergi tedbirleri yatırım maliyetini düşürebildiği ve/veya yatırımın vergi sonrası gelirini arttırdığı sürece teşvik edilecektir (Dürüs, 2005: 23).

2.2.3. Vergiler ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlara Etkisi

Uluslararası etkinlik hedefi açısından vergi tarafsızlığının sağlanması her iki vergileme prensibi açısından gerçekleştirilebilir. Eğer bütün ülkeler kaynak prensibine göre vergilendirme yapıyor ise, tasarruflar bakımından tarafsızlık, yani sermaye ithal tarafsızlığı sağlanacaktır. Ancak, ülkelerin uyguladıkları vergi oranlarının farklılığı yatırımların dağılımında sapmaya neden olacaktır. Bu nedenle, bütün ülkelerin aynı şekilde tanımlanmış vergi matrahına aynı vergi oranlarını uygulamalarını gerektirir (Head, 1997: 85)

Sadece yerleşim yeri ilkesine göre gelirin vergilendirilmesi halinde sermaye en etkin olarak kullanıldığı yerlere göç edecektir. Bu nedenle yerleşim yeri ilkesinde sermayenin kullanımında etkinliğin sağlanabilmesi için vergi matrahının ve vergi oranlarının uniform olması ihtiyacı yoktur (Kay, 1990: 53). Ancak, farklı oranlarda uygulanan gelir vergisinde yerleşim yeri ilkesi benimsenmişse, sermaye ithal tarafsızlığı sağlanamamaktadır. Eğer bütün ülkeler yukarıdaki iki ülkeden birini seçmişlerse ve bütün ülkeler aynı vergi oranını uyguluyorlarsa, teorik olarak sermaye

ihraç tarafsızlığı ve sermaye ithal tarafsızlığı birden sağlanabilmektedir (Asher ve Rajan, 2001: 5).

Vergi dışı faktörleri dışarıda tutup kısıtlayıcı varsayımlarla değerlendirdiğimizde doğrudan yabancı sermaye yatırımcılarının kârlarının vergilendirilmesi bakımından sermaye ithalatçısı ülkelerin çok fazla seçeneğinin olmadığı görülmektedir. Bu nedenlerle, gelişmekte olan ülkelerin doğrudan yabancı sermaye yatırımları açısından cazibe merkezi olmaları bakımından diğer politikalar yanında, vergi politikası önemli bir işlev görebilecektir. Diğer ülkeler ile girişilecek vergi rekabetinde genel olarak düşük vergi oranları ya da doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına tanınacak vergi ayrıcalıklarının kullanımının birbirinin alternatifi olduğu söylenebilir. Doğal olarak, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının artırılabilmesi bakımından, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının vergilere duyarlılığı kadar, sözü edilen alternatiflerden hangisinin seçileceği, özendirici vergi ayrıcalıklarının tercih edilmesi halinde de en uygun teşvik araçlarının seçimi ve neyin teşvik edileceğinin çok iyi bir şekilde belirlenmesi büyük önem taşımaktadır (Akkaya, 2003: 60).

2.2.4. Yatırımların Devlet Tarafından Teşviki

Genel bir tanımla yatırım, üretim araçlarına yapılan ilavelerdir. Başka bir ifadeyle yatırım, üretim kapasitesini arttıran ve ülkenin sermaye stokuna yapılan ilaveler olarak tanımlanabilir. Teşvik kavramı, belirli ekonomik faaliyetlerin diğerlerine oranla daha hızlı ve fazla gelişmesini sağlamak amacıyla, devlet tarafından verilen maddi veya gayri maddi destek, yardım ve özendirmelerdir (Çiloğlu, 1997:1).

Yatırım teşviki ise, devletin, yatırım hacminin artırılması amacıyla, bu konularda önceliği olan yörelere daha çok olmak üzere, yatırımın cinsine bağlı olarak değişen oranlarda verilen ve yatırımcıya sunulan desteklerin tümüne denir (Ay, 2005: 177).

OECD'nin yapmış olduğu tanıma göre ise yatırım teşviki; bir yatırım maliyetini veya potansiyel kârını etkileyerek veya yatırımla ilgili risklerini değiştirerek yatırımın büyüklüğünü, bölgesini ve sektörünü etkilemek için hazırlanan hükümet önlemleridir (Duran, 2003: 6).

Hazine müsteşarlığı tarafından devlet yardımları için yapılan tanımlama ise, kalkınma planları ve yıllık programlarda öngörülen hedeflere uygun olarak, bölgeler arası dengesizlikleri gidermek, sermayeyi tabana yaymak, istihdam yaratmak, katma değeri yüksek ileri ve uygun teknolojileri kullanmak ve uluslar arası rekabet gücünü sağlamak için yatırımların uluslar arası yükümlülüklerle aykırılık teşkil etmeyecek şekilde teşviki, yönlendirilmesi ve desteklenmesidir (Çiloğlu, 2000: 30).

Türk özel sektörünün yatırım teşvikleri konusunda istek ve beklentilerini belirlemek amacıyla Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği tarafından bir araştırma yaptırılmıştır. Bu araştırma ile yatırım ve ihracata doğrudan ve dolaylı olarak ilgili görülen mevcut teşvik araçları, ekonomik-politik kararlar, siyasi istikrar, insan ve çevre faktörü ile diğer önemli konulara hakkında sanayicilerin eğilimleri ve beklentileri belirlenmek istenmiştir. Araştırma imalat sanayi üzerinde yapılarak 500 büyük sanayi kuruluşu arasında bulunan özel sektöre ait 186 firma ile 100 ve daha fazla işçiyi istihdam eden 400 adet firmaya anket yollanmıştır. Yapılan anket çalışmasına katılım oranı 0,33 olmuştur (DPT, 1993: 18-19).

2.2.4.1. Yatırım Teşviklerinin Özellikleri

Devletin kullanmış olduğu en önemli ekonomik politik araçlar gelir ve harcamalardır. Teşvikler ise anılan bu klasik araçlardan farklılık arz eder. Çünkü teşvikler devletin harcamalarının artmasına ve/veya gelirlerinin azalmasına neden olan bir araçtır. Devlet tarafından sağlanan teşviklerin belli başlı özellikleridir. Bunlar (Ay, 2005: 178);

1. Teşvik kurumu devlet tarafından sağlanır.
2. Teşvikler aynı ve nakdi yardımlar olabileceği gibi, uygulamaya dönük kolaylıklar da olabilmektedir.
3. Teşviklerden kamu kesiminin yararlandığı gözlense de asıl yararlanılması istenilen kesim özel sektördür.
4. Teşviklerin devlete doğrudan bir katkısı yoktur. Tam tersine, belli bir maliyeti söz konusudur. Aynı ve nakdi yardımlar kamunun fonlarından sağlanmaktadır.

Uygulamaya dönük kolaylıklar içinde yer alan vergisel teşvikler, kamu gelirlerini azaltmaktadır.

5. Devlete belli bir maliyet yükleyen teşvikler, özel sektörün aktifini arttırmakta ve/veya azalmasına engel olmaktadır.
6. Teşvikler, belirlenen yatırımların mahiyetini, sektörünü, bölgesini, büyüklüğünü ve zamanlamasını etkilerler.
7. Teşvikler üretim, istihdam, dış ticaret gibi ekonomik amaçlı olabileceği gibi göç ve çevre gibi sosyal amaçlı da olabilir.

2.2.4.2. Yatırım Teşviklerinin Çeşitleri

2.2.4.2.1. Yatırım Aşamasında Uygulanan Vergisel Teşvikler

Yatırımları teşvik edici vergi politikaları belirli bir kazanç veya iradın vergiden istisna edilmesi veya işletmelerin çeşitli yollarla ertelenmesi olarak tanımlanabilir. Türkiye’de uygulanmakta olan yatırımları teşvik edici vergisel düzenlemelere bakıldığında; yatırımları teşvik edici vergi politikalarını yatırım aşamasında olmak üzere iki başlık altında incelemekte yarar vardır (Giray ve diğerleri, 1998: 66).

Yatırım indirimi Türkiye’de 1963 yılından itibaren teşvik sistemimiz içinde yer alan en temel ve en yaygın bir araç olarak uygulanmaktadır. Yatırım indirimi, ticari, zirai ve kurum kazançlarının vergilendirilmesinde, kalkınma planları ve yıllık programlarda yer alan yatırımlara ilişkin bazı harcamaların, belirli bir oranda vergiye tabi matrahtan indirim konusu yapılmasıdır (Dinler, 2004: 349).

Yatırım indirimi, yatırımların arttırılmasının teşvikiyle ekonomik kalkınmanın sağlanmasına bölgeler arası ekonomik ve sosyal dengesizliklerin ortadan kaldırılmasına yönelik bir vergi teşvik önlemidir. İlgili müesseseye sağlanan vergi avantajları yoluyla özel sektör yatırımlarının belirli bir alanlara kanalize edilmesi amaçlanır. İşletmeler için bir maliyet unsuru görülen verginin bu etkisinin ortadan kaldırılmasının yaratacağı cazibe, yatırım indiriminin etkinliğini doğrudan etkileyen faktörlerin başında gelmektedir. Yatırım öncesinde Gelir Vergisi Kanunu’nun Ek 1-6 maddelerinde düzenlenmiş olmakla beraber anılan kanunla yatırım indirimi istisnası GVK’ nun 19.

Maddesinde yeniden düzenlenmiştir (Resmi Gazete (24.04.2003 tarihli ve 25088 sayılı), 4842 sayılı kanun).

24.04.2003 tarih ve 4842 sayılı kanunla yatırım indirimi uygulamasında kapsamlı değişikliklere gidilmiştir. Bu kapsamda;

1. Yatırım teşvik belgesi alma zorunluluğu kaldırılmış,
2. Öngörülen yatırım indirimi uygulaması son bulmuş,
3. Yararlanılan yatırım indirimi tutarları üzerinden stopaj yapılması uygulamasına son verilmiş,
4. Yatırım indirimi oran bölge ve sektör farklılığı gözetilmeksizin, tüm yatırımlar ve bölgeler için %40 olarak belirlenmiş,
5. GVK'na eklenen geçici 61. Madde hükmü ile dileyen mükelleflere 4842 sayılı kanunun yürürlük tarihinde önce yatırım teşvik belgesine bağlamış olan yatırımlar için söz konusu değişiklikler öncesi veya sonrası hükümlerden yararlanabilme hususunda seçimlik hak tanımıştır (Yıldız, 2005: 19–49).

2.2.4.2.1.1. Gümrük Vergisi ve Toplu Konut İstisnası

Yatırım aşamasında yurt dışında makine, teçhizat veya belirli malzemelerin ithal edilmesine ihtiyaç olabilir. İşte Gümrük Vergisi ve Fon Muafiyeti Teşvik Belgesi kapsamında ithal edilecek yatırım malı, hammadde, ara mal ve işletme malzemelerinin Gümrük Vergisi ve Toplu Konut Fonu'ndan muaf tutulması şeklinde uygulanmaktadır. Bu nedenle Gümrük Vergisi ve Fon Muafiyeti yatırımların maliyetini düşüren bir vergi teşvikidir. Bu teşvikten yararlanabilmek için teşvik belgesi alınması, söz konusu projenin mutlaka uluslar arası rekabet gücü kazandıran ileri ve yeni teknoloji getiren ve Hazine Müsteşarlığı tarafından sektör ve/veya proje bazında belirlenecek asgari ekonomik kapasitede olan yatırım projesi olması şarttır (prestijegitim, 2012: 11–12).

Gümrük vergisi ve Fon Muafiyeti Uygulaması bir taraftan Gümrük Vergisi ve Fonu'ndan Muafiyet sağlarken, diğer taraftan Merkez Bankası nezdindeki yatırımları ve döviz kazandırıcı hizmetleri teşvik fonuna fon ödeme mükellefiyeti getirmektedir. Gümrük Vergisi ve Fon Muafiyeti olarak yurda ithal edilecek yatırım malları için ithalat rejimi kararındaki koruma oranının yatırımları ve döviz kazandırıcı hizmetleri teşvik fonu oranından daha düşük olması durumunda ithalat rejimi kararındaki oran dikkate alınmaktadır (Giray ve diğerleri, 1998: 66).

2.2.4.2.1.2. KDV Ertelemesi

KDV Kanunu'nun 49.maddesinin 4349 sayılı kanunla yürürlükten kaldırılan ikinci fıkrası ile kanunun yayınlandığı tarihe kadar alınmış olan yatırım teşvik belgeleri için uygulanan önemli bir teşvik unsurudur (Çiçek, 2001: 179).

2.2.4.2.1.3. Katma Değer Vergisi İstisnası

KDV'de istisna, teslim edilen mal veya ifade edilen hizmetlerin bazı özellikleri nedeniyle KDV'ye tabi olmamasını ifade etmektedir. KDV' de istisna ;“Tam İstisna” veya “Kısmi İstisna” şeklinde uygulanabilmektedir. Tam istisnada, mal teslim veya ifası şeklindeki işlemler üzerinden KDV alınmadığı gibi bu işlemle ilgili olarak işlemde bulunan tarafından yüklenmiş olan KDV'nin indirilmesi, indirimle giderilememesi halinde işlemin yapıldığı ay itibariyle mükellefe iadesi yoluyla, istisnaya konu olan mal veya hizmetin KDV yükünden tamamen arındırılması söz konusudur. Kısmi istisna ise, mal teslimi veya hizmet ifası işlemleri üzerinden KDV'nin alınmaması ancak bu mal ve hizmetler üzerinden daha önce ödenen KDV'nin indirilmemesini ifade etmektedir. Kısmi istisna, istisna kapsamında yüklenilen vergilerin indirimi ve iadesine imkân tanımayan ve işin mahiyetine göre maliyet veya gider unsuru olarak dikkate alınmasını öngören bir istisnadır. Dolayısıyla kısmi istisnada, teslim edilen mal veya ifa edilen hizmet bedeli üzerinden sadece KDV alınmamakla yetinilmektedir (Sarılı, 2010: 465).

Bazı vergi kanunlarında değişiklik yapan 4369 Sayılı Yasa'dan önce yerli makine ve teçhizat için KDV desteği, ithal makine ve teçhizat için KDV Ertelemesi olarak uygulanan bu destek unsuru 01.08.1998 tarihinden sonra “KDV İstisnası” olarak uygulanmaktadır. Buna göre; eski ve Yeni Yatırım Teşvik Belgesi ayrımına bakılmaksızın Yatırım Teşvik Belgesi kapsamında 01.08.1998 tarihinden sonra satın alınan malzeme ve teçhizatlar KDV'de istisna edilmektedir (prestijegitim, 2012: 12).

KDV Kanunu'na ilişkin 69 sayılı tebliğ de belirtildiği üzere; otomobil, panel arazi taşıtı, minibüs, kamyonet, kamyon, treyler ve çekici(Euro ve kural normlarına uygun yeşil motoru haiz olanlar hariç) gibi taşıt araçları KDV istisnasından yararlanamamaktadır. Ancak, yüklü ağırlığı 45 tonu geçen off road truck tipi kamyonlar ile karayoluna çıkması mümkün olmayan kaya tipi damperli kamyonları, madencilikte kullanılan damperli kamyonlar, frigorifik kamyonlar, iş makineleri, vinçler, tarım

makineleri ve benzerleri KDV istisnasından yararlanabilmektedir (Ankara Ticaret Odası, 2000: 30).

2.2.4.2.1.4. Bina İnşaat Harcı İstisnası

21.01.1992 tarihli ve 2583 sayılı ‘‘2464 Sayılı Belediye Gelirleri Kanunu’nda Değişiklik Yapılması Hakkındaki Kanun’’ gereğince hastane, senatoryum, vb. sağlık kuruluşları, her türlü fabrika, sinai niteliğindeki imalathaneler ve tersaneler ile organize sanayi bölgeleri, küçük sanat siteleri yapılan her türlü bina inşaatı ve Turizm Bakanlığı ile Hazine Müsteşarlığı tarafından desteklenmesi karara bağlanmış otel, motel ve benzeri turistik tesisler ile belediye mücavir olan sınırları içinde veya dışında inşa edilecek ahır, samanlık, kümes, ve hayvancılık barınakları, yemlik gibi yapı ve tesisleri bina inşaat harcından istisna tutulmuştur (prestijegitim, 2012: 13).

