

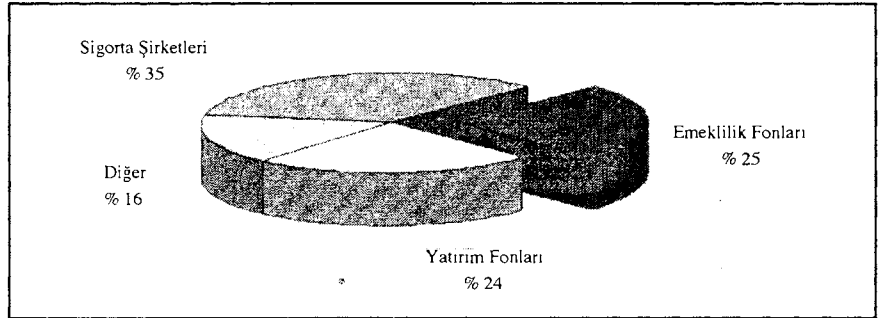
ÖZEL EMEKLİLİK FONLARININ VERGİLENDİRİLMESİ

Çağatay ERGENEKON
İMKB Araştırma Md. Yrd.

ÖZEL EMEKLİLİK FONLARININ GELİŞİMİ

Çalışanların meslek hayatları boyunca biriktirdikleri emeklilik tasarruflarından oluşan özel emeklilik fonları, sosyal güvenlik sisteminin demografik değişimden dolayı yaşadığı krizlerin de etkisiyle zaman içerisinde giderek artan boyutta tasarrufları çatısı altında toplayarak finans piyasalarında işlem yapan başlıca yatırımcı gruplarından biri haline gelmiştir. 1996 yılı sonu itibariyle, yönetimleri altındaki varlıkların toplam değeri 8,7 trilyon \$'a ulaşan bu fonlar, OECD ülkelerindeki finansal varlıkların %25'ini kapsayan portföyleriyle sigorta fonlarının ardından en büyük kurumsal yatırımcı grubunu oluşturmaktadır.

Grafik 1: OECD Ülkelerinde Finansal Varlıkların Kurumsal Yatırımcılar İtibariyle Dağılımı (1995)



Kaynak: OECD, 1997, s.15.

Özel emeklilik fonlarını diğer kurumsal yatırımcılardan ayıran en önemli özellik, cebri müeyyideler taşıyan bir sözleşmeyle üyelerin programa yapacağı periyodik ödemelerin (istisnalar bulunmakla birlikte genellikle) emeklilikten önce geri çekilemeyecek şekilde garanti altına alınmış olmasıdır. Sisteme iş hayatının başlangıcında giren bir çalışan, ortalama 30-40 yıl gibi uzun bir zaman dilimi boyunca düzenli olarak prim ödemekte, oluşan birikim yaklaşık 15-20 yıl süren bir emeklilik dönemi içerisinde düzenli aylıklar halinde çekilmektedir.⁽¹⁾ Emeklilik programının üyelerine karşı

(1) Sisteme giren her bireyle ortalama 50-60 yıl süreyle öngörülebilir ve güvenilir bir nakit akışı ilişkisi kurulan özel emeklilik fonlarında, çalışanların hayat sigortalarında karşılaşılan poliçe iptallerine benzer şekilde sistemden çıkmalarının engellenmesi için caydırıcı vergiler ve yasaklar gibi kısıtlamalar geliştirilmiştir.

üstlendiği yükümlülüklerin ifa tarihinin tespit edilmiş olmasının yanısıra üyelerin genellikle ölüm, maluliyet gibi risklere karşı sigortalanmış olmasından dolayı, nakit bulundurma ihtiyacının asgari düzeyde bulunması özel emeklilik fonlarını mükemmel bir fon yönetim kurumu haline getirmiştir.

Emeklilik fonlarının yükümlülüklerinin vadesinin uzun, ölçeğinin büyük olması, yüksek volatiliteli yatırım alanlarına yapılan münferit plasmanların riskinin geniş bir yatırım havuzu içerisinde erimesini sağlamaktadır. Bu özelliğin etkisiyle, özel emeklilik programlarının gelişmiş olduğu ülkelerde, sermaye piyasası ile özel emeklilik fonları arasında karşılıklı bir etki-leşime dayanan entegre bir ilişki kurulmuştur.

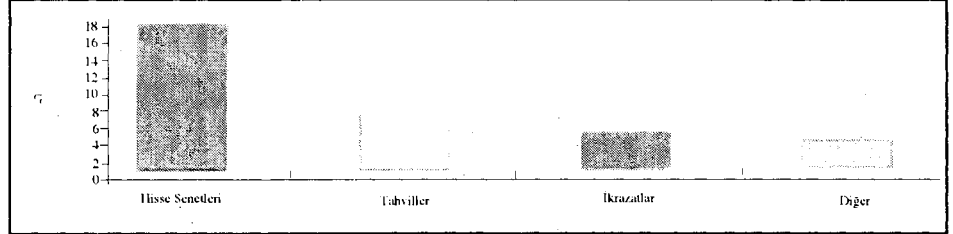
Yatırım yaptıkları varlıklarda kısa değil uzun dönemde kazanç elde etme arayışında olmalarından dolayı "sabırlı sermaye" olarak tanımlanan bu fonların yatırımları, genel olarak likiditeden çok, uzun dönemli getiri üzerinde odaklanmaktadır. İzlenen yatırım stratejileri fonların üyelerinin niteliklerine göre farklılık göstermekle birlikte, üyelerinin yaş ortalaması düşük olan emeklilik programlarının uzun vadeli ve nispeten agresif yatırım araçlarına, yüksek yaş ortalamasına sahip olgunluk evresindeki programların ise sabit getirili menkul kıymetlere yatırım portföylerinde daha fazla yer verdiği izlenmektedir.

