

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

**ÇOKULUSLU İŞLETMELERDE SERMAYE BÜTÇELEMESİ
VE
YABANCI YATIRIM KARARLARINA YÖNELİK BİR
UYGULAMA**

Yüksek Lisans Tezi

Hazırlayan

Emre ÇAKIR

Tez Danışmanı

Yrd. Doç. Dr. Uygur TEMİZER

Ankara-2009

ÖNSÖZ

Günümüzde teknolojik gelişmelere paralel olarak, rekabet ortamının yoğunlaşmasıyla uluslararası yatırımlar, şirketler açısından vazgeçilmez yatırımlar olmuşlardır. Uluslararası yatırım kararları, şirketlerin temel amacı olan değer maksimizasyonunu gerçekleştirebilmeleri açısından önemlidir. Bu nedenle şirketlerin yatırım kararlarını stratejik yönetim anlayışı çerçevesinde doğru ve beklentilerini karşılayacak şekilde vermeleri gerekmektedir.

Bu çalışmada öncelikle çokuluslu şirketler ile doğrudan yabancı yatırımlar belirtilmiş olup, uluslararası sermaye bütçelemesi bütün yönleriyle açıklanmıştır. Son olarak “Düzeltilmiş Bugünkü Değer” yöntemi kullanılarak, yabancı yatırım kararının alınmasına yönelik bir örnek geliştirilmiştir.

Çokuluslu şirketlerin yatırım kararlarının değerlendirilmesini içeren bu çalışmamın hazırlanmasında emeği geçen, beni her konuda ve her zaman teşvik eden ve bana güvenen başta babam Musa ÇAKIR, annem D. Bilge ÇAKIR ve nişanlım Esin ÖZDEMİR olmak üzere bütün aileme, bu uzun ve zorlu yolda desteklerini ve bilgilerini benimle paylaşan başta Prof. Dr. Ahmet AKSOY’a, Doç. Dr. Kürşat YALÇINER’e, ve tez Danışmanım Yrd. Doç. Dr. Uygur TEMİZER’e teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER	ii
KISALTMALAR DİZİNİ.....	v
TABLolar DİZİNİ.....	vii
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	0
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ÇOKULUSLU ŞİRKETLER VE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR

1.1. Çokuluslu Şirketler	3
1.1.1. Çokuluslu Şirketlerin Tanımı ve Kavramı.....	3
1.1.2. Çokuluslu Şirketlerin Tarihsel Gelişimi	12
1.1.2.1. Ticaret Dönemi (16-18 yy.)	13
1.1.2.2. Sömürgecilik Dönemi (1733–1914).....	15
1.1.2.3. İmtiyazlar (Ayrıcalıklar) Dönemi (1914-1945).....	18
1.1.2.4. Uluslararası Dönem (1945-).....	19
1.1.3. Çokuluslu Şirketlerin Karşı Karşıya Oldukları Riskler	21
1.1.3.1. Firmaya Özgü Riskler	22
1.1.3.1.1. İş Riski.....	22
1.1.3.1.2. Yönetim Riski	23
1.1.3.2. Ülkeye Özgü Riskler	24
1.1.3.2.1. Döviz Kuru Riski	25
1.1.3.2.1.1. İşlem Riski	25
1.1.3.2.1.2. Ekonomik Risk	26
1.1.3.2.1.3. Muhasebe Riski	27
1.1.3.2.2. Politik Risk.....	28
1.1.3.2.2.1. Savaş- Etnik Çatışmalar	28
1.1.3.2.2.2. Korumacılık.....	28