2.2.4.2.1.5. Finansal Kiralama

2001/1 No’lu Tebliğ’i finansal kiralamayı özendirerek, bu şekilde yapılacak yatırımlar teşvik belgesi olmaktadır. Finansal kiralama da kiralayan, kiracının teşvik belgesinde yer alan, fon kaynaklı kroki hariç, diğer destek unsurlarından yararlanır. Yatırım indiriminden, malın maliki durumunda olan kiralayan(finansal kiralama şirketi) faydalanır (prestijegitim, 2012: 13).

2.2.4.2.2.Yatırım Sürecinde Teşvikler

2.2.4.2.2.1. Eğitim ve Öğretim İşletmelerinde Kazanç İstisnası

5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu uyarınca; özel okulların işletilmesinde elde edilen kazançlar, ilgili Bakanlığın görüşü alınmak suretiyle ve Maliye Bakanlığı’nın belirleyeceği usuller çerçevesinde, beş hesap dönemi boyunca kurumlar vergisinden istisnadır(KVK, Madde 5-1)(5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu, 21.06.2006 tarih ve 26205 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanmıştır).

İstisna, mükelleflerinin 5580 sayılı Özel Eğitim Kurumları Kanunu kapsamında işletilen okul öncesi eğitim, ilköğretim, özel eğitim ve orta öğretim özel okullarında

elde edilen kazançlara uygulanacaktır(5580 Sayılı Özel Öğretim Kurumlar Kanunu, 14.02.2007 tarih ve 26434 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanmıştır).

İstisnadan yararlanmış isteyen, faaliyete geçmelerini müteakiben Maliye Bakanlığı’na yazılı olarak başvurmaları gerekmektedir. 5580 sayılı kanun hükümlerine tabi özel okullar tarafından ilgili dönem kapasitelerinin %10’unu geçmemek üzere verilen bedelsiz eğitim ve öğretim hizmetleri Katma Değer Vergisi’nden istisnadır (Özen, 2006: 10).

2.2.4.2.2.2. AR-GE İndirimi

Mevzuatımıza ilk defa 1986 yılında giren vergi ertelenmesi müessesinin kendisinden beklenen AR-GE harcamalarını ve özel sektörün toplam AR-GE harcamaları içerisindeki payını artırınca fonksiyonunu yeterince icra ettiğini söylemek imkânsızdır. Nitekim AR-GE vergi ertelenmesi uygulaması hem teşvikten yararlanan mükellef sayısı bakımından hem de teşvikten yararlanan harcama tutarı bakımından yaygınlık kazanamamıştır (Dürüs, 2005: 174).

Yeni düzenleme ile AR-GE harcamaları teşviki faizsiz bir kredi sağlama boyutundan beyanname üzerinden yapılan indirim niteliğine dönüştürülmüş ve AR-GE harcamasının tanımının yapılması ile birlikte bu harcamaların yeni teknolojiye yönelik olması ve işletme içerisinde yapılması şartı getirilmiştir (Türkkot, 2004: 50).

Uygulamanın önemli bir avantajı madde gerekçesinde ifade edilmiştir. Buna göre AR-GE harcamaları bir yandan niteliklerine göre, muhasebe uygulamaları çerçevesinde, doğrudan veya amortisman yoluyla gider olarak kaydedilmek suretiyle kurum kazancının tespitinde dikkate alınırken, bir yandan da kullanılan amortisman tabi iktisadi kıymetlerin, diğer şartları da taşımaları kaydıyla yatırım indirimi uygulamasından yararlanmaktadır. Bu çerçevede AR-GE harcaması neticesinde amortisman tabi iktisadi bir kıymet elde edilmişse amortisman yoluyla gider, herhangi bir kıymet elde edilememişse doğrudan gider olarak yazılabileceğinden AR-GE harcamalarının yazılması, işletmenin diğer yatırım ve cari harcamalarını giderleştirmiş gibi gerçekleştirilecektir (Kızılot, 2003: 1).

Söz konusu düzenleme Ar-Ge faaliyetlerine yönelik olarak Teknoloji Geliştirme Bölgeler Kanunu’nda yer alan teşvik edici düzenlemelerin bir tamamlayıcısı niteliğindedir. Öte yandan 31.07.2004 tarih ve 25539 sayılı Resmi Gazete’de

yayımlanan 5228 sayılı kanunla 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu'nun 89'uncu maddesinin 9 numaralı bendi değiştirilmiş ve Kurumlar Vergisi Kanunu'nun "İndirilecek Giderler" başlıklı 14'üncü maddesine 6 numaralı bent eklenerek, işletme bünyesinde gerçekleştirilen, munhasıra yeni teknoloji ve bilgi arayışına yönelik araştırma ve geliştirme harcamaları tutarının %40'ı oranında hesaplanarak Ar-Ge indiriminin ayrıca gelir veya kurum kazancından indirilmesine olanak sağlanmıştır (DPT, 2005: 51).

2.2.4.2.2.3. Kâr Payı Dağıtımında Vergileme Rejimi

Kâr payı, pay sahipleri ile kâra katılan diğer kimselere dağıtılmasına karar verilen ve bunların her birine düşen payı ifade eden bir terimdir (Demir, 2001: 55).

Diğer bir tanımlamaya göre kâr payı hakkı, kanun ve esas sözleşme hükümlerine veya genel kurul kararlarına göre, dağıtılmaya tahsis edilen yıllık kâra veya dağıtılması tahsis olunan yedek akçelere pay sahibinin katılma hakkıdır (Poroy ve diğerleri, 1995: 451).

Kâr ve kâr payı dağıtma hisse senedinin değerini saptamada önemli bir faktördür. Kâr payı dağıtımının bu özelliği nedeniyle, kâra geçme ve kâr payı dağıtma ihtimali hisse senedi fiyatlarında belirli bir artışlar meydana getirmektedir. Kâra geçme zamanını sağlıklı olarak izleme imkânını bulan bir yatırımcı bu bilgiyle cazip bir yatırım fırsatı yaratmış olacaktır (Karşlı, 1994: 477).

Hisse senedinin fiyatı ve kâr payı dağıtımı arasındaki ilişkinin, basit rassal yürüyüş modelini ileri sürdüğünden çok daha genel, hareketli bir süreci içerdiği bir çok finansal ekonomist tarafından kabul edilmektedir (Fama ve French, 1998: 244-273; Poterba ve Summers, 1988: 27-59).

Tekdüze bir etkiden daha fazla kompleks değişken tarafından etkilendiği ifade edilmektedir. Hisse senedi fiyatları saf bir rassal yürüyüşü izlemiyorsa kâr payı dağıtımı dizisi geçmiş fiyatlardan ya da getiri oranlarından hareketle tahmin edilebilen bir dizi unsuru içerecektir (Crowder ve Wohar, 1998: 540 – 553).

Modigliani ve Miller'in öncülüğünü yaptığı görüşe göre, yatırımcılar, elde edilecek gelirin, kâr payı veya sermaye kazanç şeklinde olması konusunda kayıtsızdırlar. Yatırımlardan sağlanacak gelir, ister nakdi kâr payı şeklinde olsun ister sermaye kazancı şeklinde olsun, yatırımcılar açısından fark etmemektedir. Modigliani-

Miller'e göre, kâr payı dağıtımı azalan firmaların hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının artışı, yatırımcıların kâr payı almayı tercih ettiklerini kanıtlamaktadır. Firmanın kâr dağıtımındaki değişiklik, gelecekte firmanın sağlayacağı gelirlerdeki değişiklik konusunda iyi bir gösterge olduğu için, hisse senetlerinin fiyatını da etkilemektedir (Akgüç, 1989: 612).

Bununla birlikte Casey ve diğerleri vergi reformu yasasının getirmiş olduğu bu düzenlemeleri kâr payı dağıtım politikası konusunda farklı endüstrileri farklı şekilde etkilediği sonucunu çıkarmışlardır (Casey ve diğerleri, 1999: 33-46).

Türkiye açısından konuya baktığımızda, GVK'na eklenen geçici 56. Madde ile diğer kazanç ve iratların vergilendirilmesinde 1999- 2002 yılları kazançları için beyanname verme sınırı 3.500.000 TL olarak belirlenmiştir. Bu miktarın altındaki sermaye kazançları menkul sermaye iradı olarak vergilendirilmemektedir (Tosuner ve diğerleri, 2001: 166).

Kâr payı dağıtımı konusunda belirleyici faktör olarak vergilerin tek başına ele alınmasının yanıltıcı olacağını, kâr payı politikaları açısından firma davranışlarının vergi uygulamalarının yanında başka değişkenlere de bağlı olduğunu ifade etmiştir (Abrutyn ve Turner, 1990: 491- 497).

Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde genelde, hisse senedi yatırımcılarının getirileri kâr payı ya da sermaye kazancı olarak vergilendirilmektedir. Kâr payı ya da sermaye kazancı, bireysel yatırımcılar, kurumsal yatırımcılar ya da vergi muafiyetine tabi kuruluşlar açısından farklı vergilendirmeler uygulanmaktadır. Bu farklı vergilendirme konusu kâr dağıtım politikalarını önemli ölçüde etkilemektedir. Bireysel yatırımcılar ise, elde ettikleri kâr payı gelirinin sermaye kazancından daha yüksek oranda vergilendirileceği için sermaye kazancı elde etmek istemektedirler. Vergi muafiyeti tanınan kurumlar için her iki durum da uygun olabilmektedir (Dhaliwal ve diğerleri, 1999: 179-195).

2.2.4.2.3.Yatırım İndirimi

Yatırımların özendirilmesiyle ilgili olarak en önemli teşviklerden birisi yatırım indirimi müessesidir. Yatırım indirimi, ekonomik kalkınmayı hızlandırmak için, özel sektör yatırımlarını özendiren bir vergi istisnasıdır. Devlet bu yolla özel sektör yatırımlarına katılmaktadır. Bu yolla yapılan yatırımın belirli bir yüzdesi, yatırım yapan

kişinin kazancından indirilmekte ve devlet bu miktar için hesaplanacak vergi alacağından vazgeçmektedir (Özkara, 2006: 1).

Yatırım indirimiyle, istenilen koşullara sahip yatırımlara harcanan tutarların belirli bir bölümünün vergi matrahından indirilmesi, girişimciye vergi tasarrufu sağladığından yatırımın net maliyetini düşürmektedir. Böylece, vergileme yoluyla işletmelerin gelecekteki gelirleri ve nakit fonları arttırılarak yatırımlar teşvik edilmekte, işletmelerin kârlılığı, vergi teşviklerinden yararlanılarak değiştirilmektedir (Özkara, 2006: 1).

Yatırım indirimi gerçekleştirilen yatırımların belirli bir yüzdesinin yatırım yapan kişinin kazancından indirilerek kazancın belli bir kısmının vergi dışında tutulması esasına dayanan bir vergi teşvik türüdür (Şenyüz, 2005: 111).

Yatırım indirimleri sermaye yatırımlarının maliyetini azaltıcı yönde bir etki meydana getirmektedirler. Vergi tatillerine kıyasla yatırım indirimleri hedeflenen yatırım türlerini daha etkin bir biçimde teşvik etmekte, ortaya çıkan maliyetin şeffaf olması ve kontrolünün kolay olması gibi avantajlara sahiptir. Ancak, yatırım indirimlerinin iki önemli zayıf yönü bulunmaktadır. Bunlar (Zee at al, 2002: 1504):

- i. Yatırım indirimine konu olan amortisman tabi varlıklar yerini yeni varlıklara bıraktıklarında yenilenen tüm varlıklar da yatırım indiriminden yararlanabildiği için yatırım indirimi kısa ömürlü iktisadi varlıkların (sermayenin) seçilmesine neden olurlar ve bu anlamda ekonomide sapmalara yol açarlar.
- ii. Güçlü firmalar defalarca yatırım indirimi talep edebilmek için aynı varlığı tekrar tekrar alıp-satarak yatırım indirimi sistemini kötüye kullanabilirler.

Gelişmekte olan ülkelerde sıkça kullanılan teşvik türü olan yatırım kredisi, yatırımın maliyetini etkilemeye çalışan bir teşvik türüdür. Yatırım kredisi, yatırım gerçekleştiren bir kişinin bu yatırımının belli bir oranını o yılın vergi borcundan düşmesini sağlamaktadır (Uluatam, 1971: 41).

Yatırım indirimiyle amaçlanan ekonomik kalkınmanın hızlandırılmasının sağlanabilmesi, belirtilen maliyet ve faydaların göz önünde tutulması suretiyle uygulamaya yön verilmesine bağlıdır. Bu bakımdan yasa koyucu; her yatırımı yatırım indiriminden yararlandırmamış, yatırım indiriminden yararlanabilmek için bazı koşullara yer vermiştir. Yatırım indirimi ile ilgili olarak çeşitli koşul ve sınırlamalara

yer verilmiş olması; yatırım indirimi müessesinin yol açacağı faydalar ile kısa dönemde toplanmasından vazgeçilmiş olan vergi ve benzeri maliyetlerin göz önünde tutulması gereğinden kaynaklanmaktadır. Bu bakımdan koşulların etkin bir şekilde belirlenmesine kadar, bunların sağlıklı bir şekilde uygulamaya dönüştürülmesi de önem taşımaktadır. Aksi takdirde, yatırım indirimi ve benzeri teşvik önlem ve uygulamalarının birey ya da kurum bazında sübvansiyon sağlanması gibi fonksiyon görmesi sonucuyla karşılaşılabılır. Böyle bir durum, söz konusu teşviklerin maliyetlerinin çeşitli şekillerde toplum tarafından üstlenilmesine yol açacaktır. Dolayısıyla belirli amaçları gerçekleştirmek amacıyla uygulanan bu müessesenin sonuçları iyi analiz edilerek uygulamaya yön verilmelidir (Özkara, 2006: 2).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL KARARLARDA VERGİ ETKİSİ: TÜRKİYE UYGULAMASI

İşletmelerin varlıklarını sürdürüp faaliyetlerini gerçekleştirebilmeleri finans yöneticisinin alacağı finansal kararlara bağlıdır. Finans yöneticisi, finansal karar alırken birçok makro ve mikro veriden etkilenir ve buna bağlı olarak işletmenin lehine kararlar almaya çalışır. İşletmelerin aldıkları finansal kararlar bu çalışmada dört ana başlık altında toplanmış ve incelenmiştir. Bunlar; finansman kararları, yatırım kararları, temettü kararları ve birleşme(büyüme) kararlarıdır.

Finansman kararları alınırken finans yöneticisinden, işletmeye gerekli olan varlıklara yönelik olarak fon ihtiyacının belirlenmesi ve bu ihtiyacın en iyi şekilde nasıl finanse edileceğini ortaya koyması, gerekli fonların nereden, nasıl ve ne zaman karşılanacağına ilişkin karar alınması beklenir. İşletmeler ya borçlanarak ya da özsermaye yoluyla kaynak sağlayabilirler. Borçla finansmanın özsermaye ile finansmandan en önemli avantajı, faizin gider olarak vergiden düşülebilmesidir. Hisse senedi yoluyla finansman sağlanırsa, faiz ve anapara ödemesi gibi zorunlu bir ödeme olmayacaktır (Aydın ve diğerleri, 2011: 3-4).

