



BESFiN

# Vergi Oranındaki Düşüş Sermaye Maliyetlerini Artırıyor!

ABD'deki Vergi İndirimi ve  
Türkiye'deki Risksiz Faiz Oranı Değişiminin  
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetleri (WACC)  
Üzerine Etkisi

Çağrı Kaan Yıldız  
kaan.yildiz@besfin.com  
Tel: +90 212 609 83 50

# Yönetici Özeti

Besfin Finansal Hizmetler ve Danışmanlık olarak hazırladığımız bu yazıda ABD ve Türkiye’de yaşanan gelişmelerin, şirketlerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetleri üzerine etkisi araştırılmıştır. Özetle :

ABD’de vergilerin düşmesi şirketlerin serbest nakit akışını olumlu etkilese de borçlanma maliyetlerini, dolayısıyla ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini olumsuz yönde etkilemektedir. Bunun sonucunda S&P 500 endeksinde yer alan şirketlerin sermaye yapılarını bir miktar değiştirmesi beklenmektedir. Öte yandan Türkiye’de risksiz faiz oranındaki artış hem öz kaynak maliyetini hem de borçlanma maliyetini artırıcı etkide bulunacağı için şirketlerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerinde artış gözlenmektedir. **Bu veriler göz önüne alındığında Türk şirketlerinin önümüzdeki dönemlerde risk sermayesi, birleşme ve satın alma işlemleri ile yabancı ortaklıklar kurma, ya da halka arz yoluyla hisse satışı gibi alternatif fonlama yöntemlerine daha sık başvuracakları öngörülmektedir.**

Bu raporun amacı şirket sahiplerine, yeni yatırım yapacaklara, ve şirket kurmak isteyen kişileri sermaye maliyeti konusunda bilgilendirmektir. Besfin

Finansal Hizmetler ve Danışmanlık, tecrübeli yöneticileri ve dinamik ekibiyle şirketlere kurumsal finans, proje finansmanı ve birleşme ve satın almalar konusunda konusunda destek vererek, şirketlerin, kendileri için en uygun sermaye yapısıyla çalışmalarına ve düşük maliyetli fonlama yollarına ulaşmalarını sağlamaktadır.

# Verginin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Üzerindeki Etkisi



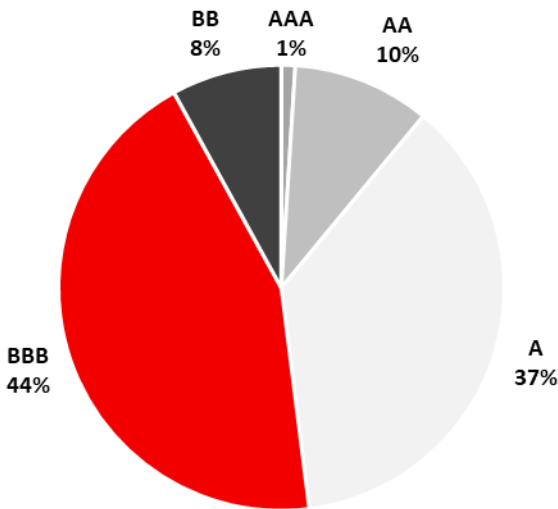
Şirketler **optimal sermaye** yapısına ulaşabilmek için sermaye maliyetlerini düşürmek istemektedirler. Bu sebeple şirketlerin **belli oranda borçlulukla çalışmaları** gerekmektedir. S&P 500 şirketlerinin en düşük sermaye maliyetiyle çalıştıkları kredi derecesi **BBB** notudur.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) şirketlerin doğru sermaye yapısına sahip olup olmadıklarını takip etmek ve yatırım sermayesi getirisinin (ROIC) ne kadar olması gerektiğini belirlemek için kullandıkları bir orandır. Sağlıklı bir şirketin ROIC oranının AOSM (WACC) oranından büyük olması beklenmektedir. Dolayısıyla şirketler çoğu zaman AOSM (WACC) oranını minimum düzeyde tutmak isterler. AOSM (WACC) oranının minimum olduğu nokta optimal sermaye yapısı adıyla anılmaktadır.

