

**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSMAN BİLİM DALI**

ÇOK ULUSLU İŞLETMELERDE SERMAYE BÜTÇELEMESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
Emrah AKKOÇ**

**Tez Danışmanı
Doç. Dr. Kürşat YALÇINER**

ANKARA – 2008

ONAY

Emrah AKKOÇ tarafından hazırlanan “Çokuluslu İşletmelerde Sermaye Bütçeleme” başlıklı bu çalışma, 09.07.2008 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalı Finansman Bilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Metin Kamil Ercan (Başkan)

Doç. Dr. Ünsal Ban

Doç. Dr. Kürşat Yalçınar (Danışman)

ÖNSÖZ

Son dönemlerde çok uluslu işletmelerin tüm dünyada faaliyetlerinin artmasıyla yatırım kararlarının uluslar arası bir perspektiften değerlendirilmesi önem kazanmıştır.

Bu çalışmada çok uluslu işletmeler ve çok uluslu işletmelerde sermaye bütçelemesi detaylı bir şekilde anlatılmakta, yerel sermaye bütçelemesinden farklılıkları ve bu farklılığa neden olan faktörler irdelenmekte ve bir örnek uygulama ile pekiştirilmektedir.

Çalışmamda değerli vakitlerini esirgemeyip, beni destekleyen değerli hocam, sayın Doç. Dr. Kürşat YALÇINER'e teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER	ii
KISALTMALAR LİSTESİ	vi
TABLolar / ŞEKİLLER LİSTESİ	vii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ÇOKULUSLU İŞLETMELER.....	3
1.1. Çokuluslu İşletmelerin Tanımları	3
1.2. Çokuluslu İşletmelerin Özellikleri	6
1.3. Çokuluslu İşletmelerin Türleri.....	8
1.3.1. Uluslar arası İşletme (International Corporation INC)	8
1.3.2. Uluslarötesi İşletme (Transnational Corporation TNC).....	8
1.3.3. Uluslarüstü İşletme (Supernational Corporation)	9
1.3.4. Evrensel İşletme (Global Corporation)	9
1.3.5. Çokuluslu İşletme (Multinational Corporation MNC)	9
1.4. Çokuluslulaşmaya Yol Açan Faktörler	10
1.4.1. Çokuluslu İşletmenin Ülkesindeki Mevcut Koşulların İticiliği.....	12
1.4.1.1. Yeni Pazar Arama.....	12
1.4.1.2. Mevcut Pazar Payını Koruma	13
1.4.1.3. Tekelci Güç ya da Oligopol Olma İsteği	13
1.4.1.4. Ana Ülkenin Ekonomi Politikaları ve Yasal Düzenlemeleri	14
1.4.1.5. Yatay Bütünleşme.....	15
1.4.1.6. Dikey Bütünleşme	16
1.4.1.7. Ekonomik Fırsatları Çeşitlendirme	16
1.4.1.8. Üretilen Malın Niteliği	17
1.4.1.9. Ulaşım-Taşıma Maliyetleri	17
1.4.1.10. Teknolojik Üstünlüğün Korunması	17

1.4.2. Çokuluslu İşletmenin Yatırım Yaptığı Ülkelerin Çekiciliği	18
1.4.2.1. Geniş İç Pazar	18
1.4.2.2. Ucuz ve Nitelikli İşgücü	19
1.4.2.3. Hammadde Kaynaklarının Bolluğu	19
1.4.2.4. Ülke Yönetiminin İzlediği Politikalar	20
1.4.2.5. Ekonomik ve Kurumsal Gelişmişlik	20
1.4.2.6. Coğrafi ve Tarihsel Bağlar	21
1.5. Çokuluslulaşma Süreci	21
1.5.1. İhracat - İthalat Faaliyetleri	22
1.5.2. Portföy Yatırımı	23
1.5.3. Lisans Anlaşması	24
1.5.4. Şube Açma	26
1.5.5. Ortak İşletme Kurma	26
1.5.6. Joint Venture	27

İKİNCİ BÖLÜM

ÇOK ULUSLU İŞLETMELERDE SERMAYE BÜTÇELEMESİ29

2.1. Sermaye Bütçelemesi Kavramı ve Kapsamı	29
2.2. Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi	33
2.3. Çok Uluslu İşletmelerde Sermaye Bütçelemesi	36
2.4. Uluslar arası Sermaye Bütçelemesi Literatürü	37
2.5. Çok Uluslu Sermaye Bütçelemesine Özgü Faktörler	45
2.5.1. Döviz Kuru Değişimleri	45
2.5.2. Enflasyon	49
2.5.3. Yabancı Kaynaklı Gelirlerin Vergilendirilmesi	51
2.5.4. Politik Risk Analizi	55
2.5.5. Kamulaştırma	57
2.5.6. Bloke Fonlar	62
2.6. Ana Şirket ve Yerel Perspektifi	67
2.7. Ana Şirket Nakit Akımlarının Belirlenmesi	68

2.7.1. Birbirine Bağımlılık	71
2.7.2. Havale Sınırlamaları	70
2.7.3. Vergilendirme	75
2.7.4. Sübvansiyonlar	76
2.8. Sermaye Bütçelemesi Kararının Girdileri	77
2.8.1. Başlangıç Yatırımı.....	77
2.8.2. Tüketici Talebi.....	78
2.8.3. Fiyat	78
2.8.4. Değişken ve Sabit Maliyet.....	79
2.8.5. Projenin Ömrü	79
2.8.6. Hurda (Tasfiye) Değeri.....	80
2.8.7. Döviz Kuru Oranları	81
2.8.8. İstenen Getiri Oranı.....	81
2.8.9. Sermaye Maliyeti.	813
2.8.9.1. Çok Uluslu İşletmelerin Sermaye Maliyetini Etkileyen Faktörler.....	88
2.8.9.1.1. Firma Büyüklüğü.....	90
2.8.9.1.2. Uluslar arası Sermaye Piyasalarına Giriş Serbestliği.....	90
2.8.9.1.3. Uluslar arası Çeşitlendirme.....	91
2.8.9.1.4. Vergi Avantajları.....	91
2.8.9.1.5. Kur Riski.....	91
2.8.9.1.6. Ülke Riski.....	92
2.9. Çok Uluslu İşletmelerde Sermaye Bütçelemesi Yöntemleri	94
2.9.1. Yatırımın Ortalama Karlılığı Yöntemi	95
2.9.2. Geri Ödeme Süresi	96
2.9.3. Net Bugünkü Değer Yöntemi	98
2.9.4. Karlılık İndeksi Yöntemi	102
2.9.5. İç Getiri Oranı Yöntemi.....	103
2.9.6. Düzeltilmiş Bugünkü Değer Yöntemi.....	105
2.10. Uygulamada Sermaye Bütçelemesi Yöntemleri	115
2.10.1. Büyük Şirketlerdeki Uygulamalar	115

2.10.2. Küçük Şirketlerdeki Uygulamalar	118
---	-----

3. BÖLÜM

ÇOK ULUSLU İŞLETMELERDE SERMAYE BÜTÇELEMESİNE AİT ÖRNEK UYGULAMA	120
---	------------

3.1. Çok Uluslu Proje Değerlendirmesi: Sport A.Ş. Örneği	120
3.2. Proje Nakit Akımlarının Tahmini.....	122
3.2.1. Başlangıç Yatırım Giderleri	123
3.2.2. Bağlı Şubenin Finansmanı	124
3.2.3. Faiz Sübvansiyonları.....	125
3.2.4. Satışlar ve Gelir Tahminleri.....	125
3.2.5. Üretim Maliyet Tahminleri	128
3.2.6. Planlanan Net Gelir	129
3.2.7. İşletme Sermayesine İlaveler	129
3.2.8. Son Değer.....	130
3.2.9. Projenin Tahmini Bugünkü Değeri	130
3.3. Ana Şirket Nakit Akımlarının Tahmini	131
3.3.1. Borç Ödemeleri	131
3.3.2. Sport A.Ş.'ye Yapılan Havaleler.....	132
3.3.3. Şubeye İhraçlar Üzerinden Kazançlar.....	133
3.3.4. Sport A.Ş.'nin Tahmini Bugünkü Değeri.....	134
3.3.5. Kayıp Satışlar.....	135
3.4. Politik Risk Unsurlarının Proje Değerlemesinde Dikkate Alınması.....	137
3.4.1. Kamulaştırmaya Özgü Durumlar.....	138
3.4.2. Bloke Fonlara Özgü Durumlar.....	139

SONUÇ	141
KAYNAKÇA	143
ÖZET	151
ABSTRACT	153

KISALTMALAR LİSTESİ

a.g.e.	: Adı Geçen Eser
a.g.m.	: Adı Geçen Makale
AOSM	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
APV	: Düzeltilmiş Bugünkü Değer
ARR	: Muhasebe Getiri Oranı
EDC	: İhracatı Geliştirme Şirketi
ICC	: Uluslar arası Ticaret Odası
INC	: Uluslar arası İşletme
IRR	: İç Getiri Oranı
MNC	: Çok uluslu İşletme
NPV	: Net Bugünkü Değer
OPIC	: Denizaşırı Özel Yatırım Şirketi
PI	: Karlılık İndeksi
SVFM	: Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli
YTL	: Yeni Türk Lirası

TABLOLAR / ŞEKİLLER LİSTESİ

Tablo 1. Proje Değerleme Yöntemleri	34
Tablo 2. Kullanılan Sermaye Bütçelemesi Metotları	42
Tablo 3. Sermaye Bütçelemesi Kararlarını Etkileyen Önemli Kararlar	43
Tablo 4. Nakit Akımlarını Tahmin Etmede Kullanılan Önemli Faktörler	44
Tablo 5. Parasal Devalüasyonun Nakit Akımı Etkisi	48
Tablo 6. Kamulaştırma Zamanlamasının ve Başa Baş Olasılıklarında Tazminat Paketinin Etkileri.....	63
Tablo 7. Marjinal Nakit Akım Analizi.....	72
Tablo 8. Net Bugünkü Değer Metodunu Kullanan Firmalarca Kullanılan İskonto Oranı	85
Tablo 9. Firmaların Riske Göre Yaptıkları Düzeltmeler.....	86
Tablo 10. Firmaların Kullandığı Çoklu İskonto Oranları	86
Şekil 1. Ülkeler Arasındaki Sermaye Maliyeti Farklılıkları.....	89
Şekil 2. Çok Uluslu İşletmelerin Sermaye Maliyetini Etkileyen Faktörler.....	93
Tablo 11. 1 Milyon £ İmtiyazlı Borç Değeri.....	113
Tablo 12. Küçük Şirketler Tarafından Uygulanan Geleneksel Yöntemler ...	118
Tablo 13. Küçük Şirketler Tarafından Uygulanan İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemleri.....	119
Tablo 14. Sport A.Ş.'nin Başlangıç Yatırım Giderleri (1 € = 1,4 \$).....	124
Tablo 15. Bağlı Şubenin Başlangıç Bilançosu (1€ = 1,4 \$).....	125
Tablo 16. Şubenin Bugünkü Değeri: Proje Bakış Açısı	127
Tablo 17. Sport A.Ş. Tarafından Alınan Karpayları, Ücretler ve Royaltler (\$ Milyon)	133
Tablo 18. Şubeye İhraçlardan Net Nakit Akımları	134
Tablo 19. Şubenin Bugünkü Değeri: Ana Şirket Bakış Açısı (\$ Milyon)	135
Tablo 20. Kayıp İhracat Satışlarının Değeri	137

GİRİŞ

Faaliyetleri kısmen ya da tamamen ulusal sınırların dışına taşan işletmelerin uluslar arası boyuttaki yatırımlarından kaynaklanan nakit akımlarının döviz kuru, enflasyon, vergisel ve politik düzenlemelerdeki değişimlerden etkilenmesi nedeniyle, bu tür işletmelerin finansal yönetimi uluslar arası nitelik kazanmaktadır. Çok uluslu işletmelerin son yıllarda gelişmekte olan ülkelerdeki faaliyetlerinin artmasıyla, yatırım kararlarına uluslararası bir perspektiften yaklaşım önem kazanmaktadır.

Bu çalışmanın amacı; ulusal ölçekte faaliyet gösteren firmaların sermaye bütçelemesi kararları ile uluslar arası ölçekte faaliyet gösteren firmaların sermaye bütçelemesi kararları arasındaki farklılıkları ortaya koymak, uluslar arası yatırımın çok uluslu işletmenin ana şirket ve yatırımın yapıldığı ülkedeki bağlı şubesi perspektifinden değerlendirilmesinin yatırım kararı verilmesindeki önemini belirtmek, döviz kuru riski ve politik risk gibi risk unsurlarının proje değerlemesindeki etkilerini teşhis etmek, projeden kaynaklanan gelecekteki nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde kullanılan iskonto faktörünün ulusal ve uluslar arası kriterlere göre nasıl farklılaştığını ve hangi durumlarda ne şekilde etkileneceğini ortaya koymaktır.

Tez, üç bölümden oluşmaktadır. Konu; birinci bölümde Çokuluslu İşletmeler, ikinci bölümde Çok uluslu İşletmelerde Sermaye Bütçelemesi ve üçüncü bölümde Çok uluslu İşletmelerde Sermaye Bütçelemesine Ait Örnek Uygulama başlıklarında incelenmiştir. Tezin birinci bölümünde çok uluslu işletme kavramının tanımları, özellikleri ve türleri, çokuluslu işletmelerin yatırım yapma kararlarını etkileyen itici ve çekici faktörleri ve çok uluslu işletmelerin yabancı ülkelere giriş yolları incelenmiştir.

“Çok uluslu İşletmelerde Sermaye Bütçelemesi” adlı ikinci bölümde sermaye bütçelemesi kavramı ve yatırım projelerinin değerlendirilmesi konularına değinilmiş daha sonra uluslar arası sermaye bütçelemesi literatüründen bahsedilmiştir. Çok uluslu sermaye bütçelemesine özgü faktörler oldukça detaylı bir şekilde anlatıldıktan sonra uluslar arası bir projenin ve projenin gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının, yatırımı yapan firmanın ve yatırımın yapıldığı ülkedeki bağlı şubesinin perspektifinden değerlendirilmesi sonuca ortaya çıkan farklılıklar üzerinde durulmuştur. Ana şirkete nakit akımlarının belirlenmesinde dikkate alınan faktörler incelenmiştir. Sermaye bütçelemesi kararının girdileri ve sermaye maliyeti kavramı, çok uluslu işletmelerde belirgin sermaye bütçelemesi yöntemleri ve özellikle de düzeltilmiş bugünkü değer yöntemine değinilmiştir. İkinci bölümde son olarak sermaye bütçelemesi yöntemlerinin uygulanması hakkında bilgi verilmiştir.

Son bölümde bir çokuluslu projenin değerlendirilmesi aşamasında yürütülen sermaye bütçelemesi analizleri bir örnek uygulama ile pekiştirilmiştir. Çok uluslu bir işletmenin yatırım kararı vermesinde etkili olan değerlendirme kriterlerinin ve sermaye bütçeleme yöntemlerinin incelemesini kapsayan bu örnek uygulama, teorik olarak anlatılanların somut bir şekilde anlaşılmasına yardımcı olacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ÇOKULUSLU İŞLETMELER

Gelişmiş sanayi ülkelerinde ulusal bütünlüğü sağlamış firmaların büyük ölçekli uluslar arası faktör hareketleri yoluyla kendi ülkelerinin sınırlarından çıkarak başka ülke sınırları içerisinde yatırım ve üretim faaliyetlerinde bulunmaları çokuluslu işletmelerin doğuşuna ve yaygınlaşmasına yol açmıştır. Bugünkü anlamda çokuluslu işletmelerin ortaya çıkmasından önce uluslar arası ekonomik ilişkiler ülke sınırlarının ötesinde bir mal ve hizmet akımı çerçevesindeydi. Endüstriyel ve ticari faaliyetlerde bulunan firmaların sahipliliği yani sermayesi de bulunduğu ülkeye aitti. Bunun doğal sonucu olarak yönetim ve karar yetki ve sorumluluğu yine bu ülkelerde toplanmıştı. Çokuluslu firma boyutlarına ulaşmış modern firmalarda ise yatırım, üretim ve karar alma yetki ve sorumluluğunun ülkeler ötesi bağlı kuruluşlara dağıldığı doğal olarak düşünülmektedir.

1.1. Çokuluslu İşletmelerin Tanımları

Teoride çokuluslu işletmeler çeşitli yönlerden ele alınıp çok şekilde tanımlanmıştır. Ancak bu tanımlardan hiçbirisi başlı başına çokuluslu işletmeleri tanımlayamamıştır. Kimi ekonomistler tarafından yapılan tanımlar şirketin mali ve ekonomik gücünü ele alan yaklaşımlar kullanırken kimileri operasyonların büyüklüğünü bir diğeri üst yönetimin milliyetsizliğini temel almışlardır. Çok uluslu işletmeleri şöyle tanımlamak mümkündür. “Doğrudan yabancı sermaye yatırımları yaparak birden fazla gelir getiren aktif değerlere

sahip olan veya bunları kontrol ederek kendi orijinal ülke dışında mal ve hizmet üreten özetle uluslar arası üretim yapan firmadır.¹

Çok uluslu şirketleri üst yönetimin çok milliyetli olması ve şirketin mali gücüne göre tanımlanırsa, “Çeşitli milliyetlere sahip geniş bir firmalar grubunu kontrol eden ancak ikiden fazla ülkede belli bir oranın üzerinde yıllık gelirle çalışan firmadır.”²

Uluslar arası Ticaret Odası’nın (ICC) İstanbul’da düzenlenen 22. Kongresinin bir raporuna göre “Bir uluslar arası şirketin yabancı ülkelerdeki üretimi, toplam üretiminin en az %25-30’unu geçtiği zaman veya üretim miktarı bilinmiyorsa, yabancı ülkelerde elde edilen karlar toplam karın önemli sayılacak bir oranına veya bu da bilinmiyorsa, yabancı ülkelerde çalıştırılan personel toplam personelin belirli bir oranına ulaştığı zaman bu şirket Çok Uluslu Şirket” olmaktadır.³

Çokuluslu işletme iki veya daha fazla ülkede genel bir yönetim stratejisi altında işletme kaynaklarının ülkeye bakılmaksızın dağılımı ile, mülkiyet ve üst yönetimin çokuluslu olmasıdır.⁴

Çokuluslu işletme, çeşitli ülkelerde yar alan, mülkiyeti kısmen veya tamamen kendisine ait üretici ya da pazarlayıcı bağlı kuruluşlardan oluşan şebekeye sahip bir girişimdir.⁵

Yatırım faaliyetlerini birden fazla ülkede sürdüren ve üretimle ilgili kararları bir merkezden alan veya çeşitli yollarla bağlı şirketlerin kararlarını etkileyebilen şirketler çokuluslu olarak tanımlanabilir.⁶

¹ J. H. Dunning, The Future of the Multinational Economy, Llyods Bank Review, July 1974, s. 15-17.

² R. Vernon, Sovereignty at Bay, Basic Books, Inc., New York 1971, s. 4.

³ İsmet Mucuk, Modern İşletmecilik, Der Yayınları, İstanbul, 1993, s. 51.

⁴ İnan Özalp, Çokuluslu İşletmelerin Yönetimi, Ankara, Kalite Matbaası, 1976, s. 16.

⁵ Arvind V. Phatak, Uluslar arası Yönetim, çev. Atilla Baransel, Tomris Somay, İşletme Fakültesi Yayın No: 213, s. 3.

Gelir yaratıcı ekonomik faaliyetlerinin birden çok ülkede sürdüren ve bağlı kuruluşları arasında şirket bütünlüğünün sağlanması bakımından karar verme ve kontrol mekanizması yoluyla temel faaliyetlerde entegrasyonu gerçekleştirmiş bulunan firmalara çokuluslu şirket denilebilir.⁷

Birleşmiş Milletlerin yaptığı tanıma göre, çokuluslu işletmeler:

Ekonomik işletme birimlerinin hukuki şekli ve faaliyetleri dikkate almaksızın iki veya daha fazla ülkede faaliyet gösteren,

İşletme bölümleri arasında “global” stratejiyi oluşturmak üzere uyumlu ve ortak politikaların tespit edilmesini gerçekleştiren, bir veya birden fazla karar merkezinin, efektif kontrolüne dayalı etki, sahiplik veya bölümler arası diğer bağlar yoluyla kullanıldığı,

Bilgi, kaynak ve sorumlulukların bölümler arası paylaşıldığı, ekonomik işletmelerden oluşan ticari bir teşebbüstür.⁸

Birleşmiş Milletler, yaptığı tanımın kapsamına büyüklük, sahiplik ve işletmeleri uluslar arası alanda faaliyet göstermeye iten kriterleri almamış, yalnızca yukarıda belirtilen 3 unsurun tanım için yeterli olacağını bildirmiştir.

Çokuluslu işletmeler için; Crossnational Corp., Global Conglomerate, Global Firm, International Corporate Group, International Firm, Many National Firm, Mega Corporation, Multinational Company (MNC), Multinational Enterprise (MNE), Multinational Family Group, Supranational Enterprise, Transnational Corporation (TNC), Transnational Enterprise (TNE), Trans International Company, World Company, World Wide

⁶ Cem Alpar, Tuba Ongun, Dünya Ekonomisi ve Uluslar arası Ekonomik Kuruluşlar, İstanbul, 1988, s. 107.

⁷ Kadir Şatıroğlu, Çokuluslu Şirketler, Ankara Üniversitesi, S.B.F. Yayınları, No: 536, Ankara, 1984, s. 16.

⁸ Esin Can, Çokuluslu İşletmelerin Yönetici Seçim ve Eğitim Politikaları, Danışman: Prof. Dr. Osman YOZGAT, Marmara Üniversitesi, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 1991, s. 5-6.

Enterprise ifadeleri çokuluslu işletmeler için eş anlamlı olarak kullanılmaktadır.⁹

1.2. Çokuluslu İşletmelerin Özellikleri

Çokuluslu işletmeler birden çok ülkede faaliyette bulunurlar. Uygulamada, mülkiyetin ülkeler arasında dağılımından çok faaliyetin dağılımında yoğunlaştığı görülmektedir.¹⁰ Çokuluslu bir işletme, çeşitli ülkelerde yer alan, mülkiyeti kısmen ya da tamamen kendisine ait üretici ya da pazarlayıcı bağlı kuruluşlardan oluşan bir şebekeye sahip girişimdir. Yabancı bağlı kuruluşlar, ana şirkete ve birbirlerine ortak mülkiyet ve strateji ile bağlıdırlar. Ana şirket yabancı bağlı kuruluşları, her birine dağıttığı kaynaklar (sermaye, teknoloji, patent ve insangücü gibi) ve her birinin kısa ve uzun dönemli plan ve bütçelerini onaylama hakkı aracılığıyla kontrol eder.¹¹

Şirket bütünlüğü ve ana ülke kar / kazanç ve ekonomik çıkarların global ölçüde maksimumlaştırılması esas ilkedir.

Sermaye payları üretim ve pazarlama merkezleri iki veya daha fazla farklı ekonomik gelişme gösteren ülkelere dağılmıştır. Bu ülkelerdeki üretim faaliyetlerinin toplam üretim içindeki oranı büyük önem taşımaktadır. İşgücü-yoğun üretim faaliyetlerinde gelişmekte olan ülke ve az gelişmiş ülkeleri tercih ederler.

Asıl faaliyet alanları bir ya da birden çok mal ve hizmetin uluslar arası düzeyde üretimi, dağılımı ve pazarlaması olup doğrudan dış yatırım ve teknoloji, yönetim ve organizasyon transferi yaparlar.

⁹ Alex Rubber, The Might of the Multinationals, The Rise and Fall of the Corporate Legend, 1. Basım, Proeger Publisher, New York, USA, 1990, s. 110.

¹⁰ Kadir Şatıroğlu, a.g.e., s. 26.

¹¹ Arvind V. Phatak, a.g.e., s. 5-6.

Modern ve üstün bir teknolojiye sahiptirler. Teknolojik araştırmalar genellikle şirket sistemi içinde Araştırma ve Geliştirme birim ya da kuruluşlarınca yürütülür.

Gittikleri ülkelerde bulunan yavru şirket, şube ve temsilciliklerinin yatırım, personel ve pazarlama politikaları ana şirket tarafından merkezi sistemle denetim altında bulundurulur ve genellikle çok çeşitli uluslardan oluşan tepe yöneticileri ana şirket tarafından atanır.

Çokuluslu işletmeler temelde öz sermayeye dayanır. Ancak bu sermayenin sahipliği genellikle anonimleşmiştir. Ortaklık payları çeşitli uluslardan özel ve tüzel kişiler arasında dağılmıştır.

Genel merkezleri, vergi oranları çok düşük veya hiç olmayan genellikle küçük ülkelerdedir.

Faaliyet alanlarıyla ilgili olarak, finansal yüklerini hafifletmek için, rekabet şartlarını (monopol-oligopol) bizzat ya da aralarında anlaşma yoluyla oluşturmaları sonucu pazara başka şirketlerin girişini engellerler.

Yatırımların finansmanında uluslararası para ve sermaye piyasalarından ve yerel kuruluşlardan çeşitli teşviklerle birlikte ucuz kredi sağlayabilirler.

Gittikleri ülkelerde ana şirketin ve geldikleri ülkenin ihtiyaçlarına veya iç pazara yönelik üretim faaliyetlerinde bulunurlar.

Yukarıda açıklanan ortak özelliklerin ışığında çokuluslu şirketleri “ana şirketi belirli bir ülkede bulunduğu halde faaliyetlerini yavru veya ortaklık kurulan şirketlerce iki veya daha fazla ülkede sürdüren, toplumda söz sahibi olmak amacıyla stratejik kararlar, işletme politikaları, denetim ve çeşitli kontrollerle yavru şirket faaliyetlerini etkileyebilen kar amaçlı ve büyük ölçekli

kuruluşlar” olarak tanımlayabiliriz. Ancak, geldikleri ülke dışında faaliyet gösteren binlerce orta ve küçük ölçekli şirketler de çokuluslu şirketler kavramı içinde yer almaktadır.¹²

1.3. Çokuluslu İşletmelerin Türleri

1.3.1. Uluslar arası İşletme (International Corporation INC)

Bir ülkede kuvvetli şekilde yerleştikten sonra merkezi bir yönetimden yararlanarak diğer ülkelere girmeye ve oralarda yerleşmeye çalışan firmadır.¹³ Bu tür şirketler yabancı bir piyasaya girmek için doğrudan yatırım dahil her türlü olanaktan yararlanmak isterler.

1.3.2. Uluslarötesi İşletme (Transnational Corporation TNC)

Uluslar arası ya da ülkelerarası sınırların ötesine geçebilen şirket anlamında olup, çokuluslu şirketlerin politik, ekonomik, hatta ideolojik sınırları tanımadığını belirtir. Eğer şirket mülkiyet ve yönetimi çok uluslardan oluşan kişilere ait ise şirketin yapı ve faaliyetlerinde ulusal bir eğilimden söz edilemez.¹⁴

1.3.3. Uluslarüstü İşletme (Supernational Corporation)

Uluslar arası bir anlaşma ile kurulan, uluslar arası bir kuruluş nezdinde tescil edilmiş ve bu kuruluşa bağlı olan, bu kuruluş tarafından

¹² Alan Griffiths, Stuart Wall, Applied Economics, 2. Basım, , Longman, New York, USA, 1996, s. 116.

¹³ Gülten Kutsal, Çokuluslu Şirketler, İstanbul, 1982, s.14.

¹⁴ Kadir Şatıroğlu, a.g.e., s.10.

denetlenen, bu kuruluşa vergi ödeyen ve böylece milliyetini hukuken kaybeden şirkettir.

1.3.4. Evrensel İşletme (Global Corporation)

Çokuluslu işletmelerin ve faaliyette bulundukları ülkelerin sayıları çoğaldıkça ve buna paralel olarak ulusal ve uluslar arası konularda ekonomik ve politik güçleri arttıkça Evrensel Şirket terimi de literatürde kullanılmaya başlandı. Her ne kadar terimden şirket mülkiyet ve yönetiminin dağılmış olabileceği anlaşılabilmekte ise de, bu şart değildir. Sahiplik ve yönetimi tek bir ülkede bulunan şirket bile dünyanın her yerinde faaliyette bulunabilmektedir.

1.3.5. Çokuluslu İşletme (Multinational Corporation MNC)

Çokuluslu işletmeler yapı ve politika olarak yabancı faaliyetlerin, yerli faaliyetlerle eşit tutulduğu kuruluşlardır. Yöneticiler kuruluşun hedeflerine varmak için kuruluş kaynaklarının ülke sınırlarını dikkate almadan en verimli biçimde dağıtmayı amaçlar. Merkezi yönetim sermayenin bulunduğu ülkededir. Kararlar merkez tarafından alınır.¹⁵

Yukarıda açıklaması yapılan terimlerin çoğu çokuluslu işletmelerin belirli özelliklerine ağırlık vermekte, bu nedenle hiçbir çokuluslu işletme yapı ve stratejisine tam olarak uymamaktadır.

¹⁵ Güngör Uras, Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları, İstanbul, 1979, s. 6.

1.4. Çokuluslulaşmaya Yol Açan Faktörler

Sermaye sahipleri, doğal olarak sermayelerini kazançlı buldukları alanlara yatırmaya önem vermektedir. Girişimcinin kar veya en yüksek kar dışında temel amacının olabileceğini düşünmek ekonominin ilkeleriyle bağdaşmamaktadır. Ancak bunun yanında yabancı yatırımcıların üzerinde durduğu bir husus, yabancı ülkelerde elde edilen karın kendi ülkesine transfer edilebilmesidir. Kendi ülkesine karını transfer edemeyen yatırımcı için yabancı ülkelerde yaptığı yatırımın önemi bulunmamaktadır.¹⁶

Temel amaç karlılık ve kar transferi olmakla birlikte yabancı sermayenin yatırımlarını yaparken dikkat ettiği başka hususlar da vardır. Bunları, ekonomik, siyasi, psikolojik, ahlaki ve moral değerler olarak sıralamak mümkündür. Bu faktörler temel amaç olan karı ve kar transferini sağlayan ve yabancı sermayenin varlığının ve geleceğinin güvencesini belirleyen etkenler olarak değerlendirilmektedir.¹⁷ Ekonomik faktörler açıklanmadan önce bunun dışında kalan faktörlere kısaca değinmek faydalı olacaktır.

Yabancı sermaye yatırımcısının en fazla dikkat ettiği konu yatırım yapacağı ülkenin ekonomik ve siyasi istikrara sahip olmasıdır. Yabancı sermaye şirketleri, genel olarak bir devletin politik durumunun yatırım kararlarının etkilediğinin söylemektedirler. Pek çok durumda şirketler istikrarsız politik ortama sahip olan ülkelerde yatırım veya tekrar yatırım yapmaktan sakınılmaktadırlar.¹⁸

Yabancı sermaye yatırımların önemli ölçüde etkileyen faktörlerden biri de psikolojik faktörlerdir. Bu faktörler geçmişten gelen birtakım endişelerle

¹⁶ Daim Demircan, Türkiye’de Yabancı Sermaye, Dilek Matbaası, İstanbul 1971, s. 94.

¹⁷ Muhammet Akdiş, “Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler”, (çevrimiçi, <http://makdis.pamukkale.edu.tr/Ysermaye.htm>), s. 4.

¹⁸ Isaiah Frank, Foreign Enterprise in Developing Countries, Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 2’den aktaran Muhammet AKDİŞ: a.g.m., 1980, s. 5.

gelecekte kötümler sonuçlar beklenmesine neden olmaktadır. Türkiye'ye yabancı sermaye gelmesinde karşılaşılan en büyük engellerden biri de budur. Nitekim Türkiye'deki yabancı sermaye yetkilileri de buna işaret etmişlerdir. Edgar Proffet ve Arnold Hornfeld Türkiye için Avrupa'da daima çekinme olduğunun ve "Vişana kapısında Türkler" imajının hala şuur altında durduğunu belirtmişlerdir.¹⁹

Ülkenin sahip olduğu sosyal yapı, geleneksel özellikler, ahlaki ve moral değerlerin de yabancı sermaye yatırımların etkilememesi gerekir. Bazı firmalar ahlaki ve moral düşüncelerin yatırım kararlarına girmemesi gerektiğini, ticari düşünceler hkmetmediğini belirtmişlerdir.²⁰ Yabancı yatırımcıların kendilerini yabancı hissetmeyecekleri bir ortamda çalışmak istemeyi tercih edecekleri beklenmelidir. Halkının tanıdıkları, kültürüne yabancı olmadıkları, alışkanlıklarının ve tepkilerini bildikleri bir ülkede yatırım, üretim ve satış daha kolaydır.²¹

Yukarıda da belirtildiği gibi çokuluslu işlemleri bağlı bulundukları ülke sınırları dışında yatırım yapmaya yönelten temel neden kar yapma isteğidir. Bu, aynı zamanda Çokuluslulaşma hareketinin de en önemli "itici faktör"dr. Fakat yabancı bir ülkede yatırım yapmanın beraberinde getireceği ilave maliyetleri ve belirsizlikleri de göz ardı etmemek gerekir.²² çokuluslu işlemlerin yatırım yapacakları ülkelerde aradıkları özellikler ise, "ekici faktör"ler olarak açıklanmaktadır.

şirketlerin çokuluslu hale gelmesinde etkili olan temel faktörler çokuluslu şirketin ülkesindeki mevcut koşulların iticiliği ve çokuluslu işlemlenin yatırım yaptığı ülkelerin çekiciliği olarak sıralanabilir. okuluslu işlemlenin ülkesindeki mevcut koşulların iticiliği yeni pazar arama, mevcut

¹⁹ Edgar Proffet, Arnold Hornfeld, "Dış Sermaye (Yabancı Sermaye) Konusunda Gelişmeler" (Açık Oturum), Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, sayı: 11, Kasım 1984, s. 24.

²⁰ Isaiah Frank, a.g.e., s. 130.

²¹ Muhammet Akdiş, a.g.m. 5.

²² Cem Alpar ve Tuba Ogun, a.g.e., s. 112.

pazar payının koruma, tekelci güç ya da oligopol olma isteği, ana ülkenin ekonomi politikaları ve yasal düzenlemeleri, yatay bütünleşme, dikey bütünleşme, ekonomik fırsatları çeşitlendirme, üretilen malın niteliği, ulaşım-taşıma maliyetleri, teknolojik üstünlüğün korunması gibi faktörleri içerirken, çokuluslu şirketin yatırım yaptığı ülkelerin çekiciliği ise, geniş iç pazar, ucuz ve nitelikli işgücü, hammadde kaynaklarının bolluğu, ülke yönetiminin izlediği politikalar, ekonomik ve kurumsal gelişmişlik, coğrafi ve tarihsel bağlar olarak sıralanabilecek faktörleri içermektedir. Çokuluslu işletmelerin yatırım yapma kararlarını etkileyen bu itici ve çekici faktörler aşağıda ayrıntılı bir şekilde açıklanmaktadır.

1.4.1. Çokuluslu İşletmenin Ülkesindeki Mevcut Koşulların İticiği

Çokuluslu işletmelerin diğer ülkelerde faaliyet göstermesi için geçerli nedenlerin varlığı şarttır. Bu yönüyle çokuluslu şirket, kendi ülkesinde faaliyette bulunmanın iticiliğini göz önünde bulundurmaktadır. Bir işletmenin gerek yatırım, gerekse faaliyet açısından dış ülkelere yönelmesinin nedenleri şunlardır:

1.4.1.1. Yeni Pazar Arama

Çokuluslu şirketleri ana ülke dışında yatırım yapmaya iten faktörlerden biri yeni pazar arayışıdır.²³

Sahip oldukları teknolojik imkanlar ve gelişmiş yönetim tekniklerinin de yardımıyla optimum üretim seviyesine ulaşmayı amaçlayan çokuluslu şirketler, iç piyasadaki talebin yetersiz ya da doymuş olması nedeniyle veya

²³ Öznur Yüksel, Uluslar arası İşletme Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları, 2. Baskı, Gazi Büro Kitabevi, Ankara, 1999, s. 124.

uluslar arası alanda kar yapma isteğiyle, rekabet gücü artıracabilecekleri yeni pazarlar aramaktadırlar.

1.4.1.2. Mevcut Pazar Payını Koruma

Çokuluslu şirket yatırımlarının bir diğer nedeni de mevcut pazar payını koruma kaygısıdır.²⁴

Daha önceden ihracat yoluyla girdikleri ülkelerde, ihracat yapmaları çeşitli nedenlerle engellenen çokuluslu şirketler, pazar paylarını koruyabilmek için ilgili ülkeye mal yerine üretim tesisleri göndermektedirler. “Tarife fabrikaları” denilen bu tür tesisler, “savunma tasarımı” olarak da adlandırılmaktadır. Bu tür yatırımlar, rakip şirketlerin piyasa davranışlarıyla yakından ilgilidir. Oligopolist yapıdaki çokuluslu şirketlerden birinin yatırım yaptığı ülkeye, piyasayı rakibine kaptırmamak isteyen diğer çokuluslu şirket de yatırım yapmaktadır.

1.4.1.3. Tekelci Güç ya da Oligopol Olma İsteği

Çokuluslu şirketleri yatırım yapmaya yönelten bir diğer faktör de, bu şirketlerin monopol güç haline gelme konusundaki beklentileridir.²⁵

Sahip oldukları büyük sermaye, ileri teknoloji, üstün pazarlama teknikleri ve yönetim bilgileri, çokuluslu şirketlerin oligopolist bir güce ulaşmalarını sağlamaktadır. Bunlara, mal farklılaştırması, fiyat politikaları ve büyük ölçekte üretim yapabilme gibi avantajlar da eklenince, bu şirketler özellikle azgelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yatırım yaptıkları

²⁴ Öznur Yüksel, a.g.e., s. 124; Halil Seyidoğlu, Uluslar arası İktisat, Güzem Yayınları, İstanbul, 1988, s. 666; s. 38; Cem Alpar ve Tuba Ogun, a.g.e., s. 114.

²⁵ Cem Alpar ve Tuba Ogun, a.g.e., s. 113-114; Halil Seyidoğlu, a.g.e., s. 668.

sektörlerde piyasayı ele geçirmekte ve bir süre sonra tek hakim güç haline gelmektedirler.

1.4.1.4. Ana Ülkenin Ekonomi Politikaları ve Yasal Düzenlemeleri

Kurumlar vergisinin yüksekliği ya da sonradan yükseltilmesi, çokuluslu şirketlerin gelirlerini azaltmakta ve onları vergileri düşük ülkelerde yatırım yapmaya yöneltmektedir.²⁶ Yüksek orandaki vergilerden kaçmak isteyen çokuluslu şirketler bu durumda iki farklı yol izlemektedir; ya yatırımlarını doğrudan doğruya düşük vergili ülkelere yapmaktalar, ya da daha az vergi ödemek için vergi oranı yüksek ülkede kazanılan gelirleri düşük vergili ülkedeki şubeye “transfer fiyatlandırması” adı verilen uygulamayla aktarmaktadırlar.

Mevcut kredi politikasının yatırımcılar aleyhine değişmesi veya gümrük vergilerinin artması sonucu, ithal edilen üretim girdilerinin pahalılaşması da çokuluslu şirket yatırımlarına neden olabilmektedir.²⁷

Yeniden ithalatın kolaylaşması da şirketleri dış ülkelere yatırıma yönelten bir faktördür. Bu durumda, çokuluslu şirketler maliyet avantajlarından yararlanmak için yurtdışında yatırım yapmakta ve ürettikleri ürünleri ana ülke piyasasına sunmaktadırlar.

Rasyonel işletmecilik yapılamaması da çokuluslu şirketleri yurt dışı üretime yöneltir.²⁸ Örneğin, çevre kirliliğine yol açan üretim faaliyetlerinin ana ülkede yasaklanması ya da belirli şartlar sağlandıktan sonra uygulanabilmesi işletmelere ilave üretim maliyetleri getirmektedir. Ayrıca, araştırma-geliştirme faaliyetlerine harcanan kaynakların çok sayıdaki ülkeye bölüştürülmesinin ve

²⁶ Halil Seyidoğlu, a.g.e., s. 667; Cem Alpar ve Tuba Ongun, a.g.e., s. 114

²⁷ Cem Alpar ve Tuba Ongun, a.g.e., s. 114

²⁸ Öznur Yüksel, a.g.e., s. 124.

Üretim faaliyetlerinin çeşitli ülkelere yayılmasının risk faktörü ısından avantajlı olması, çokuluslu şirketlerin uluslar arası üretim yapmalarını teşvik etmektedir.