Emeklilik fonlarının yatırım stratejilerinde uzun vadede yüksek getiri sağlamanın ön plana çıkmasına paralel olarak, hisse senetleri ve tahvillerin özel emeklilik portföylerindeki payının arttığı görülmektedir. Kısa dönemli spekülatif yatırımlarda yüksek riskle yüksek getiri sağlayan hisse senetlerinin uzun vadede yüksek getiri düzeyini korumasına karşın risk düzeyinin makul sınırlara gerilemesi, hisse senetleri piyasalarını özel emeklilik fonları açısından cazip kılmaktadır.⁽²⁾ Özel emeklilik fonlarının gelişmiş olduğu başlıca OECD ülkelerinde fon portföylerine ilişkin olarak 1998 yılında sonuçlandırılan bir çalışma, bu fonlar içerisindeki hisse senedi yatırımlarının payının 1996 yılı itibariyle İngiltere'de %79,3, ABD'de %57,6, Belçika'da %41,1 düzeyinde olduğunu ortaya koymaktadır. (OECD, 1998, s.82)

Sermaye piyasasının gelişmişlik ve etkinlik düzeyi, ilgili mevzuat ve fon yönetimini gerçekleştiren profesyonel kadroların mesleki yeterliliğine bağlı olarak özel emeklilik fonlarının hisse senedi yatırımları değişim göstermekle birlikte, 1990-95 döneminde, OECD genelinde özel emeklilik fonu portföyündeki varlık gruplarının yıllık artış hızları karşılaştırılmasında hisse senetleri %16 ile en hızlı artan menkul kıymet grubunu teşkil etmiştir.

(2) Belirtmek gerekir ki, hisse senetleri emeklilik fonlarının sadece yerel yatırımlarında değil, yurtdışı yatırımlarında da öncelikli bir yer kaplamaktadır. Özel emeklilik fonlarının yurtdışında kaydedeğer düzeyde yatırımlarının bulunduğu İngiltere, Hollanda, İsviçre ve Avustralya gibi ülkelerde, yabancı borçlanma enstrümanları ve gayrimenkullere kıyasla yabancı hisse senetlerine daha fazla yer verilmiş olduğu görülmektedir.(Coote, ss.2-7)

Grafik 2: Özel Emeklilik Fonu Varlıklarının Yıllık Ortalama Artış Hızı (OECD, 1990-1995)



Kaynak: OECD, 1997, p.31.

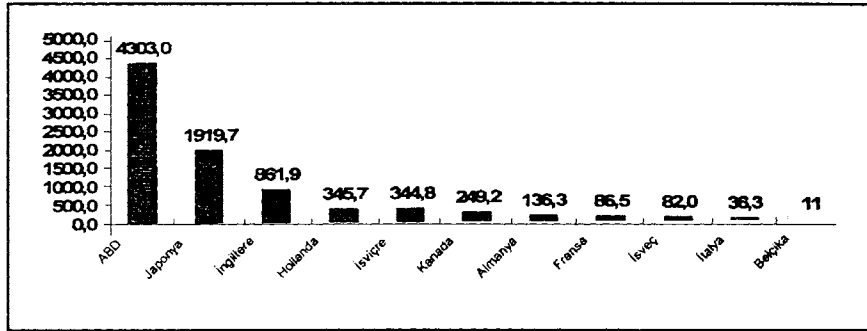
Diğer taraftan, sabit getirili menkul kıymetlerin getiri oranlarının yüksek olduğu ülkeler ve dönemlerde uzun vadeli tahvillerin emeklilik fonu portföylerindeki payının arttığı görülmektedir. Borçlanma araçlarının yüksek reel getiri sağladığı Almanya ve Hollanda gibi ülkelerde, yerel tahvillere yatırım yapmak özel emeklilik fonları için tercih sebebi olmaktadır (Davis, 1993, ss.26-31). OECD verileri, emeklilik fonu varlıkları içerisindeki tahvil plasmanlarının oranının 1996 yılı itibarıyla Almanya'da %77,8, İsveç'te %58,5, İsviçre'de %53,3, Japonya'da %52,6, Hollanda'da %50,1 oranında gerçekleşmiş olduğunu ortaya koymaktadır.

Özel emeklilik fonları ile ekonomik büyüme ve ulusal tasarruflar arasındaki grift ilişkisi⁽³⁾, özelleştirme sürecine katkıları, işgücü piyasasında mobiliteye etkileri, finansal piyasalardaki volatilitiyi hangi şartlar altında azaltabildikleri, finansal yeniliklerin gelişmesine ne denli katkıda bulundukları, tasarrufların kurumsallaşmasını nasıl geliştirdikleri ve (nadiren uygulanmakta olmasına karşın) risk sermayesi şirketlerinin arz ettikleri finansal enstrümanlar açısından ne kadar uygun bir talep oluşturdukları konuları bu yazının kapsamına girmemektedir. Aynı şekilde, bu fonların finansal aracılık alanındaki portföy yönetimi, araştırma-geliştirme, danışmanlık ve takas hizmetlerinin kalite standartlarında çıktıyı ne derece yukarıya çektiği hususları da yazımızın kapsamı dışında kalmaktadır. Ancak vurgulanması gereken husus, özel emeklilik fonlarının sağlıklı bir gelişim göstereceği şartların sağlanmaması durumunda, bu fonların belki de hiçbir zaman kendilerinden beklenen fonksiyonları icra edebilecek boyutlara ulaşamayacak olduğudur. Diğer bir ifade ile, özel emeklilik fonlarının sermaye piyasası ve ülke ekonomisi içerisinde kaydadeğer bir etkide bulunabilmesi için öncelikle sermaye piyasasını ve ekonomiyi etkileyebilecek düzeyde bir varlığa hükmetmeleri gerekir.

(3) Vitas ile Demirgüç-Kunt ve Levine (1996) tarafından yapılan bazı ampirik çalışmalar, emeklilik fonları ile hisse senetleri piyasasının gelişiminin her zaman paralel olmayabileceğini ortaya koymuştur. Özel emeklilik fonlarına portföy sınırlamaları getirilen ülkelerde ve yabancı portföy yatırımlarına sağlanan kolaylıklar nedeniyle hisse senetleri piyasasında yurtdışı orijinli kurumsal yatırımların dominant hale geldiği gelişen piyasalarda, emeklilik fonlarının GSMH'ya oranındaki gelişim ile borsa endekslerinin seyri arasındaki korelasyon negatife dönebilmektedir.