Yatırım kararları alınırken finans yöneticisi öncesinde çok ciddi çalışmalar yapması gerekir. Bu çalışmaların tümüne fizibilite(yapılabilirlik) etüdü denmektedir. Fizibilite çalışması da, ekonomik etüt, hukukî(yasal) etüt, teknik etüt ve finansal etüt olmak üzere dört ayrı çalışma gerektirir. Ekonomik etüt, pazar araştırması ve talep tahmini, işletme büyüklüğünün saptanması ve kuruluş yeri seçimini belirlerken kullanılan etüttür. Teknik etüt, tesisin yerleşme plânı, inşaat işleri, montaj işlerinin nasıl yürütüleceğini araştıran etüttür. Finansal etüt ise, o yatırımı gerçekleştirmenin malî açıdan boyutunu ortaya koyan etüttür (Mucuk, 2003: 85-91).Hukukî etüt ise, işletmenin kişi ya da sermaye işletmesi olması, bunlar için yasal bir biçimin nasıl olması gerektiğini sermaye gereksinimini, malî sorumluluğu sınırlamayı, vergilendirmedeki farklılığı araştıran etüttür (Karalar, 2007: 68). Yani, işletmede alınacak yatırım kararları belirlenirken de vergi, üzerinde çalışılması gereken önemli bir faktör olarak yer almaktadır.

İşletmelerde alınan bir diğer önemli finansal karar çeşidi ise, temettü kararlarıdır. İşletme yöneticileri, her dönem sonunda elde ettikleri kârla ilgili vergiden sonra karar alırlar. Bu karar, net kârın ortaklara dağıtılması ile yatırımlarının finansmanında kullanılması için dağıtılmamış kârlara aktarılması arasında bir seçimdir (Pamukçu, 1999: 293). İşletmelerin kâr dağıtım politikasını etkileyen faktörlerden bir tanesi de pay sahiplerinin vergi durumudur. Başka bir deyişle, işletmelerin dağıttıkları kârlarla, dağıtmadıkları kârların farklı oranda vergilendirilmesi; işletme ortaklarının gelir vergisi oranları ve hisse senetlerinin değer artışının neden olduğu kazançların vergilendirip vergilendirilmediği gibi vergi yasalarıyla ilgili düzenlemeler, işletme kâr payı dağıtım politikasını etkiler. Kâr payı dağıtımı yüksek gelir dilimine giren ortakların yüksek vergi ödemesine neden olabilmektedir. Türkiye’ de kâr payı dağıtımından elde edilen gelire şahıslar %10 (stopaj) vergi verirken, şirketler için vergi söz konusu değildir. Hisselerin değer artışından elde ettiği gelir, kârlar, ancak hisse senedinin satışı yapıldığı anda %12-15 olarak tahsil edilir (Pekkaya, 2006: 187-188). Finans yöneticisi, kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörleri inceleyerek işletmeye en uygun olanını belirlemelidir.

Finans yöneticileri, işletmelerde dağıtılacak kâr paylarını nakit olarak ödemek yerine ağırlıklı olarak hisse senedine vererek kârın işletmede kalmasını sağlamalıdır. Çünkü, daha düşük maliyetli otopfinansmandan dolayı, borçlanma ve yeni hisse senedi arzına ihtiyaç azalacak ve işletmenin likiditesi güçlenerek vergi yönünden avantaj sağlamasına olanak verecektir (Pekkaya, 2006: 194).

Finans yöneticilerinin, alması gereken bir diğer finansal karar çeşidi ise büyüme(birleşme) kararlarıdır. İşletmeler, teknolojinin hızla ilerlemesi, piyasanın küreselleşmesi gibi etkenlerden etkilenerek büyüme veya başka bir işletme ile birleşme kararı alabilirler.

İşletmeleri birleşmeye iten nedenlerin en önemlilerinden birisi de vergi yasalarından yararlanmaktır. Birleşme kararı veren işletmelerden biri zararlı, diğeri kârlı çalışan işletme olduğundan, birleşme sonucunda kârlı işletmelerin faaliyet kârı ile zararlı çalışan işletmelerin faaliyet zararı finansal tablolarda yer alacağından, vergi matrahının düşürülmesi ve ödenecek verginin azaltılması söz konusu olacağından,

işletmelerin bu olanaklardan yararlanmak için de birleşmeleri söz konusu olabilir (Büker ve diğerleri, 2010: 606-607).

Görüldüğü gibi, finansal kararlar alınırken vergi çok önemli bir rol oynamaktadır. Bu nedenle çalışmada, vergi kavramı üzerinde durulmuştur.

Vergi, kamu giderlerini karşılamak amacıyla devletin tek taraflı olarak ve egemenliğinin bir uzantısı olan vergilendirme yetkisine dayanarak kişilerin gelir, gider ve malları üzerinden aldığı ekonomik değerlerdir (Ayan ve diğerleri, 1997: 145). Çalışmada vergi kavramı ve türleri anlatılmış, vergi teşvikleri ise ayrıntılı olarak aktarılmıştır.

Ekonomik ve sosyal problemlerin çözümü amacıyla kullanılan kamusal müdahale araçlarından biri olan teşvikler, özellikle sosyal devlet anlayışının gelişmesi ile birlikte çok önemli bir hal almıştır. Bu anlamda teşvik uygulamaları, ekonomik istikrar ve büyüme gibi ekonomik amaçlar yanında bölgesel dengesizlikleri giderme, göçü önleme gibi sosyal amaçlar da gütmektedir (Çiloğlu, 2000: 29).

Vergi teşvikleri genelde ekonomik, malî ve siyasi, sosyal ve idarî amaçlara yönelik olarak verilmektedir. Teşviklerin verilmesine neden olan ekonomik amaçlar ise; tasarrufları ve yatırım hacmini arttırmak, yatırımları belirli alanlara ve bölgelere yönlendirmek, vergilerin ekonomik kararlar üzerine yarattığı olumsuz etkileri gidermek, ekonomik istikrarı sağlamak ve enflasyonist etkileri gidermek ve dolayısıyla istihdamı teşvik etmektir (Giray, 2008: 35–52). Bu sebeple, vergi teşvik yasası Türkiye’deki illeri altı farklı bölgeye ayırarak bölgesel harita oluşturmuştur.

Çalışmanın uygulama bölümü olan üçüncü bölümünde vergi teşviklerinin diğer adıyla devlet yardımlarının finansal kararlara olan etkisi Türkiye uygulaması ile araştırılmıştır.

Vergi teşvik yasasına göre bölgelere ayrılmış olan Türkiye genelindeki şirketlerin finansal karar alırken, teşvik yasasındaki düzenlemelerden faydalanıp faydalanmadığı yani teşvik yasasının finansal karar alırken bölgeler açısından ne derece önemli olup olmadığı araştırılmıştır.

İşletmelerde alınacak finansal kararların iki boyutu vardır. Bunlardan biri yatırım boyutu, bir diğeri de finansman boyutudur.

Bunlardan birincisi, işletme hangi varlıklara ve ne kadar yatırım yapacaktır. Bu durum sermaye bütçelemesi olarak da ifade edilmektedir. Sermaye bütçelemesi finans yöneticileri için önemlidir. Çünkü, bugün yapılan yatırımlar faydalarını gelecekte verirler. Bu nedenle faydaların büyüklüğü yanında, işletmenin bu faydaları elde etmek için, ne kadar beklemesi gerektiğinin de bilinmesi gereklidir. Ancak, bu fayda belirli değildir. Geleceğin bu belirsizliği çözülmek zorundadır. Proje değerlendirme yöntemleri bu açıdan çok önemlidir (Ceylan, 2000: 16).

Finansal kararların bir diğ önemli boyutu ise finansman boyutudur. Bu boyut, işletmenin ihtiyaç duyacağı parayı sağlamaktır. Bu sebeple boyut finanslama kararı olarak ifade edilir. Finanslama kararı, hisse senedi ihracı veya tahvil ihracı gibi borçlanmayla gerçekleştirilir (Ceylan, 2000: 16).

Yatırım boyutu ile ilgili temel kriter yatırılan sermayenin kârlılığıdır. Finansal kararların temel kriteri ise, sermaye maliyetidir. Bu iki kriter birbirleriyle karşılaştırılarak işletmenin bütününe ilgilendiren kararın verilmesi gerekir. Sermaye maliyetinin iki unsuru, öz sermaye maliyeti ve borcun maliyetidir. Tüm modeller borcun maliyetini bulurken zaten vergi etkisini dikkate alırlar. Ancak, Türkiye’de ortaklara dağıtılan kâr payı modeli üzerinden de vergi alındığı için öz sermaye maliyeti üzerinde vergi etkisinin dikkate alınması gerekir. Bu düzeltme sonrasında sermaye maliyeti ile yatırımın kârlılığının karşılaştırılması gerekir. Bu aşamada uygulanan vergi teşviklerinin sermaye maliyetine dolayısıyla finansal kararlara etkisini ölçmek amacıyla Borsa İstanbul’da işlem gören 2000 yılından günümüze kadar Borsa İstanbul’a kayıtlı olan şirketler arasından finansal kuruluşlar ile öz sermayesi negatif olan kuruluşlar çıkartılarak elde edilen şirketlerin 2000-2006 yılları arası finansal verilerinden yararlanılmıştır. 2007-2012 yılları arası için yapılan tahminler sonucu elde edilen yatırılan sermayenin getirisi elde edilmiştir. Aynı şirketlerin 2012 yılındaki sermaye maliyetine ulaşmak için sermaye varlıkları fiyatlama modeli kullanılmıştır ve bu model için de şirketlerin 2007-2012 yılları arası fiyat bilgileri kullanılmıştır.

Elde edilen sonuçların vergi teşvikleri açısından karşılaştırılabilmesi için şirketler, teşvik kanununda belirtilen bölgelere ayrılmış ve aralarındaki farklar incelenerek yorumlanmıştır.

3.1. ARAŞTIRMA SORUNU

Türkiye gibi riskin ve belirsizliğin oldukça yoğun olduğu ülkelerde finansal yatırım kararı almak oldukça zordur. Bu sebeple, yatırım kararları alınırken proje değerlendirme yöntemleri kullanılarak fizibilite(yapılabilirlik) etütlerinin yapılması gerekmektedir. Bu denli belirsizliğin olduğu bir ülkede yatırımdan elde edilecek kârlılık oranının öngörülmesi oldukça önem taşımaktadır. Dolayısıyla, yatırımda katlanılması gereken vergi oranı da önem arz etmektedir.

Yukarıdaki açıklamalar ve gerekçeler dikkate alındığında, bu çalışmada ele alınan sorun cümlesi aşağıdaki şekilde belirlenmiştir:

“Türkiye’de faaliyet gösteren şirketlerde finansal karar alınırken verginin etkisi nedir?”

3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Bu çalışmanın temel amacı, Türkiye’de uygulanan vergi teşvik yasalarının bölgeler itibariyle işletmelerde alınan finansal kararlara etkisini araştırmaktır.

Finansal kararlarda vergi etkisi ile ilgili literatür incelendiğinde, konu ile ilgili çalışmaların çok yoğun olmadığı görülmektedir. Finansal kararlarda vergi etkisi uygulamalarına yönelik çalışmalar ise çok azdır. Bu nedenle, “Finansal Kararlarda Vergi Etkisi: Türkiye Uygulaması” başlıklı bu tez çalışmasının hem kurama hem de uygulamaya katkı yapacağı düşünülmektedir.

Bu çalışmanın temel amacı doğrultusunda aşağıdaki sorular cevaplandırılacaktır.

3.3. ARAŞTIRMA SORULARI

- i. Finansal kararlar nelerdir?
- ii. Finansal karar almada vergilerin etkisi nedir?

- iii. Finansal kararlar üzerinde vergi teşvik yasasının bölgeler açısından etkileri nelerdir?

3.4. ARAŞTIRMA HİPOTEZLERİ

Çalışma ile ilgili araştırma hipotezleri aşağıdaki gibidir.

H1= Finansal kararlar alınırken verginin etkisi vardır.

H2= Teşvik yasası, finansal kararların alınmasını etkiler.

H3= Vergi teşvikleri sermaye maliyetini düşürücü etkiye sahiptir.

H4= Bölgesel farklılıklar vergi etkisi nedeniyle yatırım kararlarını etkiler.

H5= Yatırımın finansmanı için vergi etkisi dikkate alınır.

H6= Vergi etkisi nedeniyle bölgesel farklılıklar öz sermaye maliyetini etkiler.

3.5. ARAŞTIRMANIN SINIRLILIKLARI

Çalışmada, Türkiye’de faaliyet gösteren finansal kuruluşlar ve öz sermayesi negatif olan şirketler haricinde kalan, Borsa İstanbul’a 2000 yılından bu yana kayıtlı olan şirketler ele alınmıştır. Bu şirketlerin 2000–2006 yılları arasındaki fiyat bilgilerinden yararlanılmak suretiyle, 2007–2012 yılları arasındaki yatırılan sermayenin kârlılığının vergi etkisi dahil edilerek ve vergi etkisi dahil edilmeden tahminlemesi yapılmıştır.

3.6. VARSAYIMLAR

Vergi teşvik yasasına göre bölgelere ayrılmış olan Türkiye genelindeki şirketlerin finansal yatırım kararı alırken, teşvik yasasındaki düzenlemelerden faydalandığı ve Borsa İstanbul’un mali verilerinin analizi sonucu elde edilecek bulguların Türkiye genelinde şirketlerin vergi teşvik yasasından yararlandığı varsayılmaktadır.

3.7. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

Araştırma yöntemi, Borsa İstanbul'a kayıtlı şirketlerin, 2000- 2006 yılları arası mali verilerine Borsa İstanbul'un resmî sitesinden ulaşılmıştır. Bu veriler Excel ortamında analize hazır hale getirilmiştir. Uygulamada bu verilerin kullanılabilmesi için 2006 yılı rakamlarıyla ifade edilmesi gerekmektedir. Bunun için 2000–2006 yılı arasındaki tüm veriler, ilgili yılın endeks rakamlarıyla çarpılarak ifade edilmiştir. Enflasyon dışı etkenlerin mali verilere etkisini sıfırlayabilmek için, tüm veriler 2006 yılının dolar kuru ile çarpılarak yeniden elde edilmiştir. Sonuçta, dolar olarak ifade edilen bu tablolardan yararlanarak, 2007–2012 yılı arası verileri tahmin edip, işletmenin 2012 yılındaki vergi sonrası yatırılan sermaye getirisine ulaşılmıştır ki bu zaten işletmenin en net yatırımın kârlılığını gösteren performans ölçüsüdür. Bunu uygulamayı takiben, sermaye maliyetine ulaşmak için sermaye varlıklarını fiyatlama modelini kullanmamız gerekmektedir ve bu model için de ilk olarak şirketlerin 2007–2012 yılları arasındaki 60 aylık verilerinden yararlanılarak beta katsayıları hesaplanmıştır. Beta katsayıları, öz sermaye maliyetinin sermaye varlıklarını fiyatlama modelinin temel eşitliğinden yararlanarak bulunmuştur. Ayrıca model gereği risksiz faiz oranı Borsa İstanbul'un endeksinin getirisini bulmamız gerekmektedir. Ancak, gerek Borsa İstanbul'un getirisini hesaplamasında, gerekse hisse senedinin getirisini hesaplamasında, sürekli bileşik getiri kullanılmalıdır. Sürekli bileşik getiri ise bir önceki aydaki fiyat ile ilgili aydaki fiyatın birbirine bölümünün doğal logaritmasıdır. Sürekli bileşik getiri yolu ile ilgili varlığın getirisini ve Borsa İstanbul'un getirisini birbiri ile ilişkilendirerek bulduğumuz beta katsayılarından sonra risksiz faiz oranını da ekleyerek öncelikle vergi etkisini ihmal etmek suretiyle öz sermaye maliyetine ulaşılmıştır. Sonra ki aşamada, vergi etkisini de dikkate alarak öz sermaye maliyetine ulaşılmıştır ve borcun maliyetini de ilgili yıllardaki finansman giderinin borçla olan ilişkisinden elde ettikten sonra, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanarak işletmenin sermaye maliyeti elde edilmiştir. Öncelikle bulduğumuz vergi etkisinin ihmal edilmiş sermaye maliyeti ile vergi etkisinin dikkate alınmış sermaye maliyetini daha önce bulduğumuz yatırılan sermayenin getirisi ile karşılaştırarak verginin yatırım kararları üzerinde genel olarak ne derecede etkilediği anlamaya çalışılmıştır. Ardından, firmaları teşvik yasasındaki bölgelere göre ayırarak, vergi etkisinin yatırım kararları üzerindeki teşvik

yasasına bağılı etkisi SPSS (Statistical Package for Social Sciences) paket programı kullanılarak ayırt edilmeye çalışılmıştır.