İşçi cretlerinin yüksekliği veya gelişmiş sosyal haklar da çokuluslu şirket yatırımlarının başka ülkelere kaymasına neden olmaktadır.²⁹ Gelişmiş ülkelerde, koruyucu iş hukuku, sendikacılık ve toplu iş sözleşmeleri gibi uygulamaların yaygın olması, işgücü maliyetlerinin yükselmesine ve bu ülkelerdeki firmaların yurtdışı piyasalardaki rekabet gücünün azalmasına neden olmaktadır. Bunun sonucu çokuluslu şirketler, özellikle emek yoğun endüstrilerde, emek maliyetinin daha düşük ülkelere yatırım yapma yoluna gitmektedirler.

1.4.1.5. Yatay Bütünleşme

okuluslu şirketleri ana ülke dışında yatırım yapmaya yönelten faktörlerden biri de “yatay bütünleşme”dir.³⁰

okuluslu şirketler yabancı bir ülkeye yatırım yaptıklarında, birtakım ilave maliyetleri ve belirsizlikten doğan riskleri de üstlenmektedirler. Ancak okuluslu şirket olmanın, çeşitli konularda getirdiği deneyim, bu dezavantajı dengeleyecek yönde bir etki yapmaktadır. okuluslu şirketler özel bilgi avantajı olarak adlandırılan bu üstünlüklerini yabancılara kaptırmamak amacıyla, aynı malın benzerlerinin farklı birçok ülkede üretilmesi yoluna gidebilmektedirler.

²⁹ Cem Alpar ve Tuba Ogun, a.g.e, s. 114; Halil Seyidoğlu, a.g.e., s. 667.

³⁰ Halil Seyidoğlu, a.g.e., s. 666.

1.4.1.6. Dikey Bütünleşme

Bir malın üretim süreçlerinin tek bir organizasyon altında toplanması “dikey bütünleşme” olarak ifade edilmektedir.³¹

Çokuluslu şirketlerin dikey bütünleşmeyi sağlamaları, koordinasyon ve ortak denetim sonucu maliyetlerin düşmesine yol açmaktadır. Bir malın üretiminde farklı aşamaların tek bir organizasyon altında toplanması ileriye (tüketicie) veya geriye (hammadde üretimine) yönelik olabilir. Çokuluslu şirketlerin, kullandıkları hammaddeleri sağlamak için bu hammaddelerin bulundukları ülkelere dolaysız sermaye yoluyla yatırım yapmaları geriye doğru, yabancı ülkelerde tüketiciye daha yakın olmak ve dolayısıyla daha iyi hizmet vermek amacıyla şubeler açmaları da ileriye doğru dikey bütünleşmedir.

1.4.1.7. Ekonomik Fırsatları Çeşitlendirme

Çokuluslu şirketleri dış ülkelere yatırım yapmaya iten faktörlerden bir diğeri ise, ekonomik fırsatları çeşitlendirmek yoluyla satış hacmi ve gelir akımlarında düzenlilik sağlama isteğidir.³² Firmalar, ekonomik hayatta canlanma ve duraklamalar sonucu oluşan gelir ve nakit akımlarındaki dalgalanmaları önlemek için yatırımları çeşitlendirmek yoluna gidebilirler. Çeşitlendirme, aynı malın farklı ülkelerde üretilmesi biçiminde gerçekleştiğinde ise dolaysız yabancı sermaye yatırımı söz konusu olmaktadır.

³¹ Öznur Yüksel, a.g.e., s. 124.

³² Halil Seyidoğlu, a.g.e., s. 668.

1.4.1.8. Üretilen Malın Niteliği

Ana ülke, eğer hammadde kaynakları bakımından yetersiz ise, ülke ihtiyaçlarının karşılanması için yabancı ülkelerde doğrudan yatırımlar yapılması zorunlu olmaktadır.³³

Yetersiz olan hammaddenin petrol veya maden gibi yüksek teknolojik imkanlar gerektiren faaliyetler olması durumunda çokuluslu şirket yatırımlarına daha fazla ihtiyaç duyulmaktadır.

1.4.1.9. Ulaşım-Taşıma Maliyetleri

Bazı ürünlerin tüketime hazır bir halde dış piyasaya ulaştırılması, büyük hacim, kolay bozulma gibi nedenlerle ara mallar veya hammaddelere göre daha fazla masraflı ve/veya riskli olabilir. Bu durumda çokuluslu şirketler, üretiminin son aşamasını yabancı ülkede tamamlama yoluna gidebilirler. Bunun için gerekli hammadde ve ara mallar ana ülkeden ithal edilir ve yabancı ülkedeki yavru şirkette ürünün montajı yapılır.³⁴

1.4.1.10. Teknolojik Üstünlüğün Korunması

Çokuluslu şirketleri yatırıma iten faktörlerden biri de, bu şirketlerin teknoloji transferleri üzerindeki etkinliklerini koruma ve artırma istekleridir. Dünya çapındaki teknoloji üretiminde ve bu teknolojinin transferinde günümüzde en etkili güç olan çokuluslu şirketler, sahip oldukları ya da yeni ürettikleri teknolojiyi ülkeler arasında transfer ederken farklı yollar izlemektedirler. Bu farklılık, firmanın büyüklüğü, üretim kapasitesi gibi çokuluslu şirketin kendi içsel şartlarından kaynaklanan bir farklılık olabileceği

³³ Halil Seyidoğlu, a.g.e., s. 666.

³⁴ Öznur Yüksel, a.g.e., s. 124.

gibi, teknolojinin ve söz konusu yabancı ülkenin özelliklerinden kaynaklanan bir farklılık da olabilir.³⁵

Çokuluslu şirketler, eğer yabancı ülke piyasası ile ilgili yeterli bilgiye sahip değillerse, yabancı ülkenin pazar payı, şirket açısından önemsiz bir yer tutuyorsa, firmanın kapasitesi ancak sınırlı miktardaki üretimi izin veriyorsa ve söz konusu teknoloji standartlaşmışsa, teknolojiyi lisans anlaşmaları yoluyla transfer etmeyi tercih etmektedirler.

1.4.2. Çokuluslu İşletmenin Yatırım Yaptığı Ülkelerin Çekiciliği

Çokuluslu şirketleri gerek yatırım, gerekse faaliyet açısından dış ülkelere çeken nedenler aşağıdaki gibi sıralanabilir:

1.4.2.1. Geniş İç Pazar

Çokuluslu şirketler, özellikle gelişmekte olan ülkelere yatırım yaparken üretimlerinin bir kısmını ev sahibi ülke piyasasına sunma beklentisi taşımaktadırlar.³⁶ Bu yatırımdan elde edilecek gelir iç pazarın büyüklüğüne bağlı bulunmaktadır. Geniş bir iç pazara sahip olmak, çokuluslu şirket yatırımlarını çekebilmek açısından önemli bir faktör haline gelmektedir.³⁷ Gelişen enformasyon teknolojisinin haberleşme masraflarının azaltması ve ulaştırma imkanlarının gelişmesi, yabancı bir ülkede yatırım yapmanın ilave maliyetlerini düşürmekte, bunun sonucu çokuluslu şirketler önceden ihracat

³⁵ Cevdet Erdost, Sermayenin Uluslararasılaşması ve Teknoloji Transferi, Savaş Yayınevi, Ankara, 1982, s. 98-104.

³⁶ Taner Berksoy, Suat Doğruel ve Fatma Doğruel, Türkiye’de Yabancı Sermaye, Türkiye Sosyal Ekonomik Araştırmalar Vakfı, 1989, s. 24.

³⁷ Erdoğan Aklın, Uluslar arası Ekonomik İlişkiler, İstanbul Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 2389, İstanbul, 1978, s. 193.

yaptıkları ülkelerde yeterli piyasa genişliğine ulaşır ulaşmaz yatırımlara girişmektedirler.³⁸

1.4.2.2. Ucuz ve Nitelikli İşgücü

Emek faktörünün ucuz olduğu, asgari ücret ile ilgili alt sınırın bulunmadığı ülkeler, bu faktöre dayalı üretim tekniklerinin uygulandığı endüstrilerde faaliyet gösteren çokuluslu işletmeler tarafından cazip bulunmaktadır.³⁹ Ancak emek faktörünün ucuzluğuna dayanan bu cazibe, sadece, işgücü vasfının önemli olmadığı yatırımlar için söz konusu olmaktadır.⁴⁰ Buna karşılık, günümüzde işgücünün niteliğinin de önem kazanmasıyla giderek daha çok yatırımcı, eğitim düzeyi ve girişimci özellikleri yüksek nitelikte olan işgücüne sahip ülkeleri tercih etmektedir.⁴¹ 1960'larda birçok Amerikan şirketinin Hong Kong, Güney Kore gibi ülkelerde konfeksiyon, ayakkabı, gıda gibi endüstrilerde yatırım yapmaları düşük işçi ücretlerinden yararlanmak isteği sonucudur. Uzman işgücünün yetersiz olması ve işgücü başına verimliliğin düşük olması, yabancı yatırımcılar için caydırıcı bir faktör olmaktadır.

1.4.2.3. Hammade Kaynaklarının Bolluğu

Çokuluslu şirketlerin üretimleri için gerekli olan, işleyip pazarladıkları hammaddelere sahip olmak, çokuluslu şirket yatırımların özellikle faaliyetleri bu hammaddelere sahip olmak, çokuluslu şirket yatırımlarını özellikle faaliyetleri bu hammaddelere dayanan çokuluslu şirketleri çekebilmek açısından son derece önemlidir. Bu tür hammadde kaynaklarının yeryüzünde

³⁸ Gülten Kutal, Ali Rıza Büyükuslu, Endüstri İlişkiler Boyutunda Çokuluslu Şirketler ve İnsan Kaynağı – Teori ve Uygulama, Der Yayınları, İstanbul, 1996, s. 44-45.

³⁹ Cem Alpar ve Tuba Ongun, a.g.e., s. 114; Gülten Kutal ve Ali Rıza Büyükuslu, a.g.e., s. 46; Erdoğan Alkin, a.g.e., s. 193.

⁴⁰ Gülten Kutal ve Ali Rıza Büyükuslu, a.g.e., s. 47.

⁴¹ TÜGİAD, 2000'li Yıllara Doğru Türkiye'nin Önde Gelen Sorunlarına Yaklaşımlar XVI- Yabancı Sermaye, TÜGİAD, İstanbul, 1996, s. 6.

sınırlı sayıdaki ülkede toplanmış olması, yabancı sermaye hareketlerinin yönünü de uzun yıllar boyunca etkilemiştir.⁴²

1.4.2.4. Ülke Yönetiminin İzlediği Politikalar

Ülke yönetiminin tasarrufları artırıcı ve teşvik edici politikalar izlemesi, büyümeyi sağladığı için yabancı sermayenin gelmesini hızlandırmaktadır. Ayrıca, ülkenin mevzuatının uluslar arası işlemlere uygunluğunun sağlanması, kar transferinin serbestçe gerçekleştirilebilmesi çokuluslu şirketler açısından önemli faktörlerdir.⁴³ Bunların yanında, yatırım indirimi, gümrük vergilerinde kolaylıklar, ucuz kredi gibi mali teşvik uygulamaları da çokuluslu şirketleri yatırım yapmaya yöneltmektedir.⁴⁴

İthal ikamesine dayalı sanayileşme politikası izlemek de, çokuluslu şirketler açısından yatırım yapmaya elverişli bir ortamın doğmasına yol açmaktadır. Ev sahibi ülkenin ithalata karşı uyguladığı gümrük verileri ve diğer kısıtlamalar, çokuluslu şirketlerin bu ülkelere yaptıkları ihracatı azaltıp, pazarlarının daralmasına neden olmakta, bu durumda çokuluslu şirketler pazar paylarını koruyabilmek için doğrudan yatırım yapmak zorunda kalmaktadırlar.⁴⁵

Gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaç duydukları sermaye ve teknolojiyi yabancı yatırımlar yoluyla elde edebileceklerini düşünmeleri, ülke yönetimlerini yabancı sermayeye karşı bazı özel düzenlemelerde bulunmaya yöneltmektedir.⁴⁶

⁴² Halil Seyidoğlu, a.g.e., s. 666; Erdoğan Aklin, a.g.e., s. 193; Taner Berksoy, Suat Doğruel ve Fatma Doğruel, a.g.e., s. 26.

⁴³ TÜGİAD, a.g.e., s. 6-7; Taner Berksoy, Suat Doğruel ve Fatma Doğruel, a.g.e., s. 27; Erdoğan Alkin, a.g.e., s. 193.

⁴⁴ Cem Alpar ve Tuba Ongun, a.g.e., s. 115.

⁴⁵ Cem Alpar ve Tuba Ongun, a.g.e., s. 114.

⁴⁶ Gülten Kutal, a.g.e., s. 47-48.

1.4.2.5. Ekonomik ve Kurumsal Gelişmişlik

Her ne kadar hükümetler çokuluslu şirketleri kendi ülkelerine çekebilmek için çeşitli uygulamalarda bulunsalar da, yapılan araştırmalar bu tür avantajların çokuluslu şirketler tarafından çok fazla önemsenmediğini, yabancı şirketlerin, ekonomik ve politik istikrarı daha fazla tercih ettiğini göstermektedir.⁴⁷

Gerçekten de, büyümesi hızlı, sanayileşmesi belli bir seviyeye ulaşmış, gelir dağılımında adaleti sağlamış, yerel mali piyasaları gelişmiş, kurumsal yapısı dinamik, politik anlamda ve ekonomik göstergeleri olumlu olan ülkeler, çokuluslu şirketler için güvenli ve sağlıklı bir ortam oluşturmaktadırlar.⁴⁸

1.4.2.6. Coğrafi ve Tarihsel Bağlar

Çokuluslu şirketlerin ait oldukları ülkelerle gerek tarihi ve gerekse coğrafi anlamda yakın ilişkiler kurmuş olmak, bu şirketlerin yatırımlarını çekebilmek açısından önemli bir faktördür. Çokuluslu şirketler, yatırım yaparken sadece ekonomik ve siyasi değil, kültürel anlamda da tanıdıkları ülkeleri tercih etmektedirler. Özellikle herhangi bir doğal kaynağa bağlı olmayan yatırımlarda tarihi ve coğrafi yakınlık en fazla göz önüne alınan faktörlerdendir.⁴⁹

⁴⁷ G. Koopmann, Multinationale Unternehmen und Entwicklungsländer, Interessenkonflikte und verhandlungspositionen, Hamburg, 1975, 49'dan aktaran, Gülten Kutal ve Ali Rıza Büyükuslu, a.g.e., s. 48.

⁴⁸ TÜGİAD, a.g.e., s. 7; Taner Berksoy, Suat Doğruel ve Fatma Doğruel, a.g.e., s. 27-30.

⁴⁹ Gülten Kazgan, Ekonomide Dışa Açık Büyüme, 2. Baskı, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul, 1988, s. 93.

1.5. Çokuluslulaşma Süreci

Uluslar arası bir şirket, uluslar arası nitelik taşımayan bir firmanınkinden çok daha karmaşık bir ortamda faaliyette bulunur. Uluslar arası girişimlerin faaliyet ortamını tüm dünya ülkeleri oluşturur. Öte yandan, uluslararası ortam, aynı zamanda bağlı kuruluşların faaliyette bulunduğu tüm ülke ortamlarının toplamından oluşan bir bütündür.

Çeşitli ülke sınırları arasında yönetsel, maddi, teknik kaynakların ve mal ya da hizmetlerin akışının yönetiminden sorumlu olan uluslar arası bir yönetici, bu ülkelerin özellikle olumlu ya da olumsuz önemli bir etki yaratabilecek çevresel değişkenleri sürekli olarak göz önüne almak durumundadır. Aynı şekilde, yabancı bir ülkede üretim tesisi kurarken, tesisin faaliyetleri ve uzun dönemde kalıcılığı açısından önem taşıyan çevresel değişkenlerin (politik istikrar, hükümetin yabancı firmalara karşı tutumu, ücret ve maaş düzeyleri, sosyal altyapı, yollar, elektrik, su, ulaşım ve kişi başına gelir gibi) incelenmesi gerekir. Ayrıca, bir yönetim tekniği olarak ana şirket ya da bağlı kuruluştan diğer bir ülkedeki bağlı kuruluşa aktarma kararını verirken ilgili ortam koşulları göz önünde tutulmalıdır.

Uluslararası şirket yöneticisi sadece şirketin faaliyette bulunduğu ülkelerin ortamla ilgili değişkenlerini incelemekle kalmamalı, aynı zamanda diğer ülkelerin ortam koşullarını da göz önüne almalıdır. Fırsatlar ve tehlikeler dünyanın herhangi bir yerinde ortaya çıkabilir, bu nedenle, uluslar arası şirket yöneticisinin dünyanın çeşitli bölgelerindeki gelişmeleri yakından izlemesi gerekir.⁵⁰

Uluslar arası bir firma uluslar arası işletmecilik amaçlarını, kaynak, mal ve hizmetlerin dış alım ve satımından, yabancı piyasalarda üretim ve pazarlamaya kadar çeşitli faaliyetlerle gerçekleştirebilir.

⁵⁰ Arvind V. Phatak, a.g.e., s.7-9.

Çokuluslu işletmeler, yurt dışı faaliyetlerini çeşitli şekillerde gerçekleştirirler.⁵¹

1.5.1. İhracat - İthalat Faaliyetleri

Çokuluslu işletmelerin en çok uyguladıkları faaliyet biçimlerinden olan ihracat-ithalat faaliyetleri, dış pazarı tanıma amacına yöneliktir. Nitekim bir şirketin uluslar arası işletme konusunda ihtiyaç duyduğu deneyim, dış ticaret faaliyetlerinin yardımıyla kazanılmaktadır. Riskin en az düzeyde olması ve şirketin organizasyonunda önemli bir değişikliğe ihtiyaç duyulmaması ihracat-ithalat faaliyetlerinin en önemli özellikleridir. Ancak ihracat faaliyeti sırasında üretim ve taşımacılık giderlerinin fazla olması ve ihracat yapılan ülkenin uyguladığı yüksek vergiler önemli birer maliyet unsurudur.

Bir firmanın dolaysız dış alım ve satım yapması, ev sahibi ülkede bir aracı ya da acente yardımı olmaksızın dışardan mal alması ya da dışarıya mal satması demektir.⁵²

Genellikle işletmeler ülke dışı faaliyetlerine dış alım ve dış satımla başlarlar. Dış alım - dış satım faaliyetlerinde önemli iki özellik vardır. Birincisi risklerin en alt düzeyde olması, ikincisi işletmenin yönetim yapısında büyük değişikliklere ihtiyaç duymamasıdır. Bu faaliyetlerde karşılaşılabilecek sorunlar ise, ülkelerin uyguladıkları tarifeler, gümrük durumları ve diğer sürüm sorunları gibi engellerdir.⁵³

⁵¹ İnan Özalp, Rıdvan Karalar, a.g.e., s. 373-75; İnan Özalp, Celil Koparal ve Güneş Berberoğlu, a.g.e., s. 150-53; Öznur Yüksel, a.g.e., s. 139-142.

⁵² Arvind V. Phatak, a.g.e., s. 9.

⁵³ İnan Özalp, a.g.e., s. 45.

1.5.2. Portföy Yatırımı

Çokuluslu işletmelerin yurt dışı faaliyetlerinden biri de, sermaye fazlasıyla diğer ülkelerdeki yüksek kar getiren tahvil ve hisse senetlerinden satın almak ve böylece sermaye karlılığını arttırmaktır.

Bir uluslar arası faaliyet olarak portföy yatırımı, fon sahiplerinin tahvil ve hisse senedi satın alımı şeklindeki yatırımlarıdır. Satın alınan menkul değerler yabancı ülkelerdeki özel şirket veya hükümet kuruluşlarına ait bulunuyorsa bu takdirde bir uluslar arası portfolyo yatırımı yapılmıştır ve mali fonların bir ülkeden diğerine transferi söz konusudur.⁵⁴

Portfolyo yatırımcısının, farklı faaliyet alanlarını ve ülkeleri, faiz, temettü ve riskler açısından değerlendirdikten sonra tasarruflarını optimum bir dağılıma tabi tutacağı varsayılmaktadır.⁵⁵ Böylece belirsizlik ve riskler azaltılmış ve sonuçta yatırımcı kazançlı çıkmış olacaktır.

1.5.3. Lisans Anlaşması

Lisans anlaşması yoluyla yurt dışı faaliyetinde bulunma, çokuluslu işletmeler tarafından başka şekillerde ülke piyasasına girme imkanı olmadığı durumlarda başvurulmuş bir yoldur. Buna göre şirket, lisansını satarak mallarının ülke dışında üretilmesini ve satılmasını sağlar. Böylece malların tanıtılması ve tüketici alışkanlıklarının oluşturulması sağlanır. Ancak lisans anlaşması sonucunda üretilen malların istenilen kalitede olmaması durumunda çokuluslu şirketin itibarına gölge düşebilmektedir.

Lisans anlaşması, yönetim faaliyetini gerektirmeden dış ülkeye girme yollarından özellikle en tercih edilenidir. Doğrudan yatırımın imkansız olduğu

⁵⁴ Halil Seyidoğlu, a.g.e., s. 500.

⁵⁵ Kadir Şatıroğlu, a.g.e., s. 113.

veya risklerin fazlalaştığı durumlarda lisans anlaşmaları işletmeler için çekici olmaktadır.⁵⁶

Uluslar arası şirket lisansör olarak dışarıdaki bir başka firmaya patent ve markaları yanında üretim süreci ve teknik bilgi, ticari sırlar, yönetsel ve teknik hizmetlerinden yararlanma hakkını verdiği taktirde bir dış lisans anlaşması söz konusu olur. Buna karşılık yabancı şirket, tarafların üzerinde anlaştığı bir plana göre lisansöre bir ödeme yapmayı kabul eder. Lisans anlaşması uluslar arası ana şirket ile onun yabancı bağlı kuruluşlarından bir ya da birkaçı arasında olabildiği gibi, uluslar arası işletme ile bağımsız bir özel ya da devlet işletmesi arasında da olabilir.⁵⁷

Lisans anlaşmalarında bir kiralama söz konusudur ve anlaşma belirli bir süreyle sınırlıdır. Bu süre içerisinde teknolojiyi kullanacak olan tarafın, teknolojinin mülkiyetine sahip olan tarafa, satış hacmi veya işletme karı üzerinden periyodik olarak ödemelerde bulunması gerekir. Bu şekilde ödenen ücretlere 'royalti' adı verilir.

Lisans ödemeleri eğer ithal eden kuruluşun finansal olanakları elverişli ise peşin, sabit ücret biçiminde yapılmaktadır. İthal edenlerin sınai tecrübelerinin bulunması yerel yapılarının mevcut ve yeterli olması ile bunların kanunlarla iyi korunmuş bulunması halinde lisanslar yoluyla yapılan teknoloji transferleri arzu edilen sonuçlara ulaşır. Ancak lisans yoluyla yapılan transferler pahalıya mal olmaktadır. Lisans sisteminin hükümetler açısından kötü bir tarafı da ithal edenle, ihraç eden arasında anlaşmazlık çıktığında uluslar arası otoritelerin teknoloji ihraç eden ülke üzerinde baskı yapmayışıdır. Böylece ithal eden ülke kendini riske karşı koruyamadığı gibi, ihraç eden ise hiçbir riske katlanmadan durumunu kurtarabilmektedir.⁵⁸

⁵⁶ İnan Özalp, a.g.e., s. 44.

⁵⁷ Arvind V. Phatak, a.g.e., s. 10.

⁵⁸ Erol Eren, İşletmelerde Yenilik Politikası, İstanbul, 1982, s. 133.

1.5.4. Şube Açma

Çok uluslu işletmelerin yurt dışındaki faaliyetleri arasında, riski nispeten daha çok, fakat kar potansiyeli daha fazla olan şube açma faaliyeti de bulunmaktadır. Bu tür faaliyetlerde mülkiyet yapısına göre üç tür strateji vardır; şubenin mülkiyetinin tamamının çokuluslu şirkete ait olması, mülkiyetin %50'den fazlasının çokuluslu şirkete ait olması ve mülkiyetin %50'den azının çokuluslu şirkete ait olması.

Dış ülkelerde faaliyet gösteren çokuluslu şirketlerin büyük bir çoğunluğu bazı üstünlükleri nedeniyle bu tür şirket tipini tercih etmektedirler. Şirket ülke dışına çıkarken mülkiyet stratejisinin ne olacağını saptar. Çokuluslu şirketlerin ülke dışı faaliyetlerindeki temel amaç, riskleri azaltmak ve kar sağlamak olduğuna göre mülkiyet stratejisinin dikkate alınması önemlidir.

Ülke dışı faaliyetlerde bulunan çokuluslu işletmelerin çoğunluğu şube açmayı ortaklık kurmaya tercih etmelerine rağmen bu politikalarını yürütememektedirler. Bunun asıl nedeni çevre koşullarının farklı olmasıdır. Yatırım yapılan ülkeler bazı hukuki engeller koymak suretiyle çokuluslu işletmelerin şube açmalarını engellemektedirler.⁵⁹

1.5.5. Ortak İşletme Kurma

Çok uluslu bir şirketin yurt dışında ortak işletme kurmasının temel amacı hissedar değerini artırmaktır. Bunun yanında, sermayenin bir bölümünün yerel çevreden sağlanmasının, yabancı bir ülkede faaliyet göstermenin neticesinde ortaya çıkabilecek olumsuzlukların bir kısmını azaltabileceği de beklentiler arasındadır. Bir başka neden de politik baskılardır. Bazı ülkelerde dolaysız yatırımlara ancak ortak işletme kurma

⁵⁹ Erol Eren, a.g.e., s. 134.

yoluyla izin verilmektedir. Ortak işletme kurma biçimleri; yerel özel bir işletme kurma yoluyla, bir kamu kuruluşu ile ortak bir işletme kurma yoluyla olabilmektedir. Burada belirleyici olan, çokuluslu şirketlerin yönetim felsefeleri ile ev sahibi ülkenin ekonomik ve politik çıkarlarıdır.

1.5.6. Joint Venture

İki veya daha çok ortağın kendi faaliyetlerini sürdürürken belli bir işi görmek üzere sürekli veya geçici olarak bir şirket kurup, bu şirketin faaliyetleri için kendi işletmelerinden teknik, mali ve ticari destek sağlamak üzere anlaşmaları joint venture olarak adlandırılmaktadır. Joint Venture (Ortak Girişim) uygulaması, iki veya daha fazla yerli işletme arasında olabileceği gibi, farklı ülkelerin işletmeleri arasında da gerçekleştirilebilir. Joint Venture uygulaması ile iki farklı ülkeden işletmeler, yeni ürünler, süreçler, tesisler ve faaliyetler gerçekleştirerek, bu faaliyetlerin yönetimi için her türlü çabayı paylaşmaktadırlar. Tam bir denetimin sağlanabildiği şube açma yanında ortak girişim oluşturmaının temelinde bazı nedenler yatmaktadır.

Çok uluslu işletmeler ülke dışında daha fazla sayıda projeye girmek istese de sermaye yapıları bunu finanse edecek güçte olmayabilir. Oysa ortak girişimle sermaye ihtiyaçlarını karşılayabilirler.

Çok uluslu işletmelerin ortak girişim oluşturmalarında diğer bir neden de politik baskılardır. Birçok ülke ortak girişim oluşturmaya bir şart olarak ileri sürmektedir. Ortak girişim yabancı sermayeye duyulan kuşkuyu azaltmaktadır. Yabancı ülkenin ihtiyaç duyduğu alanlarda üretim yapılması ve tercihen ortak girişim şeklinde olması ülke teknolojisinin yükselmesine katkı sağlayabilir. Ortak girişimde yabancı ortak, sahibi bulunduğu teknolojisini

ortaklığa koyarken teknoloji ithal etmek isteyen ortak, kaynaklarını ve emeğini koymaktadır.⁶⁰

Bu yararlarına karşın, uygulamaya bakıldığında ortak girişimlerin tek mülkiyet altındaki bağlı şirketler kadar yaygın olmadıkları görülür. Bunun önemli bir nedeni, çok uluslu şirketin, yerel ortağın bazı kritik kararların alınmasını engellemesinden duyulan endişedir. Bunun da temelinde, bir şube için iyi olan politika ve uygulamaların şirketin tümü için mutlaka iyi olmayabileceği düşüncesi yatar. Bundan başka ana şirket geliştirdiği bir tür şirket sırrı niteliğindeki bilgi ve yöntemlerin yerel ortaklar tarafından öğrenilmesini de arzu etmeyebilir.⁶¹

⁶⁰ Erol Eren, a.g.e., s. 137.

⁶¹ Halil Seyidoğlu, Uluslar arası Finans, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 2003, s. 457.

İKİNCİ BÖLÜM

ÇOK ULUSLU İŞLETMELERDE SERMAYE BÜTÇELEMESİ

2.1. Sermaye Bütçeleme Kavramı ve Kapsamı

Sermaye Bütçeleme, yeni, karlı, verimli yatırım projeleri araştırılmasını; bir yatırım önerisinin kabul edilmesinin etkilerini tahmin edebilmek için teknik ve pazarlamaya hatta yönetime ilişkin tüm etmenlerin incelenmesini; her yatırım önerisinin kar sağlama potansiyelini belirlemek için ekonomik analiz yapılmasını içeren çok yönlü bir faaliyet olarak tanımlanabilir.⁶²

Yatırımların yapılmasında yatırımın kendisi kadar planlaması da çok önemlidir. Ancak, yatırım planları, yatırımların büyük ya da küçük, kısa vadeli ya da uzun vadeli oluşuna göre farklılıklar gösterir. Küçük yatırımların planları, yatırımın genellikle bir yıldan az vadeli ve parasal açıdan küçük hacimli olması sebebiyle orta kademe yöneticiler tarafından da yapılabilirken, büyük yatırımların planları üst düzey yönetim tarafından yapılmaktadır.

Büyük yatırımların planları, yatırımın genellikle bir yıldan daha uzun süreli ve parasal açıdan daha büyük hacimli nakit akımlarına sahip olup şirketin değerini ve sürekliliğini önemli ölçüde etkiliyor olmasından ötürü küçük yatırımlara nazaran daha detaylı bir biçimde yapılmaktadırlar. Bu sebeptendir ki, getirileri bir yıldan fazla olması beklenen varlıklara yapılan harcamaları planlama süreci, ayrı bir kavram olarak, “Sermaye Bütçeleme”

⁶² Bierman Harold, Smidt Seymour, The Capital Budgeting Decision, Fourth Edition Macmillan Publishing Co, Inc, New York 1975, s. 4.

tanımıyla nitelendirilmektedir.⁶³ Bu terimdeki sermaye kelimesi, üretimde bulunan sabit varlıkları ifade ederken bütçe kelimesi gelecekte belirli bir süre için tahmin edilen giriş ve çıkışlarını detaylı bir biçimde gösteren planı ifade etmektedir.⁶⁴

Sermaye bütçelemesi kararları şirketler için oldukça çok önemlidir ve kararlar büyük bir dikkat gösterilerek alınır. Sermaye bütçelemesi kararlarının, şirketler için önemli olmasını sağlayan en önemli nedeni projelerin büyük miktarlarda nakit çıkışını gerektirmesi ve uzun vadede gerçekleşecek olmasıdır.⁶⁵ Projenin uzunca bir süreyi kapsaması karar alıcıların esnekliğini kaybetmesine neden olur. Zira kaynakların önemli bir kısmı uzun bir süre için bu projeye bağlanacaktır. Harcanan fonların geri gelebilmesi projenin başarısına bağlıdır. İyi tasarlanamamasından dolayı, projede olabilecek aksaklıklar beklenen gelirin kısmen ya da tamamen elde edilmesini engelleyebilir. Ayrıca, gereğinden fazla fon ayrılması, hem kaynakların etkin kullanılmasını engellemekte, hem de şirketi fazla külfet altında bırakmaktadır.

Sermaye bütçelemesini şirketler için önemli kılan diğer bir özelliği, projeye başlandıktan sonra projeden vazgeçmenin ya da üzerinde önemli değişiklikler yapmanın çok zor ve yüksek maliyetli olmasıdır.⁶⁶ Örneğin, pamuk ipliği kullanarak kumaş dokuyacak bir tekstil fabrikası kurmaya niyetli bir yatırımcının fabrika kurulduktan sonra pamuklu kumaş piyasasında fazla kar elde edemeyeceğini düşünüp fabrikayı yünlü giyim eşyaları için dizayn etmesi neredeyse fabrikanın yeni baştan yapılması demektir.

⁶³ Ben-Horim Moshe, Essentials of Corporate Finance, Allyn and Bacon, Inc., Boston, 1987, s. 173.

⁶⁴ Eugene, F. Brigham, Finansal Yönetimin Temelleri, çevirenler: Özdemir Akmut, Halil Sariaslan, Ankara Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 213, 1999, s. 343.

⁶⁵ Eugene, F., a.g.e., s. 344.

⁶⁶ J.J. Clark, T.J. Hindelang, R.E. Pritchard, Capital Budgeting, Planning and Control of Capital Expenditures, 3rd. Ed. Prentice-Hall Inc., USA, 1989, s. 1.

Sermaye bütçelemesinin diğerk bir önemli özelliğı ise proje kapsamında alınan üretim araçlarının şirketin geleceğini belirlemesidir.⁶⁷ Üretim araçlarının kapasitesi ve işletmeyi çalışır halde tutmak için gerekli olan çalışma sermayesinin yüksekliğı, satış tahminlerinin doğruluğıyla beraber şirketin satış hacmini ve karını belirlemektir.

Olabilecek teknolojik gelişmelerin mevcut üretim araçlarının teknolojik ömürlerini tamamlamalarına neden olmasından ötürü rakip şirketlerin üretim kalitesinin veya kapasitesinin gerisinde kalma riski, sermaye bütçelemesi kararlarının, üzerinde dikkatle durulması gereken bir öneme sahip olduğunu gösteren diğerk bir kanıttır.⁶⁸

İşletmeler açısından hayati bir önem taşıyan yatırımların çeşitli yönlerden sınıflandırılması bilimsel bir gerek olarak ortaya çıkmakta, yararlı ve etkin bir yatırım kontrol planı gerçekleştirebilmek açısından önem arz etmektedir. Örneğın yatırımlar yenileme, genişleme, stratejik ve modernizasyon yatırımları olarak sınıflandırılabilir.

Yenileme yatırımları işletmenin üretimine devam edebilmesi için aşınmış, yıpranmış, teknolojik gelişmeler sonucu eskimiş duran varlıkların yenilenmesini kapsar.

Tesislerin genişletilmesi, satışların artma ihtimaline karşı yeni pazarların ele geçirilmesi için yapılan yatırımlar ise genişleme yatırımdır. Genişleme yatırımları genellikle kapasitenin artırılması, gelişmiş teknolojilerin kullanılması ile maliyetlerin düşürülmesi ve mamulün geliştirilmesini mümkün kılar. Dolayısıyla işletmelerin büyümelerine imkan verecek niteliktedir.

⁶⁷ J.J. Clark, T.J. Hindelang, R.E. Pritchard, a.g.e., s.1.

⁶⁸ Eugene F. Brigham, a.g.e., s. 343.

Risk azaltıcı yatırımlar (teknik araştırma yatırımları, bazı araştırma projeleri) ve personelin moralini yükseltmek hedefini güden yatırımlar (kreş açılması, eğlence ve spor tesislerinin yapılması) ise stratejik yatırım olarak isimlendirilirler. Bu tür yatırımların sağlayacağı faydalar uzun sürede elde edilebileceği gibi bazı hallerde bu yararları parasal olarak ölçmek de çok güç hatta çoğu kez imkansızdır. Bu tür yatırımlar işletmeye dolaylı yararları olan ve genel olarak verimliliği artırmaya yönelik yatırımlardır.

Modernizasyon yatırımları, işletmelerin daha çok maliyet tasarrufu sağlamak, üretim kapasitesini yükseltmek amacıyla yaptıkları yatırımlardır.

Yatırımlar ayrıca;

- i) Yatırım harcamasının tutarına göre,
- ii) Yatırımın gerektirdiği üretim faktörünün türüne göre,
- iii) Yatırımın sağlayacağı yarara göre,
- iv) Yatırımın yapılacağı iş koluna göre,
- v) Yatırımın gereklilik derecesine göre,
- vi) İşletmenin işlevsel faaliyetine göre,
- vii) İşletmenin üretim kapasitesine yapmış olduğu katkıya göre,
- viii) Yatırımın sağlayacağı yararların, olası diğer yatırımlar üzerine etkisine göre,
- ix) Stratejik veya rutin yatırım olup olmadığına göre şeklinde de bir ayrıma tabi tutulabilir.⁶⁹

Yatırım türü ne olursa olsun, bir yatırım kararı alınması demek, alternatifler arasında seçim yapmak demektir. Doğru bir seçim yapabilmek bir başka deyişle, gelecekle ilgili olarak alınan kararların isabet derecesinin

⁶⁹ Öztin Akgüç, Finansal Yönetim, 6.b, Muhasebe Enstitüsü Yayın No 63, İstanbul, 1994, s. 326.

yüksek olması için karar almak durumunda olanların bir takım bilgilere sahip olması gerektiği bilinen bir gerçektir.

Özellikle işletme açısından hayati bir önem taşıyan, bir bakıma işletmenin üretim ve satış kapasitesinin sınırlarını ortaya koyan duran varlık yatırımları için alınacak kararlarda yatırımcıların mutlaka bir takım bilgi ve verilere sahip olması kaçınılmaz bir zorunluluktur.

2.2. Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi

İşletmeler ne kadar güçlü, ne kadar geniş mali kaynaklara sahip olurlarsa olsunlar, mümkün olan bütün yatırım projelerini aynı anda finanse etmek imkanına sahip değildir. Bu nedenle işletmeler yatırım teklifleri arasında bir seçim yapmak, bunları önem derecesine göre sıralamak ve bazı yatırımlardan vazgeçmek zorundadırlar. Dolayısıyla işletme kaynaklarının amaca uygun en iyi sonuçları verebilecek yatırımlara tahsis edilebilmesi için yatırım projelerinin değerlendirilip bir karara varılması gerekecektir. İşletmelerin sağlıklı yatırım kararları alabilmesi için alternatiflerin ortaya konulması gerekecektir.

Projelerin değerlendirilmesi belirlilik veya belirsizlik varsayımı altında yapılabilir. Belirlilik varsayımında, projeyle ilgili yapılan tahminlerin kesinlik göstereceği kabul edilir. Çok genel bir ifadeyle bu varsayım, gelecekte işletmenin iç veya dış çevrelerinde pek büyük değişiklikler olmayacağıdır. Yatırım projelerinin değerlendirilmesinde belirlilik varsayımıyla yaklaşım yaygın olarak yapılmakta, her işletme ve yatırımcı tarafından kolaylıkla uygulanmaktadır. Belirsizlik varsayımında ise, yatırım ile ilgili yaptığımız tahminlerin belirli olasılıklarla değişebileceği kabul edilmektedir. Değişik kaynaklarda yer alan proje değerlendirme yöntemleri Tablo 1’de sunulmuştur.⁷⁰

⁷⁰ Said Alpagut ŞENEL, Sermaye Bütçelemesi, (çevrimiçi, www.baskent.edu.tr/~gurayk/islefinsermayebutcelemesi.doc), 2005.

Tablo 1: Proje Değerleme Yöntemleri

BELİRLİLİK VARSAYIMI ALTINDA PROJE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ		BELİRSİZLİK VARSAYIMI ALTINDA PROJE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ
STATİK (TEK DÖNEMLİ, PARANIN ZAMAN DEĞERİNİ DİKKATE ALMAYAN) YÖNTEMLER	DİNAMİK (ÇOK DÖNEMLİ PARANIN ZAMAN DEĞERİNİ DİKKATE ALAN) YÖNTEMLER	
1.Denetim Yoluyla sıralama yöntemi 2.Yatırım Ortalama karlılığı yöntemi 3.Yıllık ortalama nakit girişlerinin yatırım tutarına oranı yöntemi 4.Geri Ödeme Süresi Yöntemi 5.Maliyetlerin karşılaştırılması yöntemi 6.Karların karşılaştırılması yöntemi 7.Muhasebe verim oranı 8.Sermaye bütçesine yönelik yöntemler i) Bölünebilir yatırımlarda ii) Bölünemez yatırımlarda 9.Sermayenin ortalama Karlılığı yöntemi 10.Ortalama karlılık oranı	1. Net Bugünkü Değer 2. İç Getiri Oranı 3. Karlılık endeksi yöntemi 4. Dinamik Geri Ödeme Süresi Yöntemi 5. Sermaye kısıtlaması yöntemi 6. MAPI yöntemi ve yerine koyma yatırımları 7. Yıllık eşdeğer gider yöntemi 8. Fayda maliyet oranı yöntemi	1.Riske göre minimum verim oranının farklılaştırılması 2.Nakit girişlerinin risk derecesine göre farklılaştırılması 3.Olasılık dağılımı yaklaşımı 4.Karar ağacı yaklaşımı 5.Simülasyon (benzetim) 6.Belirlilik eşitliği (eşdeğer) 7.Beklenen değer-risk-yöntemi 8.Fayda birimleri yöntemi 9.Duyarlılık Analizi

Belirlilik varsayımı altında proje değerlendirme yöntemleri, paranın zaman değerini dikkate almayan (statik) yöntemler ve paranın zaman değerini dikkate alan (dinamik) yöntemler olmak üzere iki başlık altında incelenir. Ancak, önce paranın zaman değeri, kavramını açıklamakta yarar vardır.