1996 yılı itibariyle 8,7 trilyon \$'ı bulan global özel emeklilik fonu birikiminin, %93'ü (4,3 trilyon \$'ı ABD'de olmak üzere) 5 ülkede toplanmış bulunmaktadır. Emeklilik tasarruflarının büyük ölçüde hayat sigortaları ve yatırım hesaplarında olduğu Japonya hariç tutulduğunda ilk beş ülkedeki özel emeklilik tasarrufları, global emeklilik varlıkların %95'ini meydana getirmektedir.

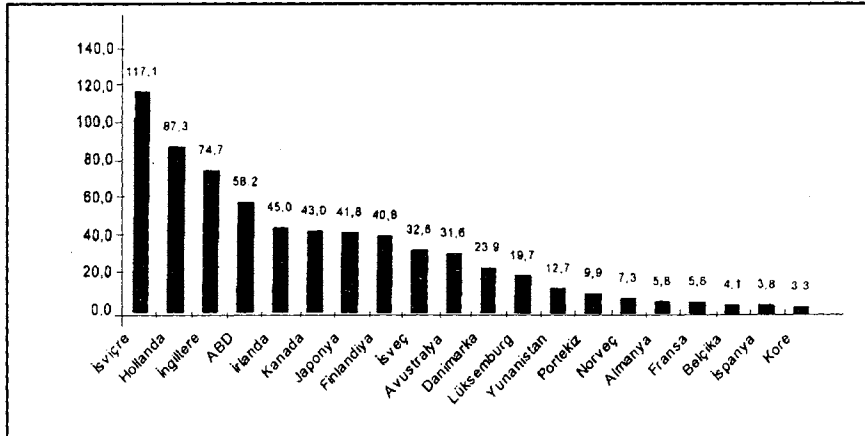
Grafik 3: Özel Emeklilik Fonu Varlıklarının Düzeyi (1996, Milyar \$)



Kaynak: OECD, 1998, s.82.

Özel emeklilik fonlarının milli gelire oranına ilişkin son veriler incelendiğinde ise, %117 ile İsviçre'nin, %87 ile Hollanda'nın ön plana çıktığı, onları GSMH'nin %74'ü büyüklüğündeki emeklilik fonları ile İngiltere ile %58 oranındaki fonlarla ABD'nin takip ettiği görülmektedir.

Grafik 4: Özel Emeklilik Fonlarının GSMH'ye Oranı (1996)



Kaynak: OECD, 1998, s.65.

Bu arada, emeklilik fonu varlıklarının 1970 yılından sonraki gelişimini dikkate aldığımızda, büyümenin %330 oranında olduğu İngiltere, %320 oranında olduğu Danimarka ve %247'lik bir büyümenin sağlandığı ABD'de elde edilen gelişimin, diğer ülkelerdeki varlık artışının kaydadeğer düzeyde üzerine çıktığı görülmektedir.

Tablo 1: Özel Emeklilik Varlıklarının GSMH'ye Oranlarının Gelişimi (1970-95)

	1970	1975	1980	1985	1990	1995
ABD	17	20	24	37	38	59
Almanya	2	2	2	3	3	5
Avustralya	10	8	9	14	18	31
Danimarka	5	5	7	12	12	21
Hollanda	29	36	46	68	78	86
İngiltere	17	15	23	47	60	73
İsveç	22	29	30	29	31	31
İsviçre	38	41	51	59	73	104
Japonya	0	1	2	4	37	41
Kanada	13	13	17	23	30	41

Kaynak: 1970-85 yılları Davis, 1995, s. 55, 1990-95 yılları OECD 1998.

Türkiye gibi özel emeklilik fonlarını henüz yeni dizayn etme aşamasında bulunan gelişmekte olan ülkeler açısından, bu alanda günümüze kadar elde edilen global arenadaki deneyimlerin iyi tahlil edilmesi gerekmektedir. Özel emeklilik fonlarının neden her ülkede aynı hızda ve ölçekte gelişme kaydetmemiş olduğu sorusuna verilecek yanıt, özel emeklilik fonlarının (elbette ki her ülkenin özel koşulları gözönünde tutularak) sağlıklı bir şekilde ihdas edilip büyümesi için gerçekleştirilmesi gereken kurumsal, yasal ve mali düzenlemelere ışık tutacak niteliktedir.

Özel emeklilik fonlarının ABD, İngiltere, Hollanda ve İsviçre gibi ülkelerde, Almanya, Fransa, İtalya, Belçika gibi ülkelere kıyasla daha yüksek fonlama düzeylerine ulaşmış olmasında, bu ülkelerde prudent man rule olarak bilinen adem-i merkeziyetçi liberal fon yönetiminin yüksek getiriler sağlamış olmasının katkıları gözden uzak tutulamaz. Ancak, İngiltere, Hollanda, ABD ve Kanada'daki çalışanların Almanya ve Japonya'ya kıyasla tasarruflarının daha büyük bir bölümünü özel emeklilik fonları çerçevesinde değerlendirmekte olmaları, prudent man tarzı fon yönetiminin yarattığı yüksek getirinin yanı sıra, belirtilen ülkelerin çalışanlarını özel emeklilik fonlarına yönelmeye teşvik eden düzenlemeler bulunduğunu göstermektedir.

Tablo 2: Özel Emeklilik Fonu Varlıklarının Kişisel Tasarruflara Oranı (1991)

	Kişisel Tasarruflar İçerisindeki Pay
İngiltere	% 27
Hollanda	% 26
ABD	% 22
Kanada	% 17
Almanya	% 3
Japonya	% 2

Kaynak: Davis, 1993, s.6.