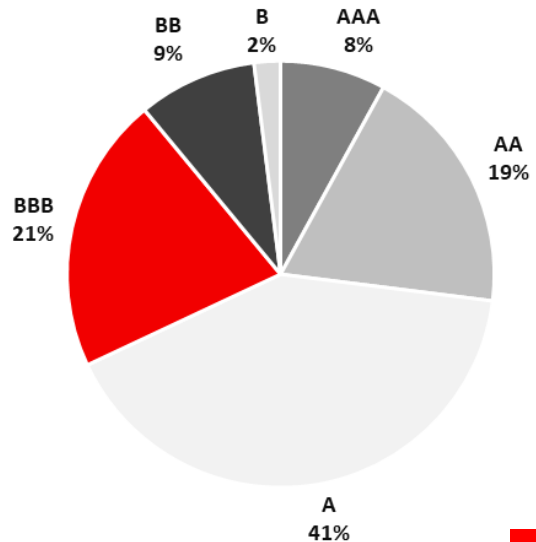
AOSM (WACC) oranına etki eden iki bileşen öz kaynak maliyeti ve borçlanma maliyetidir. Öz kaynak maliyeti çoğu zaman borçlanma maliyetinden daha yüksek olmaktadır. Bunun yanı sıra borçların faizi için ödenen miktar vergiden düşülebilir olduğu için borcun vergi kalkanı etkisi bulunmaktadır. Vergi kalkanı etkisi ülkelerin kurumsal vergi oranlarıyla alakalıdır. Dolayısıyla bir ülkede vergi oranı ne kadar düşerse borçlanma maliyeti o kadar yükselir.

ABD'de J.P. Morgan'ın yaptığı araştırmaya çalışmaya göre, S&P 500 endeksinde yer alan şirketlerin en düşük AOSM (WACC) oranına sahip olduğu derecelendirmenin BBB aralığında olduğu hesaplanmıştır ve yıllar içinde BBB notlu şirketlerin sayısının arttığı gözlenmektedir.

S&P 500 Şirketleri Kredi Derecelendirmeleri 1993



S&P 500 Şirketleri Kredi Derecelendirmeleri 2017



Kaynak: J.P. Morgan, Capital IQ, S&P

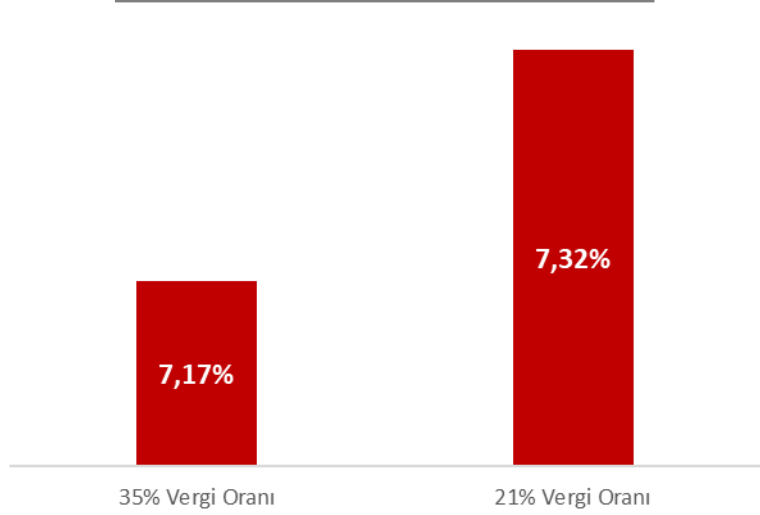
# ABD'de Vergi İndirimi ve AOSM (WACC)



1 Ocak 2018 itibariyle ABD'de vergi oranları %35'ten %21'e indirilmiştir. Bir ülkede vergi oranları düşerse, borçlanma ve sermaye maliyetleri yükselmekte, optimal sermaye yapıları da değişmektedir.