Zaman tercihinden doğan paranın zaman değeri enflasyon nedeniyle para değerinin düşmesinden çok farklı bir kavramdır. Enflasyon olsun olmasın, paranın bir zaman değeri vardır. Kişileri bugünkü belli bir tüketimden vazgeçirebilmek için gelecekte daha fazlasını tüketebilme imkanının sunulması gerekir. Bireylerdeki bu zaman tercihi nedeniyle bugünkü 1 YTL'nin değeri, yarın ya da gelecek dönemlerdeki 1 YTL'nin değerinden fazladır. Bunun nedeni bugünkü 1 YTL'nin derhal sağlayacağı tatmin ve bu 1 YTL'nin yeniden yatırıma tahsis edilerek ilave gelir elde edilmesinin mümkün olmasıdır. Ayrıca bugünkü 1 YTL'lik para girişi ile bir yıl sonra elde edilecek 1 YTL'lik para girişi arasında bir fark gözetilmediği takdirde, para girişinin kullanılması ile bir yıl içerisinde sağlanacak gelirden yoksun kalınmaktadır. Yani bir süre sonra elde edilecek her 1 YTL'nin bir fırsat maliyeti vardır.

Paranın zaman değeri hesaplamaları, farklı zaman dilimleri içinde nakit girdilerin ve yapılan harcamaların belli bir iskonto (faiz) oranı ile ortak bir zaman dilimine indirgemektir.⁷¹ İndirgemedede kullanılan iskonto oranı ne kadar yüksek olursa gelecekteki 1 YTL'nin bugünkü değeri o kadar küçülecektir. Bugünkü değer; $BD = 1 / (1+i)^n$ formülü ile hesaplanır. Bu formülde i iskonto oranını, n ise dönem sayısını göstermektedir.

“Proje Değerleme Yöntemleri” adı altında Tablo 1’de yer alan proje değerlendirme yöntemlerinden günümüzde en çok kullanılanları ilerleyen bölümlerde detaylı bir şekilde anlatılmıştır.

⁷¹ Türkiye İş Bankası Eğitim Müdürlüğü, Getiri Hesaplama Yöntemleri ve Bankacılıkta Kullanılan Formüller, Ankara, 2001, s. 11.

2.3. Çok Uluslu İşletmelerde Sermaye Bütçelemesi

Çokuluslu işletmelerde sermaye bütçeleme, geleneksel yerel sermaye bütçeleme gibi uzun dönem yatırım projeleri nakit giriş ve çıkışları üzerine odaklanır. Uluslar arası bir proje için sermaye bütçeleme, yerel sermaye bütçeleme olduğu gibi çok az önemli fark ile aynı teorik yapı kullanılır.

Fakat uluslar arası bir projenin sermaye bütçeleme, yerel sermaye bütçelemeinden daha karmaşıktır. Karmaşıklığa neden olan faktörler aşağıda sıralanmıştır.⁷²

-Ana şirket nakit akımları, proje nakit akımlarından ayrılmalıdır. Bu iki nakit akımı, farklı bir değere katkıda bulunmaktadır.

-Ana şirket nakit akımları genellikle finansman şekline bağlıdır. Bu nedenle yerel sermaye bütçelemeinde yapıldığı gibi nakit akımları tamamen finansman kararlarından ayrılamaz.

-Bağlı şirketten ana şirkete aktarılan nakit akımları açıkça belirtilmelidir. Çünkü çalışma normlarının, vergi sistemlerinin, yasal ve politik çevrenin ve finansal pazarların ve kurumsal fonksiyonların farklılığı söz konusudur.

-Bağlı şirketlerden ana şirkete aktarılan nakit akımları, lisans ücretleri ve ana şirketten yapılan ithalatı da kapsayan genellikle finansal olmayan nakit akımlarıdır.

⁷² David K. Eiteman, Arthur I. Stonehill, Michael H. Moffett, Fundamentals of Multinational Finance, Addison Wesley, International Edition, 2003, s. 353.

-Ulusal enflasyon oranlarının farkı, zaman içinde nakit akımlarına ve rekabet durumundaki değişikliklere neden olacağından dolayı tahmin edilmek zorundadır.

-Döviz kurundaki beklenmeyen değişiklik olasılığı, yerel nakit akımlarının ana şirketin değerinde ve rekabet durumu üzerinde doğrudan etki yapacağından göz önünde tutulmalıdır.

-Bölümlenen ulusal sermaye piyasasının kullanımı, finansal kazanç fırsatları yaratabileceği gibi finansal maliyeti arttırıcı bir etki de yapabilir.

-Ev sahibi ülkenin kullandığı teşvikli krediler hem sermaye yapısını hem de proje değerlemede iskonto faktörü olarak kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini daha karmaşık hale getirir.

-Politik olaylar, beklenen nakit akımları üzerinde doğrudan etki yapabileceğinden politik risk göz önünde tutulmalıdır.

-Projenin son değerini tahmin etmek daha güçtür. Çünkü potansiyel satın alıcıların, ana ülke alıcıları, yerel ülke alıcıları, üçüncü dünya ülkeleri alıcıları, özel alıcılar ve kamu alıcıları vb. çok geniş perspektifte olması nedeniyle bunların projeye yapacağı katkının ölçümü oldukça güçtür.

Bütün bu zorluklardan dolayı, beklenen nakit akımları veya iskonto oranı değişiklikleri ölçülmelidir.

2.4. Uluslar arası Sermaye Bütçelemesi Literatürü

Uluslar arası sermaye bütçelemesi ilk defa J.R. Bugnion'ın çok uluslu işletmeler için sermaye bütçelemesindeki ilgili nakit akımlarındaki

farklılıkları ele aldığı 1965 yılındaki makalesinde işlenmiştir.⁷³ Bugnion sermaye bütçelemesi teorisinin aslında yerel firmalar için tasarlandığını, çok uluslu işletmelere direkt olarak uygulanabilir olmadığını göstermiştir. Hiçbir çok uluslu işletmenin benzer olmadığına inandığı için tüm çokuluslu işletmelere eşit olarak uygulanabilecek evrensel bir teoriye girişmenin yararsız olacağını düşünmüştür. Bugnion'ın katkılarından biri, ana şirketten şubenin borç aldığı fonların maliyetinin belirlenmesi metodunu içermektedir. Bu metodolojinin temelini oluşturan varsayım, şubenin yerel ya da uluslar arası para ve sermaye piyasalarından değil de, ana şirketten borçlanmasıdır.⁷⁴

Stonehill ve Nathanson, 1968'de sermaye bütçelemesinin çok uluslu şirketlerde uygulanırken, nakit akımlarının riske göre nasıl ayarlanması gerektiği üzerine bir tezle literatüre katkıda bulunmuşlardır.⁷⁵ Bu çalışmanın amacı yabancı yatırımların değerlendirilmesinde daha iyi bir kavramsal çerçeve geliştirmektir. Yazarlar, firmaları çokuluslu yatırımların değerlendirilmesinde hangi metotları kullandıklarını incelediler. Bu çalışma, ana şirketin bakış açısından ek nakit akımlarının, kar paylarını, know-how ödemelerini, borç geri ödemelerindeki faizi, ihracat karları, maddi olmayan kazançları ve bağlı şubenin sermaye bütçelemesi için kullandığı zaman aralığında yeniden yatırılan karların değerini yansıtmaması bakımından "nakit çıkış" değerini içermesi gerektiğini önermiştir. Nakit akımları optimal bir sermaye yapısı altında, ana şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile iskonto edilmelidir. Nakit akımları, yazarlarının, belirsizliğin masedilmesi (uncertainty absorption) olarak ifade ettiği şekliyle mahsup edilerek riske göre düzeltilmelidir. Bağlı şube açısından ek nakit akımları yerel vergilerden sonra, amortisman, faiz ve know-how ödemelerinden önceki net kazançları dahil etmelidir. Nakit çıkışları varlıklardaki orijinal yatırım koşullarında ölçülmelidir.

⁷³ J.R. Bugnion, "Capital Budgeting and International Corporations," Quarterly Journal of AIESEC International 1, 1965, s. 30-54.

⁷⁴ James C. Baker, International Finance, Management, Markets and Institutions, Prentice Hall, New Jersey, 1998, s. 171.

⁷⁵ Arthur Stonehill and Leonard Nathanson, "Capital Budgeting in the Multinational Company," California Management Review 11, s. 39-54.

Shapiro, çokuluslu işletmelerin sermaye bütçelemesinde sermaye maliyetinin rolü üzerinde durmuştur.⁷⁶ Stonehill ve Nathanson gibi, iskonto oranından ziyade proje nakit akımlarının riske göre düzeltilmesi gerektiğini kabul etmiştir. Vergi faktörleri ve bölümlenmiş sermaye piyasalarının etkilerinin nakit akımlarını düzeltmede dahil edilmesi gerektiğini savunmuştur. Bu metot için Shapiro'nun gerekçesi, firmanın gelecekteki nakit akımları üzerindeki riskin etkisi ile ilgili olarak istenen getiri oranına göre daha çok ve daha iyi bilgiye sahip olunmasıdır.

Lessard, 1979 yılında düzeltilmiş bugünkü değer yöntemini, yabancı ülkelerdeki yatırım projelerinin değerlemesinde finansal olarak dikkate alınması gereken unsurları içerecek şekilde geliştirmiştir. Çok uluslu işletmelerin sermaye bütçelemesi kararları için teorik bir çerçeve oluşturmuştur.⁷⁷

Booth, çok uluslu işletmeler için, düzeltilmiş bugünkü değer yönteminin sınırlılıklarının iyi bir şekilde tespit edilmesi ve düzeltilmiş bugünkü değer yönteminde de özellikle sermaye maliyetine ilişkin düzeltme olmak üzere bazı düzeltmelerin yapılması gerektiğini belirtmiştir. Aksi taktirde projenin net bugünkü değerinin yanlış hesaplanacağını ve düzeltilmiş bugünkü değer yönteminin geleneksel bugünkü değer yönteminden daha az güvenilir sonuçlar vereceği konusunda uyarıda bulunmuştur.⁷⁸

Stanley ve Block, ABD'deki yerel firmalarla çok uluslu işletmelerin sermaye bütçelemesi prosedürleri arasında karşılaştırma yaptığı çalışmasında, Çok uluslu işletmelerin sermaye bütçelemesi karar sürecinde, paranın zaman değerini hesaba katan daha karmaşık yaklaşımlara daha eğilimli olduklarını ortaya çıkarmıştır. Çok uluslu işletmelerde risk analizlerinin

⁷⁶ Alan Shapiro, "Capital Budgeting for the Multinational Corporation", Financial Management 7, 1978, s. 7-16.

⁷⁷ D.R. Lessard, "Evaluating Foreign Projects: An Adjusted Present Value Approach" International Financial Management, Ed. D.R.Lessard. Warren, Gorham & Lamont, USA, 1979.

⁷⁸ L.D. Booth, "Capital Budgeting Frameworks for the Multinational Corporation", Journal of International Business Studies, Vol 13. No. 2, 1982, s. 113-123.

dahil edildiği daha gelişmiş teknikler kullanıldığını ve riske göre düzeltilmiş tekniklerin-özellikle riske göre düzeltilmiş nakit akımı tekniğinin- daha fazla tercih edildiğini belirtmektedir. Ayrıca uluslar arası çevrede sermayenin elde edilebilirliğinin ve maliyetinin farklılaşmasında etkili olan faktörlerin, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti içerisinde dikkate alınmasının önemini vurgulamıştır.⁷⁹

Hasan, Shao ve Shao, ABD'deki çok uluslu işletmelere ait 159 bağlı kuruluş üzerinde yaptıkları ampirik çalışmada bu şirketlerin sermaye bütçeleme stratejilerini incelemiş, sahiplik düzenlemesi, aktif büyüklüğü ve finansal kaldıraç gibi firmaya ve şirkete özel bazı anahtar faktörlere bağlı olarak daha gelişmiş sermaye bütçeleme teknikleri kullanıp kullanmadıklarını araştırmıştır. Bağlı kuruluşun, payının ana şirkete ait kısmının büyüklüğü, borç - öz sermaye oranının yüksekliği, kamuya açık olma durumu ve aktif büyüklüğü ile, daha karmaşık sermaye bütçeleme teknikleri kullanması arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır.⁸⁰

Tole ve Hand ise net nakit akışlarının iskonto edilmesinin yanlış sonuçlar verebileceğini, çünkü nakit giriş ve çıkışlarının farklı risk derecesinde olabileceğini belirtmiş ve nakit giriş ve çıkışlarının buna göre düzeltilmiş bir iskonto oranı ile iskonto edilmesi gerektiğini vurgulamıştır.⁸¹

1980'ler boyunca çok uluslu işletmeler ile ilgili uygulamalara ilişkin çok sayıda çalışma yayınlanmıştır. Bu çalışmalardan James C. Baker'a ait olanlar, 1978 ve 1981 yılları arasındaki ABD ve Avrupa şirketlerindeki uygulamalar hakkındaydı.⁸² 1978'de Baker, "En Büyük 500 Amerikan

⁷⁹ M.T. Stanley, S.B. Block "A Survey of Multinational Capital Budgeting" The Financial Review, Vol 19, Issue 1, 1984, s. 36-54.

⁸⁰ I. Hasan, L.P. Shao, A.T. Shao, "Determinants of capital budgeting strategies: An econometric analysis of U.S. multinational subsidiaries", Multinational Business Review, Vol.5, Issue 1, 1997, s. 68-77.

⁸¹ T.M. Tole, J.H. Hand, "The Multinational Firms' Bias For Risky Capital Projects", The Multinational Business Review, Vol.5, Issue 2, 1997.

⁸² James C. Baker, "Financial Policy in U.S. Multinational Companies' Capital Budgeting Techniques," The Journal of Business of Seton Hall 18, 1979, s. 7-13; James C. Baker, "Capital

Şirketi'nin Servet Rehberi"nde (Fortune Directory of the 500 Largest U.S. Companies) derecelendirilen ve satışları 500 Milyon \$ üzerindeki 245 Amerikan çokuluslu şirket üzerinde çalışmıştır. Çalışma, 1980-81'de London Financial Times'a göre en büyük 200 Avrupa şirketinden 190 firma üzerinde yapılmıştır. Birçok ABD firması üst düzey yöneticileri ile kişisel görüşmeler yapılmış ve inceleme enstrümanlarından çıkarılan bilgilerin çoğu doğrulanmıştır. Firmalara hangi sermaye bütçeleme metodlarını kullandıkları, hesaplamalarında riski nasıl dikkate aldıkları, sermaye bütçeleme kararlarını hangi önemli faktörlerin etkilediği ve sermaye bütçeleme amaçları için ilgili nakit akımlarının tahmininde hangi önemli faktörleri kullandıkları sorulmuştur.

ABD ve Avrupa firmalarının bu çalışmalarıyla ilgili birçok sonuca ulaşılmıştır. İlk olarak, yanıt veren firmalar ABD veya Avrupa firmaları olmasına göre formüleleştirilmiş ve sermaye bütçeleme politikaları ve kabul edilen finans literatürüne göre olan uygulamalar gerçekleştirilmiştir. İkinci olarak, yanıtlar arasında büyük farklılıkların ve afaki değişimlerin olması, şirket felsefesindeki farklılıklar, ulusal vergi kanunları, muhasebe uygulamaları, enflasyon ve risk hakkındaki kültürel algılarla açıklanabilirdi. Üçüncüsü, ABD ve Avrupa firmaları iskonto edilmiş nakit akımları metodunun kullanımına artan bir ilgi göstermişlerdir. Ancak, geri ödeme süresinin hala ABD ve Avrupa firmalarınca diğer sermaye bütçeleme metodlarına göre daha çok kullanıldığı belirlenmiştir. Dördüncüsü, bu şirketlerin çoğunun öznel yönetim kararlarının proje değerlendirilmesinde büyük bir payının olduğu tespit edilmiştir. Örneğin, pozitif net bugünkü değerli ya da iç getiri oranı sermaye maliyetinden fazla olan bazı projelerin kabul edilmediği çünkü üst yönetimin bu projeleri beğenmediği ve negatif net bugünkü değerli ya da sermaye maliyetinden düşük iç getiri oranlı projelerin ise üst yönetimce uygulanabilir olması nedeniyle kabul edildiği tespit edilmiştir. Beşincisi,

Budgeting in West European Companies," Managerial Finance, U.K. 19, 1981, s. 3-10; James C. Baker, "Capital Budgeting in American and European Companies," The Mid-Atlantic Journal of Business 22, 1984, s. 15-28.

stratejik hususların göz önüne alınması gerektiğidir. Örneğin, bazı firmaların çok büyük iç getiri oranı ya da net bugünkü değerli projelere sermaye tahsis ettiğini fakat uzun dönemde stratejik ve davranışsal faktörlerin dikkate alınmaması nedeniyle projelerin başarısız olabildiği görülmüştür. Bu çalışmalardan seçilmiş sonuçlar Tablo 2, Tablo 3 ve Tablo 4’de yer almaktadır.

Tablo 2: Kullanılan Sermaye Bütçelemesi Metotları (N’nin Yüzdesi)

	(A) Önemli Kullanım		(B) Biraz Kullanım		Kullanım Yok		(A+B) Toplam Kullanım	
Metotlar	ABD	Avrupa	ABD	Avrupa	ABD	Avrupa	ABD	Avrupa
Geri Ödeme Süresi	59	61	34	33	7	6	93	94
İç Getiri Oranı	74	70	10	13	16	17	84	83
Net Bugünkü Değer	37	41	34	22	29	37	71	63
Muhasebe Getiri Oranı	28	20	22	19	50	61	50	39
Karlılık İndeksi	7	15	10	9	83	76	17	24
Diğer	14	5	3	-	83	95	17	5

N= 68 A.B.D firması çalışması; 57 Avrupa firması çalışması

Kaynak: James C. Baker, “Capital Budgeting in American and European Companies,” The Mid- Atlantic Journal of Business 22 (Summer 1984):19.

Tablo 2, çalışma kapsamında değerlendirilen firmalar tarafından kullanılan sermaye bütçelemesi metotları ile ilgili bulguları gösterir. Gerçekte, bu çalışmada her iki firma grubunun iç getiri oranı ve net bugünkü değer yöntemlerini zamanlarının çoğunda kullanmalarına rağmen, ABD ve Avrupa firmaları geri ödeme süresini diğer metotlardan daha çok kullandıkları tespit

edilmiştir. Önemli kullanım dikkate alındığında, iç getiri oranı ABD ve Avrupa firmaları arasında en popüler olanıdır.

Tablo 3: Sermaye Bütçelemesi Kararlarını Etkileyen Önemli Faktörler (N'nin Yüzdesi)

	(A) Önemli Etki		(B) Az Etki		Etki Yok		(A+B) Etki Var	
Faktörler	ABD	Avrupa	ABD	Avrupa	ABD	Avrupa	ABD	Avrupa
Ana Şirkete Havale Edilen Kar Olasılığı	84	59	10	22	6	19	94	81
Döviz Kuru İstikrarı	53	29	38	43	9	28	91	72
Sermayeyi Yurda Geri Gönderme Yeteneği	66	46	24	25	10	29	90	71
Enflasyon Oranı	50	38	38	43	12	19	88	81
Dövizin Dönüştürülebilirliği	65	46	24	22	12	32	88	68
Yatırım Teminatlarının Elde Edilebilirliği	21	23	1	2	81	65	19	25

N= 68 ABD firması çalışması; 57 Avrupa firma çalışması

Kaynak: James C. Baker, "Capital Budgeting in American and European Companies," The Mid- Atlantic Journal of Business 22 (Summer 1984): 22.

Tablo 3, firmaların sermaye bütçelemesi kararlarını etkileyen önemli faktörleri gösterir. Bu alanda çoğu firmanın kararlarında etkisi olduğunu ifade ettiği faktörler şunlardır: Şube tarafından ana şirkete havale edilen kazancın olasılığı, döviz kuru oranlarının istikrarı, şubenin sermayeyi ana şirkete geri gönderme yeteneği, yabancı ülkedeki enflasyon oranı ve dövizin ana şirketin parasına dönüştürülebilirliği.

Tablo 4: Nakit Akımlarını Tahmin Etmede Kullanılan Önemli Faktörler (N'nin Yüzdesi)

	(A) Önemli Kullanım		(B) Az Kullanım		Kullanım Yok		(A+B) Toplam Kullanım	
Faktörler	ABD	Avrupa	ABD	Avrupa	ABD	Avrupa	ABD	Avrupa
Yabancı Vergiler Sonrası Çevrilmiş Kazançlar	65	42	19	14	16	44	84	56
Yabancı ve Yurtiçi Vergiler Sonrası Çevrilmiş Kazançlar	68	27	13	20	19	53	81	47
Ana Şirkete Havale Edilen Çevrilmiş Kazanç veya Nakit Akımları	47	27	28	25	25	48	75	52
Vergi Sonrası Çevrilmiş Kazançlar ve Ana Şirkete Havale Edilen Kazanç veya Nakit Akımlarının Kombinasyonu	37	40	22	10	41	50	59	50
Vergi Sonrası Çevrilmemiş Kazançlar	19	25	25	20	56	55	44	45
Diğer	6	8	-	-	94	92	6	8

N= 68 ABD firması çalışması; 53 Avrupa firması çalışması

Kaynak: James C. Baker, "Capital Budgeting in American and European Companies," The Mid- Atlantic Journal of Business 22 (Summer 1984): 24.

Tablo 4, firmaların yabancı projelerindeki nakit akımlarını tahmin etmek için kullandığı önemli faktörleri göstermektedir. En çok bildirilen faktörler: Yabancı vergiler sonrası çevrilmiş kazançlar, yabancı ve yurtiçi vergiler sonrası çevrilmiş kazançlar, ana şirkete havale edilen çevrilmiş kazanç veya nakit akımları, vergi sonrası çevrilmiş kazançlar ve ana şirkete

havale edilen çevrilmiş kazanç veya nakit akımlarının kombinasyonu ve vergi sonrası çevrilmemiş kazançlar.

2.5. Çok Uluslu Sermaye Bütçelemesine Özgü Faktörler

Çok uluslu işletmelerde sermaye bütçelemesi analizini etkileyebilecek birçok faktör mevcuttur. Bu faktörler şunlardır:

1. Döviz kuru değişimleri
2. Enflasyon
3. Yabancı Kaynaklı Gelirlerin Vergilendirilmesi
4. Politik Risk Analizi
5. Kamulaştırma
6. Bloke fonlar

2.5.1. Döviz Kuru Değişimleri

Birçok firma iskonto oranlarını artırarak döviz kuru riskini değerlendirmeye almaktadırlar. Halbuki, döviz kuru riskinin sistematik olmadığı dereceye kadar iskonto riski düzeltilmemelidir. Onun yerine, nakit akımlarının beklenen değeri döviz kuru değişimlerinin etkisini yansıtmalıdır. Stonehill ve Nathanson⁸³ tarafından savunulan bu metoda göre, her dönemin ana şirket parası cinsinden nakit akımı döviz kuru riskine göre düzeltilir. Böylece, d_t , t periyodundaki beklenen vadeli iskontosu ve k projenin sermaye maliyeti ise, örneğin, t periyodunda nakit akımının bugünkü değeri $X_t(1 - d_t)/(1 + k)^t$ 'ye eşit olacaktır. Bu teknik yabancı para cinsinden çıkarılan

⁸³ Arthur I. Stonehill and Leonard Nathanson, "Capital Budgeting and the Multinational Corporation" California Management Review, 1968, s. 39.

tahvilin faizi durumunda olduğu gibi yerel para nakit akımlarının sabit olması durumunda da kullanılabilir.

Gelirin, devam eden bir iş faaliyeti sonucu olduğu yerde, yerel para nakit akımları döviz kuruyla birlikte değişkenlik gösterecektir. Böylece, her periyodun tahmini yerel para nakit akımlarını (L_t), tahmini döviz kuru oranı (e_t) ile çarpmak, L_t 'nin ($L_t e_t$) beklenen döviz kurunun bir fonksiyonu olduğu gerçeğinin gözden kaçırılması anlamına gelir. Bu, firmanın iştigal ettiği ekonomi sektörü ve girdilerinin kaynaklarının döviz kuruna karşı etkilenebilirliğinin önemli belirleyicilerinin varlığını gösterir.

Burada önerilen yaklaşım bir projenin nakit akımlarının farklı kaynaklarını ayırmak ve her akımı ayrı olarak analiz etmektir. Bu, projenin gelirleri (örneğin, ihraçlarına göre satışlarının yüzde kaçının yerel olması), maliyetleri (örneğin, girdilerinin yüzde kaçının yurt içi kaynaklı olması) ve amortisman üzerindeki döviz kuru değişiminin etkisini teşhis etmeyi kapsar. Ayrıca fiyatları, değişen döviz kuruna ayarlanabilen girdiler ve satışlardan hem yerel hem yabancı para biriminde sözleşmeli olarak sabitlenen gelirleri ve maliyetleri ayırmak gereklidir. Örneğin, yerel para devalüasyonu ana şirket parası cinsinden gelirleri artırırken, amortismandan kaynaklanan ana şirket parası cinsinden nakit akımları şüphesiz, sabit varlıkların endekslemesine izin verilmemesi durumunda devalüasyon yüzdesi kadar azaltır. Halbuki endekslemenin olduğu yerde, endeksleme döviz kuruyla ilişkili olarak bir devalüasyonun yerel para fiyatlarını artıracak noktaya kadar genel olarak enflasyon endeksine bağlıdır. Dahası, işletme sermayesi gereksinimleri, firmanın değişen rekabetçi durumu nedeniyle muhtemelen değişecektir. Bu değişiklikler analize dahil edilmelidir. Eğer, R_t , C_t ve D_t sırasıyla t periyodundaki yerel para cinsinden gelirleri, maliyetler ve amortisman tutarları ve t_f yabancı vergi oranı ise projenin t yılındaki beklenen yerel vergi sonrası ana şirket parası cinsinden nakit akımı

$(1-t_f)[R_t(e_t) - C_t(e_t)]e_t + D_t e_t + W_t(e_t)e_t$ 'ye eşit olur. $W_t(e_t)$, e_t döviz kuru ile yerel para cinsinden işletme sermaye gereksinimindeki net değişimdir. Beklenen döviz kurunu kullanma yerine, yukarıdaki ana şirket parası cinsinden nakit akımını her olası döviz kuru için hesaplamak, her değere bir olasılık tahsis etmek ve daha sonra tüm olası döviz kuru üzerinden ve ana şirket parası cinsinden beklenen nakit akımını almak tercih edilebilir.⁸⁴

Denizaşırı bir projeyi analiz eden bir ABD firmasını düşünelim. Bu firma fabrika faaliyetlerinin ilk yılının sonunda %10'luk bir yerel para (LC) devalüasyonu beklemektedir. İlgili döviz kuru riski faktörleri şunlardır: Çıktılar hem yurt içi piyasada hem de ihraç piyasalarında satılacak, ithal ve yerel hammaddeler kullanılacak, yerel hammaddelerin birim maliyeti %8, ithal edilen hammaddelerin birim maliyeti %10 artacak, işgücü birim maliyeti %4, sabit maliyetler %5, yurtiçi ve ihracat fiyatları yerel para cinsinden %5 artacak ve hem ihracat hem yurtiçi satışlar yabancı rakiplerin fiyatlarına göre düşük fiyatlara bağlı olarak artacaktır. (Başlangıç dolar fiyatı 10\$ olduğundan, 105 LC'ye %5'lik bir artış dolar fiyatını 9.45\$'a düşürür.)

Tüm bu faktörler dikkate alındığında, yerel para nakit akımı 2.500.000 LC'den 2.675.000 LC'ye çıkacaktır. Dolar nakit akımı 9.250\$ azalır ve 250.000\$'dan 240.750\$'a düşer. Bu azalmanın büyük kısmı amortismanla oluşturulan nakit akımlarının dolar değerindeki 5000\$'lık azalışa bağlıdır ($0.5 \times 1.000.000 \times 0.10 \times -0.5 \times 1.000.000 \times 0.09$). Tablo 5 bu nakit akımlarının hesaplanışını göstermektedir. Dolar nakit akımlarını %10 azaltmanın alternatif metodu nakit akımında tahmini 25.000\$ azalışa götürmektedir.

Ek olarak, işletme sermayesi gereksinimlerinin, daha yüksek satış seviyelerini desteklemek için, 50.000\$ artması planlanmaktadır. Bu yüzden sermaye bütçesi nakit akımındaki 9.250\$'lık bir yıllık azalmayı ve ilk yılın

⁸⁴ Alan C. Shapiro, "Capital Budgeting For The Multinational Corporation", International Financial Management, Ed. Donald R. Lessard, Boston, 1982, s. 573

sonundaki bir seferde ödenmesi gereken 50.000\$'lık azalışı yansıtabak şekilde ayarlanmalıdır.

Tablo 5: Parasal Devalüasyonun Nakit Akımı Etkisi

	Döviz Kuru	
	LC1= 0.10\$	LC1= 0.09\$
Gelirler (Yerel Para)		
Satışlar (Birimler)		
Yurtiçi	100.000	105.000
İhracat	100.000	110.000
Birim Başına Fiyat	100	105
Brüt Gelirler	20.000.000	22.575.000
Maliyetler (Yerel Para)		
Hammaddeler (Birim Başına Maliyet)		
Yurtiçi	25	27
İthal Edilen	20	22
İşgücü (Birim Maliyet)	25	26
Birim Başına Değişken Maliyet	70	75
Toplam Değişken Maliyetler	14.000.000	16.125.000
Sabit maliyetler	2.000.000	2.100.000
Amortisman	1.000.000	1.000.000
Toplam Maliyetler	17.000.000	19.225.000
Vergi Öncesi Kar	3.000.000	3.350.000
Vergi (%50)	1.500.000	1.675.000
Vergi Sonrası Net Kar	1.500.000	1.675.000
Amortisman	1.000.000	1.000.000
Toplam Yerel Para Nakit Akımı	2.500.000 LC	2.675.000 LC
Dolar Nakit Akımı	250.000 \$	240.750 \$

2.5.2. Enflasyon

Enflasyon bazı ülkelerde yıldan yıla gayet değişkenlik gösterebilir ve bu nedenle bir projenin net nakit akımlarını şiddetli bir şekilde etkileyebilir. Yanlış enflasyon tahminleri yanlış net nakit akımı tahminlerine yol açabilir. Birçok az gelişmiş ülkede enflasyon oranı yılda %200 ya da daha fazla olabilir. Bu ülkelerdeki bağlı şubelerin her yıl için enflasyonu tahmin etmeleri neredeyse imkansız gibi görünmektedir.

Hem maliyetler hem de gelirler aynı yönde enflasyon dalgalanmalarından etkilenirken, büyüklükleri birbirinden çok farklı olabilir. Bu, projenin kısmen imal edilen unsurlarının ithalatında ve tamamlanmış ürünün yerel olarak satışında özellikle doğrudur. Bu gibi durumlarda yerel ekonomi enflasyonunun, maliyetlerden çok gelirler üzerinde daha güçlü etkileri olacaktır.

Bağlı şubenin net nakit akımlarındaki enflasyonun ve döviz kuru dalgalanmalarının ortak etkisi, ana şirketin bakış açısından kısmen dengeleyici bir etki meydana getirebilir. Yüksek enflasyonlu ülkelerin döviz kuru zamanla zayıflamaya eğilimlidir. Bu yüzden, şubenin kazançları enflasyona uğrasa bile, şubenin parasının değerinin zayıflaması durumunda, ana şirketin parasına dönüştürüldüğünde fiyatları düşecektir. Böyle bir denkleştirme etkisi tam veya uyumlu değildir. Enflasyon döviz kurunu etkileyen birçok faktörden sadece biri olduğundan dolayı, yerel enflasyon oranı göreceli olarak yüksek olduğunda paranın değerinin düşeceği garanti değildir. Bu nedenle, net nakit akımlarındaki enflasyon ve döviz kuru etkisi ihmal edilmemelidir.

Nispeten yüksek enflasyon paranın zayıflamasına neden olsa bile projenin net nakit akımları üzerindeki etkisi muhakkak dengelenmemektedir. Yüksek enflasyonlu bir ülkedeki çok uluslu bir şirketin şubesinin şişirilmiş kazançlar yarattığını ve bunları yerel menkul kıymetlere bir kaç yıl yatırım

yaptığı düşünülduğünde, enflasyonun düşmesi ve yerel paranın güçlenmesi durumunda şube birikmiş kazançlarını ana şirketin parasına dönüştürebilir ve bu fonları ana şirkete gönderebilir. Bu örnek çokuluslu şirketin neden nakit akımlarındaki enflasyonun ve döviz kurunun etkisini ihmal edemeyeceğini göstermektedir.⁸⁵

Döviz kuru değişimleri normal olarak ev sahibi ülkedekinden görece daha yüksek ve daha düşük yerel enflasyon oranlarından öncelikli olarak yer alır. Döviz kuru değişimleri nedeniyle, belirli enflasyon oranı karlarda veya nakit akımlarında benzer bir artışa götürmeyecektir. Nakit akımları her parçasının kendi başına analiz edilmesi için bileşenlerine ayrılmalıdır. Enflasyonun maliyet etkileri firmanın piyasasının bulunduğu yere bağlı olarak, döviz kuru değişimleri ile firmadan firmaya değişkenlik gösterebilir. Örneğin, yerel olarak şişirilmiş fiyatlarla satış yapan bir firma eğer maliyetlerinin büyük bir yüzdesini ya yerel ya da yabancı para cinsinden sabitlediyse, karlarının hızlı bir şekilde arttığını görecektir. Kira, enerji, işgücü ve ithal edilen girdiler gibi parçalar hem sabit fiyatları hem de artışı firmanın ürün fiyatlarındaki artışı tetikleyecek fiyatları ortaya çıkaracaktır.

Birçok ülkede firmaların karşılaştığı bir tehlike, hem hızlı enflasyon süresince hem de onu takip eden yerel paranın devalüasyonu süresince uygulanan fiyatların dondurulması tehlikesidir. Genel olarak, bu fiyat dondurmaları firmanın girdi fiyatlarına göre çıktı fiyatlarını kontrol etmede daha etkilidir. Böylece bir kar sınırlandırması söz konusu olur. Dahası, yabancı bir firma “iyi bir tüzel vatandaş” olması için belli baskılar altında olduğundan yerel fiyat kontrol ölçütlerine burun kıvrma şansları olmaz. Böyle bir durumda, bir firma fiyatlarını tahmini bir fiyat dondurulması nedeniyle artırabilir ve şişirilmiş fiyatlarla rekabet etmenin yükünü üzerine alabilir. Fiyat dondurulması olduğunda, maliyetler kaçınılmaz olarak yükselir ve sonrasında firma karlı bir şekilde faaliyetlerine devam etmek için daha iyi bir pozisyonda

⁸⁵ Jeff Madura, International Financial Management, South Western Educational Publishing, 3rd Edition, Boston, 1992, s. 509.

olabilir. Bu özellikle ithal edilen malzemenin kullanılmış olması ve devalüasyonun oluşması durumunda doğrudur. Üretim maliyetleri arttığında fiyatlarını artıramayan yerel şirketler muhtemelen ikinci sınıf ticaret eşyası üretmeye başlayacaklar ve hizmette kesinti yapacaklar ve önemli kayıplara devam edecekler ve/veya işten çıkacaklar. Tüm bu faktörler gelecek nakit akımlarının düzeltilmesi yoluyla yansıtılmalıdır.

Enflasyon, işletme sermayesi gereksinimlerinde bir artışa neden olacak şekilde bir firmanın nakit akımlarını normal olarak etkileyecektir. Bu yüksek maliyetler, istenen nakit toplamındaki artışlara, kredi şartlarının hafiflemesi, alacak hesabının daha yüksek olmasını sağlamasına bağlıdır. Endekslemeye izin verildiği yerde, amortismandan ana şirket parası cinsinden nakit akımları enflasyon döneminde artar. Yukarıda değinildiği gibi, bu kazanç bir sonraki devalüasyonda yok olacak ya da en azından azalacaktır.⁸⁶

2.5.3. Yabancı Kaynaklı Gelirlerin Vergilendirilmesi

Yalnızca vergi sonrası nakit akımları konu ile ilgili olduğu için, yabancı kaynaklı kazançlar üzerinden ne zaman ve hangi vergilerin ödenmesi gerektiğini belirlemek zorunludur. Yabancı kaynaklı kazançların vergilendirilmesi gayet kompleks olduğundan, yabancı yatırımlardan tüm gelirlerin vergilendirmesinde birkaç aşama vardır. İlk olarak, yerel hükümet karları vergilendirir. Vergi imtiyazlarının tahsisi durumunda, vergi oranı sıfır olabilir. Her zaman olduğu gibi, şirket kar payı, faiz, ücret ve royalti biçiminde yurda geri gönderilen kar üzerinden yerel hükümete bir stopaj vergisi öder. Firma, kar paylarından ziyade borç ödemeleri biçiminde karları havale ederse, bu stopaj vergilerinden bazen kaçınılabilir. Dahası, Almanya'daki gibi

⁸⁶ Alan C. Shapiro, "Capital Budgeting For The Multinational Corporation", Financial Management, Ed. Donald R. Lessard, 1982, s. 574.

kar payı olarak ödenen karların sadece %15'ten vergilendirilmesi, dağıtılmamış karların ise %51'den vergilendirilmesi durumunda kar payı stopaj vergi oranı aslında negatif olabilir. Ek olarak, ABD'yi de kapsayan birçok ülkede vergi geliri, deniz aşırı faaliyetlerden havale edilir. Birleşik Devletler "subpart F geliri" olarak bilinen havale edilmeyen belirli karları da vergilendiren tek ülkedir. ABD az gelişmiş ülkelerden farklı olarak gelişmiş ülkelerdeki faaliyetlerinden ortaya çıkan gelirleri de vergilendirir.⁸⁷

Kurumlar vergisi oranları ülkeden ülkeye değişse de ülkelerin üzerinde anlaşmaya vardıkları ortak bir nokta çifte vergilendirmenin önlenmesidir. Çifte vergilendirme (double taxation), yabancı ülkede edilen kazançlar üzerinde o ülkede kurumlar vergisi ödendikten sonra, vergi sonrası kalan kazançlar ana merkeze transfer edildiklerinde bir kez de ana ülkede vergilendirilmeleridir. Kuşkusuz çifte vergilendirme adaletsiz bir uygulamadır. Ayrıca ödenen toplam vergi yükünü aşırı biçimde artırarak yurt dışı ekonomik faaliyetleri engelleyici bir rol oynar.

O bakımdan uluslar arası uygulamaya göre, yurt dışında ödenen kurumlar vergisi, ana ülkede ödenecek vergiden düşülür (tax credit). Eğer ana ülkede ödenecek olan vergi, dışarıda ödenenden daha yüksek ise yalnızca aradaki fark ölçüsünde vergi tahsil edilir. Tersine, eğer dışarıda ödenen miktar daha yüksek ise, ana ülkede herhangi bir vergi ödenmez, fakat bu durumda herhangi bir vergi iadesi de yapılmaz. Demek ki, böyle bir vergi indirimi olanağının tanınmış olması, vergi öncesi gelirin en fazla vergi oranı yüksek ülkede geçerli olan kadar vergilendirilebileceği anlamına gelir.

Yurt dışında kazanılan kazançlar için sağlanan bu vergi indirimi normal olarak temettüleri, faiz gelirleri, royaltiller ve öteki gelirler üzerinden ödenen vergiler için de geçerlidir. Ancak indirim olanağı KDV ve öteki satış ve devir vergilerine uygulanmaz. Fakat bunlar zaten o ülkede

⁸⁷ Alan C. Shapiro, a.g.e., s. 568-569.

vergilendirilebilir kazancın hesaplanmasında masraf olarak gayri safi kazançtan indirilmişlerdir.⁸⁸

Çifte vergilendirmeden kaçınmak için, uluslar arası uygulamaya göre ülke dışında elde edilen gelir ve ödenen stopaj vergisi için vergi indirimine izin verilir fakat bu gibi indirimler sadece diğer yabancı kaynaklı gelir üzerinden borçlanılan ana şirketin ülkesindeki vergilerine karşı uygulanabilir. Yabancı kaynaklı gelirler üzerindeki fiili vergi, ana şirketin olduğu ülkenin kurumlar vergisi oranı ile karşılaştırılan yerel vergi oranına, uygulanabilir stopaj vergi oranına ve dışarıda ödenen ek vergi indirimlerinin elde edilebilir olmasına bağlıdır. Asıl stopaj vergi oranı ikili vergi davranışları nedeniyle nominal orandan önemli derecede farklı olabilir.