Özel emeklilik fonlarının ekonomi ve kişisel tasarruflar içerisinde önemli bir paya sahip olduğu ülkelerle bu fonların yeterli gelişme kaydedemediği ülkelerin mevzuatları karşılaştırıldığında, aradaki farklılığın önemli ölçüde emeklilik fonlarının vergilendirmesine ilişkin uygulamalardan kaynaklandığı görülmektedir. Gerçekten de, vergi düzenlemeleri bir ülkede tasarrufların kanallıze olduğu alanlar, özel emeklilik fonu sisteminin karakteristikleri, ilgili mevzuatın derinliği, fonların yatırım yapabilecekleri alanlar ve nihayet özel emeklilik fonlarının ulaşabileceği büyüklük üzerinde doğrudan doğruya belirleyici etkiye sahiptir. Bu noktadan hareket eden bazı ülkeler, uzun vadeli tasarrufları arttırmak, kamu tarafından gerçekleştirilen tasarrufları özel tasarruflarla ikame etmek ve bu tasarrufları sıkı denetim altında tutulan yetki belgeli birtakım kurumlarda toplayarak güvenliğini sağlamak gibi saiklerle, tasarrufların özel emeklilik fonlarına kanallıze olmasını fiskal tedbirlerle teşvik etmişlerdir.

ÖZEL EMEKLİLİK FONLARINA İLİŞKİN VERGİLENDİRME SEÇENEKLERİ

Belirli ülkelerin izlediği vergilendirme yöntemini ele almadan önce, özel emeklilik fonlarının ne şekillerde vergilendirilebileceklerini ortaya koymak gerekir. Özel emeklilik tasarruflarının vergilendirilebileceği başlıca üç alan bulunmaktadır:

- * Çalışanların maaşlarından kesilip emeklilik fonuna yatırılan primler
- * Özel emeklilik fonu yatırımları sonucunda elde edilen yatırım gelirleri
- * Çalışma hayatı sona eren fon üyelerine ödenen toplu para ve emekli maaşları

Özel emeklilik fonlarının vergilendirilebileceği üç alanın her birini, fonlama sürecinde vergilendirmenin gerçekleşebileceği birer "aşama" olarak düşündüğümüzde, vergilendirme ya da vergi kapsamı dışında tutma yönündeki politika olasılıkları şu şekilde ortaya çıkmaktadır.

1. Özel emeklilik fonuna katkı payının (primin) ödenme aşaması (Birinci Aşama):

Özel emeklilik fonuna yatırılan tasarrufların vergiden muaf tutulması durumunda, bu fonlara yöneltilen tasarruflar belirli bir limite kadar vergiden muaf tutulmaktadır. Bu durumda, emeklilik tasarrufları vergi öncesi gelir üzerinden aktarılmakta ya da vergi sonrası gelir üzerinden aktarılıp daha sonra vergi matrahından düşülmektedir. Vergi muafiyetinin ne düzeye kadar tanınacağı ülkeden ülkeye değişmekle birlikte, vergiye tabi olmak kaydıyla, çalışanların belirlenen azami limitin üzerinde emeklilik tasarrufunda bulunabilme imkanı da tanınmaktadır.

Özel emeklilik fonlarına yatırılan primlerin vergilendirilmesi durumunda ise, primler "vergi sonrası gelir" üzerinden ödenmektedir. Emeklilik fonu priminin işveren tarafından ödenmekte olduğu durumlarda, işverenin çalışanların emeklilik sandığına yaptığı ödemeler gider olarak kabul edilerek vergiden düşülememektedir. Elde edilen gelirin sarf edilmesi ile tasarrufa yöneltilmesi arasında fark gözetmeyen bu tutum, emeklilik tasarruflarının vergilendirilmiş gelir üzerinden yapılmalarını sağlayarak marjinal gelir vergisi marjı üzerinden vergiye tabi tutmaktadır.

2. Özel emeklilik fonu varlıklarının yatırım gelirlerinin elde edilme aşaması (İkinci Aşama):

Özel emeklilik fonlarının vergilendirilebileceği bir diğer aşama, bu fonların sevk edildiği yatırımlardan sermaye kazancı, temettü ve faiz gibi yatırım gelirlerinin elde edilmesi safhasıdır. Yatırım gelirlerinin vergilendirilmesi uygulamasına, genellikle, her türlü geliri vergilendirme saiki ile hareket eden ülkelerde rastlanmaktadır. Ayrıca, enflasyonun hüküm sürdüğü ortam ve/veya dönemlerde, yatırım gelirlerinin nominal getirilerinin değil, enflasyondan arındırılmış reel getirilerinin vergilendirilmesi gerekmektedir. Enflasyon muhasebesi ya da enflasyondan arındırma tekniklerinin uygulanmadığı ortamlarda, gelir vergisi rejimi özel emeklilik fonlarını erozyona uğraticı bir etki yapmaktadır.

Bu noktada belirtmek gerekir ki, yatırım gelirlerinin vergilendirilme şekli, özel emeklilik fonlarının plase edileceği varlık gruplarının tespit edilmesinde belirleyici rol oynamaktadır. Örnek olarak, sermaye kazançlarının enflasyona endekslenip faiz ve temettüler için endekslenmenin yapılmadığı ortamlarda, emeklilik fonu yatırımlarının hisse senedi gibi yüksek sermaye kazancı sağlayan menkul kıymetlere yöneldiği görülmektedir. Diğer taraftan, yatırım gelirlerinin vergilendirildiği ülkelerde, dönem sonlarında henüz

gerçekleşmemiş yatırım gelirlerinin vergiye tabi olup olmayacağı konusu genellikle sorun oluşturan bir husus olarak ortaya çıkmaktadır.

Özel emeklilik fonu yatırım gelirlerinin vergilendirilmediği ülkelerde ise, bu fonların vergiden muaf ortamda gelişme imkanı bulması hedeflenmektedir. Bununla birlikte, yatırım gelirlerine tanınan vergi muafiyetlerinin çeşitli istisnaları da olabilmektedir. Örnek olarak, yatırım gelirlerinin vergiden muaf tutulduğu İsviçre'de, gayrimenkul yatırımlarından elde edilen kira gelirleri bu muafiyetten istisna tutularak vergilendirilmektedir.

