

AZERBAYCAN CUMHURİYYETİ EĞİTİM BAKANLIĞI

AZERBAYCAN DEVLET İKTİSAT UNİVERSİTESİ

TÜRK DÜNYASI İŞLETME FAKÜLTESİ

İŞLETME

LİSANS BİTİRME TEZİ

ULUSLARARASI SERMAYE BÜTÇELEMESİ VE YATIRIM

KARARI

Hazırlayan

Aydan QULUZADƏ

1317.01009

BAKU 2017

AZERBAYCAN CUMHURİYYETİ EĞİTİM BAKANLIĞI
AZERBAYCAN DEVLET İKTİSAT UNİVERSİTESİ
TÜRK DÜNYASI İŞLETME FAKÜLTESİ
İŞLETME

LİSANS BİTİRME TEZİ
ULUSLARARASI SERMAYE BÜTÇELEMESİ VE YATIRIM
KARARI

Hazırlayan

AYDAN QULUZADƏ

1317.01009

DANIŞMAN

Dr. Nurhodja AKBULAEV

BAKU 2017

ÖZET

Çokuluslu şirketler başka bir ülkeye yatırım yaptıklarında o ülkedeki risklerle karşı karşıya kalmak zorundadırlar. Şirketlerin risklerin yönetimindeki başarısı, rekabet avantajı kazanmanın başlıca faktörlerinden biridir. Çokuluslu şirketlerin başka bir ülkede karşılaşılabilecekleri faiz, enflasyon ve kur risklerini belirlemek için kullandıkları değerlendirme yöntemlerini, "uluslararası sermaye bütçeleme" kapsamında incelemek mümkündür.

Sermaye bütçeleme kararlarında en önemli faktör, riski en aza indirmektir. Bunun için yöneticiler veya karar verici genel ekonomik durum ve projeden kaynaklanan riskleri değerlendirebilmelidir. Yabancı bir ülkeye yatırım yapılırsa, yatırımın uluslararası boyutu şirket için çok önemlidir. Yatırımları değerlendirirken, uluslararası yatırımları risklerden korumak için geliştirilen teknikler kullanılır. Bu riskleri en aza indirmek için yeni teknikler geliştirilmektedir.

Bu çalışmada, çokuluslu şirketler tarafından doğrudan yabancı yatırımların değerlendirilmesinde kullanılan sermaye bütçeleme, yani uluslararası sermaye bütçeleme açıklanmıştır. Uluslararası sermaye bütçeleme, yerel sermaye bütçelemeyle aynı teorik altyapı kullanılmaktadır. Çalışmada Net Bugünkü Değer Yöntemi ve Geri Ödeme Yöntemi yöntemi üzerinde durulmuştur.

İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
İÇİNDEKİLER	ii
TABLolar LİSTESİ.....	v
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE BÜTÇELEMESİ KAVRAMI, ÖNEMİ VE KAPSAMI

1.1. ŞİRKETLER İÇİN YATIRIMLARIN ÖNEMİ	3
1.2. SERMAYE BÜTÇELEMESİ KAVRAMI.....	4
1.3. SERMAYE BÜTÇELEMESİNİN ÖNEMİ.....	5
1.4. SERMAYE BÜTÇELEMESİNİN AMACI	6
1.5. SERMAYE BÜTÇELEMESİ SÜRECİ.....	7
1.5.1. Uzun Vadeli Hedeflerin Belirlenmesi	7
1.5.2. Yatırım Tekliflerinin İncelenmesi ve Seçilmesi	8
1.5.3. Yatırım Projelerinin Uygulamaya Konulması ve Kontrol	9
1.6. SERMAYE BÜTÇELEMESİ TEMEL DEĞİŞKENLERİ	10
1.6.1. Yatırım Harcamalarının Tutarı	10
1.6.2. Yatırımın Ekonomik Ömrü	11
1.6.3. Hurda Değeri.....	12
1.6.4. Nakit Akışları.....	13
1.6.5. Sermaye Maliyeti	15
1.7. ULUSLARARASI SERMAYE BÜTÇELEMESİNİN ULUSAL SERMAYE BÜTÇELEMESİNDEN FARKI.....	16

1.8. ULUSLARARASI SERMAYE BÜTÇELEMESİNİN	
KARMAŞIKLIKLARI	17
1.9. SERMAYE BÜTÇELEMESİNDE RİSK UNSURU	19
1.9.1. Uluslararası yatırımlarda risk unsuru	19
1.9.1.1. Politik Risk.....	19
1.9.1.2. Döviz Kuru Riski	20
1.9.2. Uluslararası Yatırımlarda Riskin Yok Edilmesi	21
1.9.2.1. Politik Riskin Yok Edilmesi	21
1.9.2.1.1. Haber Alma Ağının Oluşturulması.....	21
1.9.2.1.2. Önceden Tahmin Etme Politikası	22
1.9.2.1.3. Koşullara Uyum Sağlaması	22
1.9.2.2. Döviz Kuru Riskinin Yok Edilmesi.....	22

İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIMIN TANIMI VE MAHİYETİ

2.1. YATIRIM KAVRAMI	24
2.1.1. Makro Açıdan Yatırım Kavramı.....	25
2.1.2. Mikro Açıdan Yatırım Kavramı	26
2.2. YATIRIM ÇEŞİTLERİ.....	27
2.2.1. Sabit Sermaye Yatırımı.....	27
2.2.2. Stok Yatırımları	27
2.2.3. Net Yatırımlar	27
2.2.4. Yenileme Ve İdame Yatırımları	28
2.2.5. Tamamlama Yatırımları.....	29
2.2.6. Yeni Yatırımlar	29
2.2.7. Otonom Yatırımlar.....	29
2.2.8. Uyarılmış Yatırımlar	29

2.2.9. Kamu Kesimi- Özel Kesim Yatırımları	29
2.3. YATIRIM KARARI	30
2.4. YATIRIM KARARLARININ ÖNEMİ.....	31
2.5. YATIRIMLARI BELİRLEYEN FAKTÖRLER.....	32
2.6. YATIRIMLARI DEĞERLENDİRME YÖNTEMLERİ.....	34
2.6.1. Karlılık Oranı Yöntemi.....	35
2.6.2. Geri Ödeme Süresi Yöntemi.....	37
2.6.3. Net Bugünkü Değer Yöntemi	38
2.6.4. Karlılık İndeksi Yöntemi	40
2.6.5. İç karlılık (verim) oranı yöntemi.....	41
2.7. YATIRIM PROJESİ	41

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

UYGULAMA

3.1. ÖRNEK UYGULAMA.....	43
3.1.1. Araştırmanın Amacı.....	43
3.1.2. Araştırmanın Kapsamı	43
3.1.3. Araştırmanın Önemi.....	43
3.1.4. Araştırmanın Yöntemi	43
3.2. ÖRNEK	45

SONUÇ..... 52

KAYNAKÇA 54

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1. Uluslararası Sermaye Bütçeleme Yöntemleri.....	17
Tablo 2. Projenin TL Cinsinden Nakit Akışları.....	45
Tablo 3. %4,34 TL Enflasyonuna Göre Beklenen Spot TL Kurları.....	47
Tablo 4. TL ve AZN cinsinden Nakit Akışları.....	48
Tablo 5. Geri Ödeme Süresi hesablanması.....	51

GİRİŞ

İşletme açısından, belirli bir ürünün ve hizmetin üretim hacmini artırmak için yapılan her türlü harcamaya yatırım adı verilmektedir. Bu harcamalar, ister dönen varlıklara, isterse duran varlıklara yapılmış olsun, işletme açısından yatırım olarak değerlendirilir.

İşletmelerin yapısına bakılmaksızın, sabit varlıklara yapılan yatırımlar sermaye harcamaları olarak bilinmekte ve yatırım planları Sermaye Bütçeleme olarak bilinmektedir. Başka bir deyişle, uygun ve verimli yatırım alanlarının araştırılması, belirlenmesi ve yatırımında sermaye harcamaları önerilerinin değerlendirilmesine sermaye bütçeleme denmektedir. Şirketlerin uzun vadeli yatırım kararlarının sonuçları, firma değerlerini uzun süre etkileyen faktörlerden biri olduğundan, bu tür yatırımlar etkili bir sermaye bütçeleme tekniği ile planlanmalıdır. Sermaye bütçeleme, yatırımın karşılayabileceği riskleri dikkate alarak, yatırım maliyeti ile yatırımın beklenen nakit akışlarını içermektedir. Bir projenin uygulanabilir olması için, beklenen getirinin mevcut değeri, yatırım maliyetinin mevcut değerinden daha büyük olmalıdır.

Çalışmanın amacı, sermaye bütçelemesini finans literatüründeki kapsamı doğrultusunda incelemek, kullanılan yöntemleri değerlendirerek, uluslararası yatırımların değerlendirilmesinde en önemli kriterlerin neler olduğunu tartışmaktır.

Çalışma giriş ve sonuç kısımları dışında üç bölüme ayrılmıştır. Çalışmanın ilk bölümünde, sermaye bütçeleme kavramı, sermaye bütçelemesinin amacı, süreci, sermaye bütçelemesinde risk unsuru incelenmiştir.

İkinci bölümde, yatırım kararları, bu kararların önemi, yatırım değerlendirme yöntemleri açıklanmıştır.

Üçüncü bölümde, birinci ve ikinci bölümdeki teorik ve teknik bilgiler doğrultusunda bir örnek geliştirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE BÜTÇELEMESİ KAVRAMI, ÖNEMİ VE KAPSAMI

1.1. ŞİRKETLER İÇİN YATIRIMLARIN ÖNEMİ

Kar amaçlı şirketlerinin temel amacı, ortaklarının refahını olabildiğince artırmaktır (Pike ve Dobbins, 2003: 4). Ortakların refahını etkileyen en önemli faktör şirket değeridir ve şirket yöneticileri daima şirketlerinin piyasa değerini maksimize etmeye çalışırlar. Şirketin piyasa değerini belirleyen faktörleri, kontrol edilen ve kontrol edilemeyen faktörler olarak iki kategoriye sınıflayabiliriz.

Kontrol edilemeyen faktörler, işletmenin bulunduğu çevrenin belirlediği ekonomik, sosyal, politik, teknolojik, doğal ve yasal faktörlerdir (Tamer, 2003: 15). Hammade, emek ve sermaye ise kontrol edilebilen faktörlerdir. Şirket yönetimi, kontrol edilebilir faktörleri inceleyerek malların veya hizmetlerin üretiminin artırılması, maliyetlerin düşürülmesi, karların artırılması, üretim stratejilerinin belirlenmesi, yatırımların nasıl ve nereden finanse edileceği, projelerin değerlendirilmesi gibi birçok konuda karar verir. Bu faaliyetlerin en önemlisiyse, şirketin mali işlerinin yöneticisi tarafından değerlendirilen kararlardır.

Yatırımlar, şirket değerinin gelecekte daha büyük olmasını sağlamak için önceden yapılan harcamalardır (Dixon, 2003: 11). Buradaki asıl amaç harcamanızdan daha fazla kazanç sağlamaktır. Hedeflenen kar elde edilirse, şirketin değeri artar ve böylece şirket yatırım hedefine ulaşmış olur. Öte yandan, yatırımın karlı olması, bu yatırımın daima iyi bir yatırım olduğu anlamına gelmez. Yatırımın karının boyutu ve bunun ne kadar riskli olduğu da önemlidir. Bu ise

hedefi süreklilik ve hissedarlarının refah düzeyini mümkün olduğunca artırmak olan şirketlerin daima yatırım eğiliminde olmasını değiştirmez.

Şirketlerin sürdürülebilirliğini ve büyümesini sağlayan faktörler olan yatırımlar, şirketler için hayati öneme sahiptir. Başarısız büyük yatırımlar sadece şirketin mevcut durumunu iyileştirmediği gibi harcanan para ve zaman da dikkate alınırsa daha kötü sonuçlar doğurabilir. Çok önemli olması nedeniyle bu kararlar şirket yönetimince en üst düzeyde ve titizlikle tasarlanır (Dixon, 2003: 11); (Sarıaslan, 2003: 6-7).

1.2. SERMAYE BÜTÇELEMESİ KAVRAMI

Sermaye bütçeleme kavramı, uzun yıllardır finans literatüründe en önemli konulardan biri olmuştur ve bu kavram üzerine birçok akademik çalışma yapılmış ve bu kavramı açıklanmaya çalışılmıştır.