Havale edilen fonlar üzerindeki gerçek vergi ayrıca transfer fiyatlarındaki ayarlamalar, kar payı akışları, ücret ve royalti ödemeleri ve firma içi borçlanma ve kredi düzenlemelerini içeren transfer mekanizmasına da bağlıdır.

M_t 'yi t yılındaki vergi sonrası yerel ana şirket parası cinsinden nakit akımı olarak düşünelim. Eğer τ , havale edilen fonlar üzerinde ek vergilendirmenin marjinal oranı ise, hemen havale edilmesi durumunda ana şirkete bu nakit akımlarının bugünkü değeri $M_t(1-\tau)/(1+k)^t$ olur. Projenin sermaye maliyeti k 'dır. T, ana şirketin olduğu ülkenin kurumlar vergisi oranından büyükse ve dışarıda ödenen vergi indirimleri kullanılabilir ise, τ negatif olacaktır. " $T = t_f + t_d - t_f.t_d$ " denkleminde " t_f ", fiili yabancı vergi oranı, " t_d ", karpayı stopaj vergi oranıdır.

Yeniden yatırılan karları değerlemek daha zordur. r 'yi yeniden yatırılan sermayenin vergi sonrası yerel getiri oranı olarak sayalım. t yılında

⁸⁸ Halil Seyidoğlu, Uluslar arası Finans, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 2003, s. 470.

yaratılan nakdin $t+s$ yılında bu yeniden yatırılan sermaye üzerinden kazanılan tüm ek getiri ile beraber yurda geri gönderileceğini varsayalım. t yılında yaratılan nakdin bugünkü değeri $M_t(1+r)^s(1-\tau)/(1+k)^{t+s}$ 'ye eşit olmalıdır. Havale edilen fonlar üzerindeki marjinal vergi oranı τ yıldan yıla değişiklik gösterebilir. Eğer tüm nakit akımlarının yerel olarak yeniden yatırılacağı beklenirse, projenin son değeri, sermayenin yurda geri gönderilmesinin tamamlanmasının planlanan proje ömrünün sonunda gerçekleşeceği varsayımına dayalı olarak tahmin edilebilir.

Projenin sermaye maliyeti ayrıca bu sınır ötesi vergi etkilerini yansıtmak için ayarlanmalıdır. Örneğin, k_e , ana şirketin istenen öz sermaye getiri oranıyken, yurtdışında sahip olunan karların sadece $(1-\tau)k_e$ getiri ihtiyacı vardır. Bu, ana şirketin aslında havale edeceği her lira için $(1-\tau)$ lira alacağından kaynaklanmaktadır. Bu nedenle, havale edilen fonların her lirası ana şirkete $(1-\tau)k_e$ kadar yıllık getiri ya da dağıtılmamış kazançların getirisine denk bir getiri sağlaması gerekir. Ana şirket fonları, yabancı yatırımın çok uluslu şirketlerin tüm riskliliğini değiştirmemesi şartıyla, firmanın marjinal sermaye maliyetine getiri sağlaması gerekir ve bu nedenle maliyetleri yabancı vergi faktörleri nedeniyle etkilenmez. Vergi sonrası yerel borç maliyeti, tabi ki, yerel vergilere bağlıdır. Dahası, yurt dışında yükselen borç maliyeti sadece yerel vergi oranlarından değil yabancı para cinsinden borçlanmadan kaynaklanan döviz kuru kazançlarının ve kayıplarının vergi davranışından da etkilenir.⁸⁹

Aşağıdaki örnek yabancı kaynaklı kazançlar üzerinde ek vergi borçlarının hesaplanmasını açıklamaktadır. Bir şubenin 150.000\$ vergi sonrası kazancını Amerikan ana şirketine kar payı biçiminde havale edeceğini farz edelim. Yabancı vergi oranı %25, kar payı üzerinden stopaj oranı %4 ve ek yabancı vergi indirimlerinin mümkün olmadığını düşünelim.

⁸⁹ Alan C. Shapiro, a.g.e., s. 569.

İlave vergilendirmenin marjinal oranı, stopaj vergisinin yerel olarak ödenmesi gereken kar payı üzerine A.B.D vergi borcunun eklenmesiyle bulunur. Stopaj vergisi 6.000\$ (150.000×0.04) ve ABD vergi borcu 14.000\$'dır. Sonraki vergi hesaplaması şu şekildedir: 200.000\$ vergi öncesi yerel gelirle ($200.000 \times 0.75 = 150.000$), ABD vergi borcu $200.000 \times 0.35 = 70.000$ \$ olur. Firma 56.000\$ yabancı vergi indirimine uğrar. (50.000\$ ödenen yerel vergi ve 6.000\$ kar payı stopaj vergisi)

Bu hesaplama havale edilen kazanç üzerinde %13.33 marjinal vergi oranını getirir.

$$\frac{6.000 + 14.000}{150.000} = 0.1333$$

Fazla yabancı vergi indirimi mümkün olsaydı, havaleler üzerinde marjinal vergi oranı, %4 kar payı stopaj vergi oranına eşit olacaktı.⁹⁰

2.5.4. Politik Risk Analizi

Çokuluslu işletmelerin denizaşırı faaliyetlerinin ilave politik riskleri hesaba katacağı birkaç metot vardır. Biri yabancı faaliyetler için daha yüksek iskonto oranını kullanmak, diğeri ise daha kısa geri ödeme süresini gerektirmesidir. Bu yaklaşımların hiçbiri yatırım getirileri üzerindeki belirli riskin asıl etkisinin dikkatli bir değerlendirmesine uymamaktadır. Tam bir risk analizi büyüklük ve risklerin zamanlaması ve tahmini nakit akımlarının değerlendirilmesini gerektirir. Örneğin, şu andan itibaren 5 yıl sonraki bir kamulaştırma, gelecek yıl beklenen kamulaştırmadan daha az tehdit edicidir. Böylece, daha yüksek tek bir iskonto oranı kullanmak projenin net bugünkü değerinin anlamını bozan dikkatsiz bir risk değerlendirmesidir. Dahası, bir

⁹⁰ Alan C. Shapiro, a.g.e., s. 508.

risk priminin seçimi keyfi bir seçimdir. Onun yerine, nakit akımlarının ayarlanması bir yatırımdan gelecek getiriler üzerindeki belirli bir riskin etkisi hakkındaki tüm ulaşılabilir bilgiyi tamamen dahil etmesine olanak sağlar.⁹¹

Çok uluslu şirketlerin yabancı bir ülkede yatırım yapmaktan dolayı ortaya çıkabilecek riskleri önlemek üzere alabilecekleri bazı önlemler vardır. Bunlar aşağıdaki şekilde belirtilebilir:⁹²

Yabancı sermaye şirketi, kendi katkısı olmadan ev sahibi ülkede üretimin yapılmasını olanaksızlaştırmaya çalışır. Bunun için örneğin otomobil motorunun kilit bir parçasını başka ülkedeki fabrikasında üretir. Aynı şekilde, kolalı içkilerde olduğu gibi, bunların özünü ana ülkede üretir ve formülünü gizli tutar. Yabancı ülkede yalnızca içki özünün sulandırılarak şişelenmesi yapılır. Gıda alanında bunun pek çok örnekleri vardır. Birer Amerikan çokuluslu gıda şirketleri olan MCDonald's ve Kentucky Fried Chicken, kullandıkları baharatın ve öteki malzemelerin formüllerini hiçbir zaman açıklamazlar.

Yabancı sermayedar ve ev sahibi ülke arasında, daha kuruluş aşamasında yapılan anlaşmada, şirketin belirli bir zaman sonra yerel işadamlarına devri öngörülmüş olabilir. Bazen yerel ülke hükümetleri yabancı sermaye politikalarının bir gereği olarak bu koşulu öne sürerler.

Ev sahibi ülkeden yapılacak borçlanmalar yabancı sermaye şirketi için millileştirme riskini azaltabilir. Borçlanma yerel para ile yapılırken, aynı zamanda döviz kuru riski de düşürülmüş olur. Ancak çoğu az gelişmiş ülkelerde yerel kaynaklardan borçlanma olanaklarının sınırlılığına da işaret etmek gerekir. Bu ülkelerde genellikle etkin işleyen sermaye piyasaları bulunmayabilir. Hükümetlerin uyguladıkları para kredi politikaları da yabancılara kredi açılmasını özendirici nitelik taşımayabilir.

⁹¹ Alan C. Shapiro, a.g.e., s. 569.

⁹² Halil Seyidoğlu, a.g.e., s. 464-465.

Birçok ülkede yurt dışına yatırım yapan ulusal şirketleri para transferi güçlükleri, millileştirme, savaş, ihtilal, vs. gibi risklere karşı sigorta eden resmi ve yarı resmi kurumlar vardır. Örneğin ABD’de OPIC (Overseas Private Investment Corporation: Denizaşırı Özel Yatırım Şirketi), az gelişmiş ülkelere yapılan yatırımları siyasal riskler karşısında sigorta eder, onlara prefinansman kredisi sağlar. Kanada’da EDC (Export Development Corporation: İhracatı Geliştirme Şirketi) aynı amaçlara hizmet eder. İngiltere’de, Fransa’da, Avusturya’da ve diğer sanayileşmiş ülkelerde de benzer kuruluşlar vardır.

Son yıllarda yaygın olarak uygulanan yabancı sermayeyi özendirme politikalarından birisi de yatırımın karşılıklı garanti edilmesi anlaşmalarıdır. Burada iki bağımsız ülke, aralarında yaptıkları anlaşmalarla karşı tarafa ait şirketlerin kendi ülkelerinde yapacakları yatırımlara millileştirme ve öteki siyasi risklere karşı güvence verirler. Kuşkusuz, yabancı sermayedar açısından, gidilmesi düşünülen ülke hükümetinin böyle bir güvence vermiş olması büyük önem taşır. Bu sayede firma, siyasi risklere karşı endişe duymadan daha kolay yatırım kararları alır.

2.5.5. Kamulaştırma⁹³

Politik riskin en uç durumu kamulaştırmadır. Kamulaştırma proje ve ana şirket nakit akımlarının ayrıldığı açık bir durumdur. Stonehill ve Nathanson tarafından önerilen sofistike bir nakit akımı ayarlaması tekniği, politik risk sigortası satın alınsın ya da alınmasın, bu risk için her yılın nakit akımlarına bir sigorta primi yüklemektir. Amerikan hükümeti OPIC (Overseas Private Investment Corporation: Denizaşırı Özel Yatırım Şirketi) aracılığıyla politik risk sigortası satmaktadır. Diğer devletler, Lloyd’s gibi özel sigorta şirketleri de politik riskin belirli türlerine karşı denizaşırı yatırımları sigorta

⁹³ Alan C.Shapiro, a.g.e., s. 570.

ederler. Bu çözüm, bir projenin bugünkü değeri üzerinde belirli bir politik riskin etkisini gerçekten ölçmez. Kamulaştırma durumunda, politik risk sigortası sadece defter değerini sigortalar, kamulaştırılmış varlıkların ekonomik değerini güvence altına almaz. Bir projenin varlıklarının defter değeri ve gelecek nakit akımlarınca ölçülen ekonomik değeri arasındaki ilişki olsa olsa zayıf bir ilişkidir. Tabi ki, politik risk sigortasını beklenen kazançlarla karşılaştırmak önemlidir. Belirli bir projede politik riskin etkisinin dikkatli bir değerlendirilmesinde sigortanın ikamesi yoktur.

Burada önerilen yaklaşım, ana şirkete projenin bugünkü değeri üzerindeki kamulaştırmanın etkisini direkt olarak incelemektir. X_t 'yi t yılındaki projeden beklenen vergi sonrası ana şirkete nakit akımı olarak düşünelim. Eğer I_0 başlangıç yatırım gideri ise, ana şirkete projenin bugünkü

değeri $-I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{X_t}{(1+k)^t}$ 'ya eşit olur.

n, projenin ömrü.

k, projenin sermaye maliyeti

Şimdi kamulaştırmanın h yılında kesinlikle yer alacağını düşünelim.

Yeni bugünkü değer; $-I_0 + \sum_{t=1}^{h-1} \frac{X_t}{(1+k)^t} + \frac{G_h}{(1+k)^h}$ olacaktır.

G_h , sağlanan net tazminatın beklenen değeridir. Bu tazminat birkaç kaynaktan ileri gelmektedir:

1. Yerel hükümet tarafından firmaya ödenen direkt tazminat. (Bu tazminat Şili'de olduğu gibi, birçok çok uluslu şirketin Allende hükümeti tarafından küçük ya da hiçbir bedel ödenmeden kamulaştırıldığı yerlerdeki gibi ertelenebilir. Allende hükümeti

devrildiğinde, halefleri özel mülkiyete dönmeye ve bu çok uluslu şirketleri tazmin etmeye başladılar.)

2. Mülkiyetleri Venezüella hükümeti tarafından millileştirilen petrol şirketleri tarafından alınan yönetim anlaşmaları gibi dolaylı tazminat.

3. Politik sigortalardan alınan ödemeler. (Sigorta ödemeleri kamulaştırmayı birkaç yıllığına geciktirebilir.)

4. Olağanüstü bir kayıp ile ilişkilendirilen ev sahibi ülkedeki vergi kesintileri.

5. Sermaye miktarındaki bir azalma herhangi bir yerel borçlanmanın ödenmemiş bölümüne eşit olacak şekilde projeye yeniden ödenmelidir. Yabancı bir faaliyeti kamulaştırılan bir firmanın yerel hükümetle birlikte hazırlanmış tam bir tazminat paketi dışında herhangi bir yerel borcu geri ödeyeceği düşünülemez. Ev sahibi ülkeden sermaye sağlayıcılarına ana şirketin kredi ününü korumak için ana şirket tarafından borçların garanti edilip edilmemesine bakılmaksızın, normal olarak yeniden ödenir.

Tazminatın ani veya eşanlı olarak farklı kaynaklardan sağlanmasının muhtemel olmamasından dolayı, G_h olası çeşitli gecikmeleri yansıtacak şekilde ayarlanmalıdır. G_h 'nin büyüklüğüyle ilişkili olarak belirsizlik, bu tazminatın olasılığının ve olası dağılımının belirtilmesini gerektirir. G_h bu yüzden, belirsizlikle meydana getirilmiş bir sayıdan ziyade beklenen bir değerdir. Belirli bir h periyodunda, bir çokuluslu şirket G_h 'nin, bir projenin üstlenilmesinde ne kadar büyüklükte olmasına karar verebilir.

Benzer olarak, belirli bir tazminat seviyesinde, bir firma hangi h^* periyodundan sonra kamulaştırmanın yatırım kararını artık etkileyemeyeceğini belirleyebilir. Örneğin, $G=0$ ise, h^* , j 'nin minimum değeridir.

$$\sum_{t=1}^h \frac{X_t}{(1+k)^t} > I_0$$

Bu durumda, h^* geri ödeme süresinin bugünkü değeri olarak düşünülebilir.

Kamulaştırma olasılığı h yılında P_h 'ye, diğer yıllarda ise sıfıra eşitse, projenin beklenen net bugünkü değeri;

$$NPV_P = -I_0 + \sum_{t=1}^{h-1} \frac{X_t}{(1+k)^t} + (1-P_h) \sum_{t=h}^n \frac{X_t}{(1+k)^t} + P_h \frac{G_h}{(1+k)^h} \text{ olur.}$$

$$(1-P_h) \sum_{t=h}^n \frac{X_t}{(1+k)^t} \text{ ifadesi } 1-P_h \text{ olasılığıyla, } h \text{ periyodunda}$$

kamulaştırmanın olmaması durumunda, nakit akımlarının orijinal olarak tahmin edildiği gibi oluşmaya devam edeceği gerçeğini yansıtmaktadır. Kamulaştırma meydana gelirse, tazminatın korunması için gelecek nakit akımları sıfır olur.

P_h 'nin tam değerini belirlemek imkansız değilse bile muhtemelen zordur. Birçok ticari ve akademik politik risk tahmin modelleri olmasına rağmen, bu riskleri tahmin etmedeki başarıya ilişkin küçük kanıtlar vardır. Bu modeller normal olarak her ülkedeki politik riskin seviyesini ölçmeye çalışan ülke indekslerini temin eder. Yaygın zayıflıkları bir ülkedeki her firmanın aynı derecede bir politik risk ile karşılaştığını varsaymalarıdır. 2. Dünya Savaşı sonrası ABD ve İngiliz çok uluslu işletmelerinin deneyimleri üzerindeki ampirik deliller, endüstrilerin politik riske olan hassasiyetlerine göre farklılaştıklarını göstermektedir. Örneğin, kamulaştırmanın (ya da gizli

kamulaştırma) imalat sektöründen ziyade ekonominin çekici, kamu hizmeti ya da finansal hizmet sektörlerinde meydana gelmesi muhtemeldir. Genelde, belirli bir şubenin yerel ekonomiye sağladığı algılanan faydaları ne kadar büyükse ve tamamen yerel bir faaliyetle yer değiştirebilecek kadar pahalı olur ise, o kadar az riskle karşılaşılır.

P_h 'ın büyüklüğü ile ilişkili bilginin analize dahil edilmesinde kullanılan alternatif bir yaklaşım ise başa baş analizidir. Bu P^* 'nin değerini belirlemeyi kapsar.

$$NPV_p = 0 \text{ ya da } P^* = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{X_t}{(1+k)^t} - I_0}{\sum_{t=h}^n \frac{X_t}{(1+k)^t} - \frac{G_h}{(1+k)^h}}$$

$P_h < P^*$ ise, proje kamulaştırmanın olmadığı durumda kabul edilebilir pozitif bir net bugünkü değere sahip olacaktır. Bu olasılık başa baş analizi $P_h < P^*$ ya da $P_h > P^*$ olup olmadığını araştırmak için P_h 'nin tam değeri üzerinde karar vermekten daha kolay olması ve daha az bilgi gerektirmesi nedeniyle yararlıdır. Örneğin, eğer $P^*=0.30$ ise, kararın, projenin beklenen net bugünkü değerine dayandırılması şartıyla, sonuç kararı etkilemeyeceğinden $P_h=0.50$ ya da 0.10 olup olmamasını tartışmak gereksizdir. Aynısı $P_h=0.10$ ya da 0.20 olup olmaması tartışmasında da doğrudur. Bu başa baş analizi firmaya P_h ile ilgili daha doğru veriyle yatırım yapmanın uygun olduğu zamanı da gösterir.

Ek olarak, firmanın kendi faaliyetlerinin kamulaştırma olasılığını etkileyebileceğinden, bu analiz firmaya, P_h 'ı bu gibi faaliyetlerin maliyetleri ile değiştirmeye çalışmanın değerini karşılaştırmaya yardım edebilir. En son tazminat paketinin boyutunun bu politikalardan etkilenmesi muhtemeldir ve analizlere dahil edilebilir. Böylece, yönetim bu prosedürü, yatırımı

üstlenmeden hem önce hem sonra mümkün alternatif stratejilerini değerlemek için kullanabilir.

Genel durum için, P_t 'yi daha önce bir kamulaştırmanın olmadığı, t periyodundaki kamulaştırma olasılığı olarak düşünelim. Projenin beklenen net bugünkü değeri aşağıdaki gibi olur.

$$-I_0 + \sum_{t=1}^n \prod_{i=1}^t (1 - P_i) \frac{X_t}{(1+k)^t} + \sum_{t=1}^n \prod_{i=1}^{t-1} (1 - P_i) \frac{P_t G_t}{(1+k)^t}$$

$P_t \equiv P$ ise, bu ifade şu şekilde kısaltılabilir.

$$-I + \sum_{t=1}^n (1 - P)^t \frac{X_t}{(1+k)^t} + \sum_{t=1}^n (1 - P)^{t-1} \frac{P G_t}{(1+k)^t}$$

Bu formül doğal olarak çeşitli politik risk alternatiflerinin simülasyonuna uymaktadır.

Örnekleme.

5 yıl ömürlü bir yatırımı analiz eden bir firma düşünelim. Gereken başlangıç yatırımı 1.000.000\$ ve yıllık beklenen nakit akımları ise 500.000\$'dır. Sermaye maliyeti %20 ve bu yatırımın bugünkü değeri 495.500\$'dır. Fakat 3. yıl boyunca bir kamulaştırmanın olabileceği düşünülmektedir. Eğer kamulaştırma olursa, 200.000\$ bir bedel ödeneceği tahmin edilmektedir. Bu durumda bu yatırım için pozitif bir beklenen bugünkü değere sahip olmak için gerekli başa baş olasılığı 0.80'e eşit olur. Eğer kamulaştırma olasılığı 0.80'den az ise, kararın beklenen değerlere dayandırılması durumunda yatırım üstlenilmelidir. Başa baş olasılığı, net tazminatın sıfır olması durumunda 0.68'e düşer.

Kamulaştırmanın 2. yıl boyunca olmasının beklendiğini düşünelim. 200.000\$ tazminatla bile kamulaştırma olasılığı 0.64'ten az olmaz ise yatırım üstlenilmemelidir. Eğer $G_2=0$ ise, başa baş olasılığı 0.45'e düşer. Bu nedenle, başa baş olasılığı P_2^* , tazminatın derecesi P_3^* 'e göre daha hassastır.

Kamulaştırma 4. yıla kadar beklenmiyorsa, yatırım $P_4=1.0$ ve $G_4=0$ olsa bile otomatik olarak 53.000\$ pozitif bir bugünkü değere sahip olacaktır.

Sonuçta, analiz negatif beklenen bugünkü değere sahip olmadan önce, özellikle kamulaştırmanın muhtemelen konu ile ilgili bir husus olmadığı, ilk yılın ötesinde böyle bir yüksek kamulaştırma olasılığı gerektiren bir yatırımı ortaya çıkarmıştır. İkinci yıldaki %45'lik bir kamulaştırma olasılığı olan herhangi bir yatırım muhtemelen ilk sırada düşünülmecektir.

Tablo 6. Kamulaştırma Zamanlamasının ve Başa Baş Olasılıklarında Tazminat Paketinin Etkileri

Yatırım Nakit Akımları		Tazminatlı Başa Baş Olasılığı	
Başlangıç Gideri	-1.000.000\$	200.000\$	0
Yıl 1	500.000	$P_1^*=0.37$	$P_1^*=0.33$
Yıl 2	500.000	$P_2^*=0.64$	$P_2^*=0.45$
Yıl 3	500.000	$P_3^*=0.80$	$P_3^*=0.68$
Yıl 4	500.000	$P_4^*=1.0$	$P_4^*=1.0$
Yıl 5	500.000	$P_5^*=1.0$	$P_5^*=1.0$
%20'den İskonto Edilmiş Bugünkü Değer		495.500\$	

2.5.6. Bloke Fonlar⁹⁴

Yukarıda geliştirilen aynı metodoloji çeşitli döviz kuru kontrollerinin etkisini analiz etmede kullanılabilir. Bloke fonları tartışırken, süresiz dönemde tüm fonların bloke edileceği bekleniyorsa, ana şirkete projenin değerinin sıfır olacağının belirtilmesi gerekir.

J yılındaki tüm fonların bloke olduğunu düşünelim. Bu döviz kuru kontrolleri tüm parasal olanakların ana şirkete havale edileceği n yılında kalkacaktır. Önceden olduğu gibi, yeniden yatırılmış fonların getirisini r'ye eşitlendiğinde, projenin net bugünkü değeri şöyle olacaktır:

$$-I_0 + \sum_{t=1}^{j-1} \frac{X_t}{(1+k)^t} + \sum_{t=j}^n \frac{X_t(1+r)^{n-t}}{(1+k)^n}$$

Eğer döviz kontrollerinin olasılığı j yılında α_j 'ye ve diğer tüm yıllarda sıfıra eşitse, projenin yeni beklenen bugünkü değeri NPV_α , n yılındaki tüm bloke fonların yurda geri döneceği varsayımıyla aşağıdaki gibi olur:

$$NPV_\alpha = -I_0 + \sum_{t=1}^{j-1} \frac{X_t}{(1+k)^t} + (1-\alpha_j) \sum_{t=j}^n \frac{X_t}{(1+k)^t} + \alpha_j \sum_{t=j}^n \frac{X_t(1+r)^{n-t}}{(1+k)^n}$$

α_j 'nin başa baş değeri, α^* , $NPV_\alpha = 0$ koyarak ve α^* 'ya göre çözerek bulunabilir:

$$\alpha^* = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{X_t}{(1+k)^t} - I_0}{\sum_{t=j}^n \frac{X_t}{(1+k)^t} - \sum_{t=j}^n \frac{X_t(1+r)^{n-t}}{(1+k)^n}}$$

⁹⁴ Alan C. Shapiro, a.g.e., s. 572.

Kamulaştırma örneğinde açıklanan aynı yaklaşım her hangi bir gelecekteki t periyodunda α_t olasılığıyla döviz kuru kontrollerinin olma olasılığı ile birlikte bu kontrollerin kaldırılması hakkındaki olasılık dağılımını birleştirmede kullanılabilir. Eğer bloke fonlar yurda geri gönderilemez ise, bir tazminat değeri tanımlanmalı ve analize dahil edilmelidir.

Gerçekte, firmaların bloke fonları kaldırmada birçok yolu vardır. Bu metotlar kurum içi satışlar üzerindeki transfer fiyat ayarlamaları, borç ödemeleri, ücret ve royalti ayarlamalarını içermelidir, böylece fonların sadece kısmen bloke olması muhtemeldir.

Ana şirket parası cinsinden Y_t , döviz kuru kontrolleri olduğunda bile yurda geri gönderilebiliyorsa, gösterilen önceki formül aşağıdaki gibi değiştirilebilir:

$$NPV_{\alpha} = -I_0 + \sum_{t=1}^{j-1} \frac{X_t}{(1+k)^t} + \sum_{t=j}^n \frac{Y_t}{(1+k)^t} + (1-\alpha_j) \sum_{t=j}^n \frac{X_t - Y_t}{(1+k)^t} + \alpha_j \sum_{t=j}^n \frac{(X_t - Y_t)(1+r)^{n-t}}{(1+k)^n}$$

Bu formülleri kullanarak, bir firma yatırım kararının herhangi bir yıldaki bloke fonların olasılığı ve büyüklüğüne ne kadar hassas olduğunu görebilir. Eğer bugünkü değer döviz kuru kontrolleri altında Y_t seviyesine karşı hassas olduğu ortaya çıkarsa, daha sonra ana şirket yatırımını peşin olarak Y_t değerlerini maksimize edecek şekilde yapılandırır. Bu öz sermayeye nazaran borç biçiminde yatırım yapmayı, yerel olarak borçlanmayı ve şube tarafından üretilen malları yasal olarak olanaklı yerlerde düşük fiyatlardan satın alırken şubeye satılan mallar üzerinde yüksek transfer fiyatları koymayı içerebilir.

Bu arada, yurt içi faaliyetlerden nakit akımlarını hesaplarken amortismanın otomatik olarak dahil edilmesi, yabancı bir projeyi değerlendirirken sorgulanabilir. Amortisman nakit akımlarını ana şirket

borcuna yardım etmede kullanmak daha kabul edilebilirdir. Böylece, ana şirket fonları (borç ve öz kaynak) aynı getiriye sağlıyorsa, yabancı projelerden nakit akımları bu yatırım biçiminden çok iyi bir şekilde etkilenebilir.

Örnekleme. Örneğin, bir yatırımın 1.000.000\$ bir başlangıç yatırımı gerektirdiğini ve beklenen nakit akımlarının 5 yıl için 350.000\$ olduğunu düşünelim. Bu yatırımın bugünkü değeri %20'den iskonto edildiğinde 46.850\$'dır. Döviz kuru kontrolleri ikinci yıldaki para havalesinden hemen önce bekleniyorsa, 5. yıl sonundaki yabancı sermayenin tam olarak yurda dönmesi ile birlikte, bloke fonların yeniden yatırılabilmesi durumunda $\alpha^*=0.24$ olur. Diğer bir deyişle, projenin beklenen bugünkü değeri, eğer döviz kuru kontrollerinin olasılığı 0.24'ten büyükse negatif olur. Fonlar %5 yıllık getiri ile yeniden yatırılırsa $\alpha^*=0.31$ 'e, yeniden yatırım oranı %10 ise, $\alpha^*=0.46$ 'ya yükselir.

3. yıla kadar döviz kuru kontrolleri beklenmiyorsa ise, bu olasılıklar sırasıyla 0.52, 0.60 ve 1.0'a yükselir. Sonraki durumda, döviz kuru kontrollerinin olasılığı yatırım kararını etkilemeyecektir.

Bu başa baş analizi daha da genişletilebilir. 2. yıldaki döviz kuru kontrollerinin olasılığının 0.5 olduğunu ve yeniden yatırımın imkansız olduğunu düşünelim. Yatırımın pozitif bir beklenen bugünkü değere sahip olması için, her yıl fonların en az %51'inin havaletler, borç ödemeleri ve transfer fiyat ayarlamalarıyla taşınabilir olması gerekir. Bu havale yüzdesi %5 yeniden yatırım oranı ile 0.37'ye düşer ve %10'luk yeniden yatırım oranı varsayıldığında ise 0.08'e düşer.

2.6. Ana Şirket ve Yerel Perspektifi

Uluslar arası finansal yönetimin karşılaştığı önemli sorulardan biri projenin ana şirket perspektifinden mi yoksa yerel/proje perspektifinden mi değerlendirilmesi gerektiğidir. Eğer yatırım sermayesinin çoğu ya da tümü öz sermaye ve/veya borç transferleri aracılığıyla ana şirket tarafından sağlanırsa risk eşiği, enflasyon oranı ve ana şirketin parasıyla ilgili diğer faktörler dikkate alınarak, projenin ana şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile iskonto edilmesi gerekir. İlgili nakit akımları; kar payları ve vergi sonrası ana şirkete projeden sağlanan diğer havaleler ve projenin ana şirket tarafından sağlanan net başlangıç yatırımı ile karşılaştırılacak nakit akımlarının iskonto edilmiş bugünkü değeri olacaktır.

Halbuki, ana şirkete yatırım sermayesinin çoğunun ya da tümünün yerel para dahil diğer para cinsinden dış kaynaklardan olduğu düşünülürse, bu durumda, dış fonların maliyeti, yerel enflasyon oranları ve yerel risk faktörlerini dikkate alarak projeyi yerel veya proje perspektifinden değerlendirmek uygun olacaktır. Çoğu şirket, projenin firmanın tüm amaçlarına uygun olmasını garanti etmek için ana şirket perspektifini de kullanabilmelerine rağmen, projeleri, yerel perspektifi kullanarak değerlendirmektedir.

Yönetim projenin yerine getirilmesinden önce ve sonra ana şirket karları üzerindeki yatırımın etkilerini analiz etmelidir. Şirkete olan tüm net kazançlar belirlenmelidir. Bağlı şube yöneticileri genelde özel projelerinin global anlamda çok uluslu şirket faaliyetlerine olan yararlarını tam olarak dikkate almazlar. Proje, yerel sermaye bütçelemesi bakımından karlı olabilir fakat firmanın tümü açısından değerlendirildiğinde karlı olmayabilir.

Genelde, çokuluslu şirketin konsolide edilmiş nakit akımları üzerinde yatırımın yapıldığı ülkedeki projenin etkisini düşünmek kavramsal olarak

doğrudur. Ama proje konsolide edilmemiş ya da tek başına bir proje ise, perspektif proje bakış açısından olacaktır. Sermaye bütçelemesi amaçları için kullanılacak iskonto oranının seçimi nakit akımlarının dikkate alındığı bakış açısından zorla kabul ettirilebilir. Firma tarafından global ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılırsa, bakış açısı ana şirketin perspektifinden olacaktır. Eğer bağlı şube, yerel rakiplerce kullanılan sermaye maliyetiyle ilişkili iskonto oranını kullanırsa, bakış açısının şubeden olması daha muhtemeldir. Proje ana şirketin lisanslı maddi olmayan mülkiyet hakkının sonucu ise, net kazanç dış ülkedeki projeden ana şirkete olan royalti/telif ücretleri şeklinde olabilir. Fakat şube bu hizmetleri maliyet olarak da dikkate alabilir.⁹⁵

Vergi düzenlemeleri ve döviz kuru kontrolleri nedeniyle bir projenin nakit akımı ve ana şirkete havale edilen tutar arasında önemli bir farklılık olabilir. Ayrıca, yönetim ücretleri ve royaltler (telif ücretleri) gibi proje harcamaları ana şirkete geri dönmektedir. Bundan başka, örneğin yerel üretimin ana şirketin ihracatını ikame etmesi ya da transfer fiyatlaması ayarlamalarının sistemin başka yerinde karları artırması durumunda, ana şirkete projenin ek kazanç katkısı, toplam proje kazançlarından farklılık gösterebilir.

Ana şirket ve proje/yerel nakit akımları arasında ortaya çıkması muhtemel farklılıklar, proje değerlendirilmesinde kullanılmak üzere ilgili nakit akımlarından kaynaklanan sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Ekonomik teoriye göre, bir projenin değeri, yatırımcıya dönen gelecekteki nakit akımlarının net bugünkü değerince belirlenir. Böylece, ana şirket herhangi bir transfer maliyetinin (vergiler gibi) net yurda geri gönderilen veya gönderilebilen nakit akımlarını değerlendirmelidir çünkü sadece erişilebilir fonlar, kar payı ve faiz borçların ödenmesinde ve yeniden yatırım için kullanılabilir.

⁹⁵ James C. Baker, "International Finance, Management, Markets and Institutions", Prentice Hall, New Jersey, 1998, s. 181.

Proje değerlendirmesini basitleştirmek için üç aşamalı bir analiz önerilmektedir. Birinci aşamada, proje nakit akımları tamamen ayrı bir ulusal şirketmiş gibi şubenin görüş açısından hesaplanır. Daha sonra perspektif ana şirkete yönelir. Bu analizin ikinci aşaması transfer sürecinde hangi vergilerle ve diğer harcamalarla karşılaşılacağı kadar, miktarlarla, zamanlamayla ve merkeze olan transferlerin biçimiyle de ilişkili belirli tahminleri gerektirir. Son olarak, firma diğer bir şube tarafından ihracat satışlarındaki bir yükseliş veya azalış gibi bu yatırımın tüm sistemin geri kalanına yansıttığı dolaylı karları ve maliyetleri hesaba katmak zorundadır.⁹⁶

2.7. Ana Şirket Nakit Akımlarının Belirlenmesi

Dış yatırımdan kaynaklanan nakit akımlarının değerlendirilmesinde analistlerin karşılaştığı temel sorun, ayrı bir yerel proje olan yatırım projesinden elde edilen nakit akımları ile ana şirkete gelen nakit akımları arasındaki farktır. Birçok faktör bu farklılığa neden olur. Bunların bazıları yatırımcılar tarafından kontrol edilebilirken, diğerleri ise firmanın işleyen çevresi tarafından belirlenir. Bu farkın kaynağını dikkate almadan, ilgili nakit akımlarının firmanın hissedarlarına tahakkuk eden kısım olduğunu bilmek önemlidir. Hissedarlar bugünden yatırdıkları 1\$ karşılığında, gelecekte ne kadar ilave \$ kazanacaklarıyla ilgilenirler. Bu nedenle, projenin dönemsel toplam nakit akımlarından ziyade projeden kaynaklanan marjinal nakit akımları önemlidir.

Bu nakit akımlarının tahmini, toplam veya ayrı ayrı projelerin nakit akımlarının tahmini ile başlayan ve hissedarların nakit akımlarının tahmini ile sonuçlanan üç aşamalı bir süreçten oluşur. Bu süreç iki nakit akımının

⁹⁶ Alan Shapiro, Foundations of Multinational Financial Management, University of Southern California, 1998, s. 507.

farklılaşmasına neden olan faktörleri tanımlamayı ve tahmini yabancı para nakit akımlarını hissedarların ulusal paralarına dönüştürmeyi gerektirir.⁹⁷

Ana şirket marjinal (incremental) nakit akımlarını tahmin etmek zorundadır. Marjinal nakit akımı, ana şirketinin yatırımı üstlendiğinde elde edeceği toplam nakit akımı ile yatırım üstlenilmemesi durumundaki toplam nakit akımı arasındaki farktır. Marjinal akım analizi, nakit akımlarının tahmininde sorumlu olan yöneticileri doğru yöne sevk eder.

Nakit akımının tahmini aşağıdakileri gerektirir:

1. Transfer fiyatlaması, ücretler ve royaltileri etkilerine göre düzeltmek.

- Piyasa maliyetleri/fiyatları, hizmetler ve içsel transfer edilen sermayeyi kullanmak.
- Proje nakit akımlarına, ana şirkete bir kazancı teşkil ettikleri için ücret ve royaltileri eklemek.
- Tepe yönetimin maliyetleri gibi sabit kısımları çıkarmak.

2. Projenin finansal hesaplarında belirtilmemiş global maliyetlere/kazançlara göre düzeltmek. Bu maliyetler/kazançlar şunları içerir:

- Diğer birim satışlarının yamyamlığı (üretici firmanın yeni geliştirdiği ürünün mevcut ürününe olan talebi kısması ya da tamamen yok etmesi (cannibalization).
- Diğer birimlerce ek satışların yaratımı (firmanın kendi bünyesinde başka ürün satması).
- Kazançları yurda geri gönderirken borçlanılan ilave vergiler.
- Başka bir yerde kullanılabilir yabancı vergi indirimleri.
- Üretim araçlarının çeşitlendirilmesi.

⁹⁷ Marc Eaker, Frank Fabozzi, Dwight Grant, International Corporate Finance, The Dryden Press, 1996, s. 309

- Piyasa çeşitlendirilmesi.
- Global hizmet ağındaki önemli bağlantı tedariki.
- Rakipler, teknoloji, piyasalar, ürünler bilgisi.

Düzeltilmelerin ikinci bölümü projenin stratejik amacı ve diğer birimler üzerindeki etkisini dahil etmeyi kapsar. Marjinal nakit akımlarını değerlendirme ve düzeltme ilkesi basit olmasına rağmen uygulamada karışık olabilir.⁹⁸

Ana şirkete nakit akımlarının belirlenmesinde dikkate alınan faktörler aşağıda sıralanmıştır:

2.7.1. Birbirine Bağımlılık

Uluslar arası yatırım genellikle ithalat, gümrük vergi ve kotaları veya rekabetçi baskı gibi koruyucu güdüler nedeniyle ortaya çıkar. Örneğin, ABD hükümeti Japon araba üreticilerinin ABD'ye otomobil ihracatını kısıtladıklarında, Japonlar ABD'deki yatırımlarını artırdılar. Böyle durumlarda, firmanın mevcut bölümleri tarafından eskiden yapılan ihracat satışlarının bir kısmı projeden sağlanan satışlara aktarılır.

Yabancı yatırımlarla oluşan satış kaybı ki, yatırım yapılmasaydı korunabilirdi, yabancı yatırım kazançları arasında yer almamalıdır. Diğer yandan, kısıtlamalar ve rekabet yüzünden kaybedilecek olan satışlar yatırım projesine mal edilmelidir. Bu noktayı bir örnekle açıklayabiliriz. Bir firma birim başına 50\$'dan 7000 birim satış sağlayan bir yatırım tasarlıyor. Firma şu anda piyasaya, fiyatı 60\$'dan 5000 birim ihracat yaparak hizmet etmektedir. Baş rakip firma gelecek yıl yürürlüğe girecek ithalat kotasından kaçınmak için aynı bölgede bir tesis kuruyor. Eğer firma bu yolu izlemez ve yatırım yapmaz ise, tahmini ihraç satışları, birimi 50\$'dan 2000 birim olacak. Eğer yatırım

⁹⁸ Alan Shapiro, a.g.e., s. 508.

yaparsa, ihraç satışları 1500 birime düşecek. Tablo 7’de söz konusu durumlardaki kazançlar gösterilmektedir.