3. Özel emeklilik fonu birikiminin emeklilik döneminde kullanılması aşaması (Üçüncü Aşama):

Emeklilik tasarruflarının vergilendirilebileceği son aşama, emeklilik döneminde emeklilik fonundan emeklilere yapılan ödemelerin vergilendirilmesidir. Emeklilik fonundan yapılan ödemelerin vergilendirildiği ülkelerin bir bölümü "toplu ikramiye" ya da "emekli aylığı" gibi çeşitli adlar altında yapılan ödemelerin tümünü aynı koşullarla vergiye tabi tutarken, diğer bir bölümü oluşan bu tasarrufların aylıklar halinde ve toplu olarak çekilmesi durumlarında farklı vergilendirme koşulları uygulamaktadırlar. Farklı vergilendirme yöntemi izleyen ülkelerde genellikle karşılaşılan yöntem, emeklilik tasarrufunun "toplu ikramiye" şeklinde nakden ve defaten kullanılmasıdır. Bu daha az cazip kılacak yüksek vergilendirme koşulları getirmektedir.

Birtakım ülkeler emeklilik döneminde toplu ikramiye kullanımını tamamen yasaklarken, bazı ülkelerdeki özel emeklilik sisteminin dizaynı, emeklilik tasarruflarının bir bölümünün ya da tamamının bir kerede topluca çekilebilmesine imkan tanımaktadır. Özel emeklilik fonuna yatırılan primlerin ve/veya yatırım gelirlerinin daha önce vergilendirilmiş olması nedeniyle emeklilik gelirinin vergilendirilmemesi durumunda, genellikle emeklilik tasarrufunun toplu olarak çekilmesi vergiden muaf tutulmaktadır. Emeklilik gelirinin vergilendirildiği ülkelerde, toplu çekiş hakkını kullananların cazip vergi oranları üzerinden vergilendirildiği görülmektedir.

Oysa, emeklilik tasarruflarını toplu halde kullananların büyük çoğunluğunun elde ettikleri toplu birikimi kısa vadeli harcamalarının finansmanında kullandıkları izlenmektedir. Böyle bir durum, çeşitli aşamalarda vergiden muaf tutularak oluşan emeklilik tasarrufların, asli amaçları olan emeklilik dönemini finanse etme gayesinin dışındaki gerekçelerle kullanılması çelişkisini ortaya çıkarmaktadır. Buna ilave olarak emeklilik birikimleri kısa sürede tükenen bireylerin yaşamlarını sürdürebilmek için vergi gelirlerinden karşılanan sosyal yardımlara muhtaç statüye düşmeleri, özel emeklilik sisteminin hedeflemediği, adaletsiz bir sonuç oluşturmaktadır. Sonuç olarak, emeklilik dönemine girerken halen bir evi bulunmayanlara ve emeklilikte kendi işini kurmak için sermayeye ihtiyaç duyanlara yardımcı olacak bir seçenek olarak ortaya atılan toplu para çekme hakkı çeşitli yön-

temlerle suistimal edilip amacı dışına çıktıkça, bu uygulamayı geçmişe göre daha yüksek oranlarla vergilendirme eğilimleri de artmaktadır.

Özel emeklilik fonlarının faaliyette bulunduğu ülkelerde kamu otoritesi, bu üç alandan bir ya da birden fazlasını vergiye tabi tutmak suretiyle gerekli vergilendirme işlemini gerçekleştirmektedir. Özel emeklilik fonlarının faaliyette bulunduğu ülkelerde uygulanan vergilendirilme yöntemleri, Tablo 3'de görülmektedir.

Tablo 3: Ülkeler İtibariyle Özel Emeklilik Fonlarının Vergilendirilme Yöntemleri

	Çalışanların Emeklilik Fonuna Yatırdıkları Primler Üzerinde Vergi	Yatırım Gelirleri Üzerinde Vergi	Emekli Aylığı ve/veya Toplu İkramiye Üzerinde Vergi
ABD*	Yok	Yok	Var
İngiltere*	Yok	Yok	Var
Almanya	Var	Yok	Var
Japonya	Yok	Var	Var
Kanada*	Yok	Yok	Var
Hollanda*	Yok	Yok	Var
İsveç	Yok	Var	Var
Danimarka	Yok	Var	Var
İsviçre*	Yok	Yok	Var
Avusturya	Var	Var	Var
Fransa*	Yok	Yok	Var
İtalya*	Yok	Yok	Var
Yeni Zelanda	Var	Var	Yok

Kaynak: Davis, 1995, s.83.

Tablo-3'de özel emeklilik tasarruflarına birinci ve ikinci aşamada vergi muafiyeti uygulayıp, üçüncü safhada vergi almanın en yaygın vergilendirme yöntemi olduğu dikkati çekmektedir. Bu yöntemi uygulayan ülkelerin büyük bölümü aynı zamanda en yüksek özel emeklilik fonu varlıklarına sahip olan ülkelerdir. Emeklilik fonlarındaki tasarrufları ayrıcalıklı vergilendiren bu ülkelerde biriken özel emeklilik fonu varlıkları, mevcut en son veriler olan 1996 sonu rakamları itibariyle, Japonya hariç 6,5 trilyon \$ düzeyindeki özel emeklilik fonu varlıklarının %96,4'lük bölümünü oluşturmaktadır.

AYRICALIKLI VERGİLENDİRMENİN MİKRO VE MAKRO EKONOMİK SONUÇLARI

Özel emeklilik fonlarına uygulanan ayrıcalıklı vergi rejiminin temelinde, "harcamaların vergilendirilmesi, tasarrufların ise vergi kapsamı dışında tutulması" mantığı yatmaktadır. Bu saik ile hareket edilince, tasarruf edilen ve tasarrufların plase edildiği alanlardan elde edilen gelir, harcama dönemine kadar vergilendirilmemektedir. Buna karşın, fonlanmış emeklilik yükümlülüklerinin kaydadeğer bir gelişim gösteremediği ülkelerde harcama ile gelir arasında ayırım yapılmadığı ve/veya çeşitli kombinasyonlar altında her türlü gelirin vergilendirildiği görülmektedir.⁽⁴⁾

Ayrıcalıklı vergilendirme uygulaması neticesinde ortaya çıkan sonuçları kısaca şu başlıklar altında toplamak mümkündür.