3.7.1.Sermaye Maliyetinin Bulunması

İşletmelerde sermaye maliyeti, tanım olarak, kullanılan veya kullanılması düşünülen her türlü kaynağın maliyetlerinin ağırlıklı ortalamasına eşittir. Kullanılan veya kullanılması düşünülen kaynakların yapısal özellikleri, bağımsız kaynak maliyetlerinin saptanmasında etkili olmaktadır. Böylece her bağımsız kaynağın kendi özelliklerine göre saptanan maliyetlerin ağırlıklı ortalaması, kullanılan toplam sermayenin maliyetini vermektedir (Ceylan, 2004: 183).

Sermaye maliyeti, daha yatırım aşamasında önemli bir etkidir. Çünkü bir yatırımın değerlendirilmesi için iskonto faktörü olarak sermaye maliyetine ihtiyaç duyulur. Öte yandan, işletmenin sermaye yapısı, işletmenin kârını ve kârın riskini etkileyerek, değerini de belirlemektedir. Bunların dışında kiralama, uzun vadeli finanslama ve benzeri politikalar, sermaye maliyetinin bilinmesini zorunlu kılmaktadır (Brigham, 1996: 594).

Çalışmada sermaye maliyeti hesaplanırken Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli(CAPM) kullanılmıştır.

Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli(CAPM), potansiyel yatırım çalışmalarından nakit akım riskinin değerinin nasıl ölçüldüğünü göstermek ve yatırımın sermaye miktarını, beklenen getiri oranını ve bu oranlara göre yatırım için talep edilip edilmeyeceğini ölçmek için yapılan en başarılı çalışmalardan biridir (Civan, 2007: 337).

Her yatırımcının finansal varlığın gelecekteki beklentileri hakkında aynı bilgiye ve görüşe sahip olduklarını, dolayısıyla yatırımcıların aynı yöntemlerle bilgiyi işledikleri ve analiz ettikleri anlamına gelir (Yörük, 2000: 31). Finansal varlıklar için pazar mükemmeldir ve yatırımları engellemek için sonsuz bölünebilirlik, vergiler, işlem maliyetleri ve farklı risksiz oran üzerinden borç alma veya verme gibi potansiyel varsayımlarda herhangi bir anlaşmazlık yoktur (Wang, 2003: 25–28).

Sermaye varlıklarını fiyatlama modelinin formülü, aşağıdaki gibidir:

$$r_i = r_f + \beta(r_m - r_f) + e_i$$

Borcun maliyeti ise aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$\text{Borcun Maliyeti} = \frac{\text{Ödenen Finansman Gideri}}{(\text{Önceki Yıl Finansal Borç} + \text{Cari Yıl Finansal Borç}) / 2}$$

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ise aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$\text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti} = (\text{Öz Sermaye Maliyeti} \times \text{Öz Sermaye Ağırlığı}) + (\text{Borcun Maliyeti} \times \text{Borç Ağırlığı})$$

Model, başka bir ifade ile hisse senedinin getirisi, risksiz faiz oranından piyasa ile hisse senedi arasındaki ilişkiyi gösteren beta katsayısının piyasa risk primi ile çarpılmasından elde edilmektedir. Piyasa risk primi de, piyasanın getirisinden risksiz faiz oranının çıkartılmasıyla bulunmaktadır. Bu formül hisse senedinin getirisini vermektedir. Aynı zamanda hisse senedinin getirisi olan bu model, işletme açısından ise öz sermaye maliyetidir. Yani, bir taraftan hisse senedine sahip olan yatırımcılar için getiri olan değer, diğer taraftan o hisse senedini çıkaran şirketin öz sermaye maliyeti anlamına gelmektedir. Bu nedenle, sermaye varlıklarını fiyatlama modeli, öz sermaye maliyetinin bulunmasında kullanılır. Bu eşitliği kullanarak öz sermaye maliyetini bulabilmek için önce eşitlikte hisse senedinin getirisi bağımlı değişken, piyasa risk primi bağımsız değişken ve risksiz faiz oranı sabit katsayı olmak üzere beta katsayısı regresyon denkleminde tahmin edilir. Beta katsayısını gelecekteki hisse senedinin getirisinin tahmininde kullanarak bu formüldeki r_i değeri olarak öz sermaye maliyeti bulunur. Borçların maliyeti, ödenen faiz ile borç arasındaki ilişkiden yararlanarak hesaplanır. Faiz ile borç arasındaki ilişkiden yararlanarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti elde edilir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin, borç maliyeti ve öz sermaye maliyeti olmak üzere iki bileşeni vardır. Öz sermayenin maliyeti, sermaye varlıklarını fiyatlama modeli eşitliğinden yararlanılarak beta katsayısından tahmin edilir. Bu eşitliği tahmin yönünde kullanarak öz sermaye maliyeti hesaplanır. Borcun maliyeti, öz sermaye maliyetine eklenir ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti elde edilir. Bu da, yatırılan sermayenin kârlılığını karşılaştırmak için kullanacağımız birinci veridir.

Yatırılan sermayenin kârlılığı hesaplanır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile yatırılan sermayenin kârlılığı vergisel boyutla karşılaştırılır.

3.7.2. Yatırılan Sermayenin Kârlılığı

Borsa İstanbul' a kayıtlı şirketlerin 2000 ile 2006 yılları arası tarihi verilere ait bilançoları ve gelir tabloları Excel ortamında hazırlanmıştır. Bu mali tablolar, enflasyona göre düzeltilmemiş olan verilerden oluştuğu için değerler yıllık toptan eşya fiyat endeksi ile çarpılmıştır. Bu şekilde veriler toptan eşya fiyat endeksi kullanarak enflasyona göre yeniden düzenlenmiştir. Elde ettiğimiz değerlerin satın alma gücündeki değişimlerden etkilenmesini önlemek için dolar cinsinden yeniden ifade edilmesi gerekmiştir. Burada amaç 2000 ile 2006 yılı arasındaki bütün mali tabloları 2006 yılı değeri ile ifade edebilmektir. 2006 yılının döviz kuru ile tüm değerler çarpılıp 2006 yılı döviz kuru cinsinden veriler elde edilmiştir. Döviz kuru cinsinden veriler elde edildikten sonra tahmin aşamasına geçilmiştir. Tahmin aşamasında öncelikle şirketin tahmine dayanak olan oranlarının oluşturulması gerekir. Bu oranlar geçmişteki verilerin gelişiminden yararlanarak büyüme oranlarının hesaplanmasında kullanılır. Bunun sonucunda elde edilen büyüme oranları, 2012 yılına ait vergi öncesi yatırılan sermayenin getirisi ile vergi sonrası yatırılan sermayenin getirisi tahmininde kullanılmıştır. Genelde tahmin için satışların yüzdesi yöntemi kullanılmaktadır. Satış büyümeleri hesaplandıktan sonra şirketin satışlarla ilgili olan kalemleri bu büyümeden yararlanarak saptanır. En son menkul kıymetle kısa vadeli borçlarına gelinceye kadar sabit varsayılan kalemler eklenir ve bilançoyu denkleme için bu iki kalemi kullanır. Bu durum satışların yüzdesi yönteminin aslında özüdür. Bu işlemin sonucunda yatırılan sermayenin getirisi bulmaya çalışılır. Bunu bulabilmek için gerekli olan veriler altı tane orandan hesaplanır. Bu altı oranın sonucunda ancak yatırılan sermayenin getirisi bulunur. Yatırılan sermayenin getirisi vergi öncesi ve vergi sonrası olmak üzere ikiye ayrılır. Bu oranların birincisi tahmin edilen yıllara ilişkin veriler kullanılarak, net maddi duran varlıkların net satışlara bölünmesinden elde edilir. İkinci oran net işletme sermayesinin satışlara bölünmesiyle elde edilir. Bu şekilde ilk iki oran elde edildikten sonra yatırılan sermayenin bulunabilmesi için, net işletme sermayesi ile net maddi duran varlıkları toplanması ve diğer varlıklar ile diğer borçlar arasındaki farkın bu toplamdan çıkarılması ile hesaplanır. Bu şekilde her yıl için bulduğumuz faaliyetler için yatırılan

sermayenin formülü elde edilmiştir. Bunu bir önceki yılın değeri ile toplayıp ikiye bölmek suretiyle ortalaması alınır. Bulunan bu ortalama yatırılan sermayedir. Net satışların yatırılan sermayeye bölünmesi ile yatırılan sermayenin karlılığı hesaplanır. Vergi öncesi yatırılan sermayenin getirisini hesaplamak için, faaliyet karı yatırılan sermayeye bölünür. Vergi sonrası yatırılan sermayenin getirisinin hesaplanabilmesi ise, net faaliyet karının yatırılan sermayeye bölünmesi ile elde edilir. Bu şekilde yatırılan sermayenin getirisini hesaplanmıştır.

3.7.3. Araştırmanın Uygulanması

Vergi öncesi yatırılan sermayenin getirisini ile vergi öncesi sermaye maliyetini, vergi sonrası yatırılan sermayenin getirisini ile vergi sonrası sermaye maliyetini Excel ortamında düzenleyip ikisinin farkı vergi öncesi net yatırımın getirisini ve vergi sonrası net yatırımın getirisini olarak bulunmuştur. Çalışmaya konu olan tüm şirketler Excel ortamında filtrelenip vergi teşvik yasasındaki gibi bölgelere ayrılmıştır. Bölgelere ait net yatırımın getirisini vergi öncesi ve vergi sonrası olarak hesaplanmış ve verilerin analizi için SPSS 16 (Statistical Package for Social Sciences) paket programı kullanılmıştır.

3.8. BULGULAR VE DEĞERLENDİRMELER

Yapılan tüm bu uygulamalar neticesinde vergi teşvik yasasına göre şirketlerin bölge numaraları da Excel ortamında yazılarak değerlendirilmeye alınmıştır. Vergi teşvik yasasına göre Türkiye’de bulunan iller altı farklı bölgeye ayrılmıştır ve uygulamada altı bölge bulunan illerdeki şirketler ve bunların vergi öncesi net yatırımın getirisini ile vergi sonrası net yatırımın getirisini arasındaki fark alınarak aşağıdaki gibi düzenlenmiştir.

Çizelge 3.1.I.Bölge Net Yatırımın Getirisi

Şirketler	Bölge	Vergi Öncesi Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	Vergi Öncesi Sermaye Maliyeti	Net Yatırım Getirisi (VÖ)	Vergi Sonrası Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	Vergi Sonrası Sermaye Maliyeti	Net Yatırım Getirisi (VS)	I. Bölge	Ortalama St.Sapma
ADEL	1	33,4	14,94	18,46	26,8	13,04	13,76	4,7	5,696765
ALCAR	1	110,7	11,89	98,81	88,6	9,47	79,13	19,68	7,666705
ALCTL	1	-132,1	7,24	-139,34	-105,7	4,04	-109,74	29,6	
ANACM	1	8,2	12,42	-4,22	6,6	10,09	-3,49	0,73	
ARCLK	1	16,1	13,88	2,22	12,9	11,8	1,1	1,12	
ASELS	1	-15,5	13,71	-29,21	-12,4	11,6	-24	5,21	
ASLAN	1	37,2	16,42	20,78	29,8	14,77	15,03	5,75	
AYCES	1	-6,7	11,59	-18,29	-5,4	9,12	-14,52	3,77	
AYGZ	1	74,2	12,5	61,7	59,4	10,18	49,22	12,48	
BFREN	1	-49,5	16,78	-66,28	-39,6	15,19	-54,79	11,49	
BRISA	1	11,2	11,55	-0,35	8,9	9,07	-0,17	0,18	
BROVA	1	-21,1	16,47	-37,57	-13,7	14,82	-28,52	9,05	
BRSAN	1	18,6	11,76	6,84	14,9	9,32	5,58	1,26	
BTCIM	1	20,5	10,94	9,56	16,4	8,36	8,04	1,52	
BUCIM	1	40,3	11,02	29,28	32,2	8,46	23,74	5,54	
BURCE	1	-3,9	11,21	-15,11	-3,1	8,68	-11,78	3,33	
CELHA	1	1,8	9,02	-7,22	1,4	6,11	-4,71	2,51	
CEMTS	1	-11	12,4	-23,4	-8,8	10,07	-18,87	4,53	
CIMSA	1	46,1	14,23	31,87	36,9	12,2	24,7	7,17	
CMENT	1	18,6	16,95	1,65	14,9	15,39	-0,49	2,14	
ECYAP	1	-8,5	12,41	-20,91	-6,8	10,08	-16,88	4,03	
EDIP	1	-55,7	14,17	-69,87	-44,6	12,14	-56,74	13,13	
EGEEN	1	6,4	10,43	-4,03	5,1	7,76	-2,66	1,37	
EGGUB	1	-3,1	12,14	-15,24	-2,5	9,76	-12,26	2,98	
EMNIS	1	4,3	12,13	-7,83	3,5	9,75	-6,25	1,58	
FENIS	1	13,9	10,87	3,03	11,2	8,28	2,92	0,11	
FMIZP	1	-107,7	9,23	-116,93	-86,2	6,36	-92,56	24,37	
FRIGO	1	6	12,98	-6,98	4,8	10,75	-5,95	1,03	
FROTO	1	20,2	12,82	7,38	16,1	10,56	5,54	1,84	
GEDIZ	1	175,2	12,82	162,38	140,2	10,56	129,64	32,74	
GOODY	1	12,8	10,09	2,71	10,2	7,37	2,83	0,12	
GUBRF	1	35,1	13,07	22,03	28,1	10,85	17,25	4,78	
HEKTS	1	7,9	13,09	-5,19	6,3	10,88	-4,58	0,61	
HURGZ	1	4,5	13,48	-8,98	3,6	11,33	-7,73	1,25	
HZNDR	1	14	12,9	1,1	11,2	10,66	0,54	0,56	
INTEM	1	-23,4	9,24	-32,64	-18,8	6,37	-25,17	7,47	
IZMDC	1	55,2	13,93	41,27	44,2	11,86	32,34	8,93	
IZOCM	1	22,4	14,14	8,26	17,9	12,1	5,8	2,46	
KAPLM	1	5,1	12,41	-7,31	4,1	10,08	-5,98	1,33	
KARTN	1	2,2	7,42	-5,22	1,8	4,25	-2,45	2,77	
KENT	1	11,6	24,06	-12,46	9,2	23,7	-14,5	2,04	
KNFRT	1	48,6	11,19	37,41	38,9	8,66	30,24	7,17	
KORDS	1	10,3	11,82	-1,52	8,2	9,39	-1,19	0,33	
MAALT	1	34,2	9,28	24,92	27,4	6,42	20,98	3,94	
MAKTK	1	166,7	15,55	151,15	133,4	13,75	119,65	31,5	
MERKO	1	2,5	8,15	-5,65	2	5,1	-3,1	2,55	
MIPAZ	1	63,4	16,72	46,68	51,7	15,12	36,58	10,1	

MRSHL	1	29,3	7,56	21,74	23,5	4,4	19,1	2,64
MUTLU	1	8,2	12,97	-4,77	6,6	10,73	-4,13	0,64
NETAS	1	-126,3	16,29	-142,59	-101	14,61	-115,61	26,98
NETTUR	1	17,7	11,3	6,4	14,1	8,79	5,31	1,09
OLMKS	1	12,3	13,5	-1,2	9,8	11,35	-1,55	0,35
PARSN	1	16,4	12,38	4,02	13,1	10,04	3,06	0,96
PETKM	1	39	10,38	28,62	31,2	7,7	23,5	5,12
PINSU	1	14,1	14,64	-0,54	11,3	12,68	-1,38	0,84
PKENT	1	-43,9	14,08	-57,98	-35,1	12,03	-47,13	10,85
PNSUT	1	4,7	13,64	-8,94	3,7	11,52	-7,82	1,12
PRKAB	1	36,7	9,63	27,07	29,3	6,83	22,47	4,6
SARKY	1	15,8	13,08	2,72	12,6	10,86	1,74	0,98
SNPAM	1	-0,4	17,79	-18,19	-0,3	16,37	-16,67	1,52
SONME	1	-38,7	18,69	-57,39	-31	17,42	-48,42	8,97
TATKS	1	8,8	14,68	-5,88	5,7	12,73	-7,03	1,15
TBORG	1	-26	16,03	-42,03	-20,8	14,32	-35,12	6,91
THYAO	1	-6,8	12,98	-19,78	-5,4	10,75	-16,15	3,63
TIRE	1	14,8	14,28	0,52	11,9	12,26	-0,36	0,88
TUBRAS	1	29,2	10,6	18,6	23,4	7,97	15,43	3,17
UCAK	1	21,7	10,83	10,87	17,3	8,23	9,07	1,8
VKING	1	4,7	18,95	-14,25	3,8	17,72	-13,92	0,33

Çizelge 3.1. incelendiğinde Türkiye genelinde, Borsa İstanbul'a kayıtlı ve vergi teşvik yasasındaki gibi 1.bölgeye düşen şirket sayısı 68 adettir. Bu şirketlerin Vergi öncesi yatırılan sermayenin getirisi ile vergi öncesi sermaye maliyeti birbirinden çıkartılarak vergi öncesi net yatırımın getirisi hesaplanmıştır. Vergi sonrası net yatırımın getirisini hesaplayabilmek için de vergi sonrası yatırılan sermayenin getirisinden vergi sonrası sermaye maliyeti çıkartılmıştır. I. Bölge genelinde vergi yükü % 32' lere kadar ulaşabilmektedir.1.bölge genelinin ortalaması ise 5,69, standart sapması ise 7,66 olarak bulunmuştur.