Tablo 7: Marjinal Nakit Akım Analizi

Yatırım yapılmaması			Yatırım yapılması	
Mevcut Satışlar		İhraç Satışları	Satışlar	İhraç Satışları
Üretim	5000	2000	7000	1500
Fiyat	60\$	50\$	50\$	50\$
Kazanç	300.000\$	100.000\$	350.000\$	75.000\$

Dış yatırım satış kazancı genişlemeyle ortaya çıkan toplam 425.000\$’lık satış ile genişleme olmadan oluşan 100.000\$’lık satış arasındaki fark olan 325.000\$’dır. Burada 25.000\$’lık ihraç satışı yabancı yatırıma kaymıştır. Ancak 200.000\$’lık ihracat azalışı yatırımdan kaynaklanmamaktadır çünkü bu satışlar yatırım yapılmasaydı bile kaybedilecekti.

Ana şirket ile yabancı bağlı ortaklık arasındaki nakit akımlarının bağımlılığı transfer fiyatlamasıyla açıklanabilir. Transfer fiyatları tek bir müteşebbisin farklı birimlerinin birbirlerinden mal ve hizmet satın aldıkları içeriden belirlenmiş fiyatlardır. Dış yatırım değişmez bir şekilde uluslar arası firma içi işlemleri içerir. Vergi etkisi ve kambiyo kısıtlamaları sebebiyle bağlı şube yüksek bir vergilendirmeye tabi ise, şubeye satılan mal için belirlenen transfer fiyatı yüksek seviyede belirlenmiş olabilir. Bu seçim, kazançların yüksek bir vergilendirme uygulamasından düşük bir vergi uygulamasına geçilmesini sağlar.⁹⁹

Çok uluslu bir işletmenin Amerika’daki fabrikasından İngiltere’deki bağlı şubesine kendi ürettiği makinelerini yüksek fiyattan satmasıyla, ana

⁹⁹ Marc Eaker, Frank Fabozzi, Dwight Grant, a.g.e, s. 310-311.

şirket görünen karlılığını arttırabilir, bunun yanında bu durum İngiliz iştirakinin de harcamalarını arttırır. Bu örnek, içsel olarak ticareti yapılan mal ve hizmetlerin transfer fiyatlarının önerilen yatırımın karlılığını önemli ölçüde değiştirebildiğini göstermektedir. Mümkün olan her yerde projelerin girdi ve çıktılarının değerlendirilmesinde kullanılan fiyatlar piyasa fiyatları olmalıdır. Çok uluslu bir işletmenin ürettiği ürünler için bir pazarın olmaması durumunda, projenin devam etmesi için maliyet tasarrufları veya sağlanacak ilave karlara istinaden projeyi değerlendirmek zorundadır. Örneğin Atari firması üretimlerinin çoğunu Asya'da yapmaya karar verdiğinde, bu karar beklenildiği gibi maliyet tasarrufuna dayanmaktaydı. Bu yaklaşım kullanılabilecek en doğru yaklaşımdı çünkü yerleşmenin maliyeti, daha sonra Amerika'da yapılan satışlarla karlılık olarak geri döndü.¹⁰⁰

2.7.2. Havale Sınırlamaları

Ülkeler, yabancı şubelerin ana şirkete kar payı şeklinde ödeyebileceği fonların miktarına sınır getirebilirler. Bu politikalar genellikle ödemeler dengesi açığını azaltmak için uygulanan daha geniş bir programın parçasıdır. Bir yabancı yatırım kararı alırken, yönetimin mevcut politikaları anlaması ve gelecekteki sınırlamalara ilişkin bazı tahminler yapması önemlidir. Ayrıca muhakkak ev sahibi ülkenin ödemeler dengesi pozisyonuna ilişkin bir değerlendirme yapılmalıdır.¹⁰¹

Fon transfer sınırlamalarının nakdin ana şirkete geri dönmesini önlemesinden dolayı, ana şirket açısından planlanan net nakit akımları kısıtlamalarından etkilenecektir. Eğer ana şirket bu kısıtlamaların farkındaysa, net nakit akımlarını düşünürken onları da dahil eder. Fakat,

¹⁰⁰ Alan C. Shapiro, "Capital Budgeting For The Multinational Corporation", Financial Management 7, s. 504.

¹⁰¹ Marc Eaker, Frank Fabozzi, Dwight Grant, a.g.e., s. 312.

çokuluslu şirketin sadece gelecekteki fon transfer sınırlamalarını tahmin edebildiği ve bu tahminleri analize dahil edebildiği takdirde, ev sahibi ülke hükümeti fon transfer kısıtlamalarını zaman geçtikçe ayarlayabilir.¹⁰²

Şubelerin kendi ana şirketlerine olan kar payı ödemeleri üzerindeki sınırlandırmalar değişik şekillerde olur. Genellikle yıllık kazancın, dağıtılmamış kazancın veya satışların maksimum bir yüzdesi şeklinde ödemelere izin verilir. Herhangi bir şekilde, nakit akımını ertelerler ve böylece bu nakit akımların değerini azaltırlar. Sınırlamadan doğan kaybın miktarı ertelenen nakit akımlarının miktarı, erteleme uzunluğu ve bloke edilen fonlarla yabancı ülkede yatırım yapma fırsatlarıyla belirlenir. Örneğin, 10 yıllık bir yatırımın yıllık net 1milyon\$ nakit akımı yarattığını varsayalım. Kar paylarındaki sınırlamalar ilk 9 yılın her yılında 400.000\$ ile sınırlandırılmış, ancak 10 yılın sonunda toplanan dağıtılmamış kazanç eşit tutarda ödemeye izin vermektedir. Bu durumda uygun nakit akımları ilk 9 yıl için 400.000\$ ve son yılda 6.400.000\$'dır. Eğer bu fonlar ara dönemde yatırılırsa, ek faiz geliri kar payının parçası olarak dahil edilir.

Eğer ertelenen 600.000\$'lar %5 ile yatırım yapılır ve bu kazançlar kar payları için 10 yılın sonunda elde edilebilir ise, son nakit akımı 400.000\$ düzenli kar payı, 6.000.000\$ ertelenmiş kar payı ve ertelenen kar payının faizindeki 1.547.000\$'dır. Eğer iskonto oranı %15 olursa, 10 yıl boyunca 1 milyon\$'ların bugünkü değeri 5.019.000\$'dır. 10 yıl boyunca 400.000\$'ların ve 10.yıl sonundaki 6.547.000\$'ların bugünkü değeri ise 3.873.000\$'dır. 3.873.000\$ ile 5.019.000\$ arasındaki fark olan 1.146.000\$ erteleme yüzünden kaybın bugünkü değeridir. Bunun nedeni ertelenmiş nakit akımları %15'lik beklenen kazanç oranından daha az olan %5'lik kazanç getirmektedir.

¹⁰² Jeff Madura, International Financial Management, South Western Educational Publishing, 3rd Edition, Boston, 1992, s. 502.

Örnekte, nakit akımlarının ve kazançların aynı olacağı varsayılmıştır. Amortisman gibi nakit dışı harcamalar nedeniyle durum genellikle böyle değildir. Kazanç ve nakit akımları arasındaki bu fark ana ülke için hangi nakit akımlarının elde edilebilir olduğu hakkında belirsizlikler yaratır. Eğer kar payı sınırlandırmaları kazanç dayalı ödemelerde bir sınır getiriyorsa, amortismanlarla ilgili pozitif nakit akımları ana firma için elde edilebilir değildir. Eğer bu fonlar ülkede başka bir yerde kullanılmazsa, yabancı hisselerin elde edeceği vergi sonrası karı maksimize etmek için amortisman harcamalarını düşük tutmak ana şirketin yararınadır.¹⁰³

2.7.3. Vergilendirme

Denizaşırı doğrudan yatırımı değerlendirme amacı için dikkate alınması gereken vergiler, hangi hükümetin topladığından ziyade toplanan vergilerin biçimi, vergilere karşı izin verilen harcamalar vb.dir.¹⁰⁴ Ülkelerdeki vergi oranları çok büyük farklılıklar gösterir. Bir ABD yatırımcısının bakış açısından vergilendirme davranışları incelendiğinde, uygulanan vergi oranı genellikle iki vergi oranından daha yüksek olanıdır. ABD hükümeti yabancı vergilere ancak maksimum ABD vergi oranına kadar indirim yaparlar. Bu yüzden bu oranın üzerindeki herhangi bir vergi yatırımcıların karlarını azaltır.¹⁰⁵ ABD çok uluslu işletmesi için en önemli nokta, ABD kurumlar vergisi, yabancı vergi oranından yüksek olduğunda fiili vergi oranı; ödenen yabancı vergiler için tam bir indirimin olması durumunda ABD vergi oranı olacaktır. Örneğin, yabancı proje Singapur'da ve yabancı menşeli şirketler için yerel vergi oranı %33 ise, ABD kurumlar vergisi oranı %34 iken, daha sonra ödenen yabancı vergiler için indirim uygulandıktan sonra, ABD'de sadece %1 ödenebilir. Fakat projenin İsveç'te olması ve %52 oranında vergi

¹⁰³ Marc Eaker, Frank Fabozzi, Dwight Grant, a.g.e., s. 313.

¹⁰⁴ Maurice D. Levi., The Markets and Financial Management of Multinational Business, International Editions, Finance Series, Second Edition, 1990, s. 364.

¹⁰⁵ Marc Eaker, Frank Fabozzi, Dwight Grant, a.g.e., s. 313.

oranıyla karşılaştırılması durumunda, tüm kredi elverişli olmayabilir ve fiili vergi oranı %52 olur. Bu yatırımcının bakış açısından yabancı projelerle iştirak edildiğinde, ev sahibi ülke ve yabancı vergi oranlarından yüksek olan τ vergi oranı kullanılmak zorundadır.

Yurt içinde ve yurt dışında daha yüksek olan τ 'yi almak tutucu bir yaklaşımdır. Gerçekte, vergiler transfer fiyatlarının uygun seçimi, royalti ödemeleri vb. yoluyla sıklıkla τ 'den daha düşük bir seviyeye düşürülür. Bu teknikler geliri yüksek vergili ülkelere düşük vergili ülkelere yönlendirmek için toplam kurumlar vergisini azaltmak suretiyle kullanılabilir. Ek olarak, vergi ödemeleri havale edilebilir geliri yurt dışında bırakmak suretiyle ertelenebilir ve böylece nakit akımları havale edilip edilmemesine bakılmaksızın, tamamen havale edilebilir gelir olarak ölçülürse, asıl ödenen vergilerin miktarı nakit akımının belirttiğinden az olacağından, bazı düzeltmeler gerekebilir. Düzeltme sermaye maliyetine yapılabilir ya da APV hesaplamasında bir ekstra terim olarak dahil edilebilir.¹⁰⁶

2.7.4. Sübvansiyonlar

Ev sahibi ülkeler, firmaları yatırıma teşvik etmek için sık sık sübvansiyon verirler. Ev sahibi ülkeler, ileri teknoloji yatırımları gibi yatırımları ya da yüksek işsizliğe sahip bölgeler gibi ülkenin belirli bir bölümüne yatırımları çekmek için sübvansiyonları kullanabilirler. Bu teşvikler vergi indirimi, tercihli finansman, yasalardan muaf tutma ve nakit ödemeleri şeklinde olabilir. Sübvansiyonlar bir projenin net bugünkü değerini artırır. Bazı durumlarda, sübvansiyonlar yabancı yatırımın net bugünkü değerini negatiften pozitifte çekecek kadar büyük olabilirler. Bu gibi durumlarda, firmalar sübvansiyonsuz gerçekleştiremeyecekleri yatırımları gerçekleştirirler. Bu durumda ev sahibi ülke amacını gerçekleştirmiş olur.

¹⁰⁶ Maurice D. Levi., a.g.e., s. 364.

Potansiyel yatırımcılar sübvansiyonu değerlendirmeli ve hükümetlerin sübvansiyonları kaldırabileceğini düşünmelidir. Firma değerini sübvansiyonu katmadan belirlemek çok katı bir yaklaşımdır. Daha mantıklı bir yöntem ise, sübvansiyonun değerini yatırımın değerlendirilmesinde ayrı bir hesaplama olarak ele almaktadır. Bu yöntem hükümet sübvansiyonuna dayanan yatırım değerinin ölçüsünü belirginleştirir.¹⁰⁷

2.8. Sermaye Bütçeleme Kararının Girdileri

Çokuluslu bir işletmenin, uluslar arası yatırım projesiyle ilgili olarak, sermaye bütçeleme analizlerinde kullanmak üzere aşağıda sıralanan finansal ve ekonomik özelliklerin tahminlerine gereksinimi vardır. Bu özellikler kısaca özetlenecek ve sermaye maliyeti detaylı bir şekilde anlatılacaktır.

- Başlangıç yatırımı
- Tüketici talebi
- Fiyat
- Değişken ve Sabit maliyet
- Projenin ömrü
- Hurda (tasfiye) değeri
- Döviz kuru oranları
- İstenen getiri oranı
- Sermaye maliyeti

2.8.1. Başlangıç Yatırımı

Bir projedeki ana şirketin başlangıç yatırımı, belirli bir projeyi destekleyen başlıca fon kaynağını yansıtır. Projeye yatırılan ilk fonlar projeye

¹⁰⁷ Marc Eaker, Frank Fabozzi, Dwight Grant, a.g.e., s. 313.

başlamak için gerekli olanların dışında, zamanla projenin devam etmesi için gerekli olan işletme sermayesi gibi ilave fonları da içerir. Bu fonlar projeden gelirlerin yaratılmasına kadar demirbaş, ücretler vs.nin finansmanı için gereklidir. Çünkü nakit girişleri, her zaman ilerdeki nakit çıkışlarını karşılamak için yeterli olmayabilir. İşletme sermayesine projenin ömrü süresince ihtiyaç duyulmaktadır.¹⁰⁸

2.8.2. Tüketici Talebi

Nakit akım projeksiyonu hazırlanırken, bir ürün için doğru tahmin edilmiş tüketici talebi çok değerlidir. Fakat gelecekteki talebi tahmin etmek genelde zordur. Örneğin, proje Almanya'da otomobil üreten bir fabrikayı temsil ediyorsa, çokuluslu şirket Almanya'daki otomobil piyasasından yüzde kaç pay alabileceğini tahmin etmelidir. Piyasa pay yüzdesi tahmin edildiği zaman, düşünülen talep kolaylıkla hesaplanabilir. Yine de piyasa payının tahmini hataya tabidir. Talep tahminleri, bazen endüstri kolundaki diğer çokuluslu şirketlerin piyasaya girdiklerinde ele geçirdikleri piyasa payları üzerindeki tarihsel verilerden yardım alınarak gerçekleştirilebilir. Fakat tarihsel veriler her zaman geleceğin doğru göstergesi olmayabilir. Ek olarak, birçok proje ilk denemeyi yansıttığından, geleceğin göstergesi olarak gözden geçirilecek hiçbir öncel yoktur.¹⁰⁹

2.8.3. Fiyat

Ürünün satılabileceği fiyat, karşılaştırmalı olarak piyasadaki rekabet edebilen ürünler kullanılarak tahmin edilebilir. Bununla birlikte, uzun dönem sermaye bütçelemesi analizi yalnız gelecek dönemler için değil, projenin

¹⁰⁸ Jeff Madura, a.g.e, s. 501.

¹⁰⁹ Jeff Madura, a.g.e., s. 501.

beklenen ömrü ile ilgili projeksiyonları da gerektirir. Gelecek fiyatları en çok projenin yer aldığı ev sahibi ülkedeki gelecek enflasyon oranına duyarlıdır. Fakat gelecek enflasyon oranı bilinmemektedir. Bu yüzden, gelecek enflasyon oranları ürünün fiyat projeksiyonlarını geliştirmek için tahmin edilmelidir.¹¹⁰

2.8.4. Değişken ve Sabit Maliyet

Fiyat tahmini gibi, değişken maliyetlerin tahminleri de onu oluşturan saatlik işçilik giderleri vb. gibi unsurların karşılaştırmalı cari maliyetlerinin hesaplanmasıyla geliştirilebilir. Böyle maliyetler ev sahibi ülkedeki gelecek enflasyon oranıyla normal olarak birlikte hareket eder. Birim başına değişken maliyet doğru olarak önceden tahmin edilse bile, düşünülen toplam değişken maliyet, talebin yanlış tahmin edilmesi durumunda çok farklı olabilir.

Bir dönemsel temelde, talepteki değişikliklere karşı duyarlı olmadığından dolayı değişken maliyete göre sabit maliyetin önceden tahmini daha kolay olmaktadır. Bu, tahminin yapıldığı noktadan sabit maliyetlere maruz kalındığı noktaya kadar ev sahibi ülkenin enflasyon oranındaki herhangi bir değişikliğe karşı duyarlıdır.¹¹¹

2.8.5. Projenin Ömrü

Bazı projelerin ömrünü hesaplamak zorken, bazı projelerin tamamen nakde dönüş sürelerinin sonunda belirli bir ömür belirtilebilir. Bu, sermaye bütçelemesi analizi uygulamasını kolaylaştırır. Şu fark edilmelidir ki, çokuluslu şirketlerin her zaman projenin ömrünün belirlenmesinde tam

¹¹⁰ Jeff Madura, a.g.e., s. 501.

¹¹¹ Jeff Madura, a.g.e., s. 501.

kontrolleri yoktur. Bazı durumlarda, politik olaylar projenin planlanandan önce tasfiyesi zorunluluğunu doğurabilir. Böyle olayların olma olasılığı ülkeler arasında çeşitlilik gösterir.

2.8.6. Hurda (Tasfiye) Değeri

Çoğu projenin vergi sonrası hurda değerini tahmin etmek zordur. Bu, projenin başarısına ve ev sahibi ülkenin projeye karşı tutumunu içeren birçok faktöre bağlıdır. Uç bir olasılıkla, ev sahibi hükümet çokuluslu şirkete yeterli şekilde bedelini ödemediği projeyi devralabilir.¹¹²

Belirlenmiş çeşitli olası yollarla hurda değerinin hesaplanması kompleks bir iştir. Üç farklı yaklaşım belirtilmektedir. Birinci yaklaşım planlanmış zaman ufku sonunda yatırımın tasfiye edilmesinin varsayılması ve bu değeri kullanmaktır. Bu proje için olası alıcının ne kadar ödemeye razı olacağı önemlidir. İkinci yaklaşım projenin piyasa değerini kalan nakit akımlarının bugünkü değeri olarak varsayarak, projenin piyasa değerini tahmin etmektir. Yine, bir dış alıcı için projenin değeri, örneğin, ana şirketin şubesine satışları üzerindeki karları nedeniyle, ana firmaya olan değerinden farklılaşabilir. Üçüncü yaklaşım, projenin ana şirkete tastamam kabul edilebilir bir başa baş hurda değeri hesaplamak ve daha sonra onu o değeri aşan gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerinin olabilirliğini değerlendirebilecek bir benchmark olarak kullanmaktır.¹¹³

¹¹² Jeff Madura, a.g.e., s. 502.

¹¹³ Alan Shapiro, Foundations of Multinational Financial Management, University of Southern California, 1998, s. 515.

2.8.7. Döviz Kuru Oranları

Her uluslararası proje, projenin ömrü boyunca döviz kuru dalgalanmalarından etkilenecektir ama bu hareketlenmeleri çoğu kez tahmin etmek zordur. Onlara karşı korunma metotları olsa da, çoğu korunma (hedging) teknikleri kısa dönem pozisyonları karşılamak içindir. Daha uzun dönemlerde tehlikelerden korunmak, uzun dönem forward bağlantıları veya para swapı anlaşmalarıyla mümkünken, çokuluslu şirketin hedge edebileceği fonların miktarını bilme imkanı yoktur. Bu, sadece projeye bağlı gelecek maliyetlerini ve gelirlerini tahmin etmesinden kaynaklanmaktadır. Bu yüzden, çokuluslu şirket planlanan yabancı para net nakit akımlarını hedge etmeme kararı alabilir. Maalesef, bu nakit akımları mükemmel doğrulukla öngörülse bile, hedge etmeyen bir çokuluslu şirket, projenin ömrü süresince yanlış döviz kuru tahminlerinin sonucu olarak, ana şirket tarafından elde edilen projenin nakit akımlarını uygunsuzca tahmin edebilir.¹¹⁴

2.8.8. İstenen Getiri Oranı

Bir sermaye yatırımının beklenen getirisi genellikle firmanın sermaye maliyetine dayalı olarak belirlenir. Sermaye maliyeti yıllık yüzdesel orandır. Başkasının parasını kullanmanın yıllık maliyetini ölçer. Faiz oranı, sermaye maliyetinin açık bir örneğidir. Öz sermaye fonları için de kolayca görünür olmayan ve tahmin edilmesi gereken ayrıca bir sermaye maliyeti vardır. Akıllı finans ve yatırım kararları verebilmek için firmanın sermaye maliyetini bilmesi gerekir.

Çoğu şirket borç ve öz sermaye kombinasyonu ile finanse edilirler. Sermaye maliyetinin ölçülebilmesi için sermayenin tüm kaynaklarının maliyetini ayırmak ve bir ortalama hesaplanması gerekir. Ortalama sermaye maliyetinin tahmini finansman ve yatırım kararlarının analizinde kullanılır.

¹¹⁴ Jeff Madura, a.g.e., s. 502.

Diğer veriler eşit iken, yatırımcılar düşük riski tercih ederler. Daha riskli yatırımlar için daha yüksek beklenen getiri oranlarını isterler. Bu yüzden, bir firma için sermaye maliyeti firmanın riski ile belirlenir. Riskli yatırımları olan firmanın sermaye maliyeti de yüksek olur.

Kavramsal olarak, bir firmanın sermaye maliyeti firmanın elinde tuttuğu varlıkların portföyü için talep edilen getiri oranıdır. Hissedarlar ve kredi verenler ortak olarak varlıklara sahip olduklarından, bu oran firmanın tüm vadesi henüz gelmemiş menkul kıymetleri ve diğer yükümlülüklerinin portfolyosu üzerinde piyasanın istenen getiri oranına eşit olmalıdır. Böylece firma varlıklarının istenen getiri oranını tahmin etmek için firmanın menkul kıymetleri üzerindeki istenen getiri oranı ölçülebilir. Eğer firma istenen getiri oranından düşük bir IRR'a sahip bir sermaye yatırımını üstlenirse, hissedarlar yatırımdan istenen getiri oranından daha düşük kazanacaklar ve hisse senetlerinin piyasa değeri düşecektir.

Çoğu firma sermayeyi farklı finansman türlerinden ve kaynaklarından sağladığı için, her kaynağın maliyeti tek başına tahmin edilmelidir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) hesaplanır ve firmanın ortalama risk yatırımı üzerindeki istenen getiri oranının tahmini olarak kullanılır.

Ortalama sermaye maliyeti ortalama risk yatırımı için istenen getiri oranıdır. Eğer bir firma ortalamadan daha riskli olan bir sermaye yatırımını üstlenirse, ortalama sermaye maliyetinden daha yüksek bir getiri oranı istenir. Birçok firma yabancı yatırımları ortalamadan daha riskli olarak görürler ve bu yüzden daha yüksek bir getiri oranı isterler. Gerçekte, doğrudan yabancı yatırımın kabul edilebilir minimum getiri oranını kararlaştırmak önemli bir karar aşamasını oluşturmaktadır.¹¹⁵

¹¹⁵ Mike Sibley, International Finance, (çevrimiçi, http://www.loyno.edu/~sibley/FIN%20810/Notes/NFin810_Ch18.pdf), 2003, s. 6-7.

2.8.9. Sermaye Maliyeti

Sermaye maliyeti (k), net bugünkü değer ve iç getiri oranının hesaplanmasında önemlidir. Yabancı yatırım projesinin tahmini gelecekteki nakit akımlarını iskonto etmede kullanılan faktördür. Ayrıca, projenin ekonomik olarak yapılabilir olup olmadığının belirlenmesi için iç getiri oranı ile karşılaştırılan faktördür. Sermaye maliyeti bir projenin firmaca kabul edilen getirinin minimum oranı olarak tanımlanır. Bu projenin istenen getiri oranıdır. Vergi yükümlülükleri sonrası projenin finansal maliyetlerini ödemek için projeden kaynaklanan minimum vergi öncesi gerçek getiri oranı olarak da tanımlanmıştır. Teknik olarak, iskonto amaçları için doğru sermaye maliyeti, kaynakta marjinal sermaye maliyeti olmalıdır.¹¹⁶

Finans literatüründe sıkça ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, AOSM, en iyi sermaye maliyeti olarak önerilir çünkü firmaya tek bir engel /iskonto (hurdle rate) oranı olarak bileşen maliyeti kullanmasına izin verir. Bu, bazı daha yüksek getirili projelerin reddedilirken, düşük getirili projelerin daha düşük “ k ” ile kabul edilebileceği gerçeğini gösterir. Daha düşük getirili projeler kabul edilebilir çünkü borç gibi daha düşük sermaye maliyeti ile finanse edilebilirler. Firma AOSM’den yüksek getirisi olan projeleri kabul ederse, öz sermayesinin piyasa değerini de arttırabilir.¹¹⁷

AOSM her bir kaynak türünün- borç ve öz sermaye- firmanın uzun vadeli yatırımların finansmanında kullanılan kaynaklarının toplam miktarı oranında ağırlıklandırılmış maliyetidir. Aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$k = [E / (D + E)](k_e) + [D / (D + E)](k_d)$$

k : ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

¹¹⁶ James C. Baker, International Finance, Management, Markets and Institutions, 1998, s. 183.

¹¹⁷ Sulk H. Kim and Seung H. Kim, Global Corporate Finance: Text and Cases, Kolb Publishing Company, Miami, 1993, s. 357-358.

k_e : öz sermaye maliyeti

k_d : vergi sonrası borç maliyeti

D : firma borcunun piyasa değeri

E : firma öz sermayesinin piyasa değeri

Bu denklemde belirtilen terimler firmanın toplam sermayesindeki öz sermaye ve borç ağırlıklarıdır. Sol tarafı k_e (öz sermaye maliyeti) ile ve sağ tarafı k_d (borç maliyeti) ile çarptığımızda, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanır. Böylece, firmanın finansal yapısı, borç/öz sermaye oranı, şirketin sermaye maliyetinin belirlenmesinde önemlidir.¹¹⁸

Sermaye bütçelemesindeki iskonto edilmiş nakit akım metotları ve sermaye maliyeti üzerinde firmaların finansal yapılarının etkisini içeren sorunların merkezinde sermaye maliyeti vardır. 435 Amerikan ve Avrupa firması ve bu firmaların çoğu ile yapılan röportajları içeren inceleme, firmanın sermaye maliyetinin belirlenmesi ve kullanımında karşılaşılan problemlerin kanıtını ortaya koymuştur.¹¹⁹

Birçok firma “SVFM” Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli” nin kullanımına ilişkin herhangi bir kanıt bulunmamasına rağmen öz sermaye maliyetlerini ölçmede SVFM’i kullandıklarını tasdik etmişlerdir. Bu modelden sermaye bütçelemesi kararlarında kullanılacak maliyetin tespitinde de yararlanılmaktadır. SVFM modelinde; $k_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$ ifadesinde “ k_e ” öz sermaye maliyetini, “ r_f ” risksiz faiz oranı, “ β ” hisse senedinin betasını, “ $(r_m - r_f)$ ” piyasa risk primini temsil eder.

¹¹⁸ James C. Baker, a.g.e, s. 182.

¹¹⁹ James C. Baker, “The Cost of Capital of Multinational Companies: Facts and Fallacies,” Managerial Finance 13, No.1, 1987, s. 12-17; Alan C. Shapiro, “Financial Structure and Cost of Capital in the Multinational Corporation,” Journal of Financial and Quantative Analysis 13, 1978, s. 221-226.

Net bugünkü değer metodunu kullanan firmalar tarafından iskonto oranıyla ilişkili inceleme sonuçları Tablo 8’de gösterilmiştir. Araştırmaya göre tahmini nakit akımlarını net bugünkü değere iskonto etmede birçok farklı oranın kullanıldığı tespit edilmiştir. Bu çalışma, firmanın tümü bazında uzun dönem sermaye maliyetini, firma tümü bazında uzun dönem borç maliyetini, yerel ülke bazında uzun dönem borç maliyetini, firmanın tümü bazında uzun dönem ve işletme sermayesi maliyetini, yerel ülke bazında uzun dönem sermaye maliyetini ve yerel ülke bazında uzun dönem ve işletme sermayesi maliyetini kapsamaktadır.

Tablo 8: Net Bugünkü Değer Metodunu Kullanan Firmalarca Kullanılan İskonto Oranı (N’nin Yüzdesi)

	ABD Firmaları	Avrupa Firmaları
Uzun Dönem Sermaye Maliyeti (Tüm Firma Bazında (a))	42	26
Uzun Dönem Borç Maliyeti (Tüm Firma Bazında (b))	6	20
Uzun Dönem Borç Maliyeti (Yerel Ülke) (b)	6	17
Uzun Dönem ve İşletme Sermayesi Maliyeti (Tüm Firma Bazında) (a)	8	14
Uzun Dönem Sermaye Maliyeti (Yerel Ülke) (a)	4	9
Uzun Dönem ve İşletme Sermayesi Maliyeti (Yerel Ülke) (a)	2	9
Diğer	35	29

(a)= Ortalama ağırlıklı maliyet; (b)= Vergi sonrası

N= 48 ABD firması çalışması; 35 Avrupa firması çalışması.

Kaynak: James C. Baker, “Capital Budgeting in American and European Companies.” The Mid-Atlantic journal of Business 22 (Summer 1984): 20.

Firmalar sermaye bütçelemesi metodolojisinde riski ayarlama da çok çeşitli yollara başvurdıkları görülmüştür: Geri ödeme süresinin kısaltılması, iskonto oranının artırılması, tahmini gelecekteki nakit akımının azaltılması ve

kabul edilebilir muhasebe getiri oranının artırılması. Kullanılan diğer metotlar, öznel yönetim yargıları, duyarlılık analizi tahmini, risk seviyelerinin olasılık dağılımlarının tahsisi, simülasyon, lineer programlama ve kritik yol analizlerini kapsar. (Tablo 9) Bazı firmalar ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine enflasyona göre düzeltilmiş bir risk primi eklemişlerdir. Farklı projeler için birçok Amerikan ve Avrupa firmaları çoklu iskonto oranları kullanmışlardır. Farklı ülkelerdeki projeler için Avrupa firmalarının büyük bir çoğunluğu tek bir oran kullanırken birçok Amerikan firması ise çoklu iskonto oranları kullanmaktadır. Firmalarca kullanılan teke karşı çoklu oranlarla ilişkili inceleme sonuçları Tablo 10'dadır.

Tablo 9: Firmaların Riske Göre Yaptıkları Düzeltmeler (N'nin Yüzdesi)

	ABD Firmaları	Avrupa Firmaları
Geri Ödeme Süresini Kısaltmak	34	55
İskonto Oranını Artırmak	38	45
Tahmini Gelecek Nakit Akımlarını Azaltmak	19	36
Kabul Edilen Muhasebe Getiri Oranını Artırmak	16	18
Diğer	57	24

N= 68 ABD Firması Çalışması; 56 Avrupa Firması Çalışması.

Kaynak: James C. Baker, "Capital Budgeting in American and European Companies," The Mid-Atlantic Journal of Business 22 (Summer 1984): 21

Tablo 10: Firmaların Kullandığı Çoklu İskonto Oranları (N'nin Yüzdesi)

Farklı Projeler İçin	ABD Firmaları(N=64)	Avrupa Firmaları(N=55)
Evet	58	53
Hayır	42	47

Farklı Ülkeler İçin	ABD Firmaları(N=64)	Avrupa Firmaları(N=55)
Evet	52	41
Hayır	48	59

Kaynak: James C. Baker, "Capital Budgeting in American and European Companies," The Mid-Atlantic Journal of Business 22 (Summer 1984): 23.

Bu çalışmadan çıkarılan sonuçlar, finans literatürünün AOSM'nin uygun oran ve kaynaktaki marjinal maliyet olması gerektiğini önermesine rağmen bir çok firma sermaye maliyetini ölçmede zorluk yaşamıştır. Literatür düzeltilmiş bugünkü değerin (APV) kullanımını önermektedir. Böylece elverişli matematiksel özellikleri nedeniyle vergiler, risk, enflasyon ve diğer faktörlere verilen önem neticesiyle devamlı bir iskonto faktörü daha etkili bir faktör olarak önerilmektedir. Bu çalışma bazı firmaların bu gibi sofistike teknikleri analizlerine dahil ettiğini bulmuştur. Son olarak, projenin stratejik uygunluğunu, birçok çok uluslu işletmenin sermaye bütçelemesi prosedürlerinde önemli bir faktör olabileceğini göstermiştir. Böylece bir yabancı yatırım projesiyle ilişkili öznel faktörler son derece önemli olabilir.

Projenin NPV, IRR veya APV hesaplamaları finans yöneticilerin risk eşliğini uzak ara aşan çok önemli sayılar üretebilmesine rağmen, projeden kaynaklanan özel faktörler nicel analizle denkleştirebilir. Örneğin, yüksek NPV ve IRR'lı projeler, üst düzey yönetimin hoşlanmaması nedeniyle, kabul edilmeyebilir. Negatif NPV ve sermaye maliyetinden düşük IRR'lı projeler üst yönetimin beğenmesiyle kabul edilebilir.¹²⁰

Projenin değerlendirilmesi ile ilgili değişkenleri doğru tahmin etmek önemlidir. Eğer bilgisayara çöp (yanlış tahminler), girilirse, analiz çıktıları yine çöp olacaktır. Sonuç olarak, bir çokuluslu şirket yanlışlıkla bir projeye girişebilir. Böyle bir yanlış, milyon dolarlara mal olabileceğinden, projenin

¹²⁰ James C. Baker, International Finance, Management, Markets and Institutions, Prentice Hall, New Jersey, 1998, s. 185-186.

değerlendirilmesinde kullanılan her girdiye çok uluslu işletmelerin neden şüpheyile yaklaştığı anlaşılabilir.¹²¹

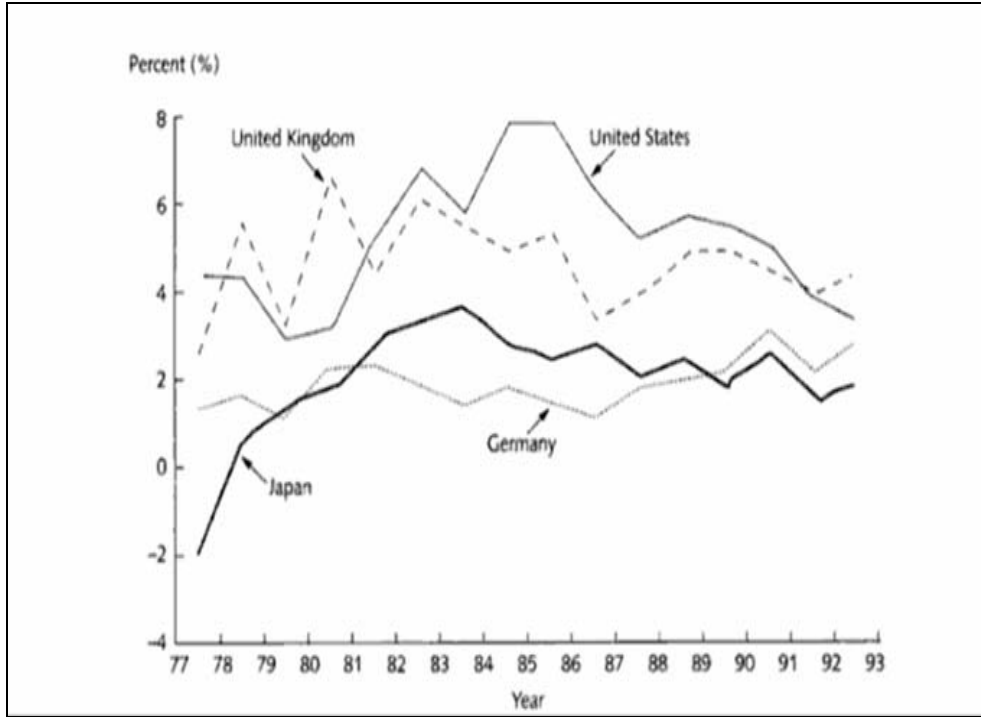
2.8.9.1. Çok Uluslu İşletmelerin Sermaye Maliyetini Etkileyen Faktörler

Sermaye maliyeti ülkeden ülkeye farklılık gösterebilir. Bu farklılıklar birçok sebeple açıklanabilir. Farklılıkların bazıları farklı ülkelerde ticari firmalara uygulanan vergi oranlarındaki değişimlerce açıklanabilir. Daha yüksek vergi oranı, yatırımcı tarafından vergi sonrası getiri amacını gerçekleştirmek için daha yüksek vergi öncesi getiri gerektirebilir. Bazı ülkelerde, yüksek tasarruf oranları tasarrufçulara daha düşük getiriler ve böylece yatırımlar üzerinde daha düşük beklenen gerçek getiri oranlarına neden olabilir. Bu durum Japonya’da ve sınırlı ölçüde Almanya’da geçerlidir. Bir ülkedeki kredinin dağıtımındaki farklılıklar yerel sermaye maliyetinde bazı farklılıklar yaratabilir. Japonya’da tüketici kredisi faiz oranları, ticari kredilere uygulanan faiz oranlarından genelde daha yüksektir. Japonya ve Almanya gibi bazı ülkelerde ticari firmaların düşük riskin ticari projelerin getirileriyle ilişkilendirilmesi algısı, sermaye maliyetinin düşürülmesiyle tasarrufçuların daha düşük gerçek getiri oranını kabul etmesine yol açabilir.¹²² Şekil 1’de ülkeler arasındaki sermaye maliyeti farklılıkları gösterilmektedir.¹²³

¹²¹ Jeff Madura, International Financial Management, South Western Educational Publishing, 3rd Edition, Boston, 1992, s. 502.

¹²² Robert N. McCauley, Steven A. Zimmer, Explaining International Differences in the Cost of Capital, FRBNY Quarterly Review 14, 1989, s. 7-28.

¹²³ Robert N. McCauley and Steven A. Zimmer, “Exchange Rates and International Differences In the Cost of Capital”, Exchange Rate and Corporate Performance, Ed. Y. Amihud, R. Levich, 1994.



Şekil 1: Ülkeler Arasındaki Sermaye Maliyeti Farklılıkları

Kaynak: Robert N. McCauley and Steven A. Zimmer, “Exchange Rates and International Differences In the Cost of Capital”, Exchange Rate and Corporate Performance, Ed. Y. Amihud, R. Levich, 1994.

Çok uluslu bir işletme, sermaye bütçelemesinde varsayılan projenin riski için düzeltilmiş sermaye maliyetini yansıtan bir iskonto oranı kullanmalıdır. Çok uluslu bir işletmenin sermaye maliyetini etkileyebilecek birçok faktör vardır. Bunlar şu şekilde özetlenebilir:¹²⁴

- 1) Firma büyüklüğü
- 2) Uluslararası sermaye piyasalarına giriş serbestliği
- 3) Uluslararası çeşitlendirme
- 4) Vergi avantajları
- 5) Kur riski

¹²⁴ Jeff Madura, International Financial Management, South Western Educational Publishing, 6th Edition, Boston, 2000.

6) Ülke riski

2.8.9.1.1. Firma Büyüklüğü

Sık sık belli miktarlarda borçlanma yapan çokuluslu işletmeler kredi sağlayıcılarca ayrıcalıklı bir uygulamaya tabi tutularak sermaye maliyetlerini düşürebilirler. Bunun yanında görece büyük miktardaki tahvil ve hisseleri, (finansman tutarının bir yüzdesi olarak) düşük ihraç ve işlem maliyetlerine sahiptir. Bu da uluslararası işlemlerinden çok firmaların büyüklüklerinden kaynaklanmaktadır. Çokuluslu firmalar başka pazarlarda da faaliyet göstererek daha kolay büyüme sağlayacağından, ulusal firmalara oranla kredi verenlerin öncelikli/imtiyazlı uygulamalarına tabi olabilirler.

2.8.9.1.2. Uluslararası Sermaye Piyasalarına Giriş Serbestliği

Çok uluslu işletmeler doğal olarak uluslararası sermaye piyasalarından da fon sağlayabilirler. Fonların ülkeler arası transferinin tamamen serbest olması durumunda, giriş serbestisinin avantajından bahsedilmeyebilirdi. Ancak fonlar global anlamda tamamen taşınabilir değildir. Bu nedenle çok uluslu işletmelerin uluslararası sermaye piyasalarına giriş rahatlığı ulusal firmalara oranla daha düşük maliyetlerle fon sağlayabilmelerine olanak sağlar. Ayrıca ilgili ev sahibi ülkedeki faiz oranları göreceli olarak düşük olduğunda şubeler yerel olarak merkezden daha düşük maliyetlerle fon sağlayabilirler. Böyle bir finansman sermaye maliyetini düşürecek ve çokuluslu işletmenin kur riskini de her zaman arttırmayacaktır çünkü şube tarafından elde edilen gelirler genellikle aynı para biriminde olacaktır. Bu durumda şube finansman için merkeze bağlı kalmayacak ancak merkezden belli bir yönetsel destek ihtiyacı devam edecektir.