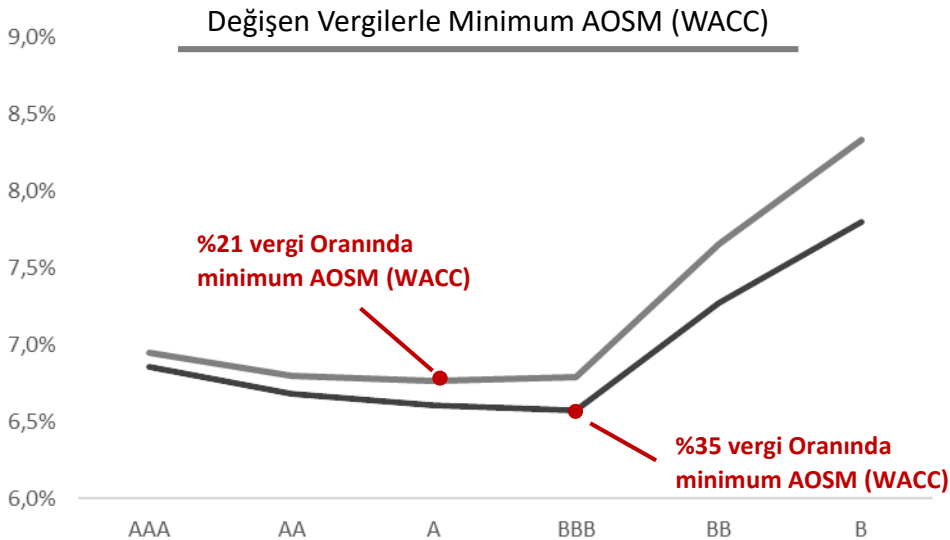
Daha önce açıklandığı gibi vergilerdeki düşüş AOSM (WACC) oranında yükselişe neden olmaktadır. S&P 500 şirketlerinin %35 vergi oranıyla hesaplanan ortalama AOSM (WACC) değeri %7,17'dir. Vergi oranının %21'ye düşürülmesi diğer girdilerin sabit kaldığı varsayımında AOSM (WACC) oranını %7,32'ye çıkaracaktır.

S&P 500 şirketleri ortalama AOSM



Kaynak: Befin Finansal Hizmetler & Danışmanlık

Vergilerdeki düşüş aynı zamanda şirketlerin optimal sermaye yapısının değişmesine de neden olacaktır. Şirketlerin borçlanma maliyetleri artacağı için şirketler daha az borç kullanmak isteyeceklerdir. Yeni vergi oranıyla beraber A kredi notlu şirketlerin AOSM (WACC) oranının BBB kredi notlu şirketlerden daha düşük hale gelmesi beklenmektedir.



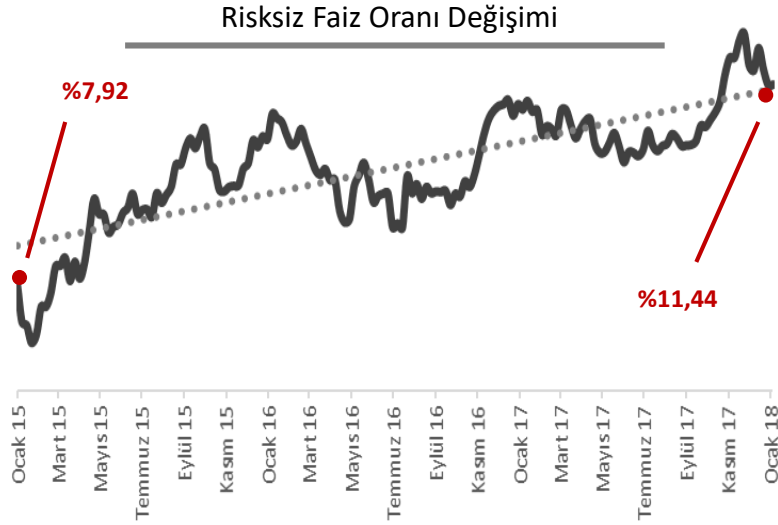
Kaynak: Befin Finansal Hizmetler & Danışmanlık, J.P Morgan

# Türkiye’de Risksiz Faiz Oranı Artışı ve AOSM (WACC)



Türkiye’de risksiz faiz oranındaki artış şirketlerin hem borçlanma hem öz kaynak maliyetini olumsuz etkilemiştir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetleri 2015 yılından bu yana artmaktadır.