1.1.3.2.2.3. Kamulaştırma Riski	29
1.1.3.2.2.4. Transfer Riski.....	29
1.1.3.2.2.5. Ekonomik Altyapı ve Makroekonomik Dengesizlikler ..	30
1.1.3.2.3. Sosyo-Kültürel Riskler	31
1.1.3.2.3.1. Dini Miras.....	31
1.1.3.2.3.2. İnsan Kaynakları Standartları.....	31
1.1.3.2.3.3. Ortaklık Yapısı	32
1.1.3.2.3.4. Entelektüel Mülkiyet Hakları.....	33
1.1.3.3. Küresel Riskler.....	33
1.2. Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	34
1.2.1. Tanımı ve Önemi	34
1.2.2. Doğrudan Yabancı Yatırım Türleri	37
1.2.2.1. Ortak Girişim (Joint Venture)	37
1.2.2.2. Şirketler Arası Birleşmeler	38
1.2.2.3. Stratejik Birleşmeler	39
1.2.3. Doğrudan Yabancı Yatırımların Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri .	39
1.2.3.1. Mili Gelir Üzerindeki Etkisi	39
1.2.3.2. Ödemeler Dengesi Üzerindeki Etkisi.....	41
1.2.3.3. İstihdam Üzerindeki Etkisi.....	41
1.2.3.4. Teknoloji Üzerindeki Etkisi	44
1.2.3.5. Vergi Gelirlerine Etkisi.....	46
1.2.4. 2000’li Yıllarda Dünya’da ve Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlarının Analizi	47
1.2.4.1. Dünya’da Doğrudan Yabancı Yatırımlar	47
1.2.4.2. Türkiye’de Uluslararası Doğrudan Yatırımlar	55

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE BÜTÇELEMESİ

2.1. Sermaye Bütçelemesi Kavramı ve Önemi	64
2.2. Uluslararası Sermaye Bütçelemesinin Karmaşıklıkları.....	66
2.3. Uluslararası Sermaye Bütçelemesinin Literatürü	68

2.4. Ana Şirkete Nakit Akımlarının Değerlendirilmesi.....	81
2.4.1. Birbirine Bağımlılıklar.....	81
2.4.2. Transfer Kısıtlamaları	82
2.4.3. Mali Destekler (Sübvansiyonlar).....	83
2.4.4. Vergisel Farklılıklar	84
2.5. Ülke Riskinin Ölçümü ve Ana Şirket Açısından Değerlendirilmesi	86
2.5.1. Politik Riskin Ana Şirket Açısından Değerlendirilmesi	86
2.5.2. Döviz Kuru Riski ve Enflasyon Riskinin Ana Şirket Açısından Değerlendirilmesi.....	89
2.6. Sermaye Maliyeti	89
2.6.1. Özkaynakların Maliyeti	90
2.6.1.1. Temettü Modeli	91
2.6.1.2. Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli	94
2.6.1.3. Tahvil Artı Yaklaşımı	95
2.6.2. Yabancı Kaynakların Maliyeti	95
2.6.3. Uluslararası Doğrudan Yatırımlarda Sermaye Maliyeti.....	98
2.7. Uluslararası Sermaye Bütçelemesinde Kullanılan Yöntemler	99
2.7.1. Net Bugünkü Değer Yöntemi.....	99
2.7.2. İç Verim Oranı Yöntemi	100
2.7.3. Reel Opsiyonlar	101
2.7.4. Düzeltilmiş Bugünkü Değer	103

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÇOKULUSLU ŞİRKETLERİN YABANCI YATIRIM KARARLARINA YÖNELİK BİR UYGULAMA

Doğrudan Yabancı Yatırım Kararlarına Yönelik Uygulama Örneği	111
SONUÇ	124
KAYNAKÇA	128
ÖZET	142
ABSTRACT	144

KISALTMALAR DİZİNİ

AB: Avrupa Birliği
 ABD: Amerika Birleşik Devletleri
 A.B.D.: Anabilim Dalı
 a.g.e.: Adı Geçen Eser
 a.g.m.: Adı Geçen Makale
 a.g.r.: Adı Geçen Rapor
 a.g.t.: Adı Geçen Tez
 AOSM: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
 Ar-Ge: Araştırma-Geliştirme
 B&S: Birleşme ve Satın alma
 BD: Bugünkü Değer
 ÇUŞ: Çokuluslu Şirket
 DBD (APV): Düzeltilmiş Bugünkü Değer (Adjusted Present Value)
 DYY: Doğrudan Yabancı Yatırım
 EFTA: Avrupa Serbest Ticaret Birliği (The European Free Trade Association)
 GATT: Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (General Agreement Of Trade And Tariffs)
 GOÜ: Gelişmekte Olan Ülke
 GÖS (PP): Geri Ödeme Süresi (Payback Period)
 GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla
 ICSID: Yatırım Anlaşmazlıklarının Çözümü için Uluslararası Merkez
 (International Centre for Settlement of Investment Disputes)
 ICRG: Uluslararası Ülke Riski Rehberi (International Country Risk Guide)
 İGO: İç Getiri Oranı
 İ.K.Ö.B.D.: İmtiyazlı Kredi Ödemelerinin Bugünkü Değeri
 İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
 İNA (DCF): İndirgenmiş Nakit Akışı (Discounted Cash Flow)
 İVO (IRR): İç Verim Oranı (Internal Return Rate)
 KOBİ: Küçük ve Orta Boy işletmeler