2.8.9.1.3. Uluslararası Çeşitlendirme

Bir firmanın sermaye maliyeti iflas riski olasılığından etkilenmektedir. Eğer bir firmanın nakit girişleri dünya çapındaki kaynaklardan geliyorsa, nakit girişleri daha durağan olabilir. Bu mantık toplam satışların tek bir ülkenin ekonomisindeki dalgalanmalardan fazla etkilenmeyeceği gerçeğine dayanmaktadır. Tek tek ekonomiler birbirinden bağımsız olduğu sürece bir şube portföyünden sağlanacak net nakit akımları daha az dalgalanma gösterecek, bu da iflas riski ve sermaye maliyetini düşürecektir.

2.8.9.1.4. Vergi Avantajları

Çok uluslu bir işletmenin net geliri faaliyet gösterdiği ülkelerin vergi kanunlarından etkilenecektir. Aslında, çoğunlukla firma cazip vergi uygulamaları olan ülkeleri tercih edecektir. Kredi sağlayanlar ve hissedarlar daha çok vergi sonrası nakit akımlarıyla ilgilendiklerinden çok uluslu işletme, ulusal firmalara sağlanmayan vergi avantajlarından yararlanarak sermaye maliyetini düşürebilir.

2.8.9.1.5. Kur Riski

Eğer firma yüksek kur riskine sahipse, çok uluslu bir işletmenin nakit akımları aynı sektördeki ulusal bir firmanınkinden daha değişken olabilir. Eğer yabancı ülkelerdeki kazançlar çok uluslu işletmenin merkezine aktarılabiliriyorsa, ana şirket parasının diğer para birimlerine göre güçlü olduğu durumlarda çok değerli olmayacaktır. Bu nedenle mevcut borcun faiz ödeme kapasitesi azalacak ve iflas riski artacaktır. Bu da kredi verenlerin ve hissedarların daha yüksek getiri beklēmelerine yol açarak çok uluslu işletmenin sermaye maliyetini artıracaktır.

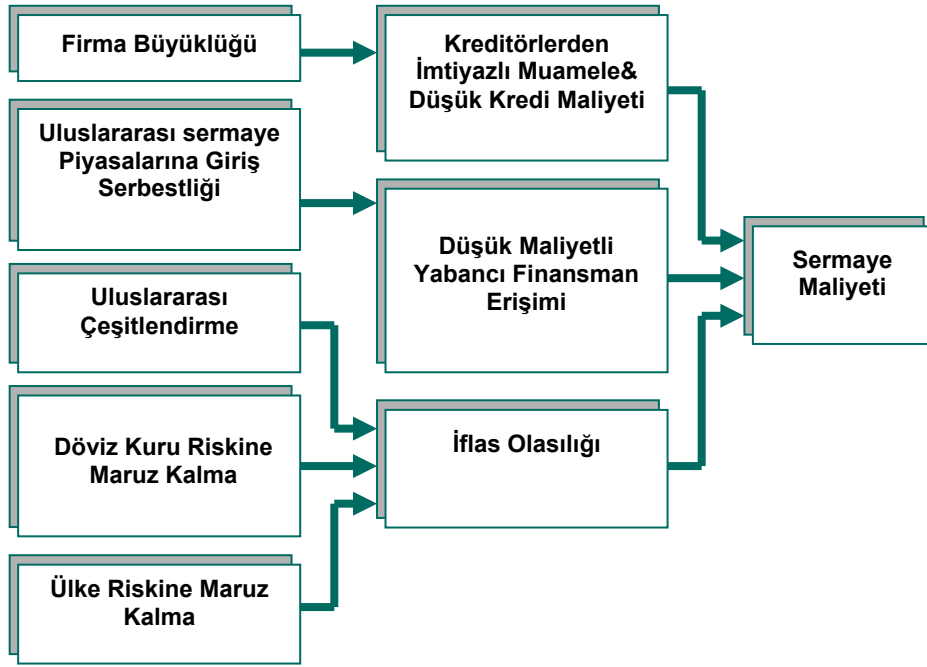
Tamamen ulusal bir firmanın nakit akımları para birimi dalgalanmalarından direkt etkilenmez. Yabancı firmalarla rekabet bu dalgalanmalara göre değişeceğinden dolaylı olarak etki söz konusu olacaktır. Burada kur dalgalanmalarının nakit akımlarını her zaman ters etkilemeyeceğini de belirtmek gerekir. Ana şirket parasının diğer ülke para birimlerine karşı zayıf olduğu durumu düşünüldüğünde, gönderilen yabancı kazançlar daha büyük ana şirket para birimi miktarlarına yol açacak ve merkezin nakit akımlarını artıracaktır. Aslında kur dalgalanmasına maruz bir firma gelecek dönemlerde daha geniş (yayılmış) bir olası nakit akımları dağılımına sahip olacaktır. Sermaye maliyeti bu olasılığı yansıtacağından ve akışların beklentilerinin belirsizliği halinde iflas riski daha yüksek olacağından, dalgalanan kur riski daha yüksek sermaye maliyetlerine yol açacaktır.

2.8.9.1.6. Ülke Riski

Yabancı şubeler açan çok uluslu bir işletme bazı durumlarda ev sahibi ülke yönetiminin şubenin varlıklarını kamulaştırma olasılığıyla karşı karşıya bulunabilir. Böyle bir olasılık ev sahibi ülkenin politik istikrarı ve faaliyet gösterilen sektör gibi birçok faktörden etkilenmektedir. Eğer varlıklara el konulursa ve adil bir karşılık/tazminat ödenmezse, çok uluslu işletmenin iflas riski artacaktır. Çok uluslu işletmenin yabancı ülkelere yatırılmış varlıklarının oranı arttıkça diğer koşullar sabit kalmak kaydıyla çokuluslu işletmenin iflas riski olasılığı da, sermaye maliyeti de artacaktır. El koyma (confiscation) kadar önemli olmasa da, başka ülke riskleri de çok uluslu işletmenin şubesinin nakit akımlarını etkileyebilmektedir. Bunlar ev sahibi ülkenin vergi kanunlarını revize etmesi gibi daha az önemli risklerdir ve artacaklarına inanılması için bir sebep olmadığından her zaman nakit akımı tahminlerine dahil edilmezler. Bu tip olayların gerçekleşme olasılığı olduğundan, sermaye bütçelemesi sürecinde bu riskler dahil edilmelidir.

Bu altı faktör çokuluslu işletmenin sermaye maliyetinin ulusal bir firmanınkinden farklılık göstermesine yol açmaktadır. Genel olarak ilk dört faktör çok uluslu işletmenin sermaye maliyeti açısından istenen faktörlerken, son iki faktör istenmeyen riskleri kapsamaktadır. Her bir faktörün etkisi işletmenin özel niteliklerine göre değişecektir. Bu nedenle istenen faktörlerin risklere ağır basacağını veya aksinin söylenmesi mümkün değildir.

Çok uluslu işletmelerin sermaye maliyetinin yerli firmalardan farklılaşmasına neden olan faktörler aşağıdaki gibi şekillendirilebilir:



Şekil 2: Çok Uluslu İşletmelerin Sermaye Maliyetini Etkileyen Faktörler

Kaynak: Jeff Madura, International Financial Management, South Western Educational Publishing, 8th Edition, Boston, 2006.

2.9. Çok Uluslu İşletmelerde Sermaye Bütçeleme Yöntemleri

Çok uluslu işletmelerce sıkça kullanılan sermaye bütçeleme yöntemlerine geçmeden önce sermaye bütçelemeinde kullanılan temel varsayımları şu şekilde özetleyebiliriz:¹²⁵

- Değerlemeye alınan projelerin hepsi ortalama olarak aynı risk derecesine sahiptir ve bu risk derecesi firmanın genel risk kompleksi /derecesi ile aynıdır.
- Firma yönetimi yatırım harcamalarının değerlendirilmesinde kıyas kriterleri geliştirmelidir.
- Firmanın sermaye maliyeti zaman içerisinde sabittir ve projelere yatırılan fonların miktarından etkilenmez.
- Yatırım fırsatları birbirinden bağımsızdır. Değerlendirmeye alınan projeler arasında karşılıklı herhangi bir ilişki (karşılıklı birbirini dışlayan, tamamlayan veya bağımlı projeler) yoktur. Herhangi iki projenin nakit akımları veya herhangi bir proje ile firmanın devam eden faaliyetlerinden doğan nakit akımları arasında herhangi bir etkileşim yoktur.
- Borçlanma ve ödünç verme oranları eşittir.
- Sermaye piyasaları tam rekabetçi piyasalardır.

Yabancı yatırım projelerin değerlendirilmesinde ve sıralanmasında çok uluslu işletmeler için beş temel sermaye bütçeleme metodu mevcuttur. Bunlar Yatırımın Ortalama Karlılığı (Muhasebe Getiri Oranı), Geri Ödeme

¹²⁵ J.J. Clark, T.J. Hindelang., R.E. Pritchard, Capital Budgeting, Planning and Control of Capital Expenditures, 3rd. Ed., Prentice-Hall Inc., USA, 1989.

Süresi, Net Bugünkü Değer, Karlılık İndeksi ve İç Getiri Oranıdır. Çok uluslu işletmeler için daha uygun olan Düzeltilmiş Bugünkü Değer (APV: Adjusted Present Value) yöntemi daha detaylı biçimde anlatılacaktır.

2.9.1. Yatırımın Ortalama Karlılığı Yöntemi

Kimi zaman Muhasebe Getiri Oranı yöntemi olarak da adlandırılan, hesaplanması ve anlaşılması kolay olması sebebiyle yeni yöntemler geliştirilinceye kadar oldukça çok kullanılmış bir sermaye bütçelemesi yöntemidir.¹²⁶ Bir performans indikatörü olarak kullanılan bu yöntemle proje hakkında bir ön bilgi edinilmeye çalışılır.

Yatırımın Ortalama Karlılığı yöntemi, esasen ortalama karın ortalama sermaye yatırımının bir yüzdesi olarak ifade eden ortalama getiri oranıdır.¹²⁷ Bu yöntemin kullanılmasındaki amaç, bir projeden elde edilmesi beklenen getirinin önceden belirtilmiş bir limitle karşılaştırmaktır.¹²⁸

Yatırımın Ortalama Karlılığı = (Tahmini Ortalama Yıllık Kar / Tahmini Ortalama Yıllık Yatırım) *100

$$ARR = \frac{\sum_{n=1}^n (CI_n - CO_t / n)}{CO_t / n} * 100$$

Yukarıda formülle hesaplanan Yatırımın Ortalama Karlılığı ya da Muhasebe Getiri Oranı, (ARR: Accounting Rate of Return), n yıllık pozitif (CI_n) nakit akımına sahip projenin, ortalama yıllık karının $\sum_{n=1}^n (CI_n - CO_t / n)$,

¹²⁶ H. Levy, M. Sarnat, Capital Investment and Financial Decisions, Englewood Cliffs, NJ., 1978, s. 103.

¹²⁷ Rob Dixon, Investment Appraisal, A Guide for Managers, Revised Edition, Kogan Page Limited, London, 1994, s. 24.

¹²⁸ J.J. Clark, T.J. Hindelang., R.E. Pritchard, a.g.e, s. 72.

ortalama yıllık yatırıma (CO_t/n) bölünmesiyle bulunur. Bu getiri oranını hesaplayan bir yatırımcı, bunu, önceden subjektif olarak belirlediği bir alt limitle, yani bir hedef getiri oranı ile kıyaslayarak projeyi kabul veya reddeder.

Yatırımın Ortalama Karlılığı yöntemi, basit muhasebe verilerinden elde edilebilmesi sebebiyle kolay hesaplanabilmektedir. Genelde proje karını dikkate alan bir yöntemdir. Şirketin maliyetlerin haricinde ne kadar kar elde edebileceğini bilmesi oldukça önemlidir.

Ancak, bu yöntemin bazı dezavantajları bulunmaktadır. En önemli dezavantajı, 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.

2.9.2. Geri Ödeme Süresi Yöntemi

Hesaplanması ve kullanılması kolay olması sebebiyle bir projenin değerlendirilmesinde kullanılan bir yöntem olan Geri Ödeme Süresi Yöntemi, basitçe, yatırım miktarının kaç senede geri kazanılacağını hesap eder.¹²⁹ Hem tek başına bir projeyi değerlendirirken hem de bir projeyi diğer bir projeye kıyaslarken kullanılan bu yöntemde projenin geri ödeme süresini

¹²⁹ Rob Dixon, a.g.e., s. 21.

hesap eden bir yatırımcı bu sürenin uzun bir süre olup olmadığına subjektif olarak karar verir.

Sermaye bütçelemesi amaçları için geri ödeme süresi, bir yatırımdan elde edilen nakit akımları eğilimini, o yatırımın orijinal nakit giderlerine eşitlemek için gerekli olan zaman uzunluğu olarak tanımlanır. Bu metodun hesaplaması çok kolaydır ve paranın zaman değerini dikkate almaz. Örneğin, bir projede ilk yatırım olarak 10.000 Euro yatırım yapıldığı takdirde, projenin 1. yılın sonunda 4.000 Euro, 2. yılın sonunda 5.000 Euro, 3. yılın sonunda 5.000 Euro, 4. yılın sonunda ise 6.000 Euro pozitif nakit akımı sağlayacağı tahmin ediliyor olsun. İkinci senenin sonunda ilk yatırım miktarının büyük çoğunluğu karşılanmıştır. Kalan 1.000 Euro ise 3. senede fazlasıyla karşılanmıştır. Bu durumda geri ödeme süresi $[2+(1.000/5.000)]= 2,2$ senedir.

Çok uluslu işletmelerde Sermaye Bütçelemesi bölümü Tablo 2’de de görüldüğü üzere, bu metot ABD ve Avrupa şirketlerinin büyük bölümünde kullanılmaktadır. Şirketi daha kısa süreli projelere teşvik etmesi ve şirketi yatırdığı parayı daha kısa sürede geri almaya yöneltmesi sebebiyle belirsizliğin fazla olduğu dönemlerde faydalı bir yöntemdir.¹³⁰ Bu nedenle riskli yatırım ortamlarında yaygın olarak kullanılan bir yöntemdir. Birçok uluslar arası petrol şirketi geri ödeme süresi metodunu kullanmaktadırlar çünkü petrol şirketleri görece yüksek riskli ülkelerde petrol ararlar. İlave olarak, birçok şirket geri ödeme süresini, yüksek derecede likidasyonu garanti etmesinden dolayı kullanırlar.

Finansal yönetici genelde maksimum geri ödeme süresi üzerinde karar kılar. Daha sonra geri ödeme süresi bu maksimum süreden daha büyük olan tüm projeleri reddeder. Endüstriyel firmaların yatırımın tipine bağlı olarak 2-5 yıllık geri ödeme süresini kullandıkları tespit edilmiştir.

¹³⁰ Rob Dixon, a.g.e., s. 21.

Geri ödeme süresinin 2 ciddi zayıflığı vardır:¹³¹ Geri ödeme süresinden sonra kazanılan nakit kazançlarını dikkate almadaki başarısızlık ve geri ödeme süresinden önce kazanılan gelirlerin zamanlamasındaki farklılıkları dikkate almadaki başarısızlık.

Son zamanlarda, bazı analistler yatırımları analiz etmede iskonto edilmiş geri ödeme süresini kullanmışlardır. İskonto edilmiş geri ödeme süresi bugünkü değerin negatiften pozitive dönmesine kadar gereken zaman uzunluğunu hesaplayarak bulunur. Böylece, projenin başa baş noktası bulunur. Eğer projenin ömrü başa baş ömrünü aşarsa, varlık pozitif bir bugünkü değere sahip olacaktır.

En önemli dezavantajı paranın zaman değerini dikkate almıyor olmasıdır. Paranın enflasyon sebebiyle değer yitirmesinin haricinde, proje ömrü boyunca faiz geliri sağlayabilecek alternatif yatırımların göz ardı ediliyor olması, özellikle, uzun vadeli nakit akımlarına sahip projelerin değerlendirilmesinde bir engel oluşturmaktadır.¹³²

Yatırımın ortalama karlılığı yöntemi ortalama getiri oranına dikkat ederken, geri ödeme süresi yöntemi yatırılan paranın ne kadar süre sonra geri elde edileceğini üzerinde durmaktadır. Geleneksel sermaye bütçelemesi yöntemleri olarak adlandırılan bu iki yöntem, 1950'lere kadar çok kullanılan proje değerlendirme yöntemleri olmasına karşın, günümüzde daha çok 1950'lerden sonra geliştirilen yöntemler kullanılmaktadır.

2.9.3. Net Bugünkü Değer Yöntemi

Dış ülkeler için sermaye bütçelemesinde net bugünkü değer yaklaşımı, yöneticilerin bir yatırımın maliyeti ile yarattığı faydaları

¹³¹ Harold Bierman, Jr., Seymour Smidt, The Capital Budgeting Decision., Macmillan, New York, 1988, s. 72-73.

¹³² J.J. Clark, T.J. Hindelang, R.E. Pritchard, a.g.e., s. 68.

karşılaştırmasını gerektirir. Maliyet, genel olarak yatırımın başlangıcında ortaya çıkan nakit çıkışı olarak tanımlanır. Yatırımın faydaları zaman içinde var olup, bu faydalar zaman içerisindeki vergi sonrası nakit girişleri açısından belirlenir. Yatırım sermayesinin fırsat maliyeti olduğu ve insanlar riskten çekindikleri için, bugün bir liralık maliyet gelecekteki bir liralık riskli kazanca eşit değildir. Bu nedenle, gelecekteki nakit akımları sermaye maliyeti veya nakit akımlarının hem zamanlamasını hem de risklerini yansıtan kazanç oranları ile iskonto edilir.¹³³ Net Bugünkü Değer (NPV), belirli bir (k) indirgeme oranıyla hesaplanan nakit girişlerinin (CI) bugünkü değerinin nakit çıkışlarının (CO) bugünkü değerinden çıkartılmasıyla hesap edilir.¹³⁴

$$NPV = \sum \frac{CI_t}{(1+k)^t} - \sum \frac{CO_t}{(1+k)^t}$$

NPV bir yatırımın firmanın hissedarlarının refahlarının hangi tutarda artıracığının bir ölçüsüdür. Ulusal ve uluslar arası yatırım seçiminde bu sermaye bütçelemesi yaklaşımını uygulamak iki çeşit tahmini gerektirir. Bunlar, beklenen nakit girişleri ve çıkışları ile sermaye maliyetidir.

Net bugünkü değer metodu genelde iki faktör girdisini gerektirir: Vergi sonrası esasına göre projeden kaynaklanan beklenen nakit akımları (CF) ve iskonto faktörü k, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM). Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, k_0 veya AOSM, yatırımın istenen getiri oranı olarak da bilinir ve gelecekteki nakit akımlarını net bugünkü değere iskonto etmede kullanılır. Bu, firmanın toplam sermayesindeki ağırlığı ile bağlantılı olarak öz sermaye maliyeti ve vergi sonrası borcun maliyetinin kombinasyonudur.¹³⁵ CF, başlangıç yatırımı, I_0 ile karşılaştırılan bugünkü değere (NPV) dönmek için k ile iskonto edilir. NPV I_0 'dan büyük ise, projenin pozitif bir net bugünkü değeri olduğu söylenir. NPV'nin pozitif çıkması,

¹³³ Marc Eaker, Frank Fabozzi, Dwight Grant, a.g.e., s. 309.

¹³⁴ E.F. Brigham, a.g.e., s. 346.

¹³⁵ James C. Baker, International Finance, Management, Markets and Institutions, 1998, s. 176.

yatırımın istenen getiri oranına eşit ya da onun üstünde bir getiri sağlayacağını ifade eder ve projenin kabul edilebileceği anlamını taşır. NPV'nin negatif olması ise projenin istenen getiri oranının altında bir getiri sağlayacağı anlamına gelir ve projenin reddini mümkün kılar. NPV yöntemi kullanılarak alternatif projelerin kıyaslanmasında ise NPV'si en yüksek olan proje tercih edilir.

Normal NPV denklemi aşağıdaki gibidir:¹³⁶

$$NPV = -I_0 + \sum X_i / (1 + k_0)^n + T_n / (1 + k)^n$$

NPV : projenin net bugünkü değeri

I_0 : başlangıç yatırımı

X_i : i yılındaki vergi sonrası nakit akımı

n : projenin beklenen ömrü

k_0 : ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

T_n : n yılındaki son ya da hurda değeri

Net Bugünkü Değer Yöntemi paranın zaman değerini, sermaye maliyeti kapsamında iskonto oranı olarak proje değerlendirmede ve alternatif projeleri kıyaslamada oldukça sık kullanılan bir yöntemdir.

NPV yönteminde nakit akımlarının indirgenmesinde kullanılan iskonto oranı ya da sermaye maliyeti, ilk başta hesaplanmakta ve sonra her yıl için sabit olarak bu iskonto oranı kullanılmaktadır. Diğer bir deyişle, projenin her yıl için aynı sermaye maliyeti ile yeniden yatırıldığı varsayılmaktadır.¹³⁷ NPV yönteminin projeden gelen nakit akışlarını aynı sermaye maliyeti üzerinden yeniden yatırabileceğini varsayması şirket

¹³⁶ James C. Baker, a.g.e., s. 176.

¹³⁷ Steve Lumby, Investment Appraisal and Financing Decisions, Fourth Edition, London, 1991, s. 65.

yöneticilerinin bütün projeler için aynı iskonto oranını kullanabilmesini sağlamaktır. Bu durum, şirket ortaklarının da periyodik elde ettikleri nakit akışlarını aynı iskonto oranı ile yeniden yatırabileceği anlamına gelir ki, şirket ortaklarının fırsat maliyetini gözetmesinde kolaylık sağlar. Ancak, bu varsayım, NPV yöntemi için aynı zamanda bir dezavantajdır.

NPV yönteminin projenin nakit akımlarını aynı iskonto oranı ile yeniden yatırılabilirliğini varsayması, projenin vadesi süresince piyasa faiz oranlarının ya da ekonomik gidişattaki değişmelerin sonucu olarak sermaye maliyetinin değişebileceği olasılığını göz ardı etmektedir. Örneğin, 2 yıllık bir projenin ikinci yılında faiz oranlarının artması, projenin ikinci yılında beklenen nakit akımlarının bugünkü değerini daha düşük yapar. Bunun için, özellikle uzun vadeli projelerde, projeye başlanmadan önce gelecek yıllara ilişkin sermaye maliyeti hakkında bir tahmin yapılarak her sene için farklı iskonto oranı uygulanabilmektedir. Ayrıca, proje süresi boyunca, çeşitli zamanlarda proje yeniden gözden geçirilerek yeni iskonto oranları uygulanabilmektedir. Ancak, buradaki sorun, projeye çoktan başlanılmış olmasıdır.

NPV'nin diğer bir dezavantajı ise, proje karını belirtmesine rağmen projenin karlılık oranı hakkında bir bilgi vermemesidir. Bu yöntemde, alternatif projelerin kıyaslanmasında, kural olarak, NPV'si daha büyük olan proje tercih edilmektedir, ancak NPV'sinin daha büyük olması projenin daha karlı olduğu anlamına gelmez.¹³⁸

NPV'nin iskonto oranına çok duyarlı olması diğer bir zayıf yanıdır. İskonto oranının olması gerekenden yüksek alınması proje nakit akımlarının bugünkü değerini düşürürken, olması gerekenden az alınması proje nakit girişlerinin bugünkü değerini daha yüksek göstererek yatırımcıyı yanlış yönlendirebilmektedir. Bu duyarlılığına karşılık, uygulamada sermaye

¹³⁸ Halil Sarıaslan, Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi, 4. baskı, Turhan Kitabevi, Ankara, 2002, s. 175.

maliyetini ya da iskonto oranını kesin bir değer olarak hesaplamak da oldukça zordur.

2.9.4. Karlılık İndeksi Yöntemi

Karlılık İndeksi Yöntemi de Net Bugünkü Değer gibi, nakit giriş ve çıkışlarının bugünkü değerini dikkate alarak projeleri değerlendiren bir yöntemdir. Ancak, NPV'den farklı olarak, nakit giriş ve çıkışlarının birbirlerinden farkına değil, birbirleri ile olan oranına dikkat eder.¹³⁹

$PI = (\text{Nakit Girişlerinin Bugünkü Değeri} / \text{Nakit Çıkışlarının Bugünkü Değeri})$

$$PI = \frac{\sum_{t=0}^n \frac{CI_t}{(1+k)^t}}{\sum_{t=0}^n \frac{CO_t}{(1+k)^t}}$$

Yukarıdaki formülle hesaplanan Karlılık İndeksi (PI) bir birimlik yatırım karşısında projenin karlılığını gösteren bir ölçüttür.¹⁴⁰ PI değerinin 1'den büyük olması, Net Bugünkü Değer yönteminde NPV'nin sıfıra eşit ya da daha büyük olması gibi projenin istenen getiri oranı ya da iskonto oranından daha fazla getiri sağladığı anlamını taşır. Alternatif projelerin kıyaslanmasında da PI 'sı büyük olan projeler tercih edilirler.

Esasen, ayrı bir yöntem olmasına rağmen, NPV'nin tamamlayıcısı olarak da tanımlayabileceğimiz Karlılık İndeksi Yöntemi, NPV'nin dikkate almadığı proje karlılığını belirtir. Özellikle, farklı miktarlarda nakit giriş ve çıkışları olan projelerin değerlendirilmesinde oldukça etkilidir.

¹³⁹ J. M. Samuels, F.M. Wilkes, Management of Company Finance, 6th Edition, Chapman and Hall, 1995, s.148.

¹⁴⁰ J.J. Clark, T.J. Hindelang, R.E. Pritchard, a.g.e., s. 83.

Bu nedenle NPV'si küçük olmasına rağmen daha karlı olan projelerin belirlenmesindeki çelişkileri kapatması açısından oldukça faydalıdır.

Ancak, ayrıca belirtilmelidir ki, özellikle birlikte olanaksız projeler karşılaştırılırken sadece karlılık değil karın büyüklüğü de etkilidir.¹⁴¹ Zira, karlılığı daha fazla olmasına rağmen NPV'sinin daha düşük olması, şirketin değerinin daha az artması demektir. Bu da şirketlerinin değerini arttırma amacındaki şirketleri, birlikte olanaksız projeler ile kıyaslandığında NPV'si büyük olan projeleri tercih etme eğiliminde olmalarını sağlamaktadır.

Karlılık İndeksi yönteminin diğer bir dezavantajı ise tıpkı NPV yöntemindeki gibi belirlenen iskonto oranına çok duyarlı olmasıdır. İskonto oranının yüksek alınması projenin karlılığının düşük görülmesine, düşük alınması ise proje karının abartılı olabilmesine neden olabilir. Bu nedenle iskonto oranının hesaplanmasında titizlik gösterilmelidir.

2.9.5. İç Getiri Oranı Yöntemi

Diğer bir sermaye projesini değerlendirme ve/veya sıralamada kullanılan iskonto edilmiş nakit akım metodu iç getiri oranı (IRR) metodudur. Bu metotta, IRR belirtilir ve bu oran tahmin edilen proje nakit akımlarının (CF) başlangıç yatırımına eşit olduğu bugünkü değere (C_t) iskonto etmede kullanılır. Projenin iç getiri oranı r 'ye göre çözülerek aşağıdaki denklem elde edilir.

$$I - \sum_{t=1}^n C_t(1+r)^t + T_n/(1+r)^n = 0$$

¹⁴¹ H. Levy, M. Sarnat, a.g.e., s. 51.

IRR ya da r daha sonra projenin sermaye maliyeti k ile karşılaştırılır. Eğer IRR, k 'ya eşit veya büyükse, proje ekonomik olarak fizibldır ve firma değerini artıracaktır. Eğer IRR, k 'dan küçükse, proje reddedilmelidir.

Projenin İç Getiri Oranını hesaplayan bir şirket, bunu önceden belirlenmiş alt limitle karşılaştırır. Bu alt limit, sermaye maliyetidir. Hesaplanan IRR'nin belirlenen sermaye maliyetine eşit veya ondan fazla olması projenin kabul edilebileceği anlamına gelir.

IRR yöntemi, NPV yönteminden farklı olarak, hesaplamada iskonto oranını veri olarak almak yerine NPV'yi sıfıra eşitleyen iskonto oranını bizzat kendisi bulur. Böylece, sermaye maliyetinin yanlış hesaplanması sonucu ortaya çıkabilecek yanlış yönlendirmelerden sakınılır.¹⁴² Ayrıca, IRR yönteminin, projeye yatırılan sermayenin karlılık oranını belirtmesi, kullanılacak kaynakların maliyeti ile kıyaslamada kolaylık sağlar. Böylece, şirket projenin sağlayacağı karlılığın yeterli olup olmadığını maliyetle karşılaştırarak belirleyebilir.¹⁴³

IRR metodunun NPV metoduna göre bazı eksiklikleri vardır. Projenin ömrü boyunca tahmini nakit akımlarındaki her değişim için, farklı bir IRR'a sahip olması matematiksel olarak mümkündür. Normalde, birkaç yıldan fazla ömrü olan projeler, negatif nakit akımlarının olduğu periyoda sahiptirler. Örneğin, planlanan bakım-onarım ya da yeni yatırım bir sonraki periyotta orijinal proje maliyetine eklenmek zorunda kalınabilir.¹⁴⁴ Net nakit akımlarının normal olmaması, yani, birden fazla sayıda pozitif nakit akışından negatif nakit akımına geçiş olması IRR yönteminde sorunlar yaratır. Nakit akımlarının pozitiften negatife dönüştüğü her nokta NPV'nin sıfır olduğu noktadan geçiş demektir. NPV'yi sıfıra eşitleyen iskonto oranı IRR olduğuna göre nakit akımlarının işaret değiştirdiği her nokta farklı bir IRR'ı ifade eder.

¹⁴² Michael Bromwich, *The Economics of Capital Budgeting*, Pitman Publishing Ltd., London, 1979, s. 76.

¹⁴³ Halil Sarıaslan, a.g.e., s. 180.

¹⁴⁴ James C. Baker, *International Finance, Management, Markets and Institutions*, 1998, s. 176.

Birden fazla IRR'ın olması da değerlendirmeleri anlamsızlaştırır. Böylesi bir durumda dikkate alınması gereken yöntem net bugünkü değer yöntemi olmalıdır. Zira, net bugünkü değer yöntemi IRR gibi sonuçları oran olarak vermemektedir. Bu sebeple, NPV'nin iki ayrı değer alması mümkün değildir.¹⁴⁵

Literatür NPV metodunu IRR metoduna göre birçok nedenden dolayı önermektedir.¹⁴⁶ NPV metodu daha basit, kolay ve daha düzdür. Eğer şirket fonlarının maliyetini biliyorsa ve ilave fonları piyasadan bu maliyette sağlayabiliyor ya da bu orandan fazla yatırım yapabiliyorsa, hem NPV hem de IRR doğru kararı vermede uygundur. Sermaye maliyeti tüm gelecek periyotlarda aynı ise doğru sermaye bütçelemesi kararları vermede IRR kullanılabilir. Fakat, tek bir yatırım birden çok IRR'a sahip olabilir. İki veya daha fazla birlikte olanaksız yatırımın düşünülmesi durumunda, IRR'larının direkt olarak karşılaştırılması en iyi alternatif için doğru karara götürmeyebilir. Son olarak, IRR'ı nakit akımı serileri için tanımlamak imkansız olabilir, halbuki NPV'yi kullanarak nakit akımlarını açıklamak genelde daha kolaydır.

2.9.6. Düzeltilmiş Bugünkü Değer Yöntemi

Çok uluslu işletmeler finansal yönetimi, burada tartışılan tüm sermaye bütçelemesi modellerinin gerçek dünyada kullanımı için revizyona ihtiyacı olduğunu tespit etmiştir. Bazı firmalar iskonto edilmiş geri ödeme süresi kullanmaktadırlar. Muhtemelen geri ödeme süresinin basit mekaniği arzu edilebilir fakat yatırım sermayesinin zaman değerine olan ilgi de gereklidir. Bir ülkeden diğer ülkeye birçok vergi farklılıkları ve hızlandırılmış amortisman, yatırım vergi indirimi ya da vergi erteleme gibi çeşitli yatırım

¹⁴⁵ F. Cheng Lee, Financial Analysis and Planning, Theory and Planning, Addison_Wesley Publishing Co., 1985, s. 317.

¹⁴⁶ Harold Bierman Jr., Seymour Smidt, The Capital Budgeting Decision., Macmillan, New York, 1988, s. 109-110.

teşvikleri, normal iskonto edilmiş nakit akım modellerine bir düzeltme ihtiyacı yaratmıştır. Böyle bir model de Düzeltilmiş Bugünkü değer (APV) dir. Bu model proje riskleri ve finansal yapı açısından ülkeden ülkeye farklılıkları dikkate alır. Bu farklılıklar farklı hammaddeler, üretim aşamaları ve proje aşamasıyla beraber düşünülmelidir.¹⁴⁷

APV aşağıdaki gibi formüle edilebilir.¹⁴⁸

$$\begin{aligned} \text{APV} = & - (\text{Sermaye Giderlerinin Bugünkü Değeri}) + (\text{Havale Edilebilir} \\ & \text{Vergi Sonrası Faaliyet Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri}) \\ & + (\text{Amortismandan Vergi Tasarruflarının Bugünkü Değeri}) + \\ & (\text{Finansal Sübvansiyonların Bugünkü Değeri}) \\ & + (\text{Şirket Borç Kapasitesine Proje Katkısının Bugünkü Değeri}) \\ & + (\text{Diğer Vergi Tasarruflarının Bugünkü Değeri}) + (\text{Ek Havalelerin} \\ & \text{Bugünkü Değeri}) \\ & + (\text{Arta kalan Fabrika ve Teçhizatın Bugünkü Değeri}) \end{aligned}$$

Vergi sisteminin doğası ve vergi oranı APV modelindeki özel bugünkü değer terimlerinin çoğunu etkileyebilir. Örneğin, vergi kalkanı ile ilgili şartlar ve faiz sübvansiyonları vergi öncesi borcun maliyeti ile iskonto edilir. Bu, nakit akımlarının kesin değerini vergi kalkanı ve faiz tasarrufları nedeniyle görece yansıtır.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kavramsal olarak basit ve kolay uygulanabilir. Finansal yapılar ve ticari riskler, üstlenilen tüm yatırımlar için benzer olması durumunda tek bir oran uygundur. Dahası bir yabancı yatırım için finansal program imtiyazlı oranlarla projeye özgü borçları veya ev sahibi

¹⁴⁷ William R. Folks, Jr., Raj Aggarwal, International Dimensions of Financial Management, Kent Publishing Company, Boston, 1988, s. 224- 227.

¹⁴⁸ Donald R. Lessard, "Evaluating Foreign Projects: An Adjusted Present Value Approach," in International Financial Management: Theory and Application Ed. Donald R. Lessard, John Wiley & Sons, New York, 1985, s. 570-584.

ülkenin döviz kuru nedeniyle yüksek maliyetli yabancı fonları içerebilir. Bu da yabancı yatırımlar için sermaye maliyetlerinin farklı bileşenlerine yöneltir.¹⁴⁹

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti değiştirilebilir, tabi ki bu, firmanın tipik yatırımından sapmaları yansıtır. Fakat çekici endüstrilerdeki gibi bazı şirketler için her hangi bir norm yoktur. Proje riskleri ve finansal yapı ülke, hammadde, üretim aşaması ve projenin hayat döngüsündeki pozisyonunca çeşitlilik gösterir. Sadece projenin işletmenin karşılaştığı toplam risklerini yansıtan ve finansman etkilerinden ayrı tutulan bir oranda nakit akımlarını iskonto etmek de bir alternatif yaklaşımdır. Tüm öz sermaye oranı olarak belirtilen bu oran projenin tamamen öz sermaye ile finanse edilmesi durumunda direkt olarak kullanılabilir. Tüm öz sermaye oranı k^* ; aşağıdaki bileşenlerin toplamına eşit olarak projenin değerini gösterecek şekilde sermaye bütçelemesinde kullanılabilir: (1) Vergi sonrası, finansman maliyetleri öncesi proje nakit akımlarının k^* ile iskonto edilmiş bugünkü değeri. (2) Faiz vergi kalkanı olarak da bilinen borç finansmanı üzerindeki vergi tasarruflarının bugünkü değeri. (3) Projeye özgü finansman ile ilişkili olan faiz maliyetleri üzerindeki her bir tasarrufun bugünkü değeri.¹⁵⁰ Son farklılık genel olarak, sübvansiyon edilmemiş yerel ödenebilir faizden ayırmak için kısıtlı fonlar üzerindeki faiz oranlarına neden olan faiz sübvansiyonları ve/veya hükümet düzenlemelerine bağlıdır. Bu yaklaşımla Düzeltilmiş Bugünkü Değer (APV):

APV= - Yatırım Giderlerinin Bugünkü Değeri + Faaliyet Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri + Faiz Vergi Kalkanının Bugünkü Değeri + Faiz Sübvansiyonlarının Bugünkü Değeri

$$APV = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{X_t}{(1+k^*)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{T_t}{(1+i_d)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{S_t}{(1+i_d)^t}$$

¹⁴⁹ Alan Shapiro, Foundations of Multinational Financial Management, 1998, s. 506.

¹⁵⁰ Donald R. Lessard, "Evaluating Foreign Projects: An Adjusted Present Value Approach," in International Financial Management, 2nd Ed. Donald R. Lessard, Warren, Gorham & Lamont, Boston, 1985.

T_t = Finansal programa uygun olarak t yılındaki vergi tasarrufları

S_t = Projeye özgü finansmana bağlı olarak t yılındaki faiz sübvansiyonlarının vergi öncesi ev sahibi ülke parası cinsinden değeri

i_d = Vergi öncesi ev sahibi ülke parası cinsinden borç maliyeti

Denklemdaki son iki ifade vergi kalkınları ve faiz tasarruflarına bağlı olarak nakit akımlarını görece belirli değerini yansıtmak için vergi öncesi ev sahibi ülke parası cinsinden borç maliyeti ile iskonto edilir. T periyodundaki faiz-vergi kalkını T_t , $\tau k_d D_t$ 'ye eşittir. τ firmanın vergi oranı ve; D_t , t periyodundaki projeye desteklenmiş ek borcu gösterir.

Tüm öz sermaye maliyeti, risksiz faiz oranı ve projeye özgü riske dayalı olarak uygun bir risk primi olan belirli bir projedeki istenen getiri oranının toplamına eşittir. Böylece k^* proje riski değişikçe çeşitlilik gösterir.

Yabancı bir proje için APV aşağıdaki gibi yazılabilir: ¹⁵¹

$$APV = -S_0 K_0 + S_0 A F_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(S_t^* C F_t^* - L S_t^*)(1-\tau)}{(1+DR_e)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{DA_t \tau}{(1+DR_d)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{r_g BC_0 \tau}{(1+DR_b)^t} \\ + S_0 \left[CL_0 - \sum_{t=1}^T \frac{LR_t}{(1+DR_c)^t} \right] + \sum_{t=1}^T \frac{TD_t^*}{(1+DR_d)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{RF_t^*}{(1+DR_f)^t}$$

S_0 = Sıfır periyodunda Spot Döviz Kuru

S_t^* = t periyodunda Beklenen Spot Kur

¹⁵¹ Maurice D. Levi, The Markets and Financial Management of Multinational Business, Second Edition, 1990, s. 365-369.

K_0 = Yabancı Para Biriminde Projenin Sermaye Maliyeti

AF_0 = Projece aktive edilen sınırlandırılmış fonlar.