Emeklilik tasarruflarının ayrıcalıklı vergilendirildiği ülkelerde bireylerin emeklilik döneminde elde edilen gelir düzeyi çalışma dönemindekinden daha düşük olduğu için, vergilendirmenin bireylerin marjinal vergi diliminin gerilediği 3. aşamada gerçekleşmesi bireyler açısından özel emeklilik fonlarını cazip kılmaktadır. Bu sayede, bireyler çalışma dönemindeki kazançlarının bir bölümünün vergisini hem "vergi ertelemesi" yoluyla emeklilik döneminde ödemekte, hem de oransal olarak çalışma döneminde tabi olduğu yüksek dilimler üzerinden değil, emeklilik döneminin daha düşük vergi dilimleri üzerinden vermektedir. Ayrıca, çalışanların emeklilik döneminin başlangıcına kadar bu tasarrufların vergilendirilmemesi, emeklilik fonlarının vergisiz bileşik (*compounded tax-free*) getirilerle hızlı bir büyüme göstermelerine imkan sağlamaktadır.⁽⁵⁾ Böylece, emeklilik fonlarının normalde vergiye tabi alanlarda yaptığı yatırımlara vergi muafiyeti tanınması, vergi arbitrajı ortaya çıkartarak emeklilik programları lehinde bir statü oluşturmaktadır (Fuller, 447). Uygulanan vergi teşvikleri sonucunda, emeklilik hesaplarında oluşan birikimler, özellikle orta gelir grubundaki çalışanların en önemli tasarruf kalemlerinden biri hâline gelmiştir (Francis, s.191, 672, Daykin, s. 81).

(4)Örnek olarak, emeklilik tasarruflarının her aşamada vergilendirildiği Avustralya'da I. aşamada işverenlerin çalışanlar adına yatırdıkları primler %15 oranında, çalışanların yatırdıkları primler ise tabi oldukları marjinal vergi oranları düzeyinde (%40 vergi diliminde iseler %40 oranında) vergilendirilmekte; yatırım gelirleri enflasyondan arındırıldıktan sonra %15 oranında vergilendirilmekte; emeklilik döneminde elde edilen gelir belirli bir sınıra kadar %15, üzerine çıkan kısım ise marjinal gelir vergisi oranları üzerinden vergilendirilmektedir.

(5)Bu durum, yüksek vergi dilimindeki şirketlerin vergi avantajlarından yararlanmak için çalışanlarının emeklilik hesaplarını yüksek düzeyde fonlamalarına neden olmaktadır. Sponsorluğunu işverenin yaptığı emeklilik programlarının yüksek ya da düşük düzeyde fonlanması (*over-funding*, *under-funding*) ile şirketin tabi olduğu vergi dilimi arasındaki ilişkiyi ele alan araştırmalar, birbiriyle çelişen iki zıt değerlendirmeyi ortaya koymuştur. Myers ve Majluf, işveren kuruluşun tabi olduğu vergi dilimi yükseldikçe, vergi vermek yerine emeklilik programlarını fonlama eğiliminin arttığını savunmaktadır. Francis ve Reiter ise, işverenin yüksek vergi dilimine tabi olmasının karlılığının yüksek olmasından kaynaklandığını, dolayısıyla esas faaliyet alanında yatırım yaparak daha yüksek kazanç elde edebilen şirketlerin emeklilik fonlarını yüksek düzeyde fonlamayı tercih etmediklerini ileri sürmektedir. Yapılan araştırmalar her iki görüşü de doğrulayan sonuçlar vermiştir.

Kamu maliyesi ise dönem başında vergi ertelemesi sağladığı primi emeklilik aşamasında vergilendirerek işlemiş faiz ve temettü gelirleriyle birlikte daha yüksek düzeye ulaşmış bir meblağdan vergi alarak avantaj sağlamaktadır. Emeklilik programlarına yatırılan primlerin vergi teşviklerinden yararlandırılması, çalışanların işveren kuruluşa ve topluma yük olmadan emekliye ayrılmasını sağlamaktadır (Ippolito, ss.113-114). Ayrıca, toplumun yaşlanmasıyla birlikte devletin sağlık ve sosyal güvenlik alanlarındaki giderlerinin arttığı gözönüne alındığında, emeklilik tasarruflarının vergisinin çalışma dönemi yerine emeklilik döneminde alınması kamu bütçesi açısından daha caziptir. Böylece, demografik değişim sonucunda çalışanların sayısının azalıp, emeklilerin toplumdaki oranının genişlediği dönemlerde, artan kamu giderleri emeklilik aylıkları üzerinden tahsil edilecek vergi ile karşılanabilecektir. Aksi takdirde, sınırlı sayıdaki çalışandan alınabilecek vergi rasyonel ölçülerin üzerine çıkamayacağından dolayı, kamu bütçesinde açıklar ortaya çıkacaktır.

Bu noktada, vergiden istisna tutulan emeklilik tasarruflarının suistimallerden uzak bir ortamda, güvenli yatırım alanlarına plase edilerek, azami ölçüde büyütülmesinde kamu maliyesinin büyük çıkarı ortaya çıkmaktadır: Özel emeklilik fonlarının büyümesinden dolayı devlet daha yüksek vergi geliri elde edecektir. Tanınan vergi istisnasının kamu açısından kayba yol açmaması için, devlet tarafından sıkı denetim mekanizmaları ihdas edilmekte ve özel emeklilik fonlarının yeterlilik düzeyleri kamu otoritelerince yakından izlenmektedir.

Özel emeklilik fonlarına tanınan vergi istisnaları, bu fonların güvenliğinin sağlanması, gözetim ve denetiminde devletin fonksiyonunun artmasını gündeme getirmektedir. Zira, emeklilik tasarruflarından tahsil edeceği vergi alacağı bulunan devlet, emeklilik fonlarının "uyuyan ortağı" olarak herhangi bir suistimal ya da kusur nedeniyle bu alacağının tehlikeye girmemesi için bu fonların korunmasına azami dikkat sarfetmektedir (Capital Taxes Group, s.17). Dolayısıyla, devletin vergi alacağını kaynakta tahsil ettiği bir sisteme kıyasla, tasarruflarını bu fonlarda değerlendiren çalışanlar ile devletin ortak paydası daha da artmakta, çıkarları birleşmektedir.