MAI: Çok Taraflı Yatırım Anlaşması (Multilateral Agreement on Investment)

MIGA: Çok Taraflı Yatırım Garanti Kurumu (The Multilateral Investment Guarantee Agency)

MGO (ARR): Muhasebe Getiri Oranı (Accounting Return Rate)

NBD (NPV): Net Bugünkü Değer (Net Present Value)

OECD: İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (Organization for Economic Co-operation and Development)

OPIC: Denizaşırı Özel Yatırım Kurumu (Overseas Private Investment Corporation)

s.: Sayfa

SDR: Özel Çekme Hakkı (Special Drawing Rights)

SVFM (CAPM): Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (Capital Assets Pricing Model)

T.C.: Türkiye Cumhuriyeti

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

UDY: Uluslararası Doğrudan Yatırımlar

UNCTAD: Birleşmiş Milletler Kalkınma Örgütü (United Nations Conference on Trade and Development)

YASED: Uluslararası Yatırımcılar Derneği

TABLolar DİZİNİ

Tablo 1: Ülkelere Göre Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişleri.....	49
Tablo 2: 2007 Yılında En Fazla Doğrudan Yabancı Yatırım Çeken Ülkeler .	50
Tablo 3: 2007 Yılında Gerçekleşen Mega Birleşme ve Satın Alma İşlemleri	52
Tablo 4: 2007 Yılındaki Yeni veya Ek Yatırımlar İle Genişleme Yatırımları Çeken İlk 20 Ülke	54
Tablo 5: 2000-2007 Türkiye'nin Uluslararası Doğrudan Yatırımlardan Aldığı Pay	57
Tablo 6: Türkiye'de 2008 Yılındaki Başlıca Birleşme ve Satın Alma İşlemleri	58
Tablo 7: 2002–2008 Döneminde Sektörlere Göre Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişlerinin Sektörlere Göre Dağılımı	59
Tablo 8: 1954-2008 Kuruluş Türlerine Göre Türkiye'deki Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Sayısı	61
Tablo 9 Baker (1978-81): Sermaye Bütçelemesi Yöntemleri	72
Tablo 10 Sermaye Bütçelemesi Literatürü	80
Tablo 11 Tahmini Döviz Kurları	113
Tablo 12 Ana Şirkete Faaliyet Nakit Akışları ve Bugünkü Değerleri.....	114
Tablo 13 Amortismanın Vergi Tasarrufunun Bugünkü Değeri.....	117
Tablo 14 İmtiyazlı Kredi Ödemeleri	117
Tablo 15 Projenin Nakit Akışları	120
Tablo 16 NBD Yönteminde Projenin Nakit Akışları	121

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1: Çokuluslu Şirket Sistemi.....	8
Şekil 2: Çokuluslu İşletmelerin Karşı Karşıya Oldukları Riskler	22
Şekil 3: Döviz Kuru Sınıflandırması.....	25
Şekil 4: 1970–2008 Dünyada Uluslararası Doğrudan Yabancı Yatırımlar....	48
Şekil 5: 2007 Yılında En Fazla UDY Çeken İlk Altı Ülkenin Toplam UDY İçerisindeki Payları	51
Şekil 6: 2003–2007 Yeni Yatırımlar.....	53
Şekil 7: 2000-2008 Türkiye’de Yapılan Uluslararası Doğrudan Yatırımlar (Net)	56
Şekil 8: Türkiye’de 2008 Yılı Türkiye’de Doğrudan Uluslararası Yatırımların Sektörel Dağılımı	60

GİRİŞ

Çokuluslu şirketler (ÇUŞ) özellikle II. Dünya Savaşı sonrası dönemde başlayan gerek teknolojik gerekse ekonomik gelişmelerin de etkisiyle büyük sermaye birikimlerine sahip olmuşlardır. ÇUŞ'lar sahip oldukları büyük sermaye birikimlerini küresel düzeydeki yatırımlara yönlendirmişlerdir. Bu durum da küresel düzeyde yoğun bir rekabetin yaşanmasına neden olmuştur.