CF_t^* = Yabancı Para Biriminde beklenen havale edilebilir nakit akımı

LS_t^* = Ana şirket ülke parası cinsinden Kayıp Satışlardan Kazançlar

τ = Ana şirket ülkesi ve yabancı kurumlar vergi oranlarından yüksek olanı

τ = Projenin Ömrü

DA_t = Ana şirket ülke parası cinsinden amortisman indirimleri

BC_0 = Ana şirket ülke parası cinsinden Borçlanma Kapasitesine Projenin katkısı

CL_0 = Yabancı para cinsinden imtiyazlı borçların nominal değeri

LR_t = Yabancı para cinsinden imtiyazlı borçlar üzerinden Borç Geri ödemeleri

TD_t^* = Ertelemelerden ve şubeler arası transfer fiyatlamaından beklenen vergi tasarrufları

RF_t^* = Yurda geri gönderilen yasadışı beklenen gelir

DR_e = Nakit Akımları için iskonto oranı, (Tüm özsermaye finansmanı varsayımıyla)

DR_a = Amortisman indirimleri için iskonto oranı

DR_b = Borçlanma kapasitesine katkısından faiz indirimi üzerinden vergi tasarrufları için iskonto oranı

DR_c = İmtiyazlı faiz oranı aracılığıyla tasarruflar için iskonto oranı

DR_d = Şubeler arası transferler aracılığıyla tasarruflar için iskonto oranı

DR_f = Yasadışı olarak yurda geri gönderilen proje akımları için iskonto oranı

r_g = Yurtiçi piyasa borçlanma oranı

APV denklemindeki her bir ifadenin tanımlaması ve bu ifadelerin yabancı yatırım projelerini değerlendirmede zorlukları nasıl dikkate aldığı aşağıda gösterilmiştir:

$-S_0 K_0$: Projenin maliyetinin yabancı para cinsinden adlandırıldığı varsayılır ve sadece 0 yılında gerçekleşir. S_0 kurunda ana şirket ülke parasına dönüştürülür.

$S_0 AF_0$: Projenin maliyeti ana şirket parasına dönüştürülmüş projeye aktive edilmiş bloke fonların değeri ile azaltılır. AF_0 , bloke fonların nominal değeri eksi sonraki en iyi kullanımındaki değeridir.

$$\sum_{t=1}^T \frac{(S_t^* CF_t^* - LS_t^*)(1-\tau)}{(1+DR_e)^t} : CF_t^* \text{ bir yıldan sonra başlayarak, } t \text{ yılındaki}$$

yeni projeden satışlar üzerinden beklenen yasal havale edilebilir proje nakit akımlarını temsil eder. (*'lar beklenen değerleri temsil eder.) Bu yabancı para cinsinden ölçülür ve beklenen döviz kurunda, S_t^* ana şirket parasına dönüştürülür. Bundan yeni kuruluşça yer değiştirilen diğer kuruluşlardan satışlar üzerinden kayıp gelirler çıkartılır. Eğer kayıp gelir ana şirket parası cinsinden ölçüldüyse, ana şirkete kayıp satışlar olacağından, kayıp gelirler S_t^* ile çarpılmalıdır. Eğer kayıp satışlar yabancı para biriminde ölçüldüyse, S_t^* , LS_t^* 'ye uygulanır. Şubeler arası transfer fiyatlaması ve diğer yasadışı yollarla havale edilen fonlar daha sonraki ifadeye dahil edilir. Nakit akımları yurtiçi ve yabancı kurumlar vergisinden yüksek olan fiili vergi oranıyla düzeltilir. Bu seviyeden yüksek vergi oranlı ülkelere düşük vergi oranlı ülkelere yönltilmesinden kaynaklanan her hangi bir indirim daha sonra eklenebilir. Burada aynı vergi oranının yeni gelire olduğu kadar yer değiştirilmiş satışlar üzerindeki kayıp gelire uygulandığını varsayıyoruz. Eğer kayıp gelir farklı bir vergi oranı ile karşılaşılsaydı, LS_t^*, CF_t^* 'den ayrı olarak ele alınmalıdır. İskonto oranı kaçınılmaz ülke riski ve döviz kuru riskini kapsayan tüm sistematik riski yansıtan tüm öz sermaye maliyetidir.

$$\sum_{t=1}^T \frac{DA_t \tau}{(1+DR_a)^t} : \text{Yurtiçindeki projeler kadar yurtdışında kurulan}$$

projeler için kurumlar vergisine karşı amortisman ayrılmasına izin verilir. Amortisman indiriminin kazancı indirim miktarları çarpı uygulanan kurumlar vergi oranlarıdır. DA_t 'yı ana şirket parası tutarından verildiği için S_t^* dahil edilmemiştir. Bu daha yüksek vergi oranının ana şirket ülkesindeki oran olması durumunda uygun olacaktır. Bu durumda indirimler ana şirket ülkesi vergilerine karşı çıkarılacaktır. Daha yüksek vergi oranı yabancı ülkedeki

oran ise, DA_t muhtemelen yabancı para biriminde olacaktır ve S_t^* 'de dönüştürmeye ihtiyaç olacaktır.

$$\sum_{t=1}^T \frac{r_g BC_0 \tau}{(1 + DR_b)^t} : \text{Yurtiçinde ve dışında bir projenin finanse edilmesi için}$$

borç kullanıldığında, faiz ödemeleri vergiden düşülebilir. Projenin firmanın sermaye yapısı kararından kaynaklanan borçlanma kapasitesinden ve son vergi tasarruflarından tam olarak yararlanıyor ise, borçlanılabilir tutar üzerinden vergi tasarrufları bir kazanç olarak dahil edilmelidir. Yıllık kazanç vergi indiriminden tasarruf edilen faiz ödemelerine eşittir. Faiz oranı yurt içinde piyasa borçlanma oranıdır. Örneğin, projenin 1 milyon\$ değeri varsa ve firma değerinin %50'sini borç olarak sürdürmek istiyorsa, proje borçlanma kapasitesini $BC_0 = 500.000\$$ kadar artıracaktır ve bu tutar üzerinden faiz ödemesi, yani, $r_g BC_0$ her yıl dahil edilmelidir. Bu borçlanılan asıl tutarın 500.000\$'dan büyük veya küçük olması durumunda bile doğru olacaktır. Örneğin, 1.000.000\$'lık bir proje üzerinde 200.000\$ borçlanıldı ise, 300.000\$'lık ilave miktar şirkette başka bir yerde 300.000\$'ın faizi üzerinden vergi indirimi ile borçlanılabilir. Eğer, 800.000\$ borçlanılırsa, proje borçlanmaya değer faaliyetler için borçlanma kapasitesini 300.000\$ azaltacaktır ve başka yerdeki daha düşük vergi indirimleri 300.000\$ değerindeki borçlanma üzerindeki vergi indirimlerini denkleştirecektir. Bu sadece BC_0 ilavesiyle 500.000\$ üzerindeki faizi uygun bırakır.

$$S_0 \left[CL_0 - \sum_{t=1}^T \frac{LR_t}{(1 + DR_c)^t} \right] : \text{İmtiyazlı borcun kazancının bugünkü değeri,}$$

borcun nominal değeri ve imtiyazlı finansmanın yokluğunda karşılaşılmış olan faiz oranından iskonto edilen borç geri ödemesinin bugünkü değeri arasındaki farktır. Bu ana şirket ülke para birimine dönüştürülmelidir. Örneğin, %10'luk faiz oranı ile 10 yıllık bir borç ve piyasa oranı %15 iken, 10 eşit anapara ödemesinin mümkün olması durumunda, 1 milyon£ borç

üzerinden geri ödemenin bugünkü değeri 833.959£'dir. Bu Tablo 11'de gösterilmiştir. Sübvansiyonun değeri bu yüzden $1.000.000£ - 833.959£ = 166.041£$ 'dir. Bu miktar eğer $S_0=2.0$ ise 332.082\$ cari dolar değerine sahiptir.

Tablo 11: 1 Milyon£ İmtiyazlı Borç Değeri

Yıl	Ödenmemiş Borç	Anapara Ödemesi	Faiz Ödemesi	Toplam Ödeme	Ödemenin Bugünkü Değeri
1	1.000.000£	100.000£	100.000£	200.000£	173.913£
2	900.000	100.000	90.000	190.000	143.667
3	800.000	100.000	80.000	180.000	118.353
4	700.000	100.000	70.000	170.000	91.198
5	600.000	100.000	60.000	160.000	79.548
6	500.000	100.000	50.000	150.000	68.849
7	400.000	100.000	40.000	140.000	52.631
8	300.000	100.000	30.000	130.000	42.497
9	200.000	100.000	20.000	120.000	31.111
10	100.000	100.000	10.000	110.000	27.190

833.959£

Sübvansiyonlu borcun faiz ödemelerinden vergi kalkanı üzerinde potansiyel etkilerinin olduğunu not etmek gerekir. Bir önceki terimde borçtan kurumlar vergi tasarrufları dikkate alınmıştı. Bu, borçlanma kapasitesini ve ev sahibi ülkedeki piyasa faiz oranını kullanır. Bu terim sübvansiyonlu borcun toplam faiz ödemelerini sübvansiyonsuz bıraktığı zaman kullanılır. Örneğin, toplam borç kapasitesi faiz ödemelerinden ziyade borcun toplam nominal değerince sabit bırakılmaya zorlanırsa, şirket için vergi kalkanı gösterildiğinden daha küçük olacaktır.

$$\sum_{t=1}^T \frac{TD_t^*}{(1 + DR_d)^t} : \text{Yurtiçi ve yabancı vergi oranlarından yüksek olanını}$$

kullanarak τ için tutucu bir yaklaşım sergilenmiş oldu. Pratikte, bir çokuluslu şirket muhtemelen yüksek vergili yerlerden düşük vergili yerlere fonlarını yöneltebilir ve vergi ödemelerini, fiili oranı τ 'nin altında bir seviyeye indirmek suretiyle erteleyebilir. Nakit akımları transfer fiyatlarını, genel yönetim giderleri vb. ayarlayarak taşınabilir ve vergi ödemeleri düşük vergi oranlı ülkelerde yeniden yatırılarak ertelenebilir. APV tekniği bu vergi tasarruflarının ayrı bir terim olarak dahil edilmesine imkan verir. İfade edildiği gibi, iki adımlı yaklaşım olasıdır. APV, TD_t^* olmadan değerlendirilebilir ve pozitif olup olmadığına bakılabilir. Eğer pozitif ise, başka bir şey yapılmasına gerek yoktur. Eğer değilse, APV'yi pozitif yapmak için ne kadar vergi tasarrufunun gerektiği görülebilir ve böyle bir tasarrufun makul bir şekilde beklenip beklenilemeyeceği saptanabilir.

$$\sum_{t=1}^T \frac{RF_t^*}{(1 + DR_f)^t} : CF_t^* \text{ için kullanılacak nakit akımı, vergi oranı gibi}$$

tutucu bir değerlendirmedir. CF_t^* sadece transfer fiyatları, royaltier vb. uygun piyasa değerlerini yansıttığında havale edilebilir nakit akımlarını kapsar. Fakat bir çokuluslu şirket transfer fiyatları veya royalti ödemelerini daha fazla geliri, vergileri azaltabildiği ölçüde yurda geri göndermek için manipüle edebilir. Uluslar arası ve yasadışı kanallardan her ekstra havale edilebilir gelir, eğer APV negatif ise, yasal nakit akımlarından APV hesaplandıktan sonra, dahil edilebilir. Bu iki adımlı prosedür eş anlı olarak ekstra havale edilebilir gelire ve iç fiyat ve geliri kurcalama/oynama yoluyla sağlanabilecek ekstra vergi tasarruflarına uygulanabilir.

2.10. Uygulamada Sermaye Bütçelemesi Yöntemleri

2.10.1. Büyük Şirketlerdeki Uygulamalar

Sermaye bütçelemesi yöntemlerinin kullanılmaya başlanması oldukça eskidir. Geleneksel yöntemler olarak nitelendirilen geri ödeme süresi yöntemi ve muhasebe getiri oranı yöntemleri 1950lerin sonlarına kadar oldukça sık kullanılan yöntemlerdir.¹⁵² 1950lerden itibaren uygulanmaya başlanan indirgenmiş nakit akımları yöntemleri ise giderek artan bir oranla yaygınlaşmıştır.

Sermaye bütçelemesi yöntemlerinin uygulanması üzerine yapılmış ilk ampirik çalışmalardan birini 1961 yılında Donald Istvan yapmıştır. Istvan'ın araştırmasına göre Amerika Birleşik Devletleri'ndeki büyük firmaların %82'si geri ödeme süresi ya da muhasebe getiri oranı gibi paranın zaman değerini dikkate almayan geleneksel yöntemleri, sadece %17'si ise indirgenmiş nakit akımları yöntemlerinin sermaye bütçelemesi kararlarında kullanmaktadırlar.¹⁵³ 1972'de Klammer'in yaptığı bir araştırma ise indirgenmiş nakit akımları yöntemlerinin uygulanmasının %57'ye çıktığını göstermektedir.¹⁵⁴ Hendriks'in yaptığı araştırma ise bu oranın %76'ya çıktığını göstermektedir.¹⁵⁵ Bierman'ın araştırmasına göre büyük şirketlerin %99'unun indirgenmiş nakit akımları yöntemlerini birinci ya da ikinci derecede önem verdikleri karar alma aracı olarak kullandıklarını göstermiştir.¹⁵⁶

¹⁵² H. Levy H, M. Sarnat M, a.g.e., s. 102.

¹⁵³ Donald F Istvan, "The Economic Evaluation of Capital Expenditures", Journal of Business 34, No. 1, 1961, s. 45-51.

¹⁵⁴ Thomas P. Klammer, "Empirical Evidence on the Application of Sophisticated Capital Budgeting Techniques," Journal of Business 45, No. 3, 1972, s. 387-397.

¹⁵⁵ John A. Hedricks, "Capital Budgeting Practices Including Inflation Adjustments: A Survey," Managerial Planning 31, No. 4, 1983, s. 22-28.

¹⁵⁶ Harold Bierman, "Capital Budgeting in 1992: A Survey," Financial Management 22, No. 3, 1993, s. 24.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemlerinin uygulanması her geçen gün daha çok artsa da geleneksel yöntemlerin kullanılması da hala yaygındır denilebilir. Zira hemen hemen bütün büyük şirketler sadece bir yöntemle bağlı kalmak yerine birkaç yöntemi birden hesaplayıp bu sonuçlara göre karar vermektedir. İndirgenmiş nakit akımları yöntemleri her ne kadar çok yaygın olarak kullanılsa da şirketler geleneksel yöntemleri de birinci derecede olmasa bile ikinci derecede önem verdikleri yatırım karar aracı olarak kullanabilmektedirler.¹⁵⁷ Geleneksel yöntemlere ikinci derecede önem vererek sermaye bütçelemesi kararlarında kullanan şirketlerin oranı 1977'de Gitman ve Forester'in araştırmasına göre %41 iken ¹⁵⁸ bu oran Hendricks'in araştırmasına göre 1983'te %65'e, Bierman'ın araştırmasına göre ise 1995'te %84'e yükselmiştir.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemlerinin uygulamadaki yaygınlığı projenin türüne göre değişiklikler göstermektedir. Klammer ve Wilner 1991 yılında 500 büyük Amerikan şirketi üzerinde yaptıkları araştırmada şirketlerin modernizasyon, yenileme, genişleme ve yeni yatırım projeleri için farklılaşan eğilimlerle indirgenmiş nakit akımları yöntemlerini kullandıkları 1975, 1980 ve 1988 yılındaki araştırmalarının sonuçlarını karşılaştırarak göstermişlerdir.¹⁵⁹ Bu çalışmaya göre modernizasyon projelerinde indirgenmiş nakit akımlarını kullanan şirketlerin oranları 1975'de %30, 1980'de %55, 1988'de ise %62 olurken yenileme projelerinde bu oranlar 1975'te %35, 1980'de %55 ve 1988'de %60 olmuştur. Genişleme projelerinde indirgenmiş nakit akımları yöntemleri kullanan şirketlerin oranları 1975'te %47, 1980'de %75, 1988'de ise %86 olurken yeni yatırım projelerinin tasarlanmasında bu oranlar 1975'te %49, 1980'de %71, 1988'de ise %87 olmuştur. Sonuçlardan da anlaşılacağı üzere, şirketler daha çok önem verdikleri ve nispeten daha uzun ömürlü olan

¹⁵⁷ G.W. Kester, R.P. Chang, Capital Budgeting Practices in the Asia-Pacific Region, Financial Practice&Education, Vol. 9, Issue 1, s. 25-34.

¹⁵⁸ L.J. Gitman, J.R. Forrester, "A Survey of Capital Budgeting Techniques Used by Major U.S. Firms," Financial Management 6, No. 3, 1977, s. 66-71.

¹⁵⁹ T. Klammer, N. Wilner, Journal of Management Accounting Research, Vol. 3, 1991, s. 113-131.

genişleme ve yeni yatırım projelerinde daha yaygın olarak indirgenmiş nakit akımları yöntemlerini kullanmaktadırlar.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemlerinden hangisinin kullanıldığı da yatırımın türüne bağlı olarak değişebilmektedir. Klamer ve Wilner yaptıkları araştırmada bu ayrıma da yer verilmiştir. Bu araştırmanın sonucuna göre modernizasyon projelerinde NPV yöntemini kullanan şirketlerin oranı 1980'de %36, 1984'de %43, 1988'de ise %47'dir. Modernizasyon projelerinde IRR yöntemini kullanan şirketlerin oranı ise 1980'de %31, 1984'de %35, 1988'de ise %40'dır. Yenileme projelerinde NPV yönteminin kullanan şirketlerin oranı 1980'de %28, 1984'de %38, 1988'de %47 iken IRR yönteminin kullananların oranı 1980'de %46, 1984'de %52 ve 1988'de %58 olmuştur. Genişleme projelerinde NPV yöntemini kullanan şirketlerin oranı 1980'de %31, 1984'de %36, 1988'de %44 iken IRR yöntemini kullananların oranı 1980'de %41, 1984'de %46, 1988'de %54 olmuştur. Yeni yatırım projelerinde ise NPV yöntemini kullanan şirketlerin oranı ise 1980'de %34, 1984'de %44, 1988'de %55 iken IRR yöntemini kullanan şirketlerin oranı 1980'de %55, 1984'de %67, 1988'de %74 olmuştur.

Klammer ve Wilner'ın yaptıkları araştırmanın sonuçları açıkça göstermektedir ki, yatırım kararlarında IRR yöntemi daha çok tercih edilen bir yöntemdir. Şirketler, genellikle, sonuçları itibarıyla daha önemli olan genişleme ve yeni yatırım projelerinde IRR yöntemlerini birlikte kullanan şirketler olsa da bu IRR yönteminin daha yaygın kullanıldığı gerçeğini değiştirmemektedir. Araştırma sonuçlarına göre sadece modernizasyon projelerinde NPV yöntemi IRR yöntemine nazaran daha fazla bir kullanım oranına sahiptir.

2.10.2. Küçük Şirketlerdeki Uygulamalar

Daha önce ifade edildiği gibi, son yıllarda büyük şirketler sermaye bütçelemesi kararlarında oldukça yaygın bir şekilde indirgenmiş nakit akımları yöntemlerini kullanmaktadırlar. Paranın zaman değeri, küçük şirketlere nazaran daha uzun vadeli projeleri daha sık seçen büyük şirketlerde oldukça çok öneme sahiptir. Ancak, sermaye yapılarının yetersizliği ve finans kuruluşlarından uzun vadeli projelere fon bulmanın zorluğundan ötürü uzun vadeli projeler küçük şirketler için çok sık yapılan bir iş değildir.

Stanley Block, 1995 yılında büyük şirketlerinkine nazaran oldukça farklı sonuçlar veren bir araştırma yapmıştır.¹⁶⁰ 1964, 1967, 1972, 1980, 1983 ve 1995 yıllarında yapılmış araştırmaların kıyaslanması yapılan araştırmada Tablo 12 ve Tablo 13'deki sonuçlar elde edilmiştir.

Tablo 12: Küçük Şirketler Tarafından Uygulanan Geleneksel Yöntemler

Yıllar	Uygulanan Yöntemler		
	Geri Ödeme Süresi (%)	Muhasebe Getiri Oranı (%)	Resmi Olmayan Yöntemler (%)
1964	55,9	3,9	40,2
1967	40,8	23,2	18,9
1972	30	51	9
1980	4,6	12,3	60
1983	45,4	23,9	16,4
1995	42,7	22,4	7,3

¹⁶⁰ Stanley Block, "Capital Budgeting Techniques Used by Small Firms in the 1990s", Engineering Economist, Vol. 42, issue 4, 1997, s. 289-303.

Tablo 13: Küçük Şirketler Tarafından Uygulanan İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemleri

YILLAR	Uygulanan Yöntemler		
	İç Getiri Oranı (%)	Net Bugünkü Değer (%)	İndirgenmiş Nakit Akımları Kullananlar Toplamı (%)
1964	0	0	0
1967	*	*	17,1
1972	8	2	10
1980	13,8	4,6	23,1
1983	4,4	4,8	14,4
1995	16,4	11,2	27,6

Tablo 12 ve Tablo 13'deki sonuçlar açıkça göstermektedir ki, küçük şirketler indirgenmiş nakit akımları yöntemlerinin uygulanması hususunda büyük şirketlerden hayli uzaktadır. Günümüzde indirgenmiş nakit akımları yöntemlerini kullanmayan büyük şirket neredeyse yok gibiyken küçük şirketlerin bu yöntemleri çok az kullanmasına esasen çok şaşkırmamak gerekir. Zira uzun vadeli projeleri genelde tercih etmeyip, mümkün olduğunca çabuk kendini geri ödeyecek projeleri tercih ederek likidite probleminden uzak kalmaya çalışmaktadırlar.¹⁶¹ Bu da indirgenmiş nakit akımlarının değil de geleneksel yöntemlerin ön plana çıkmasını izah etmektedir.

* Şirketlerin bir kısmı hem IRR hem de NPV yöntemini kullandıkları için herhangi bir yıldaki yüzde ifadeleri toplamı %100 olarak düşünülmemelidir.

¹⁶¹ Stanley Block, a.g.m., s. 293.

3. BÖLÜM

ÇOK ULUSLU İŞLETMELERDE SERMAYE BÜTÇELEMESİNE AİT ÖRNEK UYGULAMA

3.1. Çok Uluslu Proje Değerlendirmesi: Sport A.Ş. Örneği^{*162}

Bu bölümde bir Amerikan çok uluslu işletmesinin, Polonya'da bir yatırım fırsatını değerlendirirken yabancı proje analizinin içerdiği bazı zorluklarla nasıl başa çıktığı anlatılmaktadır. Sport A.Ş., Polonya'da bir spor ekipmanları üretim tesisi kurup kurmama kararını vermeye çalışan çokuluslu bir Amerikan şirkettir. Sport A.Ş., Avrupa'da ihracatını gerçekleştirdiği tenis raketi satışlarını 50.000 adetten önemli derecede artırmayı ummaktadır. Şu an da, Sport A.Ş. ihracatını artıramamaktadır çünkü yurtiçi tesisleri tam kapasitede çalışmaktadır. Avrupa'ya gönderilen 50.000 tenis raketi yurt içinde satılmayan artık çıktıyı oluşturmaktadır.

Sport A.Ş. varlığını ve denizaşırı satışlarını önemli ölçüde artırmak için stratejik bir karar vermiştir. Bu uluslararası büyümenin mantıksal ilk hedefi Avrupa Birliği'dir. Pazar büyümesi tenise olan ilginin son yıllarda artması nedeniyle garanti altına alınmış gözükmetedir. Sport A.Ş. üst düzey yöneticileri Polonya'da imalat yapmanın hem Polonya'da hem de Avrupa Birliği'nin geri kalanındaki müşterilerle çalışmanın firmaya çok önemli bir avantaj getireceğine inanmaktadır.

¹⁶² Alan C. Shapiro, Foundations of Multinational Financial Management, University of Southern California, 1998, s. 510.

* Uyarlamadır.

Sport A.Ş. Varşova'da yaptığı ön çalışmada uygun tesis alanlarının varlığına tanık olmuştur. Bu boş alanlara yerleşme güdüsüyle ve Polonya'daki işsizliğin de etkisiyle, Polonya Ulusal Bankası faizin her yılın sonunda yıllık olarak ve anaparanın 5 yılın sonunda toplu ve peşin olarak ödendiği, %5 faizle 5 milyon Euro (7 milyon \$)lık beş yıl vadeli bir kredi sağlayacaktır. Toplam iktisabın, teçhizat ve bu fabrika için yeniden donatma maliyetlerinin 35 milyon \$ tutacağı tahmin edilmektedir. Tam ölçekli üretim, devralma tarihinden itibaren 6 ay içinde başlayabilecektir.

Sport A.Ş. Polonya'daki bağlı şubesini lisanslama ve genel gider ödenek ücretlerinin euro cinsinden satışların %7'sine eşit olmasına zorlayacaktır. Ek olarak, Sport A.Ş. Polonyalı bağlı kuruluşuna plastik, yapıştırıcı vb. imalat sürecinde kullanılan materyallerin toplam miktarının yaklaşık %30'u kadar olan diğer bileşenlerini satacaktır. Bağlı şube bu materyaller için cari piyasa fiyatından dolar cinsinden faturalandırılacaktır. Geri kalan kısmı yerel olarak satın alınacaktır. %3 beklenen ABD enflasyon oranına ve bu girişimle ilgili olan ticari risklere dayalı olarak Sport A.Ş. projenin istenen getiri oranının %12'ye eşit olacağını tahmin etmektedir. Böyle bir projenin borç kapasitesinin %20 civarında olduğu hükmüne varılıyor. Bu, proje için yaklaşık $\frac{1}{4}$ borç/öz sermaye oranının makul olduğunun düşünülmesi anlamına gelmektedir.

Bu yatırım analizini kolaylaştırılması amacıyla, Sport A.Ş. 5 yıllık bir sermaye bütçelemesi ufku kullanır ve projenin geri kalan ömrü için bir son değer hesaplar. Eğer proje ilk 5 yılda pozitif bir net bugünkü değere sahipse, maliyetli çalıştırmaya ve gelecekteki nakit akımlarının belirsiz tahminlerine gerek yoktur. Eğer başlangıç net bugünkü değeri negatif ise, Sport A.Ş. net bugünkü değer pozitif olacağı bir başa baş son değeri hesaplayabilir. Bu başa baş değeri daha sonra, ilk 5 yılın ötesinde planlanan nakit akımlarını ölçmede bir benchmark olarak kullanılabilir.

Şimdi daha önceki bölümlerde ana hatlarıyla ortaya konan 3 aşamalı yatırım analizini uygulayacağız. (1) Proje nakit akımlarının tahmin edilmesi. (2) Ana şirkete nakit akımlarının tutar ve zamanlamasının tahmin edilmesi. (3) Bu ana şirket nakit akımlarına/akımlarından projenin çokuluslu firmanın geri kalanını sağlayan dolaylı kazançların/maliyetlerin eklenip/çıkarılması.

3.2. Proje Nakit Akımlarının Tahmini

Projeyle ilişkilendirilen esas nakit çıkışı tesisin satın alınması, donatım harcamaları ve işletme sermayesi gereksinimlerinden oluşan başlangıç yatırım giderleridir. Diğer nakit çıkışları, faaliyet harcamaları, satışların artmasıyla ve net gelir üzerinden ödenmiş vergiler nedeniyle işletme sermayesine yapılan sonraki ilaveleri kapsar.

Bağlı şube Polonya'daki ve diğer Avrupa Birliği ülkelerindeki satışlarından nakit girişi vardır. Ayrıca 3 ayrı diğer kaynaktan nakit girişi sağlamaktadır:

- Amortisman ve faiz giderlerince (komisyonlar) sağlanan vergi kalkanı.
- Faiz sübvansiyonları.
- Yatırımın son değeri, tasfiye üzerinden borçlanılan her net sermaye kazancı vergisi.

İşletme sermayesinin yeniden ele geçirilmesi son tasfiyeye kadar düşünülemez çünkü bu işletme sermayesi beş yıldan sonra devam eden faaliyeti sürdürmek için gereklidir.

3.2.1. Başlangıç Yatırım Giderleri

Bağlı şube için toplam tesis iktisabı, dönüşümü ve donanım maliyetleri daha önce 35 milyon\$ olarak tahmin edilmişti. Fabrika ve teçhizat, 5 yıllık periyotta sıfır hurda değerle normal amortisman yöntemine göre amortismanına tabi tutulacaktır.

Net fabrika ve teçhizat maliyetlerinin 35 milyon\$'ının 7 milyon\$'ı Polonya Ulusal Bankası'nın faiz oranının %5 olduğu 5milyon euro tutarındaki kredisiyle finanse edilecek. Kalan 28 milyon\$ ana şirket tarafından öz sermaye biçiminde sağlanacaktır.

Nakit, alacak hesabı ve stoklardan oluşan işletme sermayesi gereksinimlerinin satışların %30'u olduğu tahmin ediliyor fakat bu miktar satışların ortalama %10'u olması beklenen yerel firmalara borçlar hesabı ile kısmen mahsup edilecektir. Bu yüzden, işletme sermayesindeki net yatırım satışların yaklaşık %20'sine eşit olacaktır. Bağlı şubeye ana şirketinden satılan malzeme üzerindeki transfer fiyatı Sport A.Ş.'nin kazancına ve sabit giderlere %25'lik katkıyı içermektedir. Yani, üretimin değişken maliyeti transfer fiyatının %75'ine eşittir. PolandBank 2,5 milyon euro (3,5 milyon \$) başlangıç işletme sermayesine yönelik kredi sağlamaktadır. Tüm gelecekteki işletme sermayesi ihtiyaçları içsel nakit akımından finanse edilecektir. Tablo 14 başlangıç yatırımını özetlemektedir.

Tablo 14: Sport A.Ş.'nin Başlangıç Yatırım Giderleri (1 € = 1.4 \$)**€ (Milyon) \$ (milyon)**

Tesis Alınması ve Yeniden Donatma Harcamaları	17,5	24,5
Teçhizat	7,5	10,5
Ana şirket tarafından sağlanan (kullanılan)	2,5	3,5
Polonya'da satın alınan	5	7
İşletme sermayesi	2,5	3,5
Banka Finansmanı	2,5	3,5
Toplam Başlangıç Yatırımı	27,5 €	38,5 \$

3.2.2. Bağlı Şubenin Finansmanı

Verilen bilgilere dayanarak, bağlı şubenin başlangıç bilançosu, dolar ve euro cinsinden, Tablo 15'de gösterilmektedir. Bağlı şube için borç oranı (borcun toplam varlıklara oranı) 5/25 ya da %20'dir. Ana şirket tesis ve teçhizat için 28 milyon\$'lık yatırımının tümünü borç olarak sağlasaydı, bu borç oranı %100'e kadar değişkenlik gösterebilirdi. Diğer bir deyişle, bağlı ortağın sermaye yapısı bağımsız değildir ve ana şirketin yatırım politikasına bağlıdır.

Tablo 15'de faiz silinmelerinin (write-off) vergi kalkını kazancı ayrı olarak gösterilmiştir. Bağlı şubenin ana şirketin borç kapasitesine 7.7 milyon \$ ($0.2 \times 38,5 \text{milyon\$}$) katkı yaptığını, bağlı şube için dolar cinsinden faizin piyasa oranı %8 ve Polonya'daki vergi oranı %35 olduğunu varsayalım. Bu hesaplama ilk ve sonraki yıllarda $7.700.000\$ \times 0.08 \times 0.35 = 215.600\$$ 'a eşit olacak şekilde nakit akımlarına dönüşür. %5 oranında iskonto edilmesiyle bu nakit akımı sonraki 5 yıl boyunca 935.000\$'a eşit bir kazanç sağlar.

Tablo 15: Bağlı Şubenin Başlangıç Bilançosu (1€ = 1,4 \$)

	€ (Milyon)	\$ (Milyon)
Varlıklar		
Cari varlıklar	2,5	3,5
Fabrika ve Teçhizat	25	35
Toplam Varlıklar	27,5	38,5
Yükümlülükler		
Ödenilecek Kredi (PolandBank'a)	2,5	3,5
Toplam Cari Borçlar	2,5	3,5
Ödenilecek Kredi (PUB'a)	5	7
Ödenilecek Borç (Ana Şirkete)	5	7
Toplam Borçlar	12,5	17,5
Özkaynak	15	21
Toplam Borçlar+Özkaynak	27,5 €	38,5 \$

3.2.3. Faiz Sübvansiyonları

Polonya'daki tahmini %5 enflasyon oranına ve dolara göre euronun beklenen yıllık %3 değer kaybına dayalı olarak, bağlı şubeye euro kredisi üzerindeki piyasa faizi %13 civarında olur. Böylece, Polonya Ulusal Bankası'nın (PUB) kredisi üzerindeki %5 faiz oranı, bağlı şubeye %8 sübvansiyonu temsil etmektedir. Sübvansiyonun nakit değeri 400.000 € ($5.000.000 \times 0.08$) ya da bugünkü değeri 3.2 milyon \$*olan sonraki 5 yıl için yaklaşık 800.000\$'a eşit olmaktadır.

3.2.4. Satışlar ve Gelir Tahminleri

Birinci yılda birim başına 140 € karı maksimize eden fiyatta (1. yıldaki tahmini döviz kurundan 190\$), Polonya ve diğer Ortak Pazar

* Bu sübvansiyonun tam olarak bugünkü değeri, %13'den iskonto edilen %5'lik kredi üzerindeki borç servisi(yönetimi)nin bugünkü değeri ve kredinin nominal değeri arasındaki farktır.

lkelerinde tenis raketleri için talebin ilk yılda 100.000 birimden beşinci yılda 145.000 birime, yıllık yaklaşık %10 oranında artması beklenmektedir. Buradaki varsayım, satın alma gücü paritesinin belli bir durumda durduğu ve reel fiyatların hem şartsız hem de şartlara bağlı olarak sabit kalmasıdır. Bu nedenle tahmini yıllık enflasyon oranlarının euro ve dolar için sırasıyla %5 ve %3' e eşit olduğunu gösteren nominal euro fiyatları ve döviz kurları serisi aşağıda gösterilmiştir:

Yıllar	0	1	2	3	4	5
Fiyat (Euro)	-	140	155	170	190	210
Döviz Kuru (Dolar)	1.40	1.36	1.32	1.29	1.25	1.22

Satın alma gücü paritesinin, bağlı şubenin ihracat yaptığı çeşitli Avrupa Birliği lkelerinin para birimleriyle ilgili olarak kabul edileceği varsayılmıştır. Bu ihraçların toplam bağlı şube satışların %60'ı kadar olmasının nedenini açıklamaktadır.

İlk yılda, talebin 100.000 birim olmasına rağmen, 6 aylık start-up (başlangıç) periyodu nedeniyle, bağlı şube sadece 50.000 birim üretebilir ve piyasaya arz edebilir. Diğer 50.000 birim Sport A.ř. tarafından, Polonya'daki şubesine 140  birim transfer fiyatında, kar bırakmaksızın ihraç edilmektedir. Bu birimlerin her halükarda ihraç edilmiş olmalarından ötürü, bağlı şube bu satışlar üzerinden herhangi bir kazançla sermaye bütçelemesi bakış açısından kredilendirilmemiştir. Sport A.ř. birinci yıldan sonra Polonya ve Avrupa Birliği'ne tamamlanmış ürünlerin ihracatını durduracaktır. 2. yıldan sonra, Sport A.ř. 50.000 birimi içine çekmek için genişleyen bir Amerikan piyasası ummaktadır. Bu varsayımlara dayalı olarak, bağlı şubenin tahmini satış gelirleri Tablo 16, C satırında gösterilmektedir.

Tablo 16: Şubenin Bugünkü Değeri: Proje Bakış Açısı

Yıllar	0	1	2	3	4	5	5+
A.Satışlar (Birimler)		50.000	110.000	120.000	132.000	145.000	
B.Birim Başına Fiyat (€)		140	155	170	190	210	
C. Satış Geliri (€ milyon)		7.0	17.1	20.4	25.1	30.4	
D. Birim başına Değişken Maliyet (€)		78	86	95	106	117	
E. Toplam Değişken Maliyet (€ milyon)		3.9	9.5	11.4	14	17	
F. Lisans Ücretleri ve Royaltier (0.07x C) (€ milyon)		0.5	1.2	1.4	1.7	2.1	
G. Sabit Giderler (€ milyon)		0.5*	1.1	1.2	1.3	1.4	
H. Amortisman (€ milyon)		5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	
I. Toplam Giderler (E+F+G+H) (€ milyon)		9.9	16.8	19	22	25.5	
J. Vergi öncesi Kar (C-I) (€ milyon)		-2.9	0.3	1.4	3.1	4.9	
K. Polonya Kurumlar Gelir Vergisi %35 = 0.35 x J**		0.0	0.0	0.0	0.7	1.7	
L. Vergi sonrası net Kar (J-K) (€ milyon)		-2.9	0.3	1.4	2.4	3.2	
M. Şube için Son (hurda) Değer							20,5
N. Başlangıç Yatırımı (İşletme Sermayesi dahil) (€ milyon)	-27.5						
O. İşletme Sermayesi Yatırımı (Kazancın %20'si) (0.2 x C) (€ milyon)		2.5	3.4	4.1	5.0	6.1	
P. İşletme Sermayesine gerekli ilave (O, t yılı için-O, t-1 yılı için; t=2,...,5, in (€ milyon)		0	0,9	0.7	0.9	1.1	
Q. Şubeye Net Nakit Akımı (L+H+M-N-P) (€ milyon)	-27.5	2.1	4.4	5.7	6.5	7.1	20,5
R. € Döviz Kuru oranı (\$)	1.40\$	1.36\$	1.32\$	1.29\$	1.25\$	1.22\$	1.22\$
S. Şubeye Nakit Akımı (QxR), (\$ milyon)	-38.5	2.8	5.8	7.3	8.1	8.7	25.0
T. %12'den Bugünkü Değer faktörü	1.0	0.8929	0.7972	0.7118	0.6355	0.5674	0.5674
U. Bugünkü Değer (SxT) (\$ milyon)	-38.5	2.5	4.6	5.2	5.1	4.9	14.2
V. Kümülatif Bugünkü Değer (\$ milyon)	-38.5\$	-36.0\$	-31.4\$	-26.2\$	-21.1\$	-16.2\$	-2.0\$

* Bir tam yıldan az sabit giderleri temsil etmektedir.

**1. yıldan ileriye nakledilecek 2.9 € zarar 2 ve 3. yıldan vergiyi çıkarır ve 4. yıl için azaltır.

Nominal koşullarda, bağlı şubenin euro satış gelirlerinin, birim talepte yaklaşık %10 yıllık artış ve yine birim fiyatta %10 yıllık ($1.10 \times 1.10 = 1.21$) artış kombinasyonuna dayalı olarak, yıllık olarak %21 oranında yükselmesi beklenmektedir. Dolar gelirler tahmini yıllık %3 euro devalüasyonuna bağlı olarak yıllık %18 civarında artacaktır.

3.2.5. Üretim Maliyet Tahminleri

İlgili fiyatların sabit kalacağı ve satın alma gücü paritesinin devamlılığı varsayımına dayalı olarak, dolar ya da euro cinsinden reel şartlarda belirtilen üretimin değişken maliyetlerinin sabit kalacağı beklenmektedir. Bu nedenle, Polonya kaynaklı malzeme ve işgücünün (emek) ve Amerika'dan ithal edilen parçaların euro fiyatının yıllık olarak %11 artması beklenmektedir. İlk yıldaki birim değişken maliyetlerin 20€'ya (28\$) Sport A.Ş.'den satın alınan parçalar dahil 78€' ya eşit olması beklenmektedir.

Ek olarak, satışların %7'sini oluşturan lisans ücretleri ve genel gider ödenekleri yıllık %21 oranında artacak çünkü euro kazançlar o oranda artmaktadır. Tüm yıl süren faaliyetle başlangıç sabit giderler 1.000.000€ 'a eşit olması beklenmektedir. Karşılaşılan asıl sabit giderler, sadece 500.000€ kadardır çünkü fabrika yılın ortasına kadar faaliyetlerine başlamamaktadır. Bu giderlerin kısmen sabit olmasından dolayı artış oranı yıllık %8 civarında olmalıdır.

25 milyon€ değerindeki fabrika ve teçhizat 5 yıldan sonra 5 milyon€ gelire karşılık yıllık amortisman gideriyle kayıtlardan silinebilir. Bu vergi kalkanyla ilişkilendirilmiş nakit akımı nominal euro koşullarında sabit kalır fakat yıllık %3 oranında nominal dolar değerinde azalır. %3'lük ABD enflasyonu ile birlikte, gerçek değeri reel euro koşullarındaki kayıp kadar yıllık %6 azalır.

Bağlı şube için yıllık üretim maliyetleri Tablo 16, D-I satırları arasında tahmin edilmektedir. Amortisman, nakit olmayan giderler ya da lisanslama giderleri gibi bazı giderler işletmenin tümüne bir kazancı oluşturmaktadır.

Toplam üretim maliyetleri her yıl nominal gelirdeki yıllık %21'lik artıştan daha az artmaktadır. Bu durum, sabit amortisman gideri ve sabit (genel) giderlerin yarı sabit özelliğine bağlıdır. Bu yüzden, kar marjı zamanla artmalıdır.