Sermaye bütçeleme kavramıyla ilgili literatürde çeşitli tanımlar yapılmıştır. Gelecekte bir yıldan daha uzun süre nakit akımı sağlanması beklenen yatırımlar olarak tanımlanmaktadır (Shapiro 2005, 2). Aynı şekilde, Seitz ve Ellison, gelecekte beklenen harcamaları sermaye yatırımları olarak tanımlamış ve sermaye bütçelemesinin sermaye yatırımlarını belirleme süreci olduğunu belirtmiştir. Fabozzi ve Peterson, sermaye bütçelemesini, bir yıllık bir dönem boyunca uzun vadeli faydalar sağlanması beklenen uzun vadeli varlıklara yapılan yatırımları belirleme süreci olarak tanımladı. Akgüç'e göre, sermaye bütçeleme yeni, karlı, verimli yatırım projelerinin incelenmesi; bir yatırım önerisinin kabul edilmesinin etkilerini öngörmek için teknik ve pazarlama ile ilgili tüm faktörlerin incelenmesi; her bir yatırım önerisinin kar potansiyelini belirleyen faaliyetlerdir. Tanımlardan anlaşıldığı üzere,

sermaye bütçelemesinin konusu, bir yıldan uzun sürede getiri sağlayan sabit sermaye yatırımları olmaktadır. Bu açıdan sermaye bütçelemesi, sabit sermaye yatırımlarının sonuçlarını belirleme, analiz etme ve değerlendirme süreci olarak tanımlanır.

Kısacası, sermaye bütçelemesi gelecekteki başarı, karlılık, üretkenlik, para akışı, risk seviyesini belirleyen en önemli faktörlerden biridir ve işletmeler için hayati bir öneme sahiptir.

1.3. SERMAYE BÜTÇELEMESİNİN ÖNEMİ

Fırsat ve tehditlerin var olduğu dünya ticaretinde şirketler sonsuz yatırım fikriyle karmaşık uluslararası pazarlara yönelmektedirler. Dinamik yatırım ortamlarında büyük miktarda yapılan yatırımlar, yöneticileri zorlu, karmaşık yatırım kararlarıyla karşı karşıya bırakmaktadır. Yatırım fırsatlarından firma değerini maksimize edecek olanı seçmek çok zor bir süreçtir. Bu karmaşık süreçte alınan yatırım kararları şirketin bugününü ve geleceğini belirlediğinden, bu kararlar şirketler için stratejik bir öneme sahiptir. Sabit sermaye yatırımları, üretim amacıyla reel varlıklarda yapılan yatırımlardır. Sabit sermaye yatırımları, uzun vadede ve çok büyük oldukları için geri dönmek zordur. Başlangıçta yüksek nakit çıkışları gerektirmesi ve nakit girişlerin yıllar sonra elde edilecek olması yatırım kararlarının önemini arttırmaktadır. Alınan yanlış kararlar varlıkların israfına, firmanın borçlanmasına sebep olabilmektedir (TÜİK, 2004 ve FED, 2004); (Ergün, 2008: 5)

1.4. SERMAYE BÜTÇELEMESİNİN AMACI

Maddi varlıklara yapılan yatırımların değerlendirilmesi, şirketin gelecekteki başarısı için önemli bir unsurdur. Bu karar vericilerin karar vermedeki esnekliklerini sınırlar; çünkü firmanın fonları belirli alanlara uzun bir süre bağlandığından gelecekteki olayları tahmin edememe riski taşır.

Ayrıca, maddi duran varlıklara yapılan aşırı yatırımlar, şirketin gereksiz ağır finansman ve sabit gider yükü altına girmesine, yetersiz olması halinde yatırım alanının kısıtlanması nedeniyle pazar payını kaybetmesine yol açabilir (Akgüç, 1989: 290)

Firma, kendi değerini maximize etme yönünde izlediği politikada, firmanın fonlarını sabit varlık yatırımlarında kullanılacak yatırım alternatiflerini değerlendirmeli ve sermaye bütçeleme tekniklerinden yararlanmalıdır.

Finansman teorisine göre, sermaye bütçeleme tekniğinin özelkriterleri şu şekilde özetlenebilir:

- Kullanılan teknik, hissedarların servetlerinin maksimizasyonu ile doğru orantılı olmalıdır.
- Paranın zaman değerini yansıtmalıdır.
- Riski dikkate alınmalıdır.
- Karşılaştırıldığında, alternatifler için tutarlılık emri verilmelidir.
- Bilgelik veren bir kişi bilgilendirmede yardımcı olmalıdır (Akgüç, 1989: 290).

1.5. SERMAYE BÜTÇELEMESİ SÜRECİ

Sermaye bütçeleme, uzun vadeli hedeflerin belirlenmesini, yatırım fonları, mühendislik çalışmaları, pazarlama ve finansal tahminler için yeni ve karlı alternatiflerin bulunmasını, plan ve kontrol bütçelerinin hazırlanmasını ve bu bütçelerin bilgi işlem sistemine kaydedilmesini gerektirir; alternatif projelerin ekonomik değerlendirilmesi ve projelerin performans denetimlerini içeren faaliyetlerdir (Levy and Sarnat, 1994, 23). Sabit sermaye yatırımları, büyük nakit akımları gerektiren yatırım olması nedeniyle birçok risk ve belirsizliğe sahiptir. Sabit sermaye yatırımlarının bu özelliklerinden dolayı, sermaye bütçeleme, her detaya dikkatle planlanması gereken bir süreç haline geldi.

Sermaye bütçeleme, ana hatlarıyla aşağıda sıralanan aşamalardan oluştuğunu söylemek mümkündür:

- Uzun Vadeli Hedeflerin Belirlenmesi
- Yatırım Tekliflerinin İncelenmesi ve Seçilmesi
- Yatırım Projelerinin Uygulamaya Konulması ve Kontrol

1.5.1. Uzun Vadeli Hedeflerin Belirlenmesi

Finans yöneticisinin temel amacı; firmanın değerini maksimize etmektir. Firmanın uzun vadeli hedeflerinin belirlenmesinde sabit sermaye yatırımlarının planlanması stratejik bir öneme sahiptir. Sermaye bütçelemeyle firma stratejisi göz önünde bulundurularak, firma kaynakları firma değerini maksimize edecek yatırım projeleri arasında optimal bir şekilde dağıtılmalıdır. Firmalar hisse değerini maksimize edecek yatırım projelerini belirlemek ve bunları uygulayarak firmanın devamlılığını sağlayacak nakit akımlarını elde etmek durumundadırlar. Yukarıda belirtilen nedenlerden dolayı sermaye bütçeleme sürecinin ilk adımı firmanın vizyonun belirlenmesi ve firma stratejisine uygun olarak

sermaye bütçeleme sürecinin tasarlanmasıdır. Firmanın temel uzun vadeli firma değerini arttırmaktır. Ancak bu hedef oldukça soyut ve genel bir hedeftir. Bu hedefe ulaşmak üzere yöneticiler daha somut ve performansı ölçülebilir alt hedefler belirlemekte ve bu hedefi daha somut hale getirmektedirler. Bu alt hedefler kazaların azaltılması veya personel eğitimi gibi parasal olmayan hedefler olabileceği gibi satışların artırılması veya sektör lideri olunması gibi parasal hedefler de olabilir. Burada yöneticilerin dikkat etmesi gereken bir diğer husus da hedeflerin ulaşılabilir olarak belirlenmesidir. Strateji organizasyonun genel yönünü ve yatırım fırsatlarının genel çerçevesini belirlemektedir (Seitz ve Ellison, 1999: 15). Firmanın hedefleri ve stratejisi sermaye bütçeleme sürecinin temellerini oluşturmaktadır. Strateji firmanın hedeflerini gerçekleştirilmesi sırasında kaynak dağılımının nasıl yapılacağını belirlemektedir. Bu bağlamda sermaye bütçeleme stratejinin kaynak dağılımını ve yatırım kararlarını belirlemede kullandığı bir araç olmaktadır.

1.5.2. Yatırım Tekliflerinin İncelenmesi ve Seçilmesi

Firma stratejisine uygun olan projeler firmanın üretim, pazarlama, araştırma ve geliştirme departmanlarınca belirlenmektedir. Belirlenen projeler firmanın gelecek nakit akımlarını dolayısıyla firmanın değerini nasıl etkileyeceklerine göre değerlendirilmektedir (Fabozzi ve Peterson, 2002: 6). İnceleme ve seçilme sürecinden geçen uygun projeler yatırım teklifleri olarak değerlendirilmektedir. Yatırım tekliflerinin gelirleri ve maliyetleri belirlenerek sağlayacağı nakit akımları tahmin edilip üretim, pazarlama ve finans departmanlarından gelen fizibilite etüdü verileri birleştirilerek yatırım bütçesi hazırlanmaktadır.

1.5.3. Yatırım Projelerinin Uygulamaya Konulması ve Kontrol

Yatırım planı belirlendikten sonra firmanın karar alma sürecinde gerekli makamlarca yatırım harcamalarının yapılmasına onay verilmektedir. Yatırımın harcamaları ve gelirleri sürekli izlenerek yöneticilere düzenli olarak projenin yürütülmesiyle ilgili bilgi sağlanmaktadır. Yatırım harcamalarının bütçe tahminlerine uygun olarak gerçekleştirilmesi için gerekli önlemler alınmalıdır. Yatırım projesi, uygulamanın her aşamasında bütçe hedeflerine uygun olarak denetlenmeli ve sapmalarda gerekli önlemler alınmalıdır. Proje uygulanırken kontrol edildiği gibi tamamlandıktan sonra da sonuçların değerlendirilmesi ve gerekli geri beslemenin (feedback) sağlanması sonraki yatırım projelerinin karar alma aşaması için önemlidir. Uygulamada firmalar yukarıda belirtildiği gibi standart bir sermaye bütçeleme prosedürünü benimsemekten uzak olmakla birlikte, firmaların sermaye bütçeleme süreçleri firmadan firmaya farklılık göstermektedir. Bir başka ifadeyle, bütçe periyodu, proje tanımları, değerlendirme teknikleri ve yönetim prosedürleri firmadan firmaya değişmektedir. Birçok firma yatırım projelerini genellikle beş yılı aşmayan planlama bütçelerinde ve bir yıllık sermaye bütçelerinde planlamaktadır (Levy ve Sarnat, 1994: 28). Projenin net bugünkü değeri veya değeri, hem beklenen nakit akımlarına hem de bu nakit akımlarının indirildiği iskonto oranına bağlıdır (Shapiro, 2005: 143). Proje değerlendirmesinin yapılabilmesi ve sermaye bütçeleme tekniklerinin doğru olarak uygulanabilmesi için proje analistlerinin bu iki önemli unsurun tespit etmesi gerekmektedir. Sermaye bütçeleme sürecinde büyük öneme sahip bu unsurlar nakit akımları ve sermaye maliyetidir. Yatırım projelerinin indirgenmiş nakit akımları yöntemleriyle

değerlendirilebilmesi için, nakit akımları ve bunları indirgemekte kullanılacak iskonto oranı doğru bir şekilde belirlenmelidir.

1.6. SERMAYE BÜTÇELEMESİ TEMEL DEĞİŞKENLERİ

Yatırım kararlarının alınmasında, belki hiçbir etmen, kararın dayanağını oluşturan sağlıklı veriler, bilgiler ve tahminler kadar önemli değildir (Akgüç, 1998: 326). Yatırım harcamalarının tutarı, yatırımın ekonomik ömrü, hurda değeri, nakit akışları ile bunların yıllara dağılımı ve yatırımdan beklenen verim veya iskonto oranı sermaye bütçelemesi sürecinde etkili olan temel değişkenlerdir. Yatırım projelerinin doğru değerlendirilmesi için sermaye bütçelemesi sürecinde rol alan bu değişkenlerin titizlikle belirlenmesi gereklidir. Günümüzde hem uygulamada hem de literatürde oldukça popüler olan indirgenmiş nakit analizi yöntemleri bu değişkenlere göre şekillendirilmektedir.