Çizelge 3.2.II.Bölge Net Yatırımın Getirisi

Şirketler	Bölge	Vergi Öncesi Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	Vergi Öncesi Sermaye Maliyeti	Net Yatırım Getirisi (VÖ)	Vergi Sonrası Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	Vergi Sonrası Sermaye Maliyeti	Net Yatırım Getirisi (VS)	2.Bölge	Ortalama St.Sapma
ADANA	2	68,3	14,87	53,43	54,7	12,95	41,75	11,68	2,755238
ADBGR	2	39	12,65	26,35	31,2	10,36	20,84	5,51	2,793363
ADNAC	2	0,9	12,97	-12,07	0,7	10,73	-10,03	2,04	
ALTIN	2	9,4	8,45	0,95	7,5	5,46	2,04	1,09	
ATEKS	2	-7,8	12,77	-20,57	-6,2	10,5	-16,7	3,87	
BOLUC	2	36,8	11,96	24,84	29,5	9,55	19,95	4,89	
BOSSA	2	12,5	10,42	2,08	10	7,75	2,25	0,17	
BRMEN	2	6,7	12,99	-6,29	5,3	10,76	-5,46	0,83	
BSHEV	2	10,5	19,84	-9,34	8,4	18,77	-10,37	1,03	
DENCM	2	1,8	13,03	-11,23	1,4	10,8	-9,4	1,83	

DERİM	2	51,8	8,17	43,63	41,5	5,12	36,38	7,25
ERBOS	2	32,7	12,87	19,83	26,2	10,61	15,59	4,24
GENTS	2	23,3	12,26	11,04	18,7	9,9	8,8	2,24
GOLTS	2	15,8	13,83	1,97	12,6	11,73	0,87	1,1
KONYA	2	21,7	9,33	12,37	17,3	6,48	10,82	1,55
KRTEK	2	6,8	13,62	-6,82	5,4	11,5	-6,1	0,72
LUKSK	2	22,2	9,56	12,64	17,8	6,75	11,05	1,59
OTKAR	2	25,4	10,82	14,58	20,3	8,22	12,08	2,5
SKTAS	2	-6,7	14,48	-21,18	-5,4	12,5	-17,9	3,28
TRKCM	2	10,2	12,41	-2,21	8,1	10,07	-1,97	0,24
YUNSA	2	13,8	8,36	5,44	11	5,35	5,65	0,21

Çizelge 3.2. incelendiğinde Türkiye genelinde, Borsa İstanbul'a kayıtlı ve vergi teşvik yasasındaki gibi II. Bölgeye düşen şirket sayısı 21 adettir. Bu şirketlerin vergi öncesi yatırılan sermayenin getirisi ile vergi öncesi sermaye maliyeti birbirinden çıkartılarak vergi öncesi net yatırımın getirisi hesaplanmıştır. Vergi sonrası net yatırımın getirisini hesaplayabilmek için de vergi sonrası yatırılan sermayenin getirisinden vergi sonrası sermaye maliyeti çıkartılmıştır. II. Bölge genelinde vergi yükü sadece bir şirkette % 11'dir. II. Bölge genelindeki diğer şirketlerdeki vergi yükü ise en fazla %7,5'e kadar yükselmiştir. II. Bölge genelinin ortalaması 2,75, standart sapması ise, 2,79 olarak bulunmuştur.

Çizelge 3.3.III.Bölge Net Yatırımın Getirisi

Şirketler	Bölge	Vergi Öncesi Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	Vergi Öncesi Sermaye Maliyeti	Net Yatırım Getirisi (VÖ)	Vergi Sonrası Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	Vergi Sonrası Sermaye Maliyeti	Net Yatırım Getirisi (VS)	3. Bölge	Ortalama St.Sapma
BAGFS	3	2,9	10,14	-7,24	2,3	7,43	-5,13	2,11	1,397143
BANVT	3	20,1	15,53	4,57	16,1	13,72	2,38	2,19	1,157018
EREGL	3	8,5	14,69	-6,19	6,8	12,74	-5,94	0,25	
TUDDF	3	7,2	12,37	-5,17	5,7	10,04	-4,34	0,83	
TUKAS	3	-2,4	10,19	-12,59	-1,9	7,48	-9,38	3,21	
USAK	3	16,3	13,69	2,61	13	11,57	1,43	1,18	
VESTL	3	9,4	14,91	-5,51	7,5	13	-5,5	0,01	

Çizelge 3.3. incelendiğinde Türkiye genelinde, Borsa İstanbul'a kayıtlı ve vergi teşvik yasasındaki gibi III. Bölgeye düşen şirket sayısı 7 adettir. Bu şirketlerin vergi öncesi yatırılan sermayenin getirisi ile vergi öncesi sermaye maliyeti birbirinden çıkartılarak vergi öncesi net yatırımın getirisi hesaplanmıştır. Vergi sonrası net yatırımın getirisini hesaplayabilmek için de vergi sonrası yatırılan sermayenin getirisinden vergi sonrası sermaye maliyeti çıkartılmıştır. III. Bölge genelinde vergi yükü sadece bir

şirkette % 3,21'dir. III. Bölge genelindeki diğer şirketlerdeki vergi yükü ise en fazla %2,19'a yükselmiştir. III. Bölge genelinin ortalaması 1,39, standart sapması ise, 1,15 olarak bulunmuştur.

Çizelge 3.4.IV.Bölge Net Yatırımın Getirisi

Şirketler	Bölge	Vergi Öncesi Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	Vergi Öncesi Sermaye Maliyeti	Net Yatırım Getirisi (VÖ)	Vergi Sonrası Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	Vergi Sonrası Sermaye Maliyeti	Net Yatırım Getirisi (VS)	4.Bölge	Ortalama St.Sapma
AFYON	4	15,6	-10,02	25,62	12,5	-16,14	28,64	-3,02	
KUTPO	4	-11,7	22,78	-34,48	-9,4	22,2	-31,6	-2,88	

Çizelge 3.4. incelendiğinde Türkiye genelinde, Borsa İstanbul'a kayıtlı ve vergi teşvik yasasındaki gibi IV. Bölgeye düşen şirket sayısı 2 adettir. Bu şirketlerin vergi öncesi yatırılan sermayenin getirisi ile vergi öncesi sermaye maliyeti birbirinden çıkartılarak vergi öncesi net yatırımın getirisi hesaplanmıştır. Vergi sonrası net yatırımın getirisini hesaplayabilmek için de vergi sonrası yatırılan sermayenin getirisinden vergi sonrası sermaye maliyeti çıkartılmıştır. IV. Bölge genelinde vergi yükünü sadece 2 şirketle ölçmek bölge geneli açısından çok doğru sonuçlar vermeyeceğinden çalışmaya dahil edilmemiştir.

Çizelge 3.5.V.Bölge Net Yatırımın Getirisi

Şirketler	Bölge	Vergi Öncesi Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	Vergi Öncesi Sermaye Maliyeti	Net Yatırım Getirisi (VÖ)	Vergi Sonrası Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	Vergi Sonrası Sermaye Maliyeti	Net Yatırım Getirisi (VS)	5.Bölge	Ortalama St.Sapma
DITAS	5	-4,2	9,46	-13,66	-3,3	6,63	-9,93	-3,73	
UNYEC	5	36,3	13,56	22,74	29,1	11,43	17,67	5,07	

Çizelge 3.5. incelendiğinde Türkiye genelinde, Borsa İstanbul'a kayıtlı ve vergi teşvik yasasındaki gibi V. Bölgeye düşen şirket sayısı 2 adettir. Bu şirketlerin vergi öncesi yatırılan sermayenin getirisi ile vergi öncesi sermaye maliyeti birbirinden çıkartılarak vergi öncesi net yatırımın getirisi hesaplanmıştır. Vergi sonrası net yatırımın getirisini hesaplayabilmek için de vergi sonrası yatırılan sermayenin getirisinden vergi sonrası sermaye maliyeti çıkartılmıştır. V. Bölge genelinde vergi yükünü sadece 2

şirketle ölçmek bölge geneli açısından çok doğru sonuçlar vermeyeceğinden çalışmaya dahil edilmemiştir.

Çizelge 3.6.VI.Bölge Net Yatırımın Getirisi

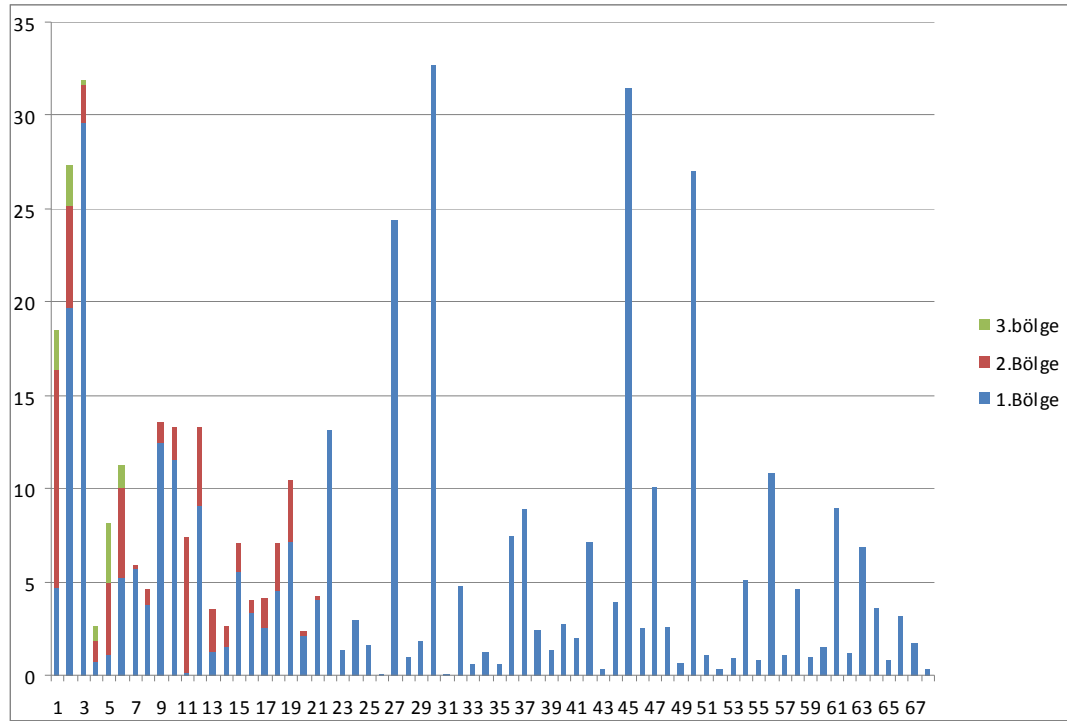
Şirketler	Bölge	Vergi Öncesi Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	Vergi Öncesi Sermaye Maliyeti	Net Yatırım Getirisi (VÖ)	Vergi Sonrası Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	Vergi Sonrası Sermaye Maliyeti	Net Yatırım Getirisi (VS)	6.Bölge	Ortalama St.Sapma
MRDN	6	34,1	14,61	19,49	27,3	12,66	14,64	4,85	

Çizelge 3.6. incelendiğinde Türkiye genelinde, Borsa İstanbul'a kayıtlı ve vergi teşvik yasasındaki gibi VI. Bölgeye düşen şirket sayısı sadece 1 adettir. Bu şirketlerin vergi öncesi yatırılan sermayenin getirisi ile vergi öncesi sermaye maliyeti birbirinden çıkartılarak vergi öncesi net yatırımın getirisi hesaplanmıştır. Vergi sonrası net yatırımın getirisini hesaplayabilmek için de vergi sonrası yatırılan sermayenin getirisinden vergi sonrası sermaye maliyeti çıkartılmıştır. VI. Bölge genelinde vergi yükünü sadece 1 şirketle ölçmek, bölge geneli açısından çok doğru sonuçlar vermeyeceğinden çalışmaya dahil edilmemiştir.

Yukarıda bölgelere göre hesaplanan çizelgeler incelendiğinde Türkiye'de bulunan altı bölgedeki tüm illerde bulunan şirketler, şirket sayısının azlığı sebebiyle uygulamaya katılmamıştır. İlk üç bölgede bulunan illerdeki şirket sayısı yeterli olduğu için, bu araştırmaya söz konusu bu bölgeler dışındaki bölgeler dahil edilmemiştir.

İlk üç bölgedeki vergi etkisini incelemek için vergi öncesi yatırılan sermayenin getirisi ile vergi öncesi sermaye maliyetinin farkı alınarak vergi öncesi net yatırımın getirisi bulunmuştur. Bu, vergi öncesi ve vergi sonrası rakamlarından elde ettikten sonra arasındaki fark, vergi etkisini göstermektedir. Vergi etkisinin büyüklüğü için öncelikle her üç bölgede ortalamalar alınmıştır. Ortalama vergi etkisinin ilk üç bölgede hangi düzeyde olduğu aşağıdaki Çizelge 3.7 'deki gibi bulunmuştur.