3.2.6. Planlanan Net Gelir

Birinci yıldan beşinci yıla kadarki gelirler Tablo 16. L satırında tahmin edilmiştir. Şubeye uygulanan gelir üzerindeki fiili vergi oranının %35 olduğu tahmin edilmektedir. İlk yıldaki 2.9 milyon€ kayıp, 2, 3 ve 4. yıllarda borçlanılan kurumlar vergisini azaltarak, o yıllardaki gelire karşı uygulanmaktadır.

3.2.7. İşletme Sermayesine İlaveler

Her yeni proje için en önemli giderlerden biri işletme sermayesindeki yatırımdır. Bağlı şube işletme sermayesinde 2.5 milyon€ (3,5 milyon\$) tutarında bir başlangıç yatırımı ile başlar. İşletme sermayesi gereksinimleri ilk yıl hariç satışların %20'si oranında planlanmıştır. Bu yüzden, işletme sermayesindeki gerekli yatırım yıllık %21 (euro cinsinden satış gelirlerindeki artış oranı kadar) artacaktır. Bu hesaplamalar Tablo 16'daki O ve P satırlarında gösterilmiştir.

3.2.8. Yatırımın Son Değeri

Bir çok firma son/hurda değeri tahmin etmede gayet muhafazakar olmaya çalışır. Şube projenin piyasa değerinin 5. yıldaki net nakit akımının 2.5 katı (net gelir + amortisman), (20,5 milyon€) olacağı varsayımına dayalı olarak bir son değer hesaplamaktadır.

3.2.9. Projenin Tahmini Bugünkü Değeri

Şimdi proje bakış açısından bağlı şubenin net bugünkü değerini tahmin etmeye hazırız. Tablo 16 V satırında gösterildiği gibi, proje nakit akımlarının NPV'si -2.0 milyon\$'a eşit olur. Bu miktara 3.2milyon\$ faiz sübvansiyonları ve faiz ödemeleri üzerindeki vergi kalkanının net bugünkü değeri 935.000\$'ı eklediğimizde, 2.135.000\$ toplam pozitif proje net bugünkü değeri bulunur. Bu analiz sadece ilk beş yıllık kazançları dahil etmesinden ziyade projenin tüm varsayılan 10 yıllık ömrü boyunca elde edilecek karları dahil edecek ise faiz vergi kalkanının beklenen değeri makul olarak daha büyük olur. Projenin 10 yıllık varsayılan ömründen sonra, vergi kalkanının net bugünkü değeri tüm projenin net bugünkü değerini 2.86 milyon\$'a getirecek şekilde 1.66milyon\$'a eşit olacaktır. Sonraki yaklaşım kavramsal olarak doğrudur.

Bağlı şubenin olumlu net bugünkü değerine rağmen, firmanın faiz sübvansiyonları veya projenin borç kapasitesince sağlanan faiz vergi kalkanından dolayı pozitif bir değeri olan bir yatırıma girmesi muhtemel değildir. Lakin, bu çoğu firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini kullanarak bir marjinal projeyi kabul ettiklerinde tam olarak yaptıkları şeydir. Projenin borç kapasitesine ve sübvansiyonla desteklenmiş finansmanına dayalı olarak, şube yaklaşık %10 ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine sahip olacaktır. Bu iskonto oranında, şube marjinal olarak karlı olacaktır.

Proje ve ana şirket nakit akımları ve şubedeki yatırımın değeri üzerindeki etkileri arasındaki farklılıkları fark etmeden ve dikkate almadan analizi bu noktada sonuçlandırmak yanıltıcı olacaktır. Sonuç olarak, Sport A.Ş.' deki hissedarlar, bu yatırımdan sadece yaratılan nakit akımlarının Polonya dışına transfer edilmesi / edilebilmesi ölçüsünde yararlanacaklardır. Bu yatırımın değeri şimdi Sport A.Ş.'nin perspektifinden değerlendirilecektir.

3.3. Ana Şirket Nakit Akımlarının Tahmini

Ana şirketin perspektifinden, ilave nakit çıkışları havale edilen fonlar üzerinden Polonya'ya ve Amerika'ya ödenen her vergi için kaydedilmektedir. Sport A.Ş.' nin de ek nakit girişleri vardır. Her yıl için ilave gidere uğramadan lisanslama ve genel gider ödenekleri almaktadır. Ek harcamaların olması durumunda, harcamalar ücretlere karşı borçlandırılmış olurdu. Sport A.Ş. ayrıca Polonya'daki şubesine olan ihracatlarından da kazanmaktadır.

3.3.1. Borç Ödemeleri

Bağlı şube kar payı ödemelerinden önce ilk önce tüm gerekli borç geri ödemelerini yapacaktır. Özellikle, 2. yılın sonunda şube 2.5 milyon€ PolandBank'tan olan işletme sermayesi kredi borcunu ve 5. yılın sonunda 5milyon€ PUB'ın kredisini geri ödeyecek. Dolar bazında geri ödeme maliyetleri tahmin edilen döviz kuru oranlarına dayalı olarak sırasıyla 3,3milyon\$ ve 6,1milyon\$ tahmin edilmektedir. Son iki borç geri ödemesi ana şirkete nakit girişleri olarak sayılmaktadır çünkü bunlar ana şirketin ödenmemiş konsolide borç yükünü azaltır ve eşdeğer miktarda öz sermayesinin değerini artırır. Ana şirketin bu borçları ne olursa olsun ödeyeceği varsayımıyla, şube borçlanacak ve Sport A.Ş.'nin borçlandığı paraya eşdeğer fonları geri ödeyecek, şubede bunu yatırım yapacak ve daha

sonra şubenin daha yüksek nakit akımlarını Sport A.Ş.'nin borçlarını geri ödemek için kullanacaktır.

3.3.2. Sport A.Ş.'ye Yapılan Havaleler

Bağlı şube tüm gerekli borç ödemelerini yaptıktan sonra kalan net nakit akımlarının %100'üne eşit olacak şekilde karpaylarını ödemeyi planlamaktadır. Ayrıca toplamda, brüt satışın %7'sine eşit olacak şekilde lisanslama ve genel gider ödeneğini ödeyecektir. Bu her iki transfer biçiminde de, Polonya hükümeti %10 stopaj vergisi toplayacaktır. Bu havaleler Tablo 17'de gösterilmektedir. Sport A.Ş. bununla birlikte, bundan başka vergi borçlanmayacak çünkü şirketin aşırı yabancı vergi indirimine sahip olacağı düşünülmektedir. Aksi takdirde, Sport A.Ş. ve yabancı gelir için her bir krediden ve evvelce ödenen Amerikan kurumlar vergisinden az aldığı ücretler ve kar payları üzerinden stopaj vergisini ödemek zorunda kalırdı. Bu durumda, şubenin daha yüksek Polonya kurumlar vergisi ile birleştirildiğinde ilk yıldaki kaybı, Sport A.Ş.'nin vergi dairesine minimum vergi borçlanmasını, sanki hiçbir aşırı yabancı vergi indirimine sahip olmamış gibi garanti eder.

Tablo 17: Sport A.Ş. Tarafından Alınan Karpayları, Ücretler ve Royaltiller (\$ Milyon)

Yıllar	1	2	3	4	5	5+
A. Sport A.Ş.'ye net nakit akımı (Tablo 16, satır S'den)	2.8	5.8	7.3	8.1	8.7	25.0
B. Şube tarafından borç ödemeleri		3.3			6.1	
C. Sport A.Ş.'ye ödenen Kar payı (A-B)	2.8	2.5	7.3	8.1	2.6	25.0
D. Ücretler ve Royaltiller. (Tablo 16, satır F * Satır G)	0,7	1.6	1.8	2.2	2.6	11.6*
E. %10'dan Polonya'ya ödenen Stopaj Vergisi(C+D)x0.10	0.4	0.4	0.9	1.0	0.5	3.7
F. Sport A.Ş. tarafından alınan net gelir (C+D-E) (\$milyon)	\$3.1	\$3.7	\$8.2	\$9.3	\$4.7	\$33,0
G. Döviz Kuru	\$1.40	\$1.36	\$1.32	\$1.29	\$1.25	\$1.22

3.3.3. Şubeye İhraçlar Üzerinden Kazançlar

İhraçları üzerinden %25 marjla ve yeterli imalat kapasitesinin olduğunu varsayıldığında, Sport A.Ş. şubeye olan satışları üzerinde bu nakledilen malın değerinin %25'ine eşit olacak şekilde ek kazancı vardır. %30'luk Amerikan kurumlar vergisi sonrası, Sport A.Ş. şubesine ihraçlarının %17.5 (%25x%70) oranında değerlendirilen nakit akımları yaratmaktadır. Bu nakit akımları Tablo 18'de gösterilmektedir.

* Gelecek ücret ve royaltillerin tahmini bugünkü değeri.

Tablo 18: Şubeye İhraçlardan Net Nakit Akımları

Yıllar	1	2	3	4	5	5+
A. Satışlar (birimler)	50.000	110.000	120.000	132.000	145.000	145.000
B. Sport A.Ş.'den satın alınan Parçalar						
1. Birim Fiyat (\$)	28	28.9	29.8	30.7	31.6	31.6
2. Toplam İhracat Geliri (AxB1) (\$milyon)	1.4	3.1	3.5	4.1	4.6	4.6
C. Vergi Sonrası Nakit Akımı (0.175 x B2) (\$milyon)	\$0.2	\$0.5	\$0.6	\$0.7	\$0.8	\$0.8

3.3.4. Sport A.Ş.'nin Tahmini Bugünkü Değeri

Tablo 19'da tüm çeşitli nakit akımları toplanmış, net vergi ve borç üzerindeki faiz sübvansiyonları ve bugünkü değerleri 14.6milyon\$ olarak hesaplanmıştır. 4.86milyon\$ (1.66milyon\$ faiz vergi kalkanı ve 3.2milyon\$ PUB borç sübvansiyonu) borçla ilgili sübvansiyonu ekleyince bu değeri 19.46milyon\$'a getiriyor. Açıkça, Polonya'ya ve ABD'ye ödenmesi gereken ilave vergilere rağmen, şube ana şirkete göre, başka bir sahıbe göre değeri olduğundan daha değeri olacaktır. Bu durum alınan çeşitli lisanslama ve genel gider ücretleri ve şubeye ihraçlar üzerinden ek kazançlar nedeniyle her şeyden önce gelir.

Tablo 19: Şubenin Bugünkü Değeri: Ana Şirket Bakış Açısı (\$ Milyon)

Yıllar	0	1	2	3	4	5	5+
A. Nakit Girişleri							
1. Şube tarafından borç geri ödemeleri (Tablo 17, satırB)			3.3			6.1	
2. Sport A.Ş.' ye ödenen kar payları (Tablo 17, satır C)		2.8	2.5	7.3	8.1	2.6	25.0
3. Ücretler ve Sport A.Ş.' ye ödenen Royaltier (Tablo 17, satır D)		0,7	1.6	1.8	2.2	2.6	11.6
4. İhraçlardan Net Nakit Akımları (Tablo 18, satır C)		0.2	0.5	0.6	0.7	0.8	3.4
5. Toplam Nakit Girişleri		3.7	7.9	9.7	11.0	12.1	40.0
B. Nakit Çıkışları							
1. Fabrika ve teçhizat	35						
2. İşletme sermayesi	3,5						
3. Polonya'ya ödenen stopaj vergisi (Tablo 17, satır E)		0.4	0.4	0.9	1.0	0.5	3.7
4. Toplam Nakit Çıkışları	38.5	0.4	0.4	0.9	1.0	0.5	3.7
C. Net Nakit Akımı (A5-B4)	-38.5	3.3	7.5	8.8	10.0	11.6	36.3
D.Bugünkü Değer Faktörü (%12)	1.0	0.8929	0.7972	0.7118	0.6355	0.5674	0.5674
E. Bugünkü Değer (CxD)	-38.5	3.5	7.0	7.2	7.3	7.5	20.6
F. Kümülatif Bugünkü Değer (\$milyon)	-38.5\$	-35.0\$	-28.0\$	-20.8\$	-13.5\$	-6.0\$	14.6\$

3.3.5. Kayıp Satışlar

Bu sonucu tersine çevirecek bir durum vardır. Bu tartışma, Sport A.Ş.'nin 50.000 kapasitede üretim yaptığını ve 2. yıldan itibaren şu anda Avrupa Birliği'ne ihraç edilen 50.000 tenis raketinin ABD'de de satılabileceğini varsaymıştı. Bu varsayım, projenin kayıp ihraçlardan Sport A.Ş.'nin kazanacağı ek nakit akımları ile yer değiştirmesi varsayımı

olmamalıdır. (bağlı şubenin satışlarının 50.000 birimi Sport A.Ş. satışlarının 50.000 birimiyle yer değiştirmesi) Şimdi bunun sermaye bütçelemesi analizine nasıl dahil edebileceğini göreceğiz.

Sport A.Ş.'nin Avrupa Birliği'ne ihracı üzerinde birim başına ek vergi sonrası nakit akımının şu anda 70\$'a eşit olduğu ve bu katkının zaman geçtikten sonra nominal cari dolar kuru koşullarında değerini sürdüreceği beklenmektedir. Nominal dolar şartlarında, marj yıllık %3 büyür. İkinci yıldan başlayan ve 10. yıla kadar süren ve %12 iskonto oranında, yıllık kayıp satışlarının 50.000 birim olduğunu düşünürsek, bu kayıp satışlarla ilişkili bugünkü değer 17.9milyon\$'a eşit olur. Bu hesaplamalar Tablo 20'de gösterilmiştir. Daha önce hesaplanan 19.46milyon\$ bugünkü değerden, kayıp satışların bugünkü değerini çıkararak, şubenin ana şirketine net bugünkü değeri 1.6milyon\$'a eşit olur. (faiz vergi kalkını ve sübvansiyonu ihmal edildiğinde -3.26milyon\$ olur.)

Bu örnek, yabancı bir projeden yaratılan ek nakit akımlarına bakmanın önemini ortaya koymaktadır. Bir yatırım kendi kendine marjinal olarak karlı olabilir. Ana şirket faaliyetleriyle bütünleştirildiğinde gayet karlı olabilir. Kayıp satışlar üzerindeki kazançlar dikkate alındığında karlı olmayabilir.

Tablo 20: Kayıp İhracat Satışlarının Değeri

Yıllar	2	3	4	5	6	7	8	9	10
A. Kayıp Birim Satışlar	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
B. Birim Başına Nakit Akımı*	72.1	74.2	76.5	78.8	81.1	83.6	86.1	88.7	91.3
C. İhraçlardan Toplam Nakit Akımı (AxB)	3.6	3.7	3.8	3.9	4.1	4.2	4.3	4.4	4.6
D. %12 Bugünkü Değer faktörü	0.7972	0.7118	0.6355	0.5674	0.5066	0.4523	0.4039	0.3606	0.3220
E. Bugünkü Değer (CxD)	2.9	2.6	2.4	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6	1.5
F. Kümülatif Bugünkü Değer	2.9\$	4.5\$	6.9\$	9.1\$	11.2\$	13.1\$	14.8\$	16.4\$	17.9\$

3.4. Politik Risk Unsurlarının Proje Değerlemesinde Dikkate Alınması

Tablo 19'daki rakamlar Sport A.Ş.'nin Polonya yatırımının parasal kontroller ve kamulaştırma gibi potansiyel politik risklere karşı gayet hassas olduğunu gösterdi. Projenin net bugünkü değeri faaliyetinin 5. yılına kadar (kayıp satışların olmadığını varsayarak) pozitifte dönmez. Kamulaştırmanın olması ya da döviz kuru kontrollerinin ilk 5 yıl boyunca belli bir noktada uygulanması, projenin, ana şirket bakış açısından muhtemelen hiç bir zaman uygulanabilir olmamasına neden olabilir. Kamulaştırmanın olması durumunda telafisi yeterince büyük ise, döviz kontrolleri nedeniyle son havale ile havale edilmeyen fonlar Sport A.Ş.'ye fırsat maliyetini yansıtan bir getiri kazandırabilirse, bu proje bu riskler karşısında hala uygulanabilir olur.

* Bu sıradaki rakam her yıl %3 büyümektedir. Böylece, 72.1= 70 (1.03) ve böyle gider.

Bir yatırım analizinde politik riskin dahil edilmesinde daha önce önerilen genel yaklaşım ana şirkete projenin bugünkü değeri üzerindeki belirli bir politik olayın etkisini ifade etmek için genellikle projenin nakit akımlarını (iç getiri oranından ziyade) düzeltmeyi kapsar. Bu bölüm kamulaştırma ve döviz kuru durumları için bu nakit akımı düzeltmelerinin nasıl yapılacağını göstermektedir.

3.4.1. Kamulaştırmaya Özgü Durumlar

Politik riskin en uç durumu kamulaştırmadır. Kamulaştırma proje ve ana şirket nakit akımlarının ayrıldığı açık bir durumdur. Burada önerilen yaklaşım ana şirkete projenin bugünkü değeri üzerindeki kamulaştırmanın etkisini direkt olarak inceler. Bu bölümde, kamulaştırma ve parasal kontrollerin belirli projelerin değerini nasıl etkilediğini göstermek için beklenen nakit akımlarını düzeltmenin tekniğini birer örnekte inceleyeceğiz.

Örnek.

Meyve A.Ş. sonraki 12 ay boyunca, Ekvator'daki muz tesislerinin kamulaştırılacağından kaygılanmaktadır. Ekvator hükümeti, tesisin kamulaştırılması durumunda, yılın sonunda 50 milyon\$ tazminatın ödeneceğine söz vermiştir. Meyve A.Ş. bu sözün tutulacağına inanmaktadır. Eğer kamulaştırma bu yıl ortaya çıkmazsa, gelecekte her hangi bir zamanda meydana gelmeyeceği düşünülmektedir. Tesisin yılın sonunda 200 milyon\$ değerinde olması beklenmektedir. Zengin bir Ekvatorlu bu tesis için Meyve A.Ş.'ye 90milyon\$ teklif etmiştir. Eğer Meyve A.Ş.'nin riske göre düzeltilmiş iskonto oranı %20 ise, Meyve A.Ş. tesisini satma ya da tutma arasında kayıtsız olduğu kamulaştırma olasılığı nedir?

Aşağıdaki tabloda, Meyve A.Ş.'nin iki seçeneğini ve \$ cinsinden sonuçlarını göstermektedir. Meyve A.Ş. şimdi satarsa, bugün 90milyon\$ alır.

Diğer bir seçenek ise, tesisi tutmayı seçerse, kamulaştırmanın olmaması durumunda mülkiyeti 200 milyon\$ değerinde olur ve Ekvator hükümeti tesisini kamulaştırır ve Meyve A.Ş.'yi tazmin ederse, mülkiyeti sadece 50 milyon\$ değerinde olur. Kamulaştırma olasılığı p ise, Meyve A.Ş.'ye tesisin beklenen yılsonu değeri (milyon dolar) $50p+200(1-p)=200-150p$ olur. Meyve A.Ş.'nin %20 iskonto oranını kullanarak, miktarın bugünkü değeri $(200-150p)/1.20$ dir. Bunu zengin Ekvatorlunun 90milyon\$ lık teklifine eşitlersek, p 'nin değeri %61 olur. Diğer bir deyişle, kamulaştırma olasılığı en az %61 ise, Meyve A.Ş. için tesisi elde tutmaya devam etmesi harcanan emeğe değer olacaktır.

	KAMULAŞTIRMA	KAMULAŞTIRMA YOK	BEKLENEN BUGÜNKÜ DEĞER
Şimdi Sat	90	90	90
Bekle	50	200	$[50p+200(1-p)]/1.20$

3.4.2. Bloke Fonlara Özgü Durumlar

Beklenen nakit akımlarını düzeltmenin aynı metodu çeşitli döviz kuru etkilerini analiz etmede kullanılabilir. Bloke fonlar tartışmasında, eğer tüm fonların süresiz dönemde bloke olması bekleniyorsa, projenin değeri sıfır olur.

Örnek.

1980 yılının başında Malezya elektrik idaresi Hollandalı bir elektrik kuruluşu operatörü olan Enerji A.Ş.'nin sahip olduğu güç-üretim istasyonunu kamulaştırmıştır. Tazminat olarak, her yılın sonunda, 60 milyon Gulden sürekli olarak ödenecektir. Enerji A.Ş., Malezya Merkez Bankası'nın 1982 takvim yılı boyunca her yıl Hollanda'ya gönderilecek fonların %70'ine izin verecek şekilde bloke koyabileceğini düşünmektedir. Sermaye maliyetinin

%20 ve parasal blokaj olasılığının %35 olduğunu varsayarak, 1980’de Malezya’nın tazminatının cari değeri ne olur?

	Yıl Sonunda Nakit Akımı		
Yıllar	1980	1981	1982 ve sonrası
Parasal Kontroller	60.0	60.0	42.0
Parasal Kontrol olmadan	60.0	60.0	60.0

Yukarıdaki tablo iki olasılığı ve Enerji A.Ş.’nin almayı beklediği Gulden cinsinden nakit akımlarının sonuçlarını göstermektedir. Parasal kontroller uygulanmaz ise, Enerji A.Ş. Aralık 1980’deki ilk ödemeye birlikte yıllık 60 milyon Hollanda Guldeni alacak ve bu nakit akımlarının bugünkü değeri 300 milyon Guldene $(60/0.2)$ eşit olacaktır. Diğer bir seçenek, kontrollerin uygulanması durumunda Enerji A.Ş. ilk iki yılın sonunda 60milyon Gulden ve ondan sonra her Aralığın 31’nde 42milyon Gulden (60×0.70) alacak. Bu nakit akımlarının bugünkü değeri 237.5milyon Gulden $[60/1.2 + 60/(1.2)^2 + (42/0.2)/(1.2)^2]$ ¹⁶³ Bugünkü değerleri her birinin vuku bulması olasılığına göre ağırlıklandırmak, $0.65 \times 300 + 0.35 \times 237.5 = 278.1$ milyon Gulden beklenen bugünkü değerine götürür.

¹⁶³ 2. yılın sonunda 42milyon anuite 3. yıldan başlayarak 42/0.2’ye eşit bir bugünkü değere sahip olur. Bu anuitenin bugünkü değeri bugünkü gibi $[42/0.2]/(1.2)^2$

SONUÇ

Gelişmiş sanayi ülkelerinde ulusal bütünlüğü sağlamış firmaların büyük ölçekli uluslar arası faktör hareketleri yoluyla kendi ülkelerinin sınırlarından çıkarak başka ülke sınırları içerisinde yatırım ve üretim faaliyetlerinde bulunmaları çok uluslu işletmelerin doğuşuna ve yaygınlaşmasına yol açmıştır. Günümüzde birden çok ülkede faaliyette bulunan çok uluslu işletmelerin mülkiyetlerinin, ülkeler arasında dağılımından ziyade faaliyetlerinin dağılımında yoğunlaştığı görülmektedir.

Sermaye sahipleri, doğal olarak sermayelerini kazançlı buldukları alanlara yatırmaya önem vermektedir. Fakat yabancı bir ülkede yatırım yapmanın beraberinde getireceği ilave maliyetleri ve belirsizlikleri de göz ardı etmemek gerekir. Çok uluslu işletmeler yeni pazar arama, ulaşım- taşıma maliyetleri, ucuz ve nitelikli işgücü, hammadde kaynaklarının bolluğu vb. faktörler ile yurt dışı faaliyetlerini çeşitli şekillerde gerçekleştirmektedirler.

Getirileri bir yıldan fazla olması beklenen varlıklara yapılan harcamaları planlama süreci Sermaye Bütçelemesi tanımıyla nitelendirilmektedir. Sermaye bütçelemesi kararları şirketler için oldukça çok önemlidir ve kararlar büyük bir dikkat gösterilerek alınır. Sermaye bütçelemesi kararlarının şirketler için önemli olmasını sağlayan en önemli nedeni, projelerin büyük miktarlarda nakit çıkışını gerektirmesi ve uzun vadede gerçekleşecek olmasıdır.

Uluslar arası sermaye bütçelemesi yurt içi sermaye bütçelemesinden daha yoğun bir analizi gerektirir. Uluslar arası bir yatırım kararının verilmesinde önemli rol oynayan vergisel farklılıklar, politik risk, döviz kuru riski vb. faktörlerin etkisiyle gelecekte beklenen nakit akımlarının ve bu tahmini nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde kullanılan sermaye

maliyetindeki değişikliklerin ölçölerek sermaye bütçelemesi analizine dahil edilmesi gerekmektedir.

Büyük ölçekli ABD ve Avrupa firmalarını kapsayan uluslar arası çalışmalarda, iskonto edilmiş nakit akımlarının kullanımına artan bir ilginin varlığı tespit edilmiştir. Bununla birlikte, şirketlerin çoğunun öznel yönetim kararlarının proje değerlendirilmesinde büyük bir payının olduğu tespit edilmiştir.

Uluslar arası yatırım kararını etkileyen birçok faktörün varlığı, yerel sermaye bütçelemesi metotlarının uygulamada yetersiz kalmasına neden olmuştur. Karşılaşılabilecek tüm risklerin mümkün olduğu kadar analize dahil edilmesine olanak tanıyan düzeltilmiş bugünkü değer yöntemi, iskonto edilmiş nakit akım modellerine farklı bir yaklaşım getirmiş ve günümüzde de yaygın olarak kullanılmaktadır.

Son bölümdeki örnek uygulama ile çok uluslu bir firmanın uluslar arası bir yatırım kararını almada etkili olan değerlendirme kriterleri ve sermaye bütçelemesi analizlerine dahil ettiği faktörler, hem ana şirket hem de yatırımın yapıldığı ülkedeki bağlı şubesi açısından değerlendirilmiş, projenin ana şirket perspektifinden değerlendirmenin önemine işaret edilmiştir.

KAYNAKÇA

AKDİŞ, Muhammet; **Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler**, (çevrimiçi, <http://makdis.pamukkale.edu.tr/Ysermaye.htm>)

AKGÜÇ, Öztin; **Finansal Yönetim**, 6.b, Muhasebe Enstitüsü Yayın No 63, İstanbul, 1994.

ALKİN, Erdoğan; **Uluslar arası Ekonomik İlişkiler**, İstanbul Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 2389, İstanbul, 1978.

ALPAR, Cem, ONGUN, Tuba; **Dünya Ekonomisi ve Uluslar arası Ekonomik Kuruluşlar**, İstanbul, 1988.

BAKER, C., James; **International Finance, Management, Markets and Institutions**, Prentice Hall, New Jersey, 1998.

BAKER, C., James; “Financial Policy in U.S. Multinational Companies’ Capital Budgeting Techniques”, **The Journal of Business of Seton Hall 18**, 1979.

BAKER, C., James; “Capital Budgeting in West European Companies”, **Managerial Finance**, U.K., 19, 1981.

BAKER, C., James; “Capital Budgeting in American and European Companies”, **The Mid-Atlantic Journal of Business 22**, 1984.

BAKER, C., James; “The Cost of Capital of Multinational Companies: Facts and Fallacies”, **Managerial Finance 13**, No.1, 1987.

BEN-HORIM Moshe; **Essentials of Corporate Finance**, Allyn and Bacon, Inc., Boston, 1987.

Booth, L.D., “ Capital Budgeting Frameworks for the Multinational Corporation”, **Journal of International Business Studies**, Vol 13. (Autumn) No. 2, 1982.

BLOCK, Stanley; “Capital Budgeting Techniques Used by Small Firms in the 1990s”, **Engineering Economist**, Vol. 42., issue 4, 1997.

BRIGHAM, Eugene, F.; **Finansal Yönetimin Temelleri**, çevirenler: AKMUT, Özdemir; SARIASLAN, Halil; Ankara Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 213, 1999.

BROMWICH, Michael; **The Economics of Capital Budgeting**, Pitman Publishing Ltd., London, 1979.

BUGNION, J.R.; “Capital Budgeting and International Corporations”, **Quarterly Journal of AIESEC International** 1, 1965.

CAN, Esin; “Çokuluslu İşletmelerin Yönetici Seçim ve Eğitim Politikaları”, **Marmara Üniversitesi, Yayınlanmamış Doktora Tezi**, İstanbul, 1991.

CLARK, J.J., HINDELANG, T. J., PRITCHARD, R.E; **Capital Budgeting, Planning and Control of Capital Expenditures**, Third Edition, Prentice Hall, Inc., USA, 1989.

DEMİRCAN, Daim; **Türkiye’de Yabancı Sermaye**, Dilek Matbaası, İstanbul, 1971.

DIXON, Rob; **Investment Appraisal, A Guide for Managers**, Revised Edition, Kogan Page Limited, London, 1994.

DUNNING, J.H.; **The Future of the Multinational Economy**, Llyods Bank Review, 1974.

EAKER, R., Mark, FABOZZI, J., Frank. GRANT, Dwight; **International Corporate Finance**, The Dryden Pres, 1996.

ERDOST, Cevdet; **Sermayenin Uluslararasılaşması ve Teknoloji Transferi**, Savaş Yayınevi, Ankara, 1982.

EREN, Erol; **İşletmelerde Yenilik Politikası**, İstanbul, 1982.

FRANK, Isaiah; **Foreign Enterprise in Developing Countries**, Baltimore, The John Hopkins University Pres, 1980.

GITMAN, L.J., FORRESTER, J.R.; "A Survey of Capital Budgeting Techniques Used by Major U.S. Firms," **Financial Managemet** 6, No. 3, 1977.

GRIFFITS, Alan, WALL, Stuart; **Applied Economics**, 2. Basım, Longman, New York, USA, 1996.

HAROLD, Bierman, SEYMOUR Smidt; **The Capital Budgeting Decision**, Fourth Edition Macmillan Publishing Co, Inc, New York, 1975.

HAROLD, Bierman; "Capital Budgeting in 1992: A Survey," **Financial Management** 22, No. 3, 1993.

HASAN, I., Shao, L.P., Shao, A.T., "Determinants of capital budgeting strategies: An econometric analysis of. U.S. multinational subsidiaries", **Multinational Business Review**, Vol.5, Issue 1, 1997.

HEDRICKS, A., John; “Capital Budgeting Practices Including Inflation Adjustments: A Survey,” **Managerial Planning** 31, No. 4, 1983.

ISTVAN, F., Donald; “The Economic Evaluation of Capital Expenditures”, **Journal of Business** 34, No. 1, 1961.

KAZGAN, Gülten; **Ekonomide Dışa Açık Büyüme**, 2. Baskı, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul, 1988.

KESTER, G.W., CHANG, R.P.; **Capital Budgeting Practices in the Asia-Pacific Region, Financial Practice&Education**, Vol. 9 Issue 1, 1999.

KIM, H., Sulk, KIM, H., Seung; **Global Corporate Finance: Text and Cases**, Miami, FL: Kolb Publishing Company, 1993.

KLAMMER, P., Thomas; “Empirical Evidence on the Application of Sophisticated Capital Budgeting Techniques,” **Journal of Business** 45, No. 3, 1972.

KLAMMER, T., WILNER, N.; **Journal of Management Accounting Research**, Vol. 3, 1991.

KOOPMANN, G.; **Multinationale unternehmen und Entwicklungslander, Interessenkonflikte und verhandlungspositionen**, Hamburg, 1975.

KUTAL, Gülten; **Çokuluslu Şirketler**, İstanbul, 1982.

KUTAL, Gülten, BÜYÜKUSLU Ali Rıza, **Endüstri İlişkiler Boyutunda Çokuluslu Şirketler ve İnsan Kaynağı – Teori ve Uygulama**, Der Yayınları, İstanbul, 1996.

LEE, Cheng., F.; **Financial Analysis and Planning, Theory and Planning**, Addison_Wesley Publishing Co., 1985.

LESSARD, R., Donald; "Evaluating Foreign Projects: An Adjusted Present Value Approach" **International Financial Management: Theory and Application**, Ed. Donald R. Lessard, John Wiley & Sons, New York, 1985.

LESSARD R. Donald, "Evaluating Foreign Projects: An Adjusted Present Value Approach" **International Financial Management**, Ed. D.R.Lessard. Warren, Gorham&Lamont, USA, 1979.

LEVI, D., Maurice; **The Markets and Financial Management of Multinational Business**, International Editions, Finance Series, Second Edition, 1990.

LUMBY S.; **Investment Appraisal and Financing Decisions, Fourth Edition**, Chapman and Hall, London, 1991.

MADURA, Jeff; **International Financial Management**, South Western Educational Publishing, 3rd Edition, Boston, 1992.

MADURA, Jeff; **International Financial Management**, South Western Educational Publishing, 6th Edition, Boston, 2000.

MCCAULEY, N., Robert, ZIMMER, A., Steven; "Explaining International Differences in the Cost of Capital", **FRBNY Quarterly Review 14**, 1989.

MCCAULEY, N., Robert, ZIMMER, A., Steven; "Exchange Rates and International Differences In the Cost of Capital", **Exchange Rate and Corporate Performance**, Ed. Y. Amihud, R. Levich, 1994.

MOFFETT, H., Michael, STONEHILL, I., Arthur, EITEMAN, K., David;
Fundamentals of Multinational Finance, Addison Wesley, International
Edition, 2003.

MUCUK, İsmet; **Modern İşletmecilik**, Der Yayınları, İstanbul, 1993.

ÖZALP, İnan; **Çokuluslu İşletmelerin Yönetimi**, Kalite Matbaası, Ankara,
1976.

PHATAK, V., Arvind; **Uluslar arası Yönetim**, çev. Atilla Baransel, Tomris
Somay, İşletme Fakültesi Yayın No: 213.

PROFFET, Edgar, HORNFIELD, Arnold; **Dış Sermaye (Yabancı Sermaye)
Konusunda Gelişmeler**, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl: 21, Sayı:
11, 1984.

ROBICHEK, A., Alexander, MYERS, C., Stewart, **Optimal Financing
Decisions**, Prentice Hall, Inc., New Jersey, 1965.

RUBBER, Alex; **The Might of the Multinationals, The Rise and Fall of the
Corporate Legend**, Proeger Publisher, 1. Basım, New York, USA, 1990.

SAMUELS, J. M.; WILKES, F.M.; **Management of Company Finance**, 6th
Edition, Chapman and Hall, 1995.

SARIASLAN, Halil; **Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve
Değerlendirilmesi**, 4. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara, 2002.

SARNAT, H., LEVY, M.; **Capital Investment and Financial Decisions**,
Englewood Cliffs, NJ., 1978.

ŞATIROĞLU Kadir; **Çokuluslu Şirketler**, Ankara Üniversitesi, S.B.F. Yayınları, No: 536, Ankara, 1984.

SEYİDOĞLU, Halil; **Uluslar arası İktisat (Teori Politika ve Uygulama)**, Güzem Yayınları, İstanbul, 1988.

SEYİDOĞLU, Halil; **Uluslar arası Finans**, Güzem Can Yayınları, 4. Baskı, İstanbul, 2003.

SHAPIRO, C., Alan; “Capital Budgeting for the Multinational Corporation”, **Financial Management 7**, Ed. Donald Lessard, 1978.

SHAPIRO, C., Alan; **Foundations of Multinational Financial Management**, University of Southern California, Third Edition, 1998.

SHAPIRO, C., Alan; “Financial Structure and Cost of Capital in the Multinational Corporation”, **Journal of Financial and Quantative Analysis 13**, 1978.

SIBLEY, Mike, **International Finance**, (çevrimiçi, http://www.loyno.edu/~sibley/FIN%20810/Notes/NFin810_Ch18.pdf), 2003.

STANLEY, M.T, BLOCK S.B., “A Survey of Multinational Capital Budgeting” **The Financial Review**, Vol 19. Issue 1, 1984.

STONEHILL, Arthur, NATHANSON Leonard; “Capital Budgeting in the Multinational Company”, **California Management Review 11**, 1968.

ŞAHİN, Mehmet; **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**, Ankara, 1975.

ŞENEL, Alpagut, Said; **Sermaye Bütçelemesi**, (çevrimiçi, www.baskent.edu.tr/~gurayk/islefinsermayebutcelemesi.doc), 2005.

TÜGİAD; “2000’li Yıllara Doğru Türkiye’nin Önde Gelen Sorunlarına Yaklaşımlar” **XVI- Yabancı Sermaye, TÜGİAD**, İstanbul, 1996.

Tole T.M., Hand J.H.; “The Multinational Firms’ Bias For Risky Capital Projects”, **The Multinatonal Business Review**, Vol.5, 1997.

TÜRKİYE İŞ BANKASI EĞİTİM MÜDÜRLÜĞÜ; **Getiri Hesaplama Yöntemleri ve Bankacılıkta Kullanılan Formüller**, Ankara, 2001.

URAS, Güngör; **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**, İstanbul, 1979.

VERNON, R.; **Sovereignty at Bay**, Basic Boks, Inc., New York, 1971.

YÜKSEL, Öznur; **Uluslar arası İşletme Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları**, 2. Baskı, Gazi Büro Kitabevi, Ankara, 1999.

ÖZET

AKKOÇ, EMRAH. Çok Uluslu İşletmelerde Sermaye Bütçelemesi, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2008.

Bu çalışmada ulusal ölçekte faaliyet gösteren firmaların sermaye bütçelemesi kararları ile uluslar arası ölçekte faaliyet gösteren firmaların sermaye bütçelemesi kararları arasındaki farklılıklar ortaya konmuştur. Uluslar arası yatırımın, çok uluslu işletmenin ana şirket ve yatırımın yapıldığı ülkedeki bağlı şubesi perspektifinden değerlendirilmesinin, yatırım kararının alınmasındaki önemi anlatılmıştır. Döviz kuru riski, enflasyon ve politik risk gibi risk unsurlarının proje değerlemesindeki etkileri teşhis edilmiş, projeden kaynaklanan gelecekteki nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde kullanılan iskonto faktörünün ulusal ve uluslar arası kriterlere göre nasıl farklılaştığı konusu açıklanmıştır.

Çokuluslu sermaye bütçelemesi kararını etkileyen birçok faktör vardır. En önemlileri; projenin kabulünün bağlı şube perspektifinden çok, ana şirketin perspektifinden değerlendirilmesinin uygun olması, projenin ömrü boyunca, yabancı paranın değer kazanması durumunda yabancı projenin normal olarak ana şirket için daha yararlı olması, ana şirkete nakit akımlarının üzerindeki döviz kuru hareketlerinin etkisinin, ana şirketin yatırımın çoğunu finanse etmesi durumunda daha fazla, yabancı projenin ev sahibi ülkeden borçla finanse edilmesi durumunda daha az olması, bloke fonların yabancı ülkedeki yatırım fırsatlarının sınırlandırılması durumunda, yabancı proje üstünde kötü etkilerinin olması olarak sıralandırılabilir.

Uluslar arası projelerin yatırım yapılan ülkeye özgü faktörler nedeniyle bazı belirsizlikleri içermesinden dolayı, sermaye bütçelemesi süreci belirsizliğin nedenini açıklamaya çalışmalıdır. Çok uluslu sermaye

bütçelemesinde, belirsizliğin açıklanmasında yaygın olarak kullanılan yöntemlerden biri düzeltilmiş bugünkü değer yöntemidir.

Anahtar Sözcükler:

- 1. Çok Uluslu İşletmeler**
- 2. Çok Uluslu Sermaye Bütçelemesi**
- 3. Düzeltilmiş Bugünkü Değer Yöntemi**
- 4. Ana Şirket Nakit Akımları**
- 5. Sermaye Maliyeti**

ABSTRACT

AKKOÇ, EMRAH. Capital Budgeting in the Multinational Corporations, Master's Thesis, Ankara, 2008.

In this dissertation, the differences between the capital budgeting decisions of domestically operating firms and the capital budgeting decisions of internationally operating firms are displayed. The importance of assessing of international investments from the parent perspective and the subsidiary perspective is explained. The effects of risk factors in the project evaluation such as exchange risk, inflation and politic risk are identified and it's explained that how the discount factor used in discounting the project future cash flows differentiate according to national and international criteria.

There are several factors that influence the multinational capital budgeting decision. The most important ones are that it's normally appropriate for an MNC's parent to assess the project from its perspective, a foreign project normally is more beneficial to the parent when foreign currency appreciates over the life of the project, the impact of exchange rate movements on cash flows to the parent tends to be greater when the project provides most or all of the investment and less when the foreign project is financed with debt from the host country, blocked funds have a greater adverse impact on a foreign project when the investment opportunities in the foreign country are limited.

Since most foreign projects involve some uncertainty because of country-specific factors, the capital budgeting process should attempt to account for the uncertainty. In the multinational capital budgeting one of the most common ways to account for uncertainty is risk-adjusted present value method.

Key Words:

- 1. Multinational Corporations**
- 2. Multinational Capital Budgeting**
- 3. Adjusted Net Present Value Method**
- 4. Parent Cash Flows**
- 5. Cost of Capital**