Söz konusu dönem içerisinde şirketlerin yönetim anlayışlarında da çeşitli değişiklikler yaşanmaya başlanmıştır. Bu değişikliklerin belki de en önemlisi Değere Dayalı Yönetim anlayışıdır. Bu kavram firmanın amacının değer maksimizasyonu olduğunu belirtmektedir. Diğer bir ifadeyle bu kavram, şirketin sahip olduğu kaynakların etkili ve verimli bir şekilde kullanılarak, şirkete değer katacak alanlara yönlendirilmesini ifade etmektedir.

Kaynakların etkili ve verimli kullanılması, şirketlerin amaçlarına ulaşmada ve yatırımlarını finanse etmede yararlandıkları bilimsel yöntemlerin doğmasına neden olmuştur. Diğer bir ifadeyle II. Dünya Savaşı sonrasında sermaye bütçelemesi tekniklerinin ortaya çıkarılması ve geliştirilmesi süreci yaşanmaya başlanmıştır. Bu süreçte ortaya çıkarılan ve literatürde yer alan teknikler, şirketlerin yatırım kararlarını daha gerçekçi ve doğru şekilde almalarını sağlamıştır. Şirketlerin yatırımlarının doğru alanlarda yapılması da hem yatırımcı hem de ev sahibi ülkelerin kısmen de olsa amaçlarına ulaşmalarına olumlu katkı sağlamıştır.

Bu çalışma başlıca üç ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde dünya ticaretinin yaklaşık üçte ikisini yönlendiren çokuluslu şirketlerin önemlerini, tarihsel gelişimlerini ve özellikle yatırımlarında karşılaştıkları riskleri içeren genel bilgilere yer verilmekle birlikte, sermaye bütçelemesi konusunun teorik altyapısını teşkil eden doğrudan yabancı sermaye

yatırımlarından bahsedilmiştir. Bu bölümde ayrıca 2000–2007 döneminde gerek dünyada gerekse Türkiye’de gerçekleşen doğrudan yabancı sermaye yatırımları analiz edilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise uluslararası sermaye bütçeleme hakkında finans literatüründe yer alan konular ele alınmıştır. Çalışmanın esasını oluşturan bu bölümde uluslararası sermaye bütçeleme konusunda 1960’lardan itibaren şirketler üzerinde yapılan çalışmalar özet olarak belirtilmiş olup, söz konusu çalışmalarda ulaşılan sonuçlar ışığında en sık kullanılan sermaye bütçeleme yöntemleri açıklanmıştır. Bu bağlamda sermaye bütçelemeinde kullanılan ve klasik yöntemler olarak nitelendirilen Net Bugünkü Değer, İç Verim Oranı yöntemleri ile bu yöntemlere alternatif olarak geliştirilen Reel Opsiyonlar ve Düzeltilmiş Bugünkü Değer yöntemleri belirtilmiştir. İkinci bölümde ayrıca şirketler için büyük önem arz eden ve şirkete fon sağlayanların beklentilerini yansıtan ve projelerden beklenen nakit akışlarının iskonto edilmesinde kullanılan sermaye maliyetinin hesaplanması da açıklanmıştır.