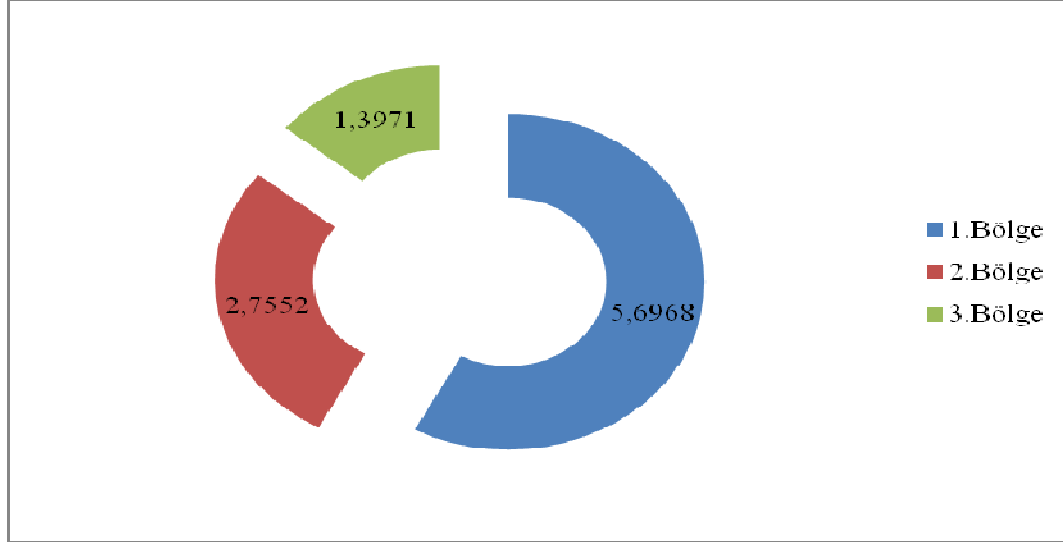
Çizelge 3.7.Ortalama Vergi Etkisi



Yukarıdaki grafik, ilk üç bölgedeki hesaplama sonuçlarına göre düzenlenmiş, ilk üç bölgede verginin etkisi yüzdesel olarak verilmiş ve büyüklükler rahatlıkla anlaşılabilir durumdadır. I. ve II. Bölgelerdeki illerde vergi etkisi arasındaki farklılık, III. Bölgedeki farklılığa oranla daha azdır. Bazı durumlarda I. Bölgede olan işletmelere nazaran II. Bölgedeki vergi etkisi daha yüksek olabilirken, ancak III. Bölge için bu kesinlikle söylenememektedir. III. bölgedeki vergi etkisi, I. ve II. Bölgeye göre çok daha belirgindir. Yani aradaki fark küçülmüştür. Demek ki, vergi etkisi azalmıştır. IV. Bölge ve sonrasındaki bölgelerde işletme sayısı analize uygun olmadığı için uygulamaya dahil edilmemiştir. I. Bölgede vergi öncesi net yatırım getirisi ile vergi sonrası net yatırım getirisi arasındaki farklılık %30' lara kadar ulaşabilmektedir. I. Bölgede vergi yükünün daha ağır olduğu saptanmıştır. Ortalaması ise 5,6 olarak bulunmuştur. Ancak, II. Bölgede teşvik daha fazla olduğu için bu oran ancak %12' ye kadar çıkmaktadır. II. Bölgede, I. Bölgeye oranla yatırımların getirisi üzerindeki vergi etkisi daha da azalmıştır. II. bölgedeki şirketleri teşvik yasası vergi yükü azlığı sebebiyle olumlu yönde etkilemiştir. Uygulamaya işletme sayısı az da olsa III. Bölge de

eklendiğinde, vergi etkisinin diğer iki bölgeye oranla daha az etkilendiği görülmektedir. İlk üç bölge için verginin etkisi ortalama olarak hesaplanıp Çizelge 3.8 oluşturulmuştur.

Çizelge 3.8.Bölgelere Göre Ortalama Vergi Etkisi



Yukarıdaki grafikte, Türkiye genelinde I. Bölgede bulunan illerdeki şirketlerin ortalama 5,69 oranında, II. Bölgede bulunan illerdeki şirketlerin ortalama 2,75 oranında, III. Bölgede bulunan illerdeki şirketlerin ortalama 1,39 oranında vergiden etkilendiği saptanmıştır. Yani, I. Bölgede bulunan şirketlerin vergi yükünün II. Bölge ve III. Bölgede bulunan şirketlerde daha ağır olduğu saptanmıştır. Vergi teşvik yasasının etkisinin bölgelere göre farklılık ve etkisi net bir şekilde görülmüştür.

Tek yönlü varyans analizi yapmamızdaki amaç, fark değişkeninin (vergi öncesi net yatırımın getirisi ile vergi sonrası net yatırımın getirisinin) vergi teşvik yasasındaki bölgelere göre farklılık gösterip göstermediğini test etmektir. Türkiye genelinde Türkiye vergi teşvik yasasına göre altı bölge olmasına rağmen, verilerin yetersizliği nedeniyle üç bölge arasındaki ortalamaların farklılıkları test edilmiştir.

İkiden fazla bağımsız grubun ortalamalarının birbirinden farklı olup olmadığını test etmek amacıyla kullanılan istatistiksel analiz yöntemine tek yönlü varyans analizi denir. Bu testinde yapılabilmesi için karşılaştırılacak olan grupların birbirinden bağımsız olması ve bu gruplardan elde edilen ölçümlerin en az eşit aralıklı ölçüm

düzeyinde ölçülmüş olması gerekmektedir. Anova yapılabilmesi için grupların varyanslarının homojen yani eşit olması şartı aranır. Homojenlik levene testi ile ölçülür (Sipahi ve diğerleri, 2008: 124).

Çizelge 3.9.Homojenlik Testi (Test of Homogeneity of Variances)

Levene Statistic	df1	df2	Sig.
5,048	2	93	,008

Levene test sonucuna bakılarak, H_0 hipotezi varyanslar eşittir. H_1 hipotezi ise varyanslar eşit değildir. sig değeri (p) 0,05'ten küçüktür; H_1 hipotezi kabul edilir, yani grupların varyansları homojen değildir. (p=0,008<0,05) . Bu durumda tek yönlü ANOVA testinin ön şartı sağlanmamış olur. Bu gibi ANOVA testinin yapılmasının uygun olmadığı durumlarda alternatif olarak Welch ve Brown –Forsythe testleri uygulanabilir. Bu testler F testinin alternatifi olarak kullanılır. Bu iki test arasında da Welch testi daha güçlü olup daha sık kullanılır (Sipahi ve diğerleri, 2008: 133).

Çizelge 3.10.Robust Testi (Robust Tests of Equality of Means)

	İstatistik Değeri	Serbestlik Derecesi 1	Serbestlik Derecesi 2	p (Anlamlılık Düzeyi)
<i>Welch</i>	8,926	2	40,365	,001
Brown-Forsythe	9,117	2	92,181	,000

Her iki testinde p değerleri 0,05'ten küçük olduğu için bölgelerin fark değişkenleri arasında farklılık olduğuna karar verilir. Bu farklılığın hangi bölgeden kaynaklandığını tespit etmek için post hoc testlerinden Tamhane's T2 testi kullanılır. Levene testinde varyansların eşitliğinin reddedilmiş olması nedeniyle bu ikili karşılaştırma testi seçilmiştir (Sipahi ve diğerleri, 2008: 133).

Çizelge 3.11.Çoklu Karşılaştırmalar (Multiple Comparisons)

(I) bölge	(J) bölge	Ortalama Farkı (I-J)	Standart Hata	p (Anlamlılık Düzeyi)
1	2	2,94153*	1,11173	,029
	3	4,29962*	1,02744	,000
2	1	-2,94153*	1,11173	,029
	3	1,35810	,75020	,228
3	1	-4,29962*	1,02744	,000
	2	-1,35810	,75020	,228

* 0.05 düzeyinde ortalama farkı anlamlıdır.

Tamhane's T2 testi sonuçları değerlendirilirse, I. Bölge ile II. Bölge ve III. Bölge arasında fark değişkeni bakımından farklılıklar vardır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Teknolojik ilerlemenin hızla arttığı küreselleşen dünyamızda işletmelerin kendileri dışındaki işletmelerle rekabet etmeleri bir yana bırakıldığında varlıklarını dahi sürdürme amaçları güçleşmektedir. İşletmelerin varlıklarını sürdürebilmeleri alacakları finansal kararlara bağlıdır. Bu sebeple, bir işletmenin başarısının bilhassa varlığını sürdürmesinin, üretimde devamlılığının, dönen ve duran varlıklara yatırım yapma gücünün, izlediği ve izlemekte olduğu finansman politikasına, aldığı ve alacağı finansal kararlara bağlı olduğu görüşü önem kazanmaktadır. Her finansal karar, para, zaman ve risk gibi üç önemli faktörü içermektedir. Finans, gerçekte, gelecekteki para girişlerinin değerlendirilmesi ile ilgilidir. Geleceğin belirsizliği bu konuda hata yapma olasılığını arttırır. İyi bir finansal plânlama yapılmaması, firmaların başarısızlık nedenleri arasında yer almaktadır. İşletmenin sorumluluklarını yerine getirmek için gerekli fonları zamanında sağlamak için önlemleri almaması; işletmenin imkânlarının çok üstünde bir büyüme arzusu içinde bulunması, aşırı borçlanma sonucu sabit sorumlulukların işletmenin bu sorumlulukları taşıma gücünün üstüne yükselmesi, kaynakların süresi ile bu kaynakların yaratıldığı varlıkların işletmede kullanma süresi arasında bir uyum sağlanamaması, işletmenin finansal yapısını zayıflatan bir kâr dağıtım politikasının varolması, işletmenin büyümesine imkân verecek finansman kararlarının zamanında alınmaması, yanlış finansman stratejisi ile işletme yönetiminde kontrolün elden çıkması şeklindeki karar ve politikalar, işletmeleri başarısızlığa sürükleyen, hatta varlığını tehlikeye düşüren nedenler arasında yer almaktadır. "Finansal Kararlarda Vergi Etkisi: Türkiye Uygulaması" başlıklı bu tez çalışması, işletmelerde alınan finansal kararlardaki vergi etkisini ölçmeye yönelik bir çalışmadır.

Araştırma kapsamında, "Finansal karar nedir?", "Finansal karar türleri nelerdir?" ve "Finansal kararlar alınırken hangi vergi türleri göz önünde bulundurulurak kararlar alınır?" sorularına cevap aranmıştır.

Araştırma bulgularına bakıldığında, Borsa İstanbul'da Türkiye genelinde 2000 yılından bu yana kayıtlı sermayesi negatif olan ve finans kuruluşları hariç şirketler arasından analiz sonucu anlamlı çıkan toplam 101 şirket mevcuttur. Türkiye genelindeki bu şirketler Vergi Teşvik Yasası'ndaki gibi Borsa İstanbul'daki şehir endeksleri de göz

önünde bulundurulmuş toplam 6 bölge halinde sıralanmıştır. Vergi teşvik yasasına göre altı bölgede yer alan iller ve bu illerdeki şirketler de, Borsa İstanbul'daki şehir endeksi mevzuatı göz önünde bulundurulmuş sıralaması yapılmıştır ve bu şirketlere ait veriler analiz edilmiştir.

Bir finansal karar alınırken, para, zaman ve risk gibi faktörlerin yanında vergi de çok önemli bir faktördür. Çünkü; işletmenin sermaye yapısı, endüstrideki payı, elde ettiği veya edeceği kazanç, vergi teşvik yasasında hangi bölgede olduğu ödeyeceği vergiyi de belirleyecektir. Bu sebeple işletmelerin hangi sektörde faaliyet gösterdiği ve ne kadar kâr elde ettiği ile devlet yakından ilgilenmektedir. Dolayısıyla vergi yönetimi, işletmedeki finansmandan sorumlu yöneticidir.

Araştırma bulgularında, toplam 101 şirket mevcuttur. Bu mevcudun % 50'sinden büyük bir kısmı I. Bölgede yer almaktadır. I. Bölgede toplam 68 adet şirket bulunmaktadır. II. Bölgede 21 adet, III. Bölgede 7 adet, IV. Bölgede 2 adet, V. Bölgede 2 adet, ve VI. Bölgede sadece 1 adet şirket mevcuttur. Türkiye genelinde şirketlerin dağılım oranı ilk üç bölgede yoğunlaştığından ve IV., V. ve VI. bölgede araştırmada analize konu olacak sayıya erişilemediğinden, IV., V. ve VI. bölgede bulunan şirketler araştırma kapsamı dışında tutulmuştur.

Araştırma bulgularına bakıldığında Türkiye geneli Vergi Teşvik Yasası'na göre I. Bölgede yer alan 68 şirketin vergi öncesi yatırımın getirisi ile vergi öncesi sermaye maliyeti hesaplanarak aradaki fark vergi öncesi net yatırım getirisi olarak elde edilmiş, vergi sonrası yatırılan sermayenin getirisi ile vergi sonrası sermaye maliyeti hesaplanarak aradaki fark vergi sonrası net yatırım getirisi olarak elde edilmiş ve vergi öncesi ve vergi sonrası net yatırımın getirisi farkı alınmıştır.

Bulgulara göre bu fark, I. Bölgede % 33'lere kadar çıkmıştır. I. Bölgenin ortalaması ise 5,69 oranında, standart sapması ise 7,66 oranında bulunmuştur. 2. bölgede değerlendirmede bulunan fark % 12 civarındadır. II. Bölgenin ortalaması ise 2,75, standart sapması ise, 2,79 olarak bulunmuştur. III. Bölgede değerlendirmede bulunan fark % 3'tür. III. Bölgenin ortalaması 1,39, standart sapması ise, 1,15'tir.

Araştırma kapsamındaki bulgular değerlendirildiğinde, Türkiye genelinde I. Bölgede bulunan illerdeki şirketlerin ortalama 5,69 oranında, II. Bölgede bulunan illerdeki şirketlerin ortalama 2,75 oranında, III. Bölgede bulunan illerdeki şirketlerin ortalama 1,39 oranında vergiden etkilendiği saptanmıştır. Sonuç olarak, I. Bölgede bulunan şirketlerin vergi yükünün diğer bölgelerde bulunan şirketlere oranla daha ağır olduğu gözlenmiştir. Bu anlamda, vergi teşvik yasası bölgelere göre farklı etkilere sahiptir. II. Ve III. Bölgede bulunan şirketlerin vergi yükü, I. Bölgeye nazaran daha hafiftir.

Yapılan bu çalışma sonucunda III. Bölgenin vergi yükünün I. ve II. Bölgeye göre daha düşük olması nedeniyle vergi teşvik yasası gözönünde bulundurulduğunda finansal bir yatırım yapılma şansının yüksek olduğu ortaya çıkmıştır. Ancak, vergi yükünün düşük olması bir avantaj sağlamasına karşın bu bölgedeki kalifiye eleman sayısının yetersizliği, organize sanayi bölgelerinin yeterli sayıda olmaması, alt yapı eksiklikleri, ulaşım maliyetlerinin yüksekliği gibi faktörlerin finansal kararları olumsuz yönde etkileyeceği düşünülmektedir.

IV., V. ve VI. Bölgede bulunan illerdeki şirketlerin vergi yükünü hesaplayabilmek için yeterli sayı olmadığı için araştırmaya dahil edilmemiştir. Bu sebeple finansal karar alırken coğrafi dağılımın da ne kadar etkili ve önemli olduğu saptanmıştır. Şayet ki o bölgelere de yatırım yapılsaydı yeterli sayıda işletme bulunacaktı ve araştırmaya dahil edilebilecekti.