AYRICALIKLI VERGİLENDİRMENİN TAŞIDIĞI POTANSİYEL OLUMSUZLUKLAR

Diğer taraftan, emeklilik fonlarına vergi ayrıcalıkları tanınmasının orta ve uzun dönemde bir takım olumsuz sonuçlarının da ortaya çıkabileceği gözden uzak bulundurulmamalıdır. Kısaca maddeleştirecek olursak,

- * Özel emeklilik fonları her zaman ulusal tasarruf düzeyini arttırıcı yönde etki yapmayabilmektedirler. Bunun genellikle iki gerekçesi bulunmaktadır. Birincisi, çalışanların özel emeklilik fonlarında tasarruf yapabilmek için diğer özel tasarruflarını gerçekleştirilmekten

vazgeçmeleri nedeniyle bu fonlara zaten gerçekleştirilmekte olan tasarrufların yönelmesidir. Diğer ise, azalan sosyal güvenlik prim tahsilatı nedeniyle kamu tasarruflarının ulusal tasarruf düzeyini daraltıcı etkisidir (Ergenekon, Temmuz 1998, ss.25-29, Franco, ss.7-9, Munnell, s.18).

- * Özel emeklilik fonları, tüm çalışanlar için zorunlu tutulmadıkları takdirde genellikle orta ve ortanın üzerinde gelire sahip çalışanlar tarafından kullanılmaktadır. Tasarruf kabiliyetleri düşük gelir gruplarına kıyasla daha yüksek olan üst gelir grupları bu fonlara yöneltebilecek azami sınırlara kadar vergiden muaf tasarrufta bulunurlarken, diğer çalışan kesimlerin özel emeklilik mekanizmasından yeterince istifade edememesi, vergi teşviklerinin amacına ulaşamaması sonucunu doğurmaktadır (Munnell, s.17, Pestieau).
- * Sermaye piyasası açısından ise şu iki handikap söz konusudur: Birincisi, özel emeklilik fonları vasıtasıyla uzun dönemli yatırımlarını gerçekleştiren bireyler hisse senetleri ve tahvillere vergi vermek suretiyle yaptıkları yatırımları azaltabileceklerdir. İkincisi ise, vergi ayrıcalıklarından dolayı yönetimleri altında toplanan geniş tasarrufları uzun vadeli menkul kıymetlere yönleltmeleri beklenen emeklilik fonları, rekabet ortamında kısa vadeye odaklanarak temel işlevlerinden uzaklaşabilmektedirler (Franco, s.11-13).

SONUÇ

Özel emeklilik fonları, 8,7 trilyon \$'a ulaşan varlık düzeyleriyle global sermaye piyasalarındaki önde gelen kurumsal yatırımcılar arasında yer almaktadır. Temel amaçları çalışan kitlelere emeklilik döneminde finansman kaynağı yaratmak olan bu fonlar, asli fonksiyonlarını icra ederlerken, eşzamanlı olarak ulusal tasarruflar, makroekonomik büyüme, özelleştirme, işgücü piyasasındaki mobilizasyon, sermaye piyasasının volatilitesi, çeşitli menkul kıymetlerin arz-talep dengeleri ve finansal sektöründe sunulan hizmetler üzerinde çeşitli etkilerde bulunmaktadırlar.

Ancak, özel emeklilik fonlarının faaliyet gösterdiği ülke ekonomileri ve sermaye piyasası için olumlu yönde herhangi bir fonksiyon icra edebilmeleri için öncelikle kaydadeğer ölçekte bir varlık hacmine sahip olmaları gerekmektedir. Yurtdışındaki sonuçlar incelendiğinde, rakamları tartışmalı konumda bulunan Japonya verileri hariç tutulduğunda, 1996 yılı itibariyle emeklilik fonu varlıklarının %96,5'inin 7 ülkede yoğunlaşmış olduğu; kontrol ettikleri varlıkların GSMH'ya oranının İsviçre'de %117'ye, Hollanda'da %87'ye, İngiltere'de %84'e kadar yükseldiği görülmektedir. Özel emeklilik fonlarının ekonomi ve sermaye piyasası açısından önem taşıyan etkileri, fa-

aliyet gösterdikleri her ülkede değil, ancak yüksek varlık düzeyine ulaştıkları yerlerde söz konusu olmaktadır.

Özel emeklilik fonlarının niçin birtakım ülkelerde diğerlerinden daha büyük bir gelişme kaydetmiş olduğu araştırıldığında ise, prudent man tarzı fon yönetimi ve vergi teşviklerinin önemli role sahip olduğu görülmektedir. Özel emeklilik fonlarının gelişme gösterdiği ülkelerde sağlanan kaydadeğer ilerlemenin en önemli dinamiğini bu fonların tabi tutulduğu ayrıcalıklı vergilendirme rejimleri oluşturmaktadır. Özel emeklilik fonlarının faaliyette bulunduğu ülkelerin büyük bir bölümünde emeklilik fonlarına yapılan ödemeler, fon portföyünün yatırım gelirleri ve sermaye kazançları belirli limitlere kadar ya da tamamen vergiden muaf tutulmak suretiyle emeklilik fonları geliştirilmeye çalışılmış, vergi, emeklilik döneminde tahsil edilmiştir.

Bu saptama, Türkiye gibi özel emeklilik fonlarının henüz yeni dizayn edilme aşamasında olduğu ülkeler için büyük önem taşımaktadır. Özel emeklilik fonlarına ilişkin altyapı hazırlanırken vergilendirme politikası alanında global arenada yaşanan tecrübeleri dikkate almamaktan kaynaklanacak bir dizayn hatası, özel emeklilik fonlarının belki hiçbir zaman dikkate değer bir varlık sergileyebilecek boyuta ulaşamamasına yol açacaktır. Gelişmekte olan ülkeler için bunun anlamı, önemli bir kurumsal yatırımcının "henüz doğmadan kaybedilme" tehlikesidir.