1.6.1. Yatırım Harcamalarının Tutarı

Yatırım harcamaları sabit sermaye yatırımları ve işletme sermayesi yatırımları olarak iki ana grupta toplanmaktadır. Sabit sermaye yatırımları arazi, arsa, bina, makine-teçhizat, demirbaş, taşıt gibi yatırımlardır. Sabit sermaye yatırımlarının finansmanında borç kullanılmışsa bu borç için ödenen faizler de vergi kalkanı etkisi dikkate alınarak maliyetlere dâhil edilmelidir. İşletme sermayesi yatırımları ise bu tip yatırımlardan farklı olarak yatırım projelerinin devamı için gerekli olan işletme sermayesi ihtiyacıdır. Yatırımlar firmanın faaliyet düzeyini etkileyerek net çalışma sermayesi ihtiyacında bir artışa neden olabilir (Fabozzi ve Peterson 2002: 5). Eğer yeni bir ürün üretmek için yatırım yapılmışsa firma stoklara daha fazla yatırım yapacaktır. Satışları arttırmak için yatırım yapıldığında kredi olanakları genişletileceğinden

alacak hesapları artacaktır. Firmanın yükselen işlem hacmi nakit ihtiyacını arttıracaktır (Fabozzi ve Peterson 2002, 5). İşletme sermayesi ihtiyacındaki artış yatırım harcamaları tutarını arttırmaktadır. Yatırım harcamaları tutarı hesaplanırken işletme sermayesi yatırımlarının geri alınacağı varsayımıyla ihmal edilmesi projelerin yanlış değerlendirilmesine ve ret edilmesi gereken projelerin kabul edilmesine sebebiyet vermektedir. İşletme sermayesi yatırımlarının tamamen geri alındığı durumlarda bile paranın zaman değeri dikkate alındığında hatalar oluştuğu görülmektedir.

1.6.2. Yatırımın Ekonomik Ömrü

Yatırımlar genellikle ekonomik ömür olarak tanımlanan belirli bir zaman periyodu süresince fayda sağlamaktadırlar. Bir varlığın ekonomik veya faydalı ömrü, fiziksel yıpranmaya, teknolojisinin eskimesine veya ürün için piyasada oluşan rekabetin derecesine göre belirlenmektedir (Fabozzi ve Peterson 2002: 8). Bu bağlamda yatırımların fiziki ömürleriyle ekonomik ömürleri birbirlerine karıştırılmaması gereken kavramlardır. Fiziki ömür; belirli bir kalite standardında ürün üretebilen süre olarak tanımlanırken, ekonomik ömür; fayda sağlanarak üretimin devam ettirilebileceği zaman periyodu olarak tanımlanmaktadır. Bazen makine ve tesisler, fiziki olarak üretimde bulunmak yetkinliğine sahip oldukları halde, teknolojik gelişmelerin ya da yeni rakip mal ve hizmetlerin ortaya çıkışının veya tüketicilerin beğeni ve gereksinmelerinin değişmesi sonucu, fiziki ömürlerini doldurmadan modası geçmiş, teknik olarak eskimiş ve ekonomik yönden faaliyet dışı bırakılması gereken varlıklar halini alabilirler (Akgüç, 1998: 329). Kitlesele üretim yapan ve özdeş ürünler üreten sektörlerde ekonomik ömürle fiziksel ömür hemen hemen aynı olmaktadır.

Ekonomik ömrün tespit edilmesi ileri teknoloji kullanarak farklılaştırılmış ürün üreten sektörler için büyük önem taşımaktadır.

1.6.3. Hurda Değeri

Bazı durumlarda yatırım projesinin ekonomik ömrü sonunda varlıkların hurda değeri olarak adlandırılan pozitif değerleri olmaktadır. Hurda değeri proje bitiminde nakit girişi sağladığından projenin bugünkü değerini arttırıcı bir etkiye sahiptir. Sermaye bütçelemesi sürecinde nakit akımlarının tespit edilmesi ve projenin doğru değerlendirilmesi açısından hurda değeri dikkate alınması gereken bir unsurdur. Hurda değerinden sağlanan nakit girişleri tespit edilirken ilgili vergi düzenlemeleri ve indirimler dikkate alınmalıdır. Varlıklar defter değeri üzerinde elden çıkarılmışsa satış karından vergi düşüldükten sonra kalan net tutar nakit girişi olarak kaydedilmelidir. Yatırım projesinin sonunda yatırımın ekonomik ömrü boyunca işletme sermayesine yapılan yatırımların da geri alınacağı varsayılmaktadır. Elde kalan stoklar satıldıktan, alacaklar tahsil edildikten sonra kalan tutardan borçlar düşülerek elde edilen net işletme sermayesi yatırımın son yılında nakit girişi sağlamaktadır. Yatırımın ekonomik ömrü sonunda gerek hurda değerinden, gerekse işletme sermayesinin geri alınmasından sağlanan pozitif nakit akımlarının dikkate alınmaması; yatırım projelerinin yanlış değerlendirilerek firma değerini arttıran verimli yatırımların reddedilmesine neden olabilmektedir (Akgüç, 1998: 329). Teknik ömrünü doldurmamış duran varlıkların yenilenmesinde, mevcut duran varlığın iki farklı kalıntı değerinin dikkate alınması gerekir: yenileme sırasındaki değeri, normal fiziki ömrü sonundaki değeri. Yenileme sırasında, kullanılmakta olan duran varlığın kalıntı değerinin sağlayacağı para girişi, yatırım harcamasını azaltır. Bu nedenle kullanılan duran

varlığın satışının sağlayacağı net nakit girişi, yeni duran varlığın gerektirdiği para çıkışından düşülür. Buna karşılık firma, kullanılan duran varlığın, normal fiziki ömrü sonundaki kalıntı değerinin sağlayacağı para girişinde yoksun kalmaktadır. Yoksun kalınan bu para girişi, yeni sabit değer ilgili yılda sağlayacağı para girişinden indirilmelidir. Yeni duran varlığın kalıntı değeri nedeniyle firmanın elde edebileceği nakit girişi de, son yılın nakit akışına eklenmelidir (Akgüç, 1998: 330).

1.6.4. Nakit Akışları

Bir firma sadece hissedarlarının refahını arttırmak için yatırım yapar ve geçmiş yatırım kararlarından gelecek yıllarda nakit akımları elde eder. Yeni varlıklara yatırım yaptığında, gelecek nakit akımlarının yatırım yapılmadan önceki durumdan daha fazla olmasını bekler (Fabozzi ve Peterson, 2002: 13). Projenin kabul edilmesi durumunda firma değerinde meydana getireceği değişikliğin tespit edilebilmesi için, projenin gelecekte yaratacağı nakit akımları tespit edilmelidir. Ancak, kullanılabilir nakit akışı tahminleri gümüş bir tepsiyle sunulmaz (Brealey ve Myers, 2003: 119). Finans uzmanı nakit akımlarını tahmin etmek için, pazarlama araştırması, üretim planlama, yöneylem araştırması, muhasebe verilerine ve geçmiş tecrübelerine dayanarak topladığı ham verilerden kapsamlı bir analizle proje nakit akımlarını tespit etmek durumundadır.

Gitman ve Forrester, sermaye bütçeleme sürecinin en zor kısmının proje belirlenmesi ve nakit akımlarının tahmin edilmesi olduğunu belirtmişlerdir. Nakit akımlarının tahmin edilmesi sermaye bütçeleme sürecinin kritik unsurlarından biridir. Zayıf tahminler, kullanılan modele bakılmaksızın hatalı kararlar alınmasına yol

açmaktadır (Jog ve Siravastava, 1995). Bunun nedeni finans yöneticilerinin ham verileri değerlendirerek nakit akımlarını elde etmek zorunda olmaları ve nakit akımlarını oluşturan bazı unsurların özellik arz etmesidir. Nakit akımları tahmin edilirken bazı özel durumlara ve unsurlara özellikle dikkat edilmelidir. Yeni bir projenin kabul edilmesi çoğu kez diğer projeler üzerinde ikincil etkilere sahiptir. Yeni bir ürünün mevcut ürünlerin satışlarını azaltması fenomeni (söylemi) yamyamlık (cannibalization) olarak bilinmektedir (Shapiro, 2005: 42). Bu durumun tersi olarak yeni ürünün mevcut ürünlerin satışını arttırması imkânı da bulunmaktadır. Bu tip durumlarda, yeni yatırım projesinin mevcut yatırımların nakit akımları üzerinde oluşturduğu etki dikkate alınarak ek nakit akışları hesaplanmalıdır. Proje maliyetleri, firmanın proje için gereken kaynaklara zaten sahip olmasına veya bunları dışarıdan elde etmesine bakılmaksızın, proje için kullanılan kaynağın gerçek ekonomik maliyetini içermelidir. İşte bu gerçek maliyet, firmanın bu kaynağı satması veya diğer bir şekilde verimli olarak kullanması durumunda elde edeceği nakit fırsat maliyetidir (Shapiro, 2005: 44). Belirli bir hareket tarzının fırsat maliyeti (opportunity cost), terk edilen en iyi hareket tarzının maliyetidir (Seitz ve Ellison, 1999: 219). Bir firmanın sahip olduğu arazinin üstüne fabrika binası inşa etmesi durumunda, finans yöneticisinin fabrika binası projesinin nakit akımlarını tahmin ederken bu arazinin kiraya verilmesi veya satılması durumunda elde edilebilecek nakit akımlarını da dikkate alması gerekmektedir. Fırsat maliyeti örtülü bir maliyet olması sebebiyle çoğunlukla gözden kaçırılmakta ve bu da finans yöneticilerinin nakit akımlarını yanlış tahmin etmesine yol açmaktadır. Bu yüzden proje nakit akımları tahmin edilirken fırsat maliyetlerine özellikle dikkat edilmesi gerekmektedir. Batık maliyetler, hâlihazırda gerçekleşmiş olan bu yüzden ek nakit akışlarına dâhil

edilmeyen ve gelecek yatırım kararlarını etkilemeyen maliyetlerdir (Levy ve Sarnat, 1994: 122). Batık maliyetler firmanın yatırım kararı almadan önce katlandığı maliyetlerdir ve bu maliyetler bir nakit çıkışı olarak değerlendirilmemelidir. Bu maliyetler; yatırıma devam edilse de edilmese de hep aynı kalacağından, nakit akımları tahmin edilirken gelecekte sağlanacak fayda ve maliyetler dikkate alınmalıdır.

Nakit akımları tahmin edilirken dikkat edilmesi gereken son husus da genel üretim giderleridir. Yeni projenin kabul edilmesi genel üretim giderlerinde bir artışa neden olabilir, ancak genel üretim giderlerinde hiçbir değişiklik olmaması da olası bir durumdur. Bu durum dikkate alındığında proje nakit akımları tahmin edilirken, sadece projenin kabul edilmesi nedeniyle genel üretim giderlerinde meydana gelen artış dikkate alınmalıdır.

1.6.5. Sermaye Maliyeti

Genel olarak, firma açısından bir finansman kaynağının maliyeti, söz konusu kaynağın firmaya sağladığı para girişinin bugünkü değerini, gelecekte gerektireceği para çıkışlarının bugünkü değerine eşit kılan iskonto oranıdır (Akgüç, 1998: 439). Sermaye maliyeti, bir projenin uygulanabilmesi için firmanın hissedarlarının istediği riske göre düzeltilmiş minimum getiri oranıdır (Shapiro, 2005: 143). Sermaye maliyeti bir fırsat maliyetidir. Kabul edilebilir minimum getiri oranı olan sermaye maliyeti, yatırımcıların eşit riskli fırsatlardan elde edeceği getiridir (Seitz ve Ellison, 1999: 530).

Finans yöneticileri, ancak karlılığı sermaye maliyetinden yüksek olan projelere yatırım yaptıklarında firma değerini arttırabileceklerdir. Sermaye maliyeti mikro seviyede firmaların kaynak kullanımlarını ve yatırım kararlarını belirlerken aynı zamanda makro seviyede de genel

ekonomik düzey ve kaynak dağılımı üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır. Ekonomi genelinde, olduğundan yüksek hesaplanan sermaye maliyeti, verimli yatırım projelerinin reddedilmesine, ekonominin büyüme hızında yavaşlamaya ve kaynakların etkin kullanılamamasına sebep olacaktır. Sonuç olarak sermaye maliyetinin doğru olarak hesaplanması ve kullanılması mikro düzeyde firmalar, makro düzeyde ise ekonomik büyüme açısından önem ifade etmektedir. Sermaye maliyeti firmanın optimal kaynak maliyetinin belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Firmalar optimal sermaye yapılarını belirlerken her bir alternatifin firmaya olan maliyetini kıyaslayarak en düşük olanı seçmektedirler. Firmaların sermaye yapıları ve yürüttükleri finanslama politikaları sermaye maliyetlerini doğrudan etkilemektedir (Akgüç, 1998: 500); (Ergün 2008: 13-26).

1.7. ULUSAL SERMAYE BÜTÇELEMESİNİN ULUSLARARASI SERMAYE BÜTÇELEMESİNDEN FARKI

Uluslararası sermaye bütçelemesi ulusal sermaye bütçelemesinden iki nedenle farklıdır. Birinci neden akışların yabancı bir para birimi ile gerçekleşiyor olmasıdır. İkinci neden ise, iki sermaye maliyetinin varlığıdır: Yatırım yapılan ülkenin para birimine göre hesaplanan sermaye maliyeti ve yatırımı yapan şirketin kendi ülkesindeki sermaye maliyeti.