KAYNAKÇA

- ABDELSAMAD, M. H. (1973) A Guide to Capital Expenditure Analysis, Amacom, New York.
- ABRUTYN, S. ve TURNER, R.W. (1990) Taxes and Firms Dividend Policies: Survey Results, National Tax Journal, Vol.43.
- AHISKA, A. (1985) Finansal Kiralamada Vergi ve Muhasebe Sorunları, Finansal Kiralama Semineri, Türkiye Sınâî Kalkınma Bankası, İstanbul.
- AKGÜÇ, Ö. (1994) Finansal Yönetim, Avcıol Yayınları, 6.Baskı, İstanbul.
- AKGÜÇ, Ö. (1976) Finansal Yönetim, İstanbul.
- AKGÜÇ, Ö. (1979) Finansal Yönetim, Sermet Matbaası, İstanbul.
- AKGÜÇ, Ö. (1989) Finansal Yönetim, 5. Baskı, Avcıol Matbaası, İstanbul.
- AKKAYA, Ş. (2003) Vergileme ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, İ.Ü. İktisat Fakültesi, Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, 43.-44. Seri.
- AKKUŞ, B. (2008) Finans Yönetimi, “Paraya Hükmetmenin Sırrı”, Kumsaati Yayın Dağıtım, İstanbul.
- AKTAN, C.C. (1994) Çağdaş Liberal Düşüncede Politik İktisat, Doğu Matbaası, Ankara.
- ALAM, K. F. (1985) The Influence of Tax Incentives on the Investment Decisions in United Kingdom Manufacturing, METU Studies in Development 2.
- Ankara Ticaret Odası (ATO) (2000) Türkiye’de Uygulanan Teşvik Politikaları, ATO Yayını, Ankara.
- APAK, S. (1992) Uluslararası Finansal Teknikler, Emlâk Bankası Yayınları, İstanbul.
- APAK, S. ve DEMİREL, E. (2010) Finansal Yönetim Cilt 2.Finansal Tablolar Analizi ve Yatırım Yönetimi, Papatya Yayıncılık, İstanbul.
- AREN, S. (1952) Veraset ve İntikal Vergisi Üzerine Bir Deneme, AÜ SBF Yayın No:24-6, Güney Matbaacılık, Ankara.
- ARIKEL,N. (1986) Finansal Kiralama Kanununun Uygulaması ve Sorunları, İstanbul Ticaret Odası Finansal Kiralama Semineri, İstanbul.
- ASHER, M.G. ve RAJAN, R.S. (2001) Globalization and Tax Systems: Implications for Developing Countries with Particular Reference to Southeast Asia, Asean Economic Bulletin, April, Vol.18, Issue 1, ss.1-24.

- AŞIKOĞLU, R., DEMİR, S., KADERLİ, Y. ve ÇELİKKOL, H. (2011) Yatırım Projelerinin Hazırlanması Değerlendirilmesi ve Realize Edilmesi, 2. Baskı, Sözkesen Matbaacılık, Ankara.
- AY, H.M. (2005) Yatırım Teşviklerinin Sabit Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisi, Selçuk Üniversitesi, Karaman İktisadî ve İdarî Bilimler Dergisi, Sayı:2, Cilt:5, Aralık, ss.176-184.
- AYAN, M. ve diğerleri (1997) Hukuk Bilimine Giriş, 3. Baskı, Konya.
- AYDIN, N., COŞKUN, M., BAKIR, H., CEYLAN, A. ve BAŞAR, M. (2003) Finansal Yönetim, AÖF Yayınları, Eskişehir.
- AYDIN, N., BAŞAR, M. ve COŞKUN, M. (2007) Finansal Yönetim, Gözden Geçirilmiş 2.Baskı.
- AYDIN, N., BAŞAR, M. ve COŞKUN, M. (2011) Finansal Yönetim, 3.Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara.
- BAKIR, P. (1979) İşletmeler Açısından Temettü Politikası, İstanbul.
- BAKIRTAŞ, D. (2010) Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Finansal Veriler Işığında Kredi Değerlendirmesi ve Yatırım Kararlarında Vergilerin Etkisi, Yüksek Lisans Tezi, Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli.
- BATIREL, Ö.F. (2008) Türk Veraset Vergisinin kaldırılması Üzerine Düşünceler, Yaklaşım, Sayı:185, Mayıs.
- BENK, S. (2004) Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Vergisel Teşvikler, Ekonomi ve Toplum, C: 6, Sayı 1.
- BERK, N.(1985) Bankacılığın Dışa Açılması ve Dış Kredi İlişkileri, Yapı ve Kredi Bankası A.Ş, İktisadî Araştırmalar Müdürlüğü, Bankacılık Araştırmaları Dizisi, No:4, İstanbul.
- BERK, N. (1990) Finansal Yönetim, Türkmen Kitabevi, 6. Baskı, İstanbul.
- BIERMAN, H.H. ve SMIDTS, S.(1975) The Capital Budgeting Decision, Fourth Edition, Collier Macmillan International Editions, New York.
- BİLDİRİCİ, Z. (1989) Çeşitli Ülkelerde ve Ülkemizde Yatırımları Özendirici Vergi Teşvikleri, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 329, İktisadî ve İdarî Bilimler Fakültesi Yayınları No:70, Eskişehir.
- BİLİCİ, N. (2006) Vergi Hukuku, Genel Hükümler, Türk Vergi Sistemi, Seçkin Kitabevi, Ankara.

- BİLİCİ, N. (2010) Vergi Hukuku, Güncelleştirilmiş ve Geliştirilmiş 23.Bası, Seçkin Kitabevi, Ankara.
- BRIGHAM, W.B. (1996) Essentials of Managerial Finance Eleventh Edition, The Dryden Press, USA.
- BRIGHAM, F. E. ve GAPENSKI, L.C. (1991) Financial Managemet, Theory and Practice, 6. Baskı, The Dryden Press, New York.
- BROADWAY, R. ve SHAH, A. (1992) How Tax Incentives Affect Decisions to Invest in Developing Countries, The World Bank Working Papers, November.
- BÜKER, S., AŞIKOĞLU, R. ve SEVİL, G. (2010) Finansal Yönetim, Sözkese Matbaacılık, 6. Baskı, Ankara.
- CANBAŞ, S. ve VURAL, G. (2010) Finansal Yönetim, Karahan Kitabevi, Adana.
- CASEY, K.M., ANDERSON, M., MESAK, H. ve DICKENS, R. (1999) Examining the Impact of the 1986 Tax Reform Act on Corporate Dividend Policy: A New Methodology, Financial Review, Vol.34.
- CEYLAN,A. (2000) İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Kitabevi Yayınları, Gözden Geçirilmiş 6.Baskı, Bursa.
- CEYLAN,A. (2001) İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Kitabevi, 7.Baskı, Bursa.
- CEYLAN,A. (2004) Meslek Yüksek Okulları İçin İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Kitabevi, 1.Basım, Bursa.
- CEYLAN, A. ve KORKMAZ, T. (2006) İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Kitabevi, 9. Baskı, Bursa.
- CEYLAN, A. ve KORKMAZ, T. (2008) Finansal Teknikler, Ekin Kitabevi, Yenilenmiş 6. Baskı, Bursa.
- CEYLAN, A. (1981) Küçük İşletmelerin Finansal Sorunları, Finansal Yönetim ve Plânlama Dergisi, Sayı :12, Aralık, İstanbul.
- CİVAN, M. (2007) Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara.
- CLARK, T. (1985) Leasing Finance, London.
- CROWDER, W.J. ve WOHar, M.E. (1998) Stock Price Effects of Permanent and Transitory Shocks, Economic Inquiry, October, Vol. 36, Issue 4.
- ÇABUK, A. (1982) Anonim Şirketlerde Yedek Akçe Politikası, Uludağ Üniversitesi Dergisi, Cilt 3, Sayı 2, Aralık, Bursa.

- ÇİÇEK, H. (2001) Teşvikler, Gerekçeleri ve Türkiye’de Vergisel Teşvikler-1, Vergi Sorunları Dergisi, Sayı:150, Mart.
- ÇİLOĞLU, İ. (1997) Teşvik Sisteminin Değerlendirilmesi, Hazine Dergisi, Ekim, ss.1-15.
- ÇİLOĞLU, İ. (2000) Teşvik Politikaların Yönlendirme Gücü, Hazine Dergisi, Sayı: 13, Ocak, ss.29-48.
- DEAN, J. (1969) Captain Budgeting: Top- Management Policy on Plant, Equipment and Product Development, Colombia University Press, New York.
- DEMİR, Y. (2001) İşletmeleri Kâr Payı Dağıtım Politikaları ve Firma Değerliliğinin Vergi Uygulamaları ile İlişisine Teorik Bir Yaklaşım, Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadî ve İdarî Bilimler Fakültesi, C.6, S.1, ss.55-71.
- Devlet Plânlama Teşkilâtı, (1993) Türkiye’de Kurumlar Vergisi Uygulamasının Firma Davranışları Üzerindeki Etkisi, İktisadi Planlama Genel Müdürlüğü, Yıllık Programlar ve Finansman Dairesi, Ekim.
- Devlet Plânlama Teşkilâtı, (2005) Bilgi ve İletişim Teknolojileri Sektörünün Talepleri ve Kamu Kurum ve Kuruluşlarının Değerlendirmeleri, DPT Yayınları, Ankara.
- DHALIWAL, D.S., ERIKSON, M. ve TREZEVANT, R. (1999) A Test of The Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies, National Tax Journal, Vol. 52, Issue 2.
- DİNLER, Z. (2004) Bölgesel İktisat, 6. Baskı.
- DURAN, M. (2003) Türkiye’de Yatırımlara Sağlanan Teşvikler ve Etkinliği, Hazine Müsteşarlığı Yayınları, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Yayınları, Yayın No:32.
- DÜRÜS, İ. (2005) Türkiye’de Vergi Teşvik Önlemleri, Mahiyeti ve Etkinliği, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- ERDEMOL, H. (1992) Factoring ve Forfaiting, Akbank Ekonomi Yayınları, Ankara.
- EROL, A. (2007) Banka ve Finansçılar İçin Vergi, Yaklaşım Yayıncılık, Ankara.
- ERSAN, İ. (1985) Leasing’i Beklerken, Para ve Sermaye Dergisi, Mart, İstanbul.
- ERSÖZ, S. ve BAN, Ü. (2003) Finansal Plânlama Sürecine Katkısı Açısından Üretim Sistemlerinin Uzman Sistemlerle Çözümlemesi, Mevzuat Dergisi, Yıl:6, Sayı:64, İstanbul.

- ERTAŞ, F.,C. ve KARACA, S., S. (2010) Kâr Dağıtımının İlânı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı 47, ss.58-68.
- ERTUĞRUL, Ş. (1986-1987) Finansal Kiralama, Tarihsel ve Güncel Ekonomide Diyalog Dergisi, Sayı:28-29, İstanbul.
- FAMA, E. ve FRENCH, K.R. (1998) Permanent and Temporary Components of Stock Prices, Journal of Political Economy, April.
- Finansal Kiralama Derneği, (2012) Sektör Raporları, www.fider.org.tr(05.11.2012).
- Gelir İdaresi Başkanlığı(GİB), (2009) Kobi Vergilendirme Rehberi, Ankara.
- GENÇYÜREK, L. (2002) Özel Tüketim Vergisinde Tecil ve Terkin Yaklaşımı, Sayı:120, Aralık.
- GITMAN, L.J. (1992) Basic Managerial Finance, HarperCollins Publishers, 3rd Edition, New York.
- GİRAY, F.,KOBAN, E. ve GERÇEK, A. (1998) Avrupa Birliği ve Türkiye’de Yatırımlara ve İhracata Yönelik Vergi Teşvikleri ve Karşılaştırmalı Değerlendirilmesi, Minerva Ofset A.Ş.,Bursa.
- GİRAY, F. (2008) Vergi Teşvik Sistemi, 1. Basım, Ezgi Kitabevi, Bursa.
- GÖNENLİ, A., (1985) İşletmelerde Finansal Yönetim, İstanbul Üniversitesi İşletme İktisadı Enstitüsü Yayınları, No:15, İstanbul.
- GÖNENLİ, A., (1969) İşletmelerde Yatırım Kararları, İstanbul.
- GÜNTER, G. (1985) Finansman Tekniği Olarak Kiralama, Türkiye Sınâî Kalkınma Bankası, Finansal Kiralama Semineri, 5-6 Aralık, İstanbul.
- HEAD, J.G. (1997) Company Tax Structure and Company Tax Incidence , International Tax and Public Finance, Vol.4, Number 1, January, ss.61-100.
- HORNE, V.J. (1978) Finansal Yönetim ve Politikaları, (Çevirenler: Osman Tekok-Demir Yener-Selim Bekçioğlu-Güngör Keşçi), AİTİA Yayınları, Ankara.
- Interbank Uluslar arası Eğitim Müdürlüğü, (1985) Kısa Süreli Finansman Temel İlkeler, I.U. Eğitim Müdürlüğü Yayınları, Yayın No:9, İstanbul.
- İGEME İhracat Bülteni,(1985) Sayı:37, 20 Eylül 1985.
- İKTİSAT LEASING,(1989) Annual Report.
- JOHNSON, R.W. (1966) Financial Management, Allyn and Bacon,Inc.,Boston.
- KARALAR, R.,(2007), Genel İşletme, 3. Baskı, Ankara.

- KARAYILMAZLAR, E. (2004) Piyasa Ekonomisine Geçiş Sürecinde Vergi Kültürü: Türkiye Örneği, Hacettepe Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi, Cilt: 22, Sayı: 2, s.267-285.
- KARSLI, M. (1994) Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, İrfan Yayıncılık ve Ticaret, 4.Baskı, İstanbul.
- KAY, J.A. (1990) Tax Policy: A Survey, The Economic Journal, 100(March), ss.18-75.
- KAZGAN,H. (1962) Otofinsman, İstanbul.
- KIZILOT, Ş. (2003) AR-GE Faaliyetlerine Ciddi Avantajlar Geldi, Hürriyet Gazetesi, <http://www.hurriyetim.com.tr>.
- KOÇ, Y. (1970) İşletmelerde Mali Analiz Teknikleri, Ankara.
- KOLB, R.W. ve RODRIGUEZ, J.R. (1996) Finansal Yönetim (Çeviren:A.İhsan Karacan), SPK Yayınları, No:35, Ankara.
- KÜÇÜKBERKSUN, S. (1977) İşletmelerde Karar Vermede Kiralama ve Satın Alma Alternatiflerinin Finansal Açından İncelenmesi, Muhasebe Enstitüsü Dergisi, Ağustos, İstanbul.
- LEVACK, J. (1978) Brezilya ve İtalya’da Finansal Kiralama, Finansal Kiralama Semineri, Türkiye Sınâî Kalkınma Bankası, 5-6 Aralık, İstanbul.
- LEVY, H. (1998) Corporate Finance, South-Western Publishing, Cincinnati.
- MEHTA, D. (1974) Working Capital Management, Prentice-Hall , Englewood Cliffs.
- MILLER, H.,M. ve MODIGLIANI, F. (1961) Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, The Journal of Business, Sayı: 34.
- MUCUK, İ.,(2003), Modern İşletmecilik, Yenilenmiş 14. Basım,Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- MUTER, N. ve diğerleri (2003) Kamu Maliyesi, Emek Matbaası, Manisa.
- MUTLUER, K. (1996) Emlâk Vergisi Üzerine Düşünceler, Yaklaşım, Sayı: 44, Ağustos.
- NADAROĞLU, H. (1998) Kamu Maliyesi Teorisi, Onuncu Baskı, Beta Yayınları, İstanbul.
- OKKA, O. (2009) Finansal Yönetim, 3.Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- ORTAÇ, F.R. (2001) Bir Servet Vergisi Olarak Motorlu Taşıtlar Vergisi ve Son Düzenlemeler, Yaklaşım, Sayı:99, Mart.
- ÖZDEMİR, M. (1997) Finansal Yönetim, Ankara.