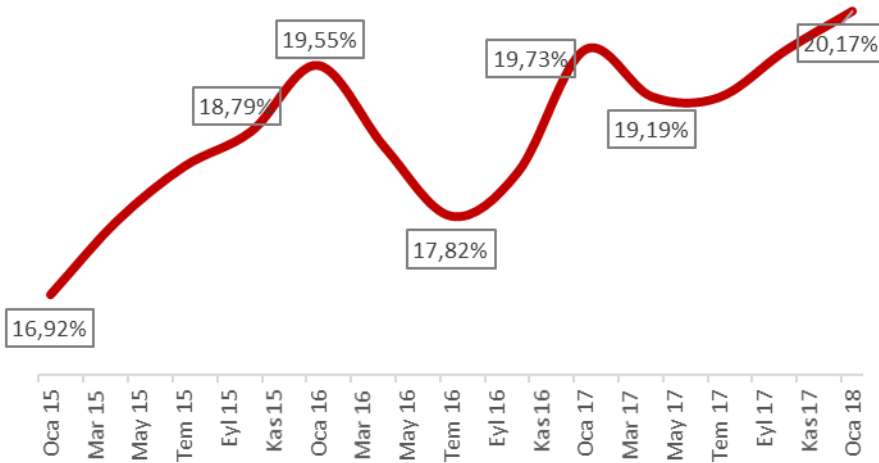
Öte yandan Türkiye’de kurumlar vergisi %20’den %22’ye çıkarılmıştır. Bu artışın ABD’deki indirim etkisinin tam tersi bir etkide bulunması beklenmektedir. Verginin artışı Türkiye’de borçlanma maliyetini düşürücü etki yapmaktadır. Ne yazık ki bu etki risksiz faiz oranlarındaki artış nedeniyle hissedilememektedir.



Kaynak: Reuters

Grafikten görülebileceği üzere risksiz faiz oranında bir artış trendi gözlenmektedir. 2015 yılı başında %7,92 olan oran, 2018 yılı başında %11,44 olarak karşımıza çıkmaktadır. Risksiz faiz oranındaki artış borçlanma maliyetlerini bir hayli artırmıştır. Bu artış aynı zamanda öz kaynak maliyetini de artırmakta ve şirketlerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine negatif etkide bulunmaktadır.

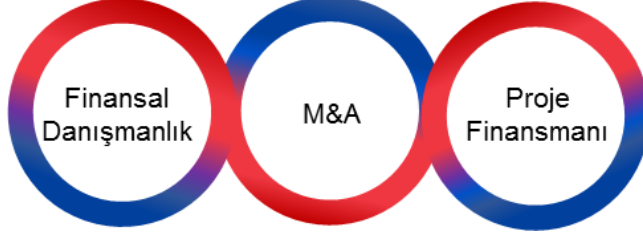
## BİST 30 Hisseleri AOSM Değişimi



Kaynak: Besfin Finansal Hizmetler & Danışmanlık, Reuters

# BESFIN

Business Finance



Çağrı Kaan Yıldız

Kurumsal Finans Analisti

[kaan.yildiz@besfin.com](mailto:kaan.yildiz@besfin.com)

Besfin Finansal Hizmetler Danışmanlık ve Tic. A.Ş.

Tel: +90 212 609 83 50

Faks: +90 212 609 83 49

Eclipse Business Maslak

Akasya Sokak C Blok No:13

Sarıyer/İstanbul

[www.besfin.com](http://www.besfin.com)



Bu çalışma, Besfin tarafından özel olarak hazırlanmıştır. Çalışmanın içeriği Besfin'in bilgisi dışında kopyalanıp yayınlanamaz. Çalışmanın kapsadığı görüşler ve yorumlar genel kabul görmüş teorik yaklaşımlar olup, gerçekleştirmeleri koşullara bağlıdır. Çalışmanın içeriğinin Besfin bilgisi dışında direkt kullanımından doğacak olan zararlardan Besfin ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

©2017 Besfin Finansal Hizmetler Danışmanlık ve Tic. A.Ş.



Besfin Finansal Hizmetler Danışmanlık ve Tic. A.Ş. Uluslararası Proje Finansman Birliği (IPFA) üyesidir.