Dolayısıyla uluslararası sermaye bütçelemesi sorununa iki şekilde yaklaşılabilir. Bu yaklaşımda uygulanacak prosedürler Tablo 1’de özetlenmektedir.

Tablo1. Uluslararası Sermaye Bütçeleme Yöntemleri

Adım	Yerel yaklaşım	Merkezi yaklaşım
1	Nakit akışları yatırım yapılacağı ülkenin yerel para birimi ile ölçülür.	Nakit akışları yatırım yapılacağı ülkenin yerel para birimi ile ölçülür
2	Projenin NŞD'si yerel sermaye maliyetine göre hesaplanır.	Nakit akışları tahmini kurlarla ulusal para birimine dönüştürülür.
3	Yerel NŞD spot kurdan ulusal para birimine dönüştürülür.	NŞD ulusal sermaye maliyetine göre hesaplanır.

1.8. ULUSLARARASI SERMAYE BÜTÇELEMESİNİN KARMAŞIKLIKLARI

Uluslararası bir projenin sermaye bütçeleme, yerel sermaye bütçelemesinden daha karmaşıktır. Bu karmaşıklıklardan bazıları aşağıda gösterilmiştir (EITEMAN and STONEHILL, 2004: 537)

- ❖ Ana şirket nakit akışları proje nakit akışlarından ayrılmalıdır. Bu iki tip nakit akışı farklı tutarlarda katkıda bulunmaktadır.
- ❖ Ana şirket nakit akışları genellikle finansman şekline bağlıdır. Bu nedenle yerel sermaye bütçelemesinde yapıldığı gibi nakit akışları tamamen finansman kararlarından ayrılamaz.
- ❖ Yabancı bir şubede yapılan yeni bir yatırımla sağlanan ilave nakit akımları, başka şube açısından uygun olan ancak küresel nakit akışlarına hiçbir katkısı olmayan net sonuçla kısmen ya da tamamen ayrılabilir.
- ❖ Bağlı şirketten ana şirkete aktarılan nakit akışları açıkça belirtilmelidir. Çünkü çalışma normlarının, vergi sistemlerinin,

yasal ve politik çevrenin ve finansal pazarların ve kurumsal fonksiyonların farklılığı söz konusudur.

- ❖ Finansal olmayan ödemeler, yabancı şubelerden ana şirkete aktarılan lisans ücretlerini ve ana şirketten yapılan ithalatı da kapsayan nakit akışlarını oluşturmaktadır.
- ❖ Yöneticiler, ulusal enflasyon oranlarının, rekabet pozisyonundaki ve böylece zaman içerisinde nakit akımlarındaki değişikliklere neden olma ihtimaline karşı hazırlıklı olmalıdırlar.
- ❖ Döviz kurundaki beklenmeyen değişiklik olasılığı, yerel nakit akışlarının ana şirketin değerinde ve rekabet durumu üzerinde doğrudan etki yapacağından göz önünde tutulmalıdır.
- ❖ Bölümlenen uluslararası sermaye piyasasının kullanımı, finansal kazanç fırsatları yaratabileceği gibi finansal maliyeti artırıcı bir etki de yapabilir. Ev sahibi ülkenin kullandığı teşvikli krediler hem sermaye yapısını hem de proje değerlendirmede iskonto faktörü olarak kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini daha karmaşık hale getirir.
- ❖ Yöneticiler politik riski tahmin etmelidirler çünkü politik olaylar beklenen nakit akımlarının değerini veya kullanılabilirliğini önemli ölçüde azaltabilmektedir.
- ❖ Uluslararası sermaye bütçelemesinde projenin son değerini tahmin etmek daha zordur. Çünkü potansiyel satın alıcıların, ana ülke alıcıları, yerel ülke alıcıları, üçüncü dünya ülkeleri alıcıları, özel alıcılar ve kamu alıcıları gibi çok geniş perspektifte olması nedeniyle bunların projeye yapacağı katkının ölçümü oldukça güçtür.

1.9. SERMAYE BÜTÇELEMESİNDE RİSK UNSURU

Sermaye bütçeleme kararlarında süre uzadıkça belirsizlikler artar ve dolayısıyla risk büyür. Bunun için finansal yöneticinin en fazla dikkate alması gereken unsur risktir.

Risk unsuru, ülkenin genel ekonomik durumundan kaynaklanabileceği gibi, aynı zamanda firmanın veya projenin kendisinden de kaynaklanabilir.

Eğer uluslararası bir yatırım yapılacaksa, bütün bu risklere uluslararası risk de eklenmektedir.

Yurtdışı yatırımlarda da yurtiçi yatırımlarda olduğu gibi aynı sermaye bütçeleme teknikleri kullanılmaktadır. Buna rağmen uluslararası şirketler ve proje açısından yatırımın verim oranının ayırt edilmelidir.

Yurtdışına yatırım yapılırken vergi sonrası nakit akışları ve uygun bir verim oranı belirlenir ve net şimdiki değeri pozitif olan projeler kabul edilir. Ancak burada iki temel sorunla karşılaşacağız.

Birincisi, nakit akışlarının proje açısından mı yoksa ana şirket açısından mı belirleneceğidir.

İkincisi ise yurtiçi sermaye bütçeleme risklerine uluslararası risk de eklenmektedir.

1.9.1. Uluslararası yatırımlarda risk unsuru

1.9.1.1. Politik Risk

Politik riskler yatırım yapılan ülkede oluşan beklenmedik olaylar ya da yerel politik güçlerin etkinliklerinden kaynaklanır.

Seçimler, kamu baskısı, ihtilal ya da iç savaşların neden olduğu olumsuz gelişmeler politik riski oluşturan nedenlerdendir.

Bundan başka yatırım yapılan ülkenin, gelecekte, ülkeden fon çıkışını zorlaştırma, döviz kurlarını kontrol etme ve hatta yatırımları kamulaştırma olasılığı da politik risklerin kaynaklandığı nedenlerdir.

1.9.1.2. Döviz Kuru Riski

Bir projenin nakit akışları, döviz kurlarındaki bir değişiklikle etkilenebilir. Döviz kurunda meydana gelen değişimler, gelecekteki nakit akışlarını etkileyerek net bugünkü değerde değişmeye neden olur.

İşletmenin net şimdiki değerini, iskonto oranındaki değişme de etkilemektedir. Yabancı ülkelerde faaliyette bulunan şirketlerin beklenen nakit akışlarının net şimdiki değerini hesaplamaları için, yatırım yapılan ülkenin parasının ana şirketin bulunduğu ülke parası karşısındaki değişme durumu dikkate alınır (Pamukçu, 1984:105). Ana şirketin ülkesinin para birimi üzerinden, döviz kuru değişmeden önceki net şimdiki değeri aşağıdaki formülle hesaplanabilir:

$$N\mathring{S}D_{0A\mathring{S}P} = \frac{(NA_{0Y\mathring{U}P})_1 \times K_{01}}{(1+r)} + \frac{(NA_{0Y\mathring{U}P})_2 \times K_{02}}{(1+r)^2} + \dots \\ + \frac{(NA_{0Y\mathring{U}P})_n \times K_{0n}}{(1+r)^n}$$

Bu formülde döviz kuru değişmeden önce;

$N\mathring{S}D_{0A\mathring{S}P}$ = Ana şirket parası cinsinden net şimdiki değer

$NA_{0Y\mathring{U}P}$ = Yabancı ülke parası cinsinden nakit akışları

XK_0 = Beklenen döviz kurları

r = İskonto oranı

Eğer yabancı ülke parası, ana şirketin bulunduğu ülke parası karşısında değer kaybedecekse, bağlı işletmenin net şimdiki değeri

yeniden belirlenir. Bu durumda Düzeltilmiş net şimdiki değeri hesaplamak için aşağıda verilen formül kullanılır:

$$N\mathcal{S}D_{dA\mathcal{S}P} = \frac{(NA_{dY\mathcal{U}P})_1 \times K_{d1}}{(1+r)} + \frac{(NA_{dY\mathcal{U}P})_2 \times K_{d2}}{(1+r)^2} + \dots \\ + \frac{(NA_{dY\mathcal{U}P})_n \times K_{dn}}{(1+r)^n}$$

Formülde döviz kuru değişmesinden sonra:

$N\mathcal{S}D_{dA\mathcal{S}P}$ = ana şirket parası cinsinden net şimdiki değer

$NA_{dY\mathcal{U}P}$ = Yabancı ülke parası cinsinden nakit akışları

XK_d = Beklenen döviz kurları r = İskonto oranı

1.9.2. Uluslararası Yatırımlarda Riskin Yok Edilmesi

1.9.2.1. Politik Riskin Yok Edilmesi:

Politik riskin yokedilme yolları, şu şekilde sıralanabilir (Eaker,1990:19):

1.9.2.1.1. Haber alma Ağının Oluşturulması

Yatırım yapılacak ülkedeki olayları anlamak için gerekli olan politik, sosyal ve ekonomik bilgileri hazırlayan haberalma ağının kurulmasını kapsar. Uluslararası alanda faaliyet gösteren büyük firmalar, ülke riski değerlendirmesi yapabilecek eğitimli kadrolara sahip bulunmalıdır. Merkezde bulunan bu kadrolar, yatırım yapılan veya yapılacak olan ülkedeki destek personelin değerlendirmelerini de dikkate alacak şekilde koordineli çalışmak zorundadır.

1.9.2.1.2. Önceden Tahmin Etme Politikası

Yatırım yapılan veya yapılacak olan ülkedeki hükümetin uygulayacağı politik ve ekonomik değişikliklerle ilgili bütün bilgiler, önceden tahmin etme yöntemi kullanılarak değerlendirilebilir. Hükümetin yapacağı bu değişiklikler, firmanın faaliyetleri veya sahiplik yapısı üzerinde direkt etkiye sahip olabilecek ekonomik faaliyetlerin teşvik edilmesi veya sınırlandırılmasına yönelik makro ekonomik politikalar olabilir. Yine bu politikalara bağlı olarak, fiyat ve ücretlerle ilgili çalışmalar yapılabilir.

Firmalar, bütün bu değişiklikleri önceden tahmin etmeye çalışırlarsa, değişikliklerin yaratacağı olumsuzlukları en aza indirmek daha kolay olacaktır.

1.9.2.1.3. Koşullara Uyum Sağlama

Uluslararası faaliyetlerde yasal, politik, sosyal ve ekonomik koşullardaki farklılıklara uyum sağlamak ekstra bir çaba gerektirir. Yabancı bir ülkede yatırım yapmak için seçilebilecek yolların ilki, yerli bir ortak edinmektir. Yerli bir ortağa sahip olmak, hem bağlı şirketin yabancılık karakterini azaltır hem de sermaye yatırımları üzerinden kazanılan bir kısım karların ülkede katacağı beklentisini artırır. Bütün bu olumlu yanlarına rağmen uluslararası faaliyet gösteren firmaların çoğunluğu yerli ortak alarak riske girmeyi istememektedir. Çünkü bugün için teknolojik ve fiyatlandırma bilgilerine sahip olan bu ortakların, gelecekte firma için rakip olabileceği endişesi taşınmaktadır.

1.9.2.2. Döviz Kuru Riskinin Yok Edilmesi

Yurtdışına yatırım yapmanın sonucu ortaya çıkan döviz kuru risklerinden korunmak için, geleneksel teknikler dışında, hedging tekniği de kullanılabilir. Cross-Hedging (çapraz risk transferi) ve Currency

(para) Swap ile uzun dönemli riskler hedge edilebilir. Cross Hedging: Sermaye piyasasında forward sözleşmeleri yapılmayan yabancı paraların, kur riskini azaltmak için forward ve future pozisyonlarının kullanılmasını mümkün kılar. Currency (para) Swapları: Swaplar genellikle doğrudan ya da üçüncü bir döviz ödemesiyle, ana paraya ait borç yükümlülüklerini karşılıklı üstlenmeyi ifade etmek üzere kullanılmaktadır. Swap tekniği kullanılarak bir firma, bir ülke para birimine ait borç ödemelerini, başka bir ülke parasıyla yerine getirebilir veya sabit faiz yükümlülüklerini değişken faizlisi ile değiştirebilir (Marşap, 1996: 64-70).

İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIMIN TANIMI VE MAHİYYETİ

2.1. YATIRIM KAVRAMI

Yatırım kavramı farklı alanlarda farklı biçimlerde tanımlanmaktadır.