Üçüncü ve son bölümde ise, özellikle uluslararası yatırımların değerlendirilmesinde klasik değerlendirme yöntemlerine alternatif olarak sunulan Düzeltilmiş Bugünkü Değer yönteminin daha iyi anlaşılabilmesini sağlamak üzere örnek bir yatırım projesi geliştirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ÇOKULUSLU ŞİRKETLER VE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR

1.1. Çokuluslu Şirketler

1.1.1. Çokuluslu Şirketlerin Tanımı ve Kavramı

II. Dünya Savaşı sonrası dönemde sosyal yapıların farklılaşması ve yaşanan diğer gelişmeler (ölçek ekonomilerinden yararlanma, finansman sağlama kolaylığı, vergi avantajlarından yararlanma, yeni teknolojilerin ortaya çıkması) şirketlerin uluslararasılaşma sürecine girmelerine neden olmuştur. II. Dünya Savaşı'ndan sonra kurulan yenedünya sistemiyle uluslararası ticaretin ve sermaye akımlarının serbestleşmesi sağlanmıştır. Söz konusu serbestleşme sağlanırken, kurulan Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu gibi kurum ve kuruluşlar ile Genel Tarifeler ve Ticaret Anlaşması (GATT) çeşitli anlaşmalar aracı olarak kullanılmış ve çokuluslu şirketler yatırım yapma konusunda teşvik edilmiştir. Günümüzde de yaşanan küreselleşme ve bölgeselleşme süreçlerinin etkisiyle çokuluslu şirketlerin önemleri ve etkinlikleri artmıştır.

İlk kez 1960 Nisan'ında David E. Lilienthal tarafından ortaya atılan uluslararası şirket kavramının herkes tarafından kabul edilebilen bir tanımı yapılmamıştır. Bu durum çokuluslu şirketlerin farklı yönleriyle tanımlanmaya çalışılmasından kaynaklanmıştır. Bununla birlikte çokuluslu şirket, uluslararası işletme, uluslararası işletme, uluslararası işletme ve küresel işletme gibi birbirine yakın terimlerle ifade edilmiştir.

Uluslararası Firma: Bir firma yabancı ülkelerde doğrudan yatırım yapmasa dahi, çeşitli dış ilişkileri varsa örneğin ihracat yaparak mallarını dışarı

satıyorsa "uluslararası firma - international firm" ismini alır.¹ Diğer bir tanıma göre; bir ülkede kuvvetli bir şekilde yerleştikten sonra merkezi bir yönetimden yararlanarak, diğer ülkelere girmeye ve oralarda yerleşmeye çalışan firmadır.²

Uluslararası bir şirketin evrensel unsurları aşağıdaki şekilde sıralanabilir.³

- Şirketin üretim faaliyetlerinde bulunması,
- Üretim faaliyetlerinin birden fazla ülkede yapılmış olması,
- Şirketin anavatan dışındaki varlıklarının değeri,
- Şirketin dünyadaki yaygınlaşma derecesi.

Uluslarötesi Firma (Transnational Corporation): Uluslararası ya da ülkelerarası sınırların ötesine geçebilen işletme anlamında olup, çokuluslu işletmelerin politik, ekonomik ve hatta ideolojik sınırları tanımadığını belirtir. Eğer bir işletmenin sahipliği ve yönetiminde belirli bir ulus ya da ulusların ağırlığı yoksa diğer bir ifadeyle işletmenin mülkiyeti ve yönetimi çok farklı uluslardan oluşan kişilere ait ise, işletmenin yapı ve faaliyetlerinde ulusal bir kimlikten söz edilemez.⁴

Uluslarüstü Firma: Uluslararası bir örgüt tarafından kuruluşu tescil edilen, hukuken hiçbir bir devlete bağlı olmayan uluslarötesi bir firmadır. Uluslararası literatürde "supranational firm" veya "world corporation" adı da verilir.⁵

¹ SAĞLIK, Mukaddes, “Çokuluslu Şirketlerde Organizasyon Yapıları ve Buna İlişkin Uygulama”, T.C. Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 1995, s.3-4

² SÜLÜN, Dilara, “Uluslarötesi İşletmeler”, Nisan 2005 www.izto.org.tr/NR/rdonlyres/76725962-594E-4515-BDCC-0BDA11CBA745/4656/uluslarotesi.pdf.18.10.2007

³ ÖZGÜL, Adem, “Türkiye’de Politik Riskin Çokuluslu Şirket Yatırımları Üzerindeki Etkileri”, T.C. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı. Yüksek Lisans Tezi, Ekim 2001, s.3

⁴ MUTLU (CAN), Esin, “Uluslararası İşletmecilik”, Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş.,1. Basım Mayıs 