- ÖZEN, N. (2006) Vergisel Teşviklerin Yer aldığı Kanunlar ve Kanuni Hükümler, Vergici ve Muhasebeci İle Diyalog Dergisi, Sayı: 217, Mayıs.
- ÖZKARA, M. (2006) Yatırım İndiriminin Ekonomik Etkileri, www.alomaliye.com/subat_06/mehmet_ozkara_yatirim_ind.htm.
- ÖZSUNAY, E. (1986) Uluslararası Finansal Kiralamalara İlişkin Tek Biçim Kurallar Hakkındaki Ön Tasarısı, İTO Finansal Kiralama Semineri, Nisan, İstanbul.
- PAMUKÇU, A.B. (1999) Finans Yönetimi, Der Yayınları, İstanbul.
- Para ve Sermaye Piyasası Dergisi,(1985), Sayı 7, İstanbul.
- PEHLİVAN, O. (2006) Kamu Maliyesi, Derya Kitabevi, Trabzon.
- PEKİNER, K. (1985) Finansal Kiralama, Açık Oturum, Dünya Gazetesi, 27.06.1985.
- PEKKAYA, M. (2006) Kâr Pay Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi, İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt:2, Sayı:4.
- POROY, R., TEKİNALP, Ü., ÇAMOĞLU, E. (1995) Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 6. Baskı, Beta Basım Yayın Dağıtım, İstanbul.
- POTERBA, J.M. ve SUMMERS, L.M. (1988) Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications, Journal of Financial Economics, October.
- PRESTİJ EĞİTİM (2012) Türkiye’de Yatırımlara Sağlanan Vergisel Teşvikler, www.prestijegitim.com.tr.
- SAĞBAŞ, İ. (2010) Vergi Teorisi, Ece Matbaası, Ankara.
- SARIASLAN, H. ve EROL, C. (2008) Finansal Yönetim, Siyasal Kitabevi, Ankara.
- SARILI, M.A. (2010) Türk Vergi Sistemi ve Uygulaması, Ümit Ofset Matbaacılık, Ankara.
- SEYHAN, Ü. ve EROL, M.A. (1991) Finansal Kiralama, Kalkınma, Leasing, Kalkınma Dergisi, Sayı 36, İstanbul.
- SİPAHİ, B., YURTKORU, E. S., ÇİNKO M. (2008) Sosyal Bilimlerde Spss’le Veri Analizi, 2. Baskı, Beta Yayınları, İstanbul.
- SİVEREKLİ DEMİRCAN, E. (2003) Vergilendirmenin Ekonomik Büyüme ve Kalkınmaya Etkisi, Erciyes Üniversitesi, İktisadî ve İdarî Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı 21, Temmuz-Aralık, ss.97-116.
- SOLOMON, E. (1971) İşletme Finansmanı Teorisi, Çeviren: Turgut Var, Ankara.

- ŞENGEZER, İ. (1987) Dünya’da ve Türkiye’de Leasing(Finansal Kiralama), İGEME Yayını, No:123, Ankara.
- ŞENYÜZ, D. (2000) Türk Vergi Sistemi, Ezgi Kitabevi, Bursa.
- ŞENYÜZ, D. (2004) Türk Vergi Sistemi Dersleri, Ezgi Kitabevi, Bursa.
- ŞENYÜZ, D. (2005) Türk Vergi Sistemi, Yaklaşım Yayınları, Ankara.
- T.C. Başbakanlık Yatırım Destek Ve Tanıtım Ajansı (2012) Vergiler, <http://www.invest.gov.tr/tr-TR/investmentguide/investorsguide/Pages/Taxes.aspx>.
- T.C. Ekonomi Bakanlığı, Teşvik Uygulama ve Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü (2012) Yeni Teşvik Sistemi Yatırımlarda Devlet Yardımları, İstanbul.
- T.C. Resmi Gazete, Tarih: 28 Haziran 1985, Sayı: 18795.
- T.C. Resmî Gazete, Tarih: 24.04.2003, Sayı:25088.
- T.C. Resmî Gazete, Tarih: 21.06.2006, Sayı:26205.
- T.C. Resmî Gazete, Tarih: 14.02.2007, Sayı:26434.
- TEKBAŞ, M.Ş. (1985) Finansal Kiralama Açık Oturumu, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Ağustos, İstanbul.
- TEKİN, A. (2006) Vergi Teşvikleri ve Ekonomik Etkileri, Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi, Aralık.
- TEKİNALP, Ü. (1989) Hukukî Yönden Finansal Kiralama Kanunu, Türkiye Sınâî Kalkınma Bankası Finansal Kiralama Semineri, İstanbul.
- TOROSLU, M. V. (2005) Hukuksal ve Finansal Açıdan Factoring Teorisi/Uygulaması/Muhasebesi, İstanbul.
- TOSUNER, M. ve diğerleri (2001) Türk Vergi Sistemi, 6. Bası, Dokuzeylül Matbaası, İzmir.
- TURHAN, S. (1982) Vergi Teorisi ve Politikası, 3. Baskı, İstanbul.
- TURHAN, S. (1998) Vergi Teorisi ve Politikası, Filiz Kitabevi, İstanbul.
- TÜRKKOT, M. (2004) AR-GE Teknoloji Geliştirme Faaliyetlerine Sağlanan Destekler I, Yaklaşım Dergisi, Eylül, Sayı:141, Yıl:12.
- ULUATAM, Ö. (1971) Yatırımları Teşvik Edici Vergi Politikaları, Ankara Üniversitesi, SBF Yayınları, No: 311, Sevinç Matbaası, Ankara.
- UNAY, V. (1989) Bankalarda Dış Ticaretin Finanse Edilmesi Usülleri, İstanbul.

- USTA, Ö. (2005) İşletme Finansı ve Finansal Yönetim, 2. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara.
- UZUN, E. (2008) İşletme Finansmanı ve Finansal Yönetim, Birleşik Matbaacılık, Muğla.
- ÜLGEN, S. (2002) Özel Tüketim Vergisinin Kapsamı, Yaklaşım Dergisi, Sayı:116, Ağustos.
- ÜNSAL, E.M. (2001) Makro İktisat, 4. Baskı, İmeç Yayıncılık, Ankara.
- ÜNSAL, H. (2006) Vergi Hukuku ve Türk Vergi Sistemi, 2.Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- ÜNSAL, H. (2011) Vergi Hukuku ve Türk Vergi Sistemi, 2.Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara.
- WALKER, E.W.,ve PETTIY, J.W. (1978) Financial Management of the Small Firm, Prentice-Hall, Inc.,Englewood Cliffs.
- WANG, J. (2003) Capital Asset Pricing Model 15.407 Lecture Notes.MIT Sloan School of Management, Cambridge.
- WESTON, F. ve BRIGHAM, E. (1975) Essentials of Managerial Finance, Holt Rinehart and Winston Inc., New York.
- VAN HORNE, J.C. (1979) Finansal Yönetim ve Politikaları, (Çev:Osman Tekok ve diğerleri), Cilt:2, AİTİA Yayınları, Ankara.
- VURAL, M. (1989) Türkiye’de Peşin Vergi Uygulamaları, Vergi Dünyası Dergisi, Sayı 94, ss.62-74.
- YILDIZ, A.M. (2005) 2004 Yılı Gelir Vergisi Rehberi, ASMMMO, Ankara Serbest Muhasebeci ve Mali Müşavirler Odası Yayını, Ankara.
- YILMAZ, H. (1999) İşletmelerde Finans Karar Destek Sistemi, DEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 1, Sayı 1, İzmir.
- YÖRÜK, N. (2000) Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB’de Test Edilmesi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul.
- YÜKÇÜ, S. ve diğerleri (1999) Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğine Göre; Finansal Yönetim, Vizyon Yayınları, İzmir.
- ZEE, H. H., STOTSKY, J.G. ve LEY, E. (2002) Tax Incentives for Business Investment: A Primer for Policy Makers in Developing Countries, World Development, Vol. 30, No: 9, ss.1497-1516.

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : Yasemin COŞKUN KADERLİ

Doğum Yeri ve Tarihi : Karşyaka / 01.03.1981

Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi : Adnan Menderes Üniversitesi, İktisadî ve İdarî Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü, 1999-2003.

Yüksek Lisans Öğrenimi : Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, 2003-2006.

Bildiği Yabancı Diller : İngilizce.

İş Deneyimi

Çalıştığı Kurumlar : Adnan Menderes Üniversitesi, Sultanhisar Meslek Yüksekokulu, Öğretim Görevlisi, 2004-

İletişim

e-posta Adresi : yascoskunk@hotmail.com

Tarih : Mayıs 2013

EK-1 : VERGİ ÖNCESİ VE VERGİ SONRASI NET YATIRIMIN GETİRİSİ

ŞİRKETLER	BÖLGELER	Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi(%)	Vergi Öncesi Sermaye Maliyeti	Net Yatırım Getirisi(VÖ)	Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi(%)	Vergi Sonrası Sermaye Maliyeti	Net Yatırım Getirisi(VS)
ADANA	2	68,3	14,87	53,43	54,7	12,95	41,75
ADBGR	2	39	12,65	26,35	31,2	10,36	20,84
ADEL	1	33,4	14,94	18,46	26,8	13,04	13,76
ADNAC	2	0,9	12,97	-12,07	0,7	10,73	-10,03
AFYON	4	15,6	-10,02	25,62	12,5	-16,14	28,64
ALCAR	1	110,7	11,89	98,81	88,6	9,47	79,13
ALCTL	1	-132,1	7,24	-139,34	-105,7	4,04	-109,74
ALTIN	2	9,4	8,45	0,95	7,5	5,46	2,04
ANACM	1	8,2	12,42	-4,22	6,6	10,09	-3,49
ARCLK	1	16,1	13,88	2,22	12,9	11,8	1,1
ASELS	1	-15,5	13,71	-29,21	-12,4	11,6	-24
ASLAN	1	37,2	16,42	20,78	29,8	14,77	15,03
ATEKS	2	-7,8	12,77	-20,57	-6,2	10,5	-16,7
AYCES	1	-6,7	11,59	-18,29	-5,4	9,12	-14,52
AYGZ	1	74,2	12,5	61,7	59,4	10,18	49,22
BAGFS	3	2,9	10,14	-7,24	2,3	7,43	-5,13
BANVT	3	20,1	15,53	4,57	16,1	13,72	2,38
BFREN	1	-49,5	16,78	-66,28	-39,6	15,19	-54,79
BOLUC	2	36,8	11,96	24,84	29,5	9,55	19,95
BOSSA	2	12,5	10,42	2,08	10	7,75	2,25
BRISA	1	11,2	11,55	-0,35	8,9	9,07	-0,17
BRMEN	2	6,7	12,99	-6,29	5,3	10,76	-5,46
BROVA	1	-21,1	16,47	-37,57	-13,7	14,82	-28,52
BRSAN	1	18,6	11,76	6,84	14,9	9,32	5,58
BSHEV	2	10,5	19,84	-9,34	8,4	18,77	-10,37
BTCIM	1	20,5	10,94	9,56	16,4	8,36	8,04
BUCIM	1	40,3	11,02	29,28	32,2	8,46	23,74
BURCE	1	-3,9	11,21	-15,11	-3,1	8,68	-11,78
CELHA	1	1,8	9,02	-7,22	1,4	6,11	-4,71
CEMTS	1	-11	12,4	-23,4	-8,8	10,07	-18,87
CIMSA	1	46,1	14,23	31,87	36,9	12,2	24,7
CMENT	1	18,6	16,95	1,65	14,9	15,39	-0,49
DENCM	2	1,8	13,03	-11,23	1,4	10,8	-9,4
DERIM	2	51,8	8,17	43,63	41,5	5,12	36,38
DITAS	5	-4,2	9,46	-13,66	-3,3	6,63	-9,93
ECYAP	1	-8,5	12,41	-20,91	-6,8	10,08	-16,88
EDIP	1	-55,7	14,17	-69,87	-44,6	12,14	-56,74
EGEEN	1	6,4	10,43	-4,03	5,1	7,76	-2,66
EGGUB	1	-3,1	12,14	-15,24	-2,5	9,76	-12,26
EMNIS	1	4,3	12,13	-7,83	3,5	9,75	-6,25
ERBOS	2	32,7	12,87	19,83	26,2	10,61	15,59
EREGL	3	8,5	14,69	-6,19	6,8	12,74	-5,94
FENIS	1	13,9	10,87	3,03	11,2	8,28	2,92
FMIZP	1	-107,7	9,23	-116,93	-86,2	6,36	-92,56
FRIGO	1	6	12,98	-6,98	4,8	10,75	-5,95
FROTO	1	20,2	12,82	7,38	16,1	10,56	5,54
GEDIZ	1	175,2	12,82	162,38	140,2	10,56	129,64
GENTS	2	23,3	12,26	11,04	18,7	9,9	8,8

GOLTS	2	15,8	13,83	1,97	12,6	11,73	0,87
GOODY	1	12,8	10,09	2,71	10,2	7,37	2,83
GUBRF	1	35,1	13,07	22,03	28,1	10,85	17,25
HEKTS	1	7,9	13,09	-5,19	6,3	10,88	-4,58
HURGZ	1	4,5	13,48	-8,98	3,6	11,33	-7,73
HZNDR	1	14	12,9	1,1	11,2	10,66	0,54
INTEM	1	-23,4	9,24	-32,64	-18,8	6,37	-25,17
IZMDC	1	55,2	13,93	41,27	44,2	11,86	32,34
IZOCM	1	22,4	14,14	8,26	17,9	12,1	5,8
KAPLM	1	5,1	12,41	-7,31	4,1	10,08	-5,98
KARTN	1	2,2	7,42	-5,22	1,8	4,25	-2,45
KENT	1	11,6	24,06	-12,46	9,2	23,7	-14,5
KNFRT	1	48,6	11,19	37,41	38,9	8,66	30,24
KONYA	2	21,7	9,33	12,37	17,3	6,48	10,82
KORDS	1	10,3	11,82	-1,52	8,2	9,39	-1,19
KRTEK	2	6,8	13,62	-6,82	5,4	11,5	-6,1
KUTPO	4	-11,7	22,78	-34,48	-9,4	22,2	-31,6
LUKSK	2	22,2	9,56	12,64	17,8	6,75	11,05
MAALT	1	34,2	9,28	24,92	27,4	6,42	20,98
MATKK	1	166,7	15,55	151,15	133,4	13,75	119,65
MERKO	1	2,5	8,15	-5,65	2	5,1	-3,1
MIPAZ	1	63,4	16,72	46,68	51,7	15,12	36,58
MIRDN	6	34,1	14,61	19,49	27,3	12,66	14,64
MRSHL	1	29,3	7,56	21,74	23,5	4,4	19,1
MUTLU	1	8,2	12,97	-4,77	6,6	10,73	-4,13
NETAS	1	-126,3	16,29	-142,59	-101	14,61	-115,61
NETTUR	1	17,7	11,3	6,4	14,1	8,79	5,31
OLMKS	1	12,3	13,5	-1,2	9,8	11,35	-1,55
OTKAR	2	25,4	10,82	14,58	20,3	8,22	12,08
PARSN	1	16,4	12,38	4,02	13,1	10,04	3,06
PETKM	1	39	10,38	28,62	31,2	7,7	23,5
PINSU	1	14,1	14,64	-0,54	11,3	12,68	-1,38
PKENT	1	-43,9	14,08	-57,98	-35,1	12,03	-47,13
PNSUT	1	4,7	13,64	-8,94	3,7	11,52	-7,82
PRKAB	1	36,7	9,63	27,07	29,3	6,83	22,47
SARKY	1	15,8	13,08	2,72	12,6	10,86	1,74
SKTAS	2	-6,7	14,48	-21,18	-5,4	12,5	-17,9
SNPAM	1	-0,4	17,79	-18,19	-0,3	16,37	-16,67
SONME	1	-38,7	18,69	-57,39	-31	17,42	-48,42
TATKS	1	8,8	14,68	-5,88	5,7	12,73	-7,03
TBORG	1	-26	16,03	-42,03	-20,8	14,32	-35,12
THYAO	1	-6,8	12,98	-19,78	-5,4	10,75	-16,15
TIRE	1	14,8	14,28	0,52	11,9	12,26	-0,36
TRKCM	2	10,2	12,41	-2,21	8,1	10,07	-1,97
TUDDF	3	7,2	12,37	-5,17	5,7	10,04	-4,34
TUKAS	3	-2,4	10,19	-12,59	-1,9	7,48	-9,38
TUBRAS	1	29,2	10,6	18,6	23,4	7,97	15,43
UCAK	1	21,7	10,83	10,87	17,3	8,23	9,07
UNYEC	5	36,3	13,56	22,74	29,1	11,43	17,67
USAK	3	16,3	13,69	2,61	13	11,57	1,43
VESTL	3	9,4	14,91	-5,51	7,5	13	-5,5
VKING	1	4,7	18,95	-14,25	3,8	17,72	-13,92
YUNSA	2	13,8	8,36	5,44	11	5,35	5,65