Ekonomistlere göre sermayede oluşan artışı ifade eder. Başka bir deyişle, belirli bir dönemdeki sermayeye eklenen net ilavelere yatırım denir. Yatırımın bir yatırım olarak sayılması için reel üretim araçlarının varlığında artış olması gerekir.

İşletme bilimlerinde yatırım, orta ve uzun vadeli fonların yatırıldığı ve kullanıldığı varlıklar olarak tanımlanır.

Bireyler için yapılan yatırım, sermayenin bir işte kullanılması anlamına gelir. Örneğin, bir girişimcinin bir işe sermaye koyması veya bir kişinin parasını bir bankaya yatırması veya bir hisse senedi satın alması yatırım sayılır (Tatar, 1985: 3).

Milli gelir ve istihdam düzeyini belirleyen iki önemli harcama türü bulunmaktadır. Bu harcama türlerinden biri tüketim harcamaları iken, diğeri yatırım harcamalarıdır. Yatırım harcamaları, tüketim harcamalarına göre ulusal gelirin daha küçük bir bölümünü temsil etmesine karşın ekonomilerde meydana gelen keskin dalgalanmaların temel nedenini oluşturabilmekte ve ekonomik istikrarın önemli bir unsuru olabilmektedir. Bu bağlamda yatırım kavramının tanımlanması önem arz etmektedir.

Yatırım, üreticilerin bugünkü tüketimlerinin bir kısmından vazgeçerek gelecekte daha çok kazanmak amacıyla yaptıkları harcamalar şeklinde tanımlanabilmektedir (Caballero, 1999: 815). Yatırım kavramına ilişkin bir diğerk tanım ise, belirli bir dönemde üretilen ve ithal

edilen malların o dönemde tüketilmeyerek ya da ihraç edilmeyerek gelecek döneme aktarılan kısmı şeklinde yapılmaktadır (Türko, 2002: 301). Yatırım, üretim araçları stokuna yapılmış net ilaveler ve onları mümkün kılan harcamalar şeklinde ifade edilebilir (Ülgener, 1986: 196).

Genel olarak yatırım , paranın mal ve hizmet üretimi amacı ile sarf edilmesidir. Eğer bu harcamalar mal ve hizmet üretim amacı taşıyor ise yatırım harcamaları kapsamına girmemektedir..

2.1.1. Makro Açıdan Yatırım Kavramı

Makro plan çalışmalarında yatırım, milli gelirin, ekonominin üretim kapasitesini artırmak için harcanan kısmı olarak düşünülür. Diğer bir deyişle milli gelirin o yıl tüketilmeyerek sermaye stokuna ilave edilen kısmı yatırımdır. Bu anlamı ile yatırım daima toplam tasarruflara eşittir. (TENKER, 1969: 11).

Ekonominin sermaye stokuna veya diğer anlamda reel üretim vasıtaları mevcuduna yapılabilecek ilaveler şu üç grupta toplanırlar;

- a. Teçhizata (bina, makina, yol vs.) yapılan ilaveler,
- b. Henüz işlenmekte olan ham ve yarı mamül maddelerle, satış için elde bulundurulmuş mamullerin stoklarındaki artışlar,
- c. Mesken inşaatı.

Bütün bu mallar ekonominin üretim gücünü artırdığı varsayımı ile sermaye malları sayılmakta, onları meydana getirmek için yapılan harcamalar yatırım olarak kabul edilmektedir.

Bunun yanında ekonomide belli bir harcamaya mevzu olan ve fakat çeşitli alanlara sarfedilerek toplam prodüktif kapasiteye yararlı olmayan (kıymetli maden satın alımı, spekülasyon saiki ile satın alınıp

boş bırakılmış arsalar gibi) harcamalar, bankaya yatırılan para ve satın alınan kıymetli evraklar makro açıdan yatırım sayılmazlar. Makro açıdan tarif edilen yatırım brüt veya gayri safi yatırımdır. Brüt yatırımdan amortismanlar düşüldüğünde net yatırım bulunur. Örneğin brüt yatırım=S ve amortismanlar=A ile gösterildiğinde; net yatırım= (S-A) olur.

Makro yatırım ile ilgili belirtilmesi gereken bir önemli konuda stok artışlarının yatırım sayılması gerektiği hususudur (Olalı: 1971: 4).

2.1.2. Mikro Açıdan Yatırım Kavramı

Yatırımın bu açıdan tanımı yatırım kavramının işletme bilimindeki tanımıyla özdeştir, işletme açısından yatırım plasman ile ve yatırım kavramları arasında yer alır, işletmeye uzun süre gelir getiren her türlü harcamalar olarak kabul edilir. Bu tanıma göre teşebbüs faaliyetlerinin yürütülmesi için zorunlu olan arazi, bina, meteryal, makina, teçhizat gibi sürekli kullanım vasıtalarının tedariki için yapılan harcamalar yatırım kavramı içerisinde mütalaa edilir.

Daha genel bir ifade ile mikro açıdan yatırım, "yeni bir üretim ünitesi kurmak veya mevcut bir tesisi genişletmek yahut ömrünü uzatmak için yapılan bütün harcamalar" şeklinde de tanımlanabilir (Alparslan, 1979: 4); (Çağlar, 1996: 3)

2.2. YATIRIM ÇEŞİTLERİ

Yatırım, ekonomide yer olan ekonomik birimler açısından farklılıklar göstermekte ve çeşitlenmektedir. Yatırımları aşağıdaki gibi gruplandırmak mümkündür.

2.2.1. Sabit Sermaye Yatırımları

Birleşmiş Milletlerce benimsenen Ulusal Hesaplar Sistemi (SNA) çerçevesinde sabit sermaye yatırımı; mal ve hizmet üretmek amacıyla üretici birimlerce üretim sürecinde bir yılı aşkın bir süre boyunca sürekli olarak ya da tekrarlanan bir şekilde kullanılan ve ayrıca kendileri de üretilmiş olan her türlü dayanıklı mallar için yapılan harcamalardır. Uygulama açısından bakıldığında sabit sermaye yatırımları; mali mevzuat hükümlerine göre duran varlık sayılan ve bu nedenle girişimin duran varlıkları hesabına alınan, toplam harcaması (arsa bedeli ve işletme sermayesi hariç toplam proje maliyeti) kullanıma göre yıllara bölünerek amortisman adı altında üretim maliyetlerine dahil edilen ve bu nedenle dönem karından düşülen dayanıklı mal harcamalarıdır.

2.2.2. Stok Yatırımları

Stoklar üretim için gerekli olan unsurlardan biridir. Firmanın ya da ekonominin mamul ve yarı mamul stoklarında bir dönem içinde meydana gelen değişmeler yatırım sayılmaktadır. Bu tür yatırımlara stok yatırımlar denir. Stoklardaki artış yatırım, stoklardaki azalış eksi yatırımdır (Şahin, 2007: 1).

2.2.3. Net Yatırım

Milli gelir açıklamaları yapılırken yatırımlar ile ilgili olarak "net" ve "gayrisafi" yatırım kavramları kullanılmaktadır. Makro düzeyde, belirli bir dönemde (genellikle 1 yıl) yapılan yatırımların tamamı gayrisafi yatırımdır. Toplam yatırım tutarından aşınma ve yıpranmaları karşılamak için yapılan yenileme yatırımlarının çıkarılması sonucu ortaya çıkan yatırım tutarı "net yatırım" olarak ifade edilir (Erol, 1980: 176).

Yatırım tanımlanırken net bir artıştan söz edilir. Bir işletmede sermaye mallarının değeri her yıl belirli ölçüde eskiyerek, aşınarak azalır. Bu malların, örneğin bir makinenin ömrü 10 yıla, her yıl makinelerde 1/10 oranında bir aşınma var demektir. Sermaye malını aynı değerde tutabilmek için 1/10 oranında ilave yapmak gerekir. Bu ilave sermaye stokunda net bir artışa yol açmaz. Eğer işletme 1/10'luk bu aşınmaya ilave olarak yani bir makine daha işletme bünyesine dahil etmişse yani katılan bu değer net yatırımdır (Tevfik, 1995: 22).

Net Yatırım = Toplam Yatırım – Yenileme Yatırımı

Makro düzeyde yapılan bu değerlendirme mikro açıdan firmalar düzeyinde de geçerlidir. Başka bir ifadeyle net yatırımlar, gayri safi yatırımdan amortismanlar düşülerek bulunan değerdir. Net yatırım, ekonominin toplam sermaye stokunun artmasına yol açarken, yenileme yatırımı, mevcut sermaye stokunda yıpranan veya eskienleri tekrar yenileme olanağı verir ve onları çalışır duruma getirir (TÜRKBAL, 1993: 320).

2.2.4. Yenileme ve idame Yatırımları

Yenileme yatırımlarına amortisman yatırımları da denmektedir. Dönem içinde aşınan, eskien, yıpranan veya hasar gören tesislerin korunması için üretim kapasitesi veya özellikleri değiştirilmeden yapılan yatırımlardır. Bu yatırımlar, üretim faktörlerinin dönem içinde aşınan tesislerin üretiminde kullanılmasıdır (Öcal Usta, 2000: 5). Bir yıl içinde sermaye mallarının toplam değerinde gerçekleşen aşınmalar nedeniyle ortaya çıkan değerler o yıl içinde gerçekleşen yatırım tutarından fazla da olabilir. Bu durumda yatırım açığı yani menfi yatırım söz konusudur.

2.2.5. Tamamlama Yatırımları

Dar boğazların giderilmesi, eksik kalmış hususların tamamlanması veya yeni teknoloji kullanılarak tesis kapasitesinin artırılması, mamul kalitesinin düzeltilmesi amacıyla yapılan yatırımlardır.

2.2.6. Yeni Yatırımlar

Yenileme, idame ve tamamlama yatırımları dışında yeni bir projenin gerçekleştirilmesiyle ilgili tesis yatırımlarıdır.

2.2.7. Otonom Yatırım

Otonom yatırım, faiz oranından etkilenmeksizin belirlenen, yani reel faiz oranı dışındaki unsurların etkisi ile yapılan yatırım miktarını ifade eder. Otonom yatırım harcamaları, ekonomideki reel faiz oranı dikkate alınmadan yapılır ve planlanan yatırımları oluşturan ilk kalem olarak kabul edilir (Ardıç, 2003: 66).

2.2.8. Uyarılmış Yatırım

Milli gelirdeki artışa bağlı olarak artan toplam talebi karşılamak için firmaların yaptıkları fabrika, makine ve teçhizat yatırımlarına uyarılmış yatırımlar denir. İşletmeler talepteki artışı mevcut üretim kapasiteleri ile karşılayamayacaklarını, talep artışının devam edeceğini düşünürlerse yatırım kararı alır. Otonom yatırımlar ve uyarılmış yatırımlar toplamı toplam yatırımı verir.

2.2.9. Kamu Kesimi Yatırımları - Özel Kesim Yatırımları

Bir ekonomide kamu kesimi ve özel kesim olarak faaliyet gösteren önemli iki eleman bulunmaktadır. Bu elemanlar değişik amaçlara yönelik olarak yatırım sürecine girerek ekonomi içindeki etkinliklerini artırmaktadır.

Karma ekonomik sistemin uygulandığı ülkelerde hem özel hem de kamu kesimi yatırım yapmaktadır. Özel kesim genellikle doğrudan karlılığı yüksek olan yatırımları gerçekleştirmektedir. Bununla birlikte özel kesimin prestij, gösteriş ve zaman zaman toplumsal fayda ve sosyal yardım yaptığı da görülmektedir. Fakat bu tür özel sektör yatırımları oldukça sınırlıdır. Kamu kesimi yatırımları ise genellikle kamusal ve yarı kamusal malların üretimine yöneliktir. Bu tür malların sosyal faydası bireysel faydasından yüksektir ve piyasada tam olarak fiyatlandırılmaları mümkün değildir. Kamu kesimi yatırımlarının önemli bir bölümü yukarıda da belirtildiği gibi altyapıyı geliştirmeye yöneliktir ve bu yatırımlar özel kesim yatırımları için dışsal ekonomi yaratır. Bu nedenlerle kamu kesimi yatırım projelerini değerlendirirken birden fazla amacı birlikte gözetmek ve özellikle projenin dolaylı faydalarını olabildiğince eksiksiz değerlendirmeye özen göstermek gerekmektedir.