KAYNAKÇA

- Altig, D., A.J. Auerbach, L.J. Kotlikoff, K.A. Smetters, J. Walliser, "Simulating U.S. Tax Reform", Congressional Budget Office, September 1997.
- Bateman, H., J. Piggott, "Australian Retirement Income Policy", Australian Tax Forum, Vol.9, No:1, 1992.
- Bosworth, B.P., Tax Incentives and Economic Growth, The Brookings Institutions, Washington, D.C., 1984.
- Bosworth, B., G. Burtless, "Effects of Tax Reform on Labor Supply, Investment, and Saving", Journal of Economic Perspectives, Vol:6, No:1, Winter 1992, pp.3-26.
- Burtless, G., "Social Security's Long-Term Budget Outlook", National Tax Journal, Vol.L, No:3, September 1997, pp.399-412.
- Capital Taxes Group, "Neutrality in the taxation of savings: An external role for PEPs", IFS Commentary, No.17, 1989.

- Chen, Y., S.C. Goss, "Are Returns on Payroll Taxes Fair?", E.R. Kingson, J.H. Schulz, (Eds.), Social Security in the 21st Century, Oxford University Press, New York, 1997, pp.76-90.
- Coote, R. "Self-Regulation of Foreign Investment by Institutional Investor", OECD/DAFFE/INV, 93/18, Paris, 1993.
- Davis, E.P., Pension Funds: Retirement-Income Security, and Capital Markets - An International Perspective, Clarendon Press, Oxford, 1995.
- Davis, E.P., "The Structure, Regulation and Performance of Pension Funds in Nine Industrial Countries", The World Bank Paper for IBRD Project on Old Age Income Security, Washington, DC, January 1993.
- Daykin, C.D., "Financial management and control of supplementary pension schemes", International Social Security Review, Vol: 48, No:3-4, 1995, pp.75-89.
- Dilnot, A., "The Taxation of Private Pensions", Z. Bodie, O.S. Mitchell, J. Turner, (Eds.), Securing Employer-Based Pensions: An International Perspective, Pension Research Council, University of Pennsylvania Press, Philadelphia, PA, 1996, pp.213-232.
- Downes, J., Goodman, J.E., Dictionary of Finance and Investment Terms, 3rd Edition, Barron's, 1991.
- Ergenekon, Ç., Özel Emeklilik Fonları: Şili Örneğinden Alınacak Dersler, İMKB Yayınları, İstanbul, Temmuz 1998.
- Ergenekon, Ç., "Uluslararası Fon Transferlerinde Yükselen Dalga: Özel Emeklilik Fonu Yatırımları", Finans Dünyası Dergisi, FİDYAK Bülteni, No:3, June 1998, ss.9-13.
- Ergenekon, Ç., "Cehennemın En Sıcak Kötesi", Dünya Gazetesi Finans Kulüp Eki, 1 Mayıs 1998, s.4.
- Ergenekon, Ç., Sosyal Güvenlik Sistemleri Bağlamında Özel Emeklilik Uygulamaları: Türkiye'deki Gelişime Global Perspektifte Bir Bakış, Milli Reasürans TAŞ Yarışması Birincilik Ödülü, İstanbul, Mart 1998.
- FitzGerald, V.W., I.R. Harper, "Superannuation: Preferred or Level Playing Field? Implications for the Financial System", Australian Tax Forum, No: 9, 1992, pp.194-258.
- Francis, J.C., Management of Investments, 3rd Edition, McGraw-Hill, New York, 1993.

- Franco, D., "The Taxation of Funded Pension Schemes and Budgetary Policy", Economic Paper, European Commission, No:117, September 1996.
- Fuller, R.J., Farrell, J.L., Modern Investments and Security Analysis, McGraw-Hill, New York, 1987.
- Hubbard, R., "The Tax Treatment of Pensions", Pension Funding and Taxation: Implications for Tomorrow, Employee Benefit Research Institute, Washington, DC, 1994, pp.43-57.
- Ippolito, R.A., "A Regulator's Response to Pension Reform", R.V. Burkhauser, D.L. Salisbury (Ed.s.), Pensions in a Changing Economy, Employee Benefit Research Institute & National Academy on Aging, Washington, DC, 1993, pp.113-114.
- Ippolito, R.A., "Implementing Basic Tax Changes: Income Versus Consumption Tax Treatment", Pension Funding and Taxation: Implications for Tomorrow, Employee Benefit Research Institute, Washington, DC, 1994, pp.139-145.
- Kotlikoff, L.J., "Privatization of Social Security: How It Works and Why It Matters", Poterba, James M., Tax Policy and the Economy, National Bureau of Economic Research, The MIT Press, Cambridge, MA, 1996, pp.1-32.
- Leffler, W., "A Survey of the Taxation of Private Pension Plans in 15 Selected Countries", OMERS (Ontario Municipal Employees Retirement Service) Pension Policy Department, September 1994.
- Manchester, J., "Taxing Issues for Social Security", Pension Research Council Working Paper, 97/27, October 1997.
- Munnell, A., "Current Taxation of Qualified Pension Plans: Has the Time Come?", New England Economic Review, March-April 1992, pp.12-25.
- OECD, Maintaining Prosperity in an Ageing Society, Paris, 1998.
- OECD, Institutional Investors Statistical Yearbook 1997, Paris, 1997.
- Salisbury, D.L., "The Costs and Benefits of Pension Tax Expenditures", Pension Funding and Taxation: Implications for Tomorrow, Employee Benefit Research Institute, Washington, DC, 1994, pp.85-103.
- Silverman, C., P. Yakoboski, "Public and Private Pensions Today: An Overview of the System", Pension Funding and Taxation: Implications for Tomorrow, Employee Benefit Research Institute, Washington, DC, 1994, pp.7-42.

- Stevens, P., "Selected Issues in International Taxation of Retirement Savings", Expert Meeting on Institutional Investors in the New Financial Landscape, Paris, 7-8 July 1997.
- Thompson, L.H., "The Advantages and Disadvantages of Different Social Welfare Strategies", The Challenges of Social Security Reform and New Administration and Financial Management Techniques Meeting, ISSA, Mar del Plata, 5-7 September 1994, pp.13-14.
- U.S. Department of Labor Pension and Welfare Benefits Administration, Retirement Benefits of American Workers: New findings from the September 1994 Current Population Survey, Washington, DC, September 1995.
- World Bank, Averting the Old-Age Crisis, Washington, DC, 1994 ■