Bir ekonomide konjonktürün daralma dönemlerinde devletin yapacağı alt yapı yatırımları ve sosyal amaçlı yatırım harcamaları ekonominin yeniden atılıma geçmesi için son derece önemlidir (Şahin,1997: 210); (Gencel, 2007: 38-44)

2.3. YATIRIM KARARI

Yatırım kavramı genel olarak gelecekte gelir elde etmek üzere yapılan harcamaların tümünü ifade etmektedir. İşletmeler açısından yatırım ise kaynakların gelir getirme beklentisiyle sabit aktiflere bağlanması anlamına gelir (Akgüç, 1998: 318). İşletmelerin gelecekteki varlıklarının en önemli güvencesi, bugünden planlayarak gerçekleştirdikleri yatırımlardır.

İşletmenin finans politikası, sermaye kullanım politikası ve sermaye tedarik politikası olarak ikiye ayrılmaktadır. Yatırım politikası da sermaye kullanım politikalarının içerisinde yer almaktadır. Böylelikle yatırım kararları; işletmenin temin ettiği fon kaynaklarının alternatif yatırım seçeneklerinden rasyonel olanının seçimi, kaynakların optimum kullanılması ile ilgili işletme kararları olarak ifade edilebilir (Usta, 2008: 30).

2.4. YATIRIM KARARLARININ ÖNEMİ

İşletmeler yatırım yaparken, sahip oldukları sermaye kaynaklarını bugünden sabit aktiflere bağlayarak uzun dönemde gelir elde etmeyi amaçlamaktadırlar. Bu yönüyle yatırımlar ve dolayısıyla yatırım kararları, işletme karlılığını ve istikrarını etkileyen önemli bir faktör konumundadır. İşletmeler aldığı yatırım kararları ile değişen koşullara uyum yeteneğini ve gelecekte sahip olacağı finansal gücü belirlemektedirler. Hatalı yatırım kararları, yüksek maliyetle birlikte yatırımdan beklenen gelirin elde edilememesi ile gelir kaybına ve sermayenin yanlış alanda kullanılması ile sermaye kaybına yol açmakta, işletmenin finansal gücünü ve rekabet yeteneğini kaybetmesine, finansal riskinin artmasına neden olmaktadır.

İşletmelerin almış olduğu yatırım kararlarının sonuçlanması uzun bir süreci kapsadığından, finans yöneticisi karar vermedeki esnekliğini yitirebilmektedir. Yatırım kararı ile birlikte kaynaklar yatırım tamamlanıncaya kadar bu yatırıma tahsis edileceğinden, alınan bu kararlardan geriye dönülmesi büyük zararlara yol açacaktır. İşletme ancak bu zararı göze alarak kararları değiştirebilir ya da düzeltebilir (Tükenmez ve Diğerleri, 1999: 758).

Bununla birlikte, işletmenin fon kaynaklarının kıt oluşu yatırım alternatiflerinin dikkatlice değerlendirilmesi ve rasyonel seçimin yapılmasını zorunlu kılmaktadır. Bu nedenle varlıklara yapılacak olan yatırım tutarının doğru bir şekilde belirlenmesi gerekmektedir. Gereğinden fazla yatırım yapılması, işletmenin sabit gider yükünü artırırken, karlılığın azalmasına neden olacaktır. Varlıklara yapılan yatırımların gereğinden az olması işletmelerin çağdaş üretim tekniklerini kullanamamalarına, kaliteli ve düşük maliyetli üretim yapamamalarına ve sonuç olarak rakip işletmelerin gerisinde kalarak, pazar paylarında düşüşe neden olabilmektedir (Brigham, 1995: 330) .

2.5. YATIRIMLARI BELİRLEYEN FAKTÖRLER

Yatırım yapacak olan bir girişimci birçok faktörden etkilenmektedir. Bu faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir (PARASIZ, 2000: 73) .

- Faiz oranları
- Beklenen kar
- Yıpranma
- Beklenen enflasyon (yüksekse yatırım miktarı büyük olur çünkü ilerde beklenen net gelir yüksek olur).

Faiz oranları ne kadar düşüğe yatırım miktarı da o kadar büyük olacaktır. Firmalar sermaye mallarını bazen ödünç aldığı parayla bazen de kendi fonlarını kullanarak satın alır. Bir yatırım projesinin finansman yöntemi ne olursa olsun faiz oranı yatırımın fırsat maliyetinin bir parçasıdır. Alınan ödünçlere ödenen faiz doğrudan maliyettir. Ancak dağıtılmayan karlar cari faiz oranında bir başka firmaya ödünç olarak

verilebilir. O halde bir yatırım projesinin finansmanı için dağıtılmayan karların kullanılması durumunda vazgeçilen faiz bir fırsat maliyetidir. Faiz oranı ne kadar düşükse yatırımın fırsat maliyeti de o kadar düşük olur. Yüksek faiz oranında karlı olmayan bazı projeler düşük faiz oranında karlı olabilir. Faiz oranı ne kadar düşükse karlı yatırım projeleri sayısı o kadar fazla ve dolayısıyla yatırım düzeyi o kadar büyük olur (PARASIZ, 2000: 73).

Birçok ülkede firmalar harcamalarının ne kadarının vergiden indirebileceği ile ilgilenir. Yatırım için genellikle borçlanma yapılır. Bu da firmalar için sermayenin maliyetini artırır. Firmalar için yapılan giderlerin vergiden indirilmesi çok önemlidir (VALKONEN, 2001: 221).

Reel faiz oranı; faiz oranı eksi beklenen enflasyon oranıdır. O halde her ne kadar yatırım daha düşük faiz oranından ve daha yüksek beklenen enflasyon oranından pozitif olarak etkilense de bu iki etki tek bir belirleyici şemsiye altında, reel faiz oranı olarak birleştirilebilir. Böylece reel faiz oranı ne kadar düşükse yatırım düzeyi de o kadar yüksek olacaktır (PARASIZ, 2000: 73).

Beklenen kar; yatırımcı açısından yatırımdan beklenen kar ne kadar yüksekse yatırımcı o kadar fazla uyarılacak ve yatırım miktarını da ona göre artıracaktır. Yatırım yapılacak sermaye mallarının yıpranma süreci de yatırımcıyı etkiler. Bu malları yıpranma dereceleri yüksekse yatırımcı bu mallara yatırım yapmak istemeyecektir. Aksi durumda sermaye mallarının yıpranma payı ne kadar düşükse mallar yatırım için o kadar cazip hale gelecektir. Yatırımcıları etkileyen bir diğer unsur da ileriki dönemde beklenen enflasyondur. Yatırımcı için gelecek dönemde gerçekleşecek olan yüksek bir enflasyon o dönemde beklenen net gelir seviyesini artıracığı için cazip bir yatırım ortamı oluşturacaktır.

Yatırımcılar, riskli sermaye mallarına yatırım yaparken mevcut riskleri daha fazla fırsata dönüştürecek kesin prensipler belirler. Yatırımcıların genel özelliği olan bu prensipler aşağıdaki gibi listelenebilir (AMLING, 2004: 5).

- 1- Yatırımcılar, riskten hoşlanmazlar.
- 2- Yatırımcılar, yatırımdan karlarını maksimize etmek isterler.
- 3- Yatırımcılar, yüksek karların yüksek risk taşıdığını bilirler.
- 4- Yatırımcılar, daha fazla dönüşüm düşünürler.

(Gencel, 2007: 53-54).

2.6. YATIRIMLARI DEĞERLENDİRME YÖNTEMLERİ

Yatırım kararı alınmadan önce, alternatif yatırım olanakları belirlenmekte ve yatırımları değerlendirmek üzere çeşitli analizler yapılarak seçenekler karşılaştırılmaktadır.

İşletmeler ne kadar güçlü, ne kadar geniş mali fonlara sahip olurlarsa olsunlar, alternatif bütün yatırım projelerini aynı anda finanse etmek ve gerçekleştirmek imkanına sahip değildir. Bu nedenle işletmeler, kısıtlı olan kaynaklarını kullanma bakımından birbirleriyle yarışan yatırım teklifleri arasında bir seçim yapmak, bunları önem derecelerine göre sıralamak ve bazı yatırımlardan bir süre için de olsa vazgeçmek zorundadır.

Uygulamada işletmeler, yatırım projelerini değerlendirmede farklı yöntemler kullanmaktadırlar. Yatırım projesi seçiminde kullanılacak yönetime bağlı olarak farklı tercihlerle karşılaşılabilmektedir. Bu nedenle işletmeler, yatırım önerileri arasında bir seçim yapabilmek için, tutarlı

bir yöntem benimsemek veya her bir yönteme göre sonuçları görüp karar vermek durumundadır.

Yatırımları değerlendirmede kullanılan yöntemler paranın zamanın değerini dikkate alma ya da almama durumuna göre sınıflandırılmaktadır:

- Paranın Zaman Değerini Dikkate Almayan Yöntemler
 - Karlılık Oranı Yöntemi
 - Geri Ödeme Süresi Yöntemi
- Paranın Zaman Değerini Dikkate Alan Yöntemler
 - Net Bugünkü Değer Yöntemi
 - Karlılık İndeksi Yöntemi
 - İç Karlılık Oranı Yöntemi

2.6.1. Karlılık Oranı Yöntemi

Karlılık oranı kavram olarak, işletmenin bir yıl içerisinde elde etmiş olduğu net karın başlangıç yatırıma oranını ifade etmektedir. Karlılık oranı yöntemi yatırımların değerlendirilmesinde kullanılan en pratik yöntemdir.

Kimi zaman yatırım getirisi, kimi zaman yatırılmış sermaye getirisi olarak adlandırılan Muhasebe Getiri Oranı yöntemi, tıpkı geri ödeme dönemi yöntemi gibi hesaplanması ve anlaşılması kolay olması sebebiyle yeni yöntemler geliştirilinceye kadar oldukça çok kullanılmış bir sermaye bütçeleme yöntemidir (Levy H., Sarnat M., s. 103). Bir performans indikatörü olarak kullanılan bu yöntemle proje hakkında bir ön bilgi edinilmeye çalışılır.

Muhasebe Getiri Oranı, esasen, ortalama karın ortalama sermaye yatırımının bir yüzdesi olarak ifade eden ortalama getiri oranıdır (Dixon,

2003: 24). Bu yöntemin kullanılmasındaki amaç, bir projeden elde edilmesi beklenen getirinin önceden belirtilmiş bir limitle karşılaştırmaktır (Clark and Hindelang, 2004: 72).

$$\text{Muhasebe Getiri Oranı} = \frac{\text{Tahmini Ortalama Yıllık Kar}}{\text{Tahmini Ortalama Yıllık Yatırım}} * 100$$

$$\text{ARR} = \frac{\sum_{n=1}^n (CIn - COt/n)}{COt/n} * 100$$

Yukarıdaki formülle hesaplanan Muhasebe Getiri Oranı , ARR, n yıllık pozitif (CIn) nakit akımına sahip projenin, ortalama yıllık karının $\Sigma(CIn - COt/n)$, ortalama yıllık yatırıma (COt/n) bölünmesiyle bulunur. Bu getiri oranını hesaplayan bir yatırımcı, bunu, tıpkı geri ödeme dönemi yönteminde olduğu gibi, önceden subjektif olarak belirlediği bir alt limitle, yani bir hedef getiri oranı ile kıyaslayarak projeyi kabul veya reddeder. Muhasebe Getiri Oranı yöntemi, basit muhasebe verilerinden elde edilebilmesi sebebiyle kolay hesaplanabilmektedir. Ayrıca, geri ödeme yönteminden farklı olarak projenin kendisini telafi etme süresi üzerinde değil proje karı üzerinde durmaktadır. Şirketin maliyetlerin haricinde ne kadar kar elde edeceğini bilmesi oldukça önemlidir.

Ancak, bu yöntemin de bazı dezavantajları bulunmaktadır. En önemli dezavantajı geri ödeme yöntemindeki gibi, paranın zaman değerini dikkate almıyor olmasıdır. Dolayısıyla, ilk başlarda çok nakit girişi sağlayan bir proje daha uzun vadede ancak aynı karı sağlamayan bir başka proje ile eşdeğer görülebilmektedir.

Diğer bir dezavantajı ise ARR'nin hesaplanmasında kullanılan verilerin bilançodaki varlıkların defter değerini dikkate almasıdır. Defter değerlerinin varlığın piyasa değerini ve verimliliğini yansıtamamasından ötürü bu veriler yanıltıcı olabilir. Ayrıca, ARR'nin sadece proje maliyetine odaklanması ve, paranın zaman değerini temel alan sermaye maliyetiyle varlıkların defter değerini alan ARR'nin kıyaslanamaması alternatif projelerle kıyaslama yapmaya imkan vermemektedir (Sarıaslan, 2008: 17-18).

2.6.2. Geri Ödeme Süresi Yöntemi

Paranın zaman değerini dikkate almayan yöntemlerin diğeri de geri ödeme süresi yöntemidir. Geri ödeme süresi bir yatırımın sağladığı nakit akımlarının kaç dönem sonra o yatırım için kullanılan fon çıkışına eşit olacağı süreyi ifade etmektedir ve şu rasyo yardımı ile hesaplanmaktadır

$$\text{Geri Ödeme Süresi} = \frac{\text{Yatırım Tutarı}}{\text{Yıllık Net Para Girişi}}$$

Bu yöntemde hesaplanan geri ödeme süresinin sınır olarak belirlenen sürenin altında gerçekleşmesi halinde projenin kabulü söz konusudur. Birden fazla yatırım önerisinin bulunduğu durumlarda ise ödeme süresi en kısa olan proje tercih edilmektedir.

Ekonomik belirsizliklerin fazla olduğu riskli durumlarda, özellikle likidite güçlüğü yaşayan işletmelerde risk oranı yüksek yatırım projelerinin değerlendirilmesinde sıkça kullanılan bu yöntemin de bazı kısıtları bulunmaktadır. Yöntem geri ödeme süresi içindeki nakit akımlarının ya da karların zaman içerisindeki dağılımını ve paranın zaman değerini dikkate almamaktadır. Ayrıca bu yöntem geri ödeme

süresinden sonra ortaya çıkan net nakit akımlarını göstermediğinden, karları daha sonraki işletme dönemlerinde ortaya çıkan projelerin reddedilmesine neden olabilmektedir (Bolak, 2001: 140).

2.6.3. Net Bugünkü Değer Yöntemi

Bir yatırımın net bugünkü değeri, yatırımın ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı para girişinin önceden saptanmış belirli bir iskonto haddi (yatırımdan beklenen asgari iç karlılık oranı) üzerinden bugüne indirgenmiş değerleri toplamı ile yatırımın gerektirdiği para çıkışının bu belirli iskonto haddi üzerinden bugüne indirgenmiş değeri toplamı arasındaki farktır (Akgüç, 1994). Bu ifade şu şekilde formülize edilebilir (Götse ve diğerleri, 2008);

$$NBD = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+k)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+k)^t}$$

Formülde;

NBD: Projenin net bugünkü değerini,

C = Yatırımın tesis ve işletme döneminde gerektirdiği yıllık para çıkışı

R = Yatırımın sağlayacağı yıllık para girişi

n = Yatırımın tesis dönemi ve ekonomik ömrü toplamı

r = İskonto haddi (iç karlılık oranı) ifade etmektedir.

k = önceden belirlenmiş iskonto haddi, projenin kabulü için yatırımdan beklenen asgari iç karlılık oranı

Bu yöntemle göre bir yatırım projesinin kabulü için net bugünkü değerinin pozitif olması gerekmektedir.

Başka bir deyişle;

$$NBD = \sum_{t=1}^n \frac{R_t - C_t}{(1+k)^t} \geq 0$$

Bir yatırımın net bugünkü değerinin pozitif olması yatırımın iç karlılık oranının, yatırımdan beklenen asgari iç karlılık oranından daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır.

$NBD \geq 0$ ise $r \geq k$ 'dir.

Bu yöntemi şu şekilde formüle etmek mümkündür:

$$P = \frac{A_1}{(1+k)^1} + \frac{A_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{A_n}{(1+k)^n} + \frac{H}{(1+k)^n}$$

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+k)^t} + \frac{H}{(1+k)^n}$$

$$NBD = P - C = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+k)^t} + \frac{H}{(1+k)^n} - C$$

P = Yatırımın ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı net para girişinin önceden saptanmış belirli bir iskonto haddi üzerinden bugünkü değerini,

A = Yatırımın işletme döneminde sağlayacağı yıllık para girişi ile para çıkışı arasındaki farktır. ($R_t - C_t$) (net kar + amortisman toplamı)

n = yatırımın ekonomik ömrü

H = yatırımın ekonomik ömrü sonundaki kalıntı değeri (hurda değeri)

C = yatırımın tesis döneminde gerektirdiği para çıkışını (yatırım tutarını) göstermektedir.

Yatırım projesinin kabul şartı; $P \geq C$ veya $P - C \geq 0$ 'dir.

Belirli bir iskonto oranı üzerinden net bugünkü değerleri pozitif olan yatırım projelerinin tutarı, firmanın yatırımlara ayırabileceği sınırlı kaynakları aşıyorsa, daha açık bir ifade ile firma sınırlı kaynaklar ile faaliyetlerini yürütüyorsa yatırım projeleri arasında sıralama, net bugünkü değerlerinin tutarına göre olacaktır.

2.6.4. Karlılık İndeksi Yöntemi

Karlılık endeksi, projenin ekonomik ömrü boyunca sağladığı nakit girişlerinin bugünkü değerinin, nakit çıkışlarının bugünkü değerine oranıdır (Akgüç, 1994: 375).

$$\frac{\sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t}}{C}$$

Yöntem NPV yönteminden türetilmiş olup; bugünkü değerlerin farkı yerine bugünkü değerlerin birbirine oranlanması söz konusudur. Bu da yöntemin birim yatırım karşılığında sağlanan değeri ölçümlemesine olanak sağlamaktadır. Formülün yapısı gereği karlılık endeksi bire eşit olduğunda net bugünkü değer sifıra eşit olacaktır. Bu matematiksel olgudan hareketle $PI > 1$ olduğu durumlarda, proje pozitif net bugünkü değer sağlayarak hissedarların refahını arttıracığı için kabul edilmelidir (Ergün, 2008:106). Bu yöntemden elde edilen değerler önceden belirlenen karlılık endeksleriyle de kontrol edilirler. Belirlenen karlılık endeksini sağlayan veya üzerine çıkan projeler kabul edilir, altında kalan projeler ise reddedilir (Akar, 2002:159).

Net bugünkü değer yöntemiyle fayda-maliyet oranı kriteri, yatırım projelerinin sıralanmasında farklı sonuçlar verebilir. Net bugünkü değer yönteminde amaç, belirli bir iskonto üzerinden yatırımların net bugünkü değerini maksimize etme olduğu halde, karlılık endeksinde amaç,

yatırımlarda fayda-maliyet oranını en yüksek düzeye çıkarmaktır (Akgüç, 1994: 375); (Öztürk, 2015; 24-25; 33-34).

2.6.5. İç karlılık (verim) oranı yöntemi

Bu yöntem, literatürde "iç kârlılık oranı", "sermayenin marjinal verimliliği" "yatırımın marjinal verimliliği", "iskonto edilmiş nakit akımı", "yatırımcı metodu" gibi isimler altında ifade edilmektedir (Hatfield, 2007: 71-85).

İç verim oranı, bir yatırım projesinin ömrü boyunca sağlayacağı gelirlerin bugünkü değerini, yapılan yatırıma (yatırımın maliyetine) eşit kılan iskonto oranı olarak tanımlanır. Bir başka deyişle, İç Verim Oranı, bir yatırım projesinin "Net Şimdiki Değerini" sıfıra eşit kılan iskonto oranıdır.

Yatırım dönemi bir yıl olan ve daha sonraki yıllarda pozitif net nakit akımı sağlayan bir projenin iç verim oranı aşağıdaki formüle göre hesaplanır:

$$C = \frac{R_1}{(1+i)} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+i)^n} \Rightarrow C = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t}$$

Burada ;

C = Yatırım tutarı,

n = Projenin ekonomik ömrü,

R = Projenin sağlayacağı yıllık net nakit akımı,

i = İç verim oranıdır (Aktaş; s18-19).

2.7. YATIRIM PROJESİ

Sermaye bütçelemesine konu teşkil eden harcama tasarıları “proje”adını alır. Sermaye bütçelemesi tekniklerinin amacı, söz konusu proje ya da projelerin kabul edilip edilmeyeceği; ya da aynı amaca hizmet eden birden fazla projeden hangisinin seçileceğidir.

Bir projenin iyi bir proje olup olmadığını anlamak için bakış açısının hesap dönemi değil projenin ömrü olması gerekir.

Yatırım yapılacak projelerin seçilerek toplam yatırım bütçesinin belirlenmesine ilişkin faaliyetler, aşağıdaki aşamalardan oluşur:

- 1) Proje fikirlerinin üretilmesi: İşletme amaçlarına hizmet edebilecek yatırım projeleri var mıdır? Varsa bunlar hangi tür projelerdir.
- 2) Alternatif proje seçeneklerinin araştırılması: Hangi bireysel projeler öngörülen yatırım türüne seçenek oluşturmaktadır?
- 3) Bilgi toplanması: her bir projenin nicel ve nitel özellikleri nelerdir? Proje işletmenin maliyetlerini, para giriş-çıkışlarını, mamul kalitesini, istihdamı v.s nasıl etkileyecektir.
- 4) Yatırım yapılacak projenin seçilmesi: Projelerin geri ödeme süreleri, net şimdiki değerleri nedir? Bu kriterlerle değerlendirildiğinde hangi projeler iyi hangileri kötüdür?
- 5) Finansman kaynaklarının belirlenmesi: Proje için gerekli para nereden bulunacaktır? Proje işletme faaliyetlerinden sağlanan parayla mı, yoksa işletme dışından sağlanan parayla mı finanse edilecektir?
- 6) Uygulama ve denetim: Uygulamaya geçirilen projelerin gerçek performansı öngörülen hedeflere uygun mudur? Değilse problem kaynakları nelerdir? Projenin terki devamından daha mı iyidir? (Marşap, 1996: 75)

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÖRNEK UYGULAMA

1.1.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Çalışmanın amacı uluslararası işletmelerde kullanılan sermaye bütçeleme tekniklerinin işletmeler için öneminin ve işletmelerin yatırım kararları verirken bu yöntemleri nasıl kullandıkları, nelere önem vererek yatırım yaptıklarının belirlenmesidir.

1.1.2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI

Çalışma, Azerbaycanda yerleşik firmaları kapsamaktadır. Araştırmada uluslararası sermaye bütçeleme yöntemlerinden sadece Net Şimdiki Değer ve Geri Ödeme Süresi yöntemleri kullanılmıştır.

1.1.3. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ

İşletmeler varlıklarını sürdürebilmek için her gün değişen ve gelişen çevreye uyum sağlamak zorundalar. Bu da işletmelerin zorlu ve karmaşık yatırım kararları arasından seçim etmelerine neden oluyor. Bu dinamik ortamda işletmeler yatırım kararları içerisinde kendi işletme stratejilerine ve sermayelerine uygun olan yatırımları değerlendirerek seçim yapmak zorundadırlar. Yanlış yatırım kararlarının verilmesi şirketleri çok büyük zorluklarla karşı karşıya bırakabilir. Bu çalışmada, yatırım çeşitleri, yatırımları değerlendirme teknikleri incelenerek şirketlerin yatırım kararları vermede en çok üzerinde durdukları unsurlar incelenmiştir.

1.1.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırmada Azerbaycanda yerleşik olan bir işletmenin Türkiyede bir projeye yatırım yapmak istediği varsayılmıştır. Projenin yıllara göre nakit akışları tahmin edilmiş ve bu bilgiler doğrultusunda yatırım değerlendirme yöntemlerinden Net Bugünkü Değer ve Geri deme Süresi hesablanarak şirketin projeye yatırım yapmasının karlı olup olmadığına karar verilmiştir.

3.2. ÖRNEK UYGULAMA

Varsayalım ki, Azerbaycan'da yerleşik A firması Türkiye'de bir projeye yatırım yapmayı düşünüyor. Ekonomik ömrü 5 yıl olan bu projenin TL cinsinden nakit akışları Tablo 2deki gibi hesaplanmıştır.

Tablo 2. Projenin TL Cinsinden Nakit Akışları

<u>Yıl</u>	<u>Net Nakit Akışı</u>
0	-600.000
1	150.000
2	170.000
3	200.000
4	220.000
5	180.000
6	150.000
7	130.000
8	120.000
9	105.000
10	100.000

Şu andaki Spot kur AZN 0.4680/TL dir. Azerbaycan ve Türkiyedeki faiz oranları, sırasıyla %15 ve %7,25 dir. Enflasyon oranları ise sırasıyla, %12,4 ve %4,34 dir.

Bu temel verileri kullanarak projeyi değerlendirelim. Günümüzün realitesi bölgesel ve ulusal sermaye piyasalarıdır. Bu yüzden bölünmüş sermaye pazarı açısından değerlendirme yapacağız.

Eğer tahvil (borç) piyasası bölünmüş ise, özsermaye piyasaları da bölünmüştür ve bu koşullarda sermaye maliyeti sağlanamaz. Bu ise yerel ve merkezi sermaye bütçelemesi yaklaşımlarının aynı sonucu vermesini önler. Bu durumda yatırım kararlarının hangi yaklaşımla verilmesi gerektiği sorusu önem kazanır.

İki ülkedeki faiz oranları arasındaki fark iki ülkedeki enflasyon oranları arasındaki farka eşit olmadığından parite koşulları bozulmuştur.

$$\frac{1.15}{1.0725} \neq \frac{1.124}{1.0434}$$

Bu durumda Türkiyede yatırım yapacak olan A firması gelecekteki Spot TL kurlarını nasıl tahmin edecektir? Faiz oranları farkına mı, enflasyon oranları farkına mı bakacaktır?

Faiz oranları arasındaki fark $(1.15/1.0725) - 1 = 0.072$;

Enflasyon oranları arasındaki fark ise $(1.124/1.0434) - 1 = 0.077$ dir.

Bu durumda doğru olan faiz oranları farkını esas almaktır. Tablo 1.2 de bu yapılmıştır.

Tablo 3. %4,34 TL Enflasyonuna Göre Beklenen Spot TL Kurları

<u>Yıl</u>	<u>Kur</u>		<u>ES(AZN/TL)</u>
0	0.4680	1	0.468
1	0.4680	$(1.15/1.0725)^1$	0.502
2	0.4680	$(1.15/1.0725)^2$	0.538
3	0.4680	$(1.15/1.0725)^3$	0.577
4	0.4680	$(1.15/1.0725)^4$	0.619
5	0.4680	$(1.15/1.0725)^5$	0.688
6	0.4680	$(1.15/1.0725)^6$	0.711
7	0.4680	$(1.15/1.0725)^7$	0.763
8	0.4680	$(1.15/1.0725)^8$	0.817
9	0.4680	$(1.15/1.0725)^9$	0.877
10	0.4680	$(1.15/1.0725)^{10}$	0.940

$R_{M(TL)}$ – beklenen getiri oranı

$$\frac{1 + 0,15}{1 + R_{M(TL)}} = \frac{1 + 0.0434}{1 + 0,124}$$

$$R_{M(TL)} = 0,24$$

Risk katsayısı $\beta=1.6$ olursa,

Özsermaye maliyeti:

$$K_{S(TL)} = 0,0725 + (0,24 - 0,0725) \times 1,6 = 0,3405$$

$$K_{S(AZN)} = 0,15 + (0,24 - 0,15) \times 1,6 = 0,294$$

Tablo 4. TL ve AZN cinsinden Nakit Akışları

<u>Yıl</u>	<u>Kur</u>	<u>ES(AZN/TL)</u>	<u>TL Nakit Akışı</u>	<u>AZN Nakit Akışı</u>
0	0.4680	0.468	<u>-600.000</u>	-280.800
1	0.4680	0.502	150.000	75.300
2	0.4680	0.538	170.000	91.460
3	0.4680	0.577	200.000	115.400
4	0.4680	0.619	220.000	136.180
5	0.4680	0.688	180.000	123.840
6	0.4680	0.711	150.000	106.650
7	0.4680	0.763	130.000	99.190
8	0.4680	0.817	120.000	98.040
9	0.4680	0.877	105.000	92.085
10	0.4680	0.940	100.000	94.000

Merkezi Yaklaşımına göre:

$$\begin{aligned} N\mathcal{S}D_{AZN} = & -280800 + \frac{75300}{(1 + 0.294)} + \frac{91460}{(1 + 0.294)^2} + \frac{115400}{(1 + 0.294)^3} \\ & + \frac{136180}{(1 + 0.294)^4} + \frac{123840}{(1 + 0.294)^5} + \frac{106650}{(1 + 0.294)^6} \\ & + \frac{99190}{(1 + 0.294)^7} + \frac{98040}{(1 + 0.294)^8} + \frac{92085}{(1 + 0.294)^9} \\ & + \frac{94000}{(1 + 0.294)^{10}} = 35690(\text{AZN}) \end{aligned}$$

Yerel Yaklaşımına göre:

$$\begin{aligned} N\mathcal{S}D_{TL} = & -600000 + \frac{150000}{(1 + 0.3405)} + \frac{170000}{(1 + 0.3405)^2} + \frac{200000}{(1 + 0.3405)^3} \\ & + \frac{220000}{(1 + 0.3405)^4} + \frac{180000}{(1 + 0.3405)^5} + \frac{150000}{(1 + 0.3405)^6} \\ & + \frac{130000}{(1 + 0.3405)^7} + \frac{120000}{(1 + 0.3405)^8} + \frac{105000}{(1 + 0.3405)^9} \\ & + \frac{100000}{(1 + 0.3405)^{10}} = -133.825 (\text{TL}) \end{aligned}$$

Spot kur AZN 0.4680/TL ise $N\mathcal{S}D = -62630$ (AZN)

Görülüyor ki, Azerbaycan da faiz oranının Türkiye'ye göre daha yüksek olması projenin $N\mathcal{S}D$ sinin $(-62630)\text{AZN} - 35690(\text{AZN}) = 98320(\text{AZN})$ azalmasına neden olmuştur.

Net Şimdiki Değer eksi çıktığından dolayı A şirketi bu projeye yatırım yapmayacaktır. Yatırım yapması için NŞD`de pozitif sonuca ulaşılması gerekmektedir

Eğer Net Nakit Akışları her yıl aynı miktarda, yani 250.000 TL olsaydı, o zaman Net Şimdiki Değer :

$$\begin{aligned} N\text{Ş}D_{TL} = & -600000 + \frac{250000}{(1 + 0.3405)} + \frac{250000}{(1 + 0.3405)^2} + \frac{250000}{(1 + 0.3405)^3} \\ & + \frac{250000}{(1 + 0.3405)^4} + \frac{250000}{(1 + 0.3405)^5} + \frac{250000}{(1 + 0.3405)^6} \\ & + \frac{250000}{(1 + 0.3405)^7} + \frac{250000}{(1 + 0.3405)^8} + \frac{250000}{(1 + 0.3405)^9} \\ & + \frac{250000}{(1 + 0.3405)^{10}} \end{aligned}$$

$$N\text{Ş}D_{TL} = 95.026$$

NŞD`de pozitif değere sahip olmasından dolayı şirket bu projeye yatırım yapacaktır.

Tablo 5. Geri Ödeme Süresi hesablanması

<u>Yıl</u>	<u>TL Nakit Akışı</u>	<u>Geri Ödeme Süresi</u>
0	<u>-600.000</u>	-
1	250.000	1 yıl
2	250.000	2 yıl
3	250.000	$100/250=0,4$ yıl
4	250.000	
5	250.000	
6	250.000	
7	250.000	
8	250.000	
9	250.000	
10	250.000	

Geri Ödeme Süresi= 2,04 yıl= 2 yıl 3 ay

SONUÇ

Ekonomide her geçen gün artan ve sertleşen rekabet koşullarında varlığını sürdürebilmek ve piyasa değerini artırmak zorunda olan işletmeler, yatırım yapmak zorundadır. Yatırım faaliyetleri; mali yatırımlar ve fiziki yatırımları olarak iki ana gruba ayrılır. Finansal yatırımlar daha çok mevcut varlıklarla ilgilidir. Sabit sermaye yatırımları ise yeni üretim kapasitelerinin kurulması, mevcut kapasitelerin genişletilmesi ve yenilenmesine yöneliktir.

Sermaye bütçelemesi kararları varlığını sürdürebilmek ve büyümek zorunda olan şirketler için çok önemlidir. Bu tür yatırım projeleri büyük miktarda nakit çıkışları gerektirir ve nakit girişleri ise uzun vadede gerçekleşir. Projenin uzunca bir süre devam etmesi belirsizliyi ve riski artırır. Harcanan paraların geri gelebilmesi ise projenin başarılı olup olmadığına bağlıdır. Proje iyi planlanmadığı zaman karşılaşılan problemler projeden beklenen getirilerin elde edilebilmemesine neden olur.

Yatırımlar, ister paranın zaman değerini dikkate alan, isterse paranın zaman değerini dikkate almayan yöntemlerle veya her iki yöntemle yapılmış olsun, risk unsurunun mutlaka göz önüne alınması gerekiyor. Gelecekteki olabilecek değişimleri düşünmeyerek yapılan yatırımlar istenilen sonuçları veremezler.

Yatırım kararlarında en önemli unsur riskin etkisini en aza indirebilmektir. Yöneticiler veya karar verenler projeden ve genel ekonomik durumdan riskleri iyi değerlendirmelidir.

Uygulama örneğinin özeti: Uygulamada bir proje kabul edilmiş, diğeri ise redd edilmiştir. Bunun nedeni ilk projede nakit akışları her yıl farklı rakamlar gösterdiğinden projenin Net Şimdiki Değer eksi çıkıyor. İkinci projenin ise Net Şimdiki Değeri pozitif çıktığından işletme projeni seçecek ve bu projeye yatırım yapacaktır.

Bir projenin uygulanabilir olması için beklenen getirilerin şimdiki değeri, yatırım maliyetinin şimdiki değerinden daha büyük olmak zorundadır. Örneğimizde eğer Net Nakit Akışları her yıl sabit (250.000TL) olursa işletme bu projeye yatırım yapılacaktır.

Sonuç olarak ise işletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri ve piyasa değerini maksimize edebilmeleri için risk ve zaman faktörünü dikkate alarak yatırım projeleri içerisinde kendi işletme stratejilerine uygun ve en verimli projeyi seçmeleri gerekiyor.

KAYNAKÇA:

ÇAĞLAR, İrfan: İşletmelerde Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi Teknikleri, Çorum Meslek Yüksek Okulu Koruma Derneği Yayınları, Yayın 1, Ocak 1996.

CEYLAN Ali, KORKMAZ Turhan: Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Bursa 2000.

BOLAK Mehmet: İşletme Finansı, Galatasaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İstanbul 2001.

SARIASLAN, Sinan: Sermaye Bütçelemesinde Risk Analizi Yöntemleri Ve Değerlendirilmesi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2003.

HATFIELD Patty, HILL Donna, HORVATH Philip: Capital Budgeting In Practice: Issues Not Addressed In Finance Texts, Bradley University, Journal of Business Case Studies, number 2, 2007.

CAPİTAL BUDGETİNG Practices In Emerging Market Economies: Evidence From Listed Ghanaian Firms. Research Journal of Finance and Accounting, number 17, 2013.

ÇAKIR, Emre: Çokuluslu İşletmelerde Sermaye Bütçelemesi ve Yabancı Yatırım Kararlarına Yönelik Bir Uygulama, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2009.

ÖZTÜRK Zekai, TOP Mehmet, PEHLEVAN Orhan: Uluslararası sağlık yönetimi ve stratejileri araştırma dergisi, sayı 2, 2015.

HORNE James C.Van, WACHOWICZ John M: Fundamentals of Financial Management, sayı 13, 2008.

AKTAŞ Ramazan: Yatırım Kriterleri ve Sermaye Bütçeleme, Sakarya Üniversitesi Sürekli Eğitim Uygulama ve Araştırma Merkezi, 2008.

ERGÜN Murat Evren: Sermaye Bütçeleme Ve Türk Sanayi İşletmelerinde Uygulaması, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Adana, 2008.

FABOZZI Frank J, PETERSON Pamela P: Capital Budgeting: Theory and Practice, Canada 2002.

VURAL Gamze: Doğrudan Yabancı Yatırımlar Ve Bu Yatırımların Değerlendirilmesinde Model, Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 16, Sayı 1, 2007.

INVESTMENT APPRAISAL, A Finance and Management special report, December 2009.

DAĞLI Hüseyin, EYÜBOĞLU Kemal, SEVİM Uğur: Yurtdışında Sermaye Bütçeleme Uygulamaları: Türk İnşaat Firmaları Örneği, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi Cilt 27, Sayı 2, 2013 .

DELİCE Güven: Uluslararası Finansal Sermaye Akışlarını Belirleyen Faktörler, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi 55-1, 2009.

MARŞAP Beyhan: Uluslararası yatırımlarda sermaye bütçeleme ve karşılaşılan riskler, G.Ü. Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi 4, 1996.

NORTHCOTT Deryl: Capital Investment Decision-Making, University of Manchester, 2007.

ALİCE C Lee, JOHN C Lee, CHENG F Lee: Financial Analysis, Planning And Forecasting Theory And Application, sayı 2, 2009.

PIKE Richard and NEALE Bill: Corporate Finance and Investment,
Decisions and Strategies, say1 6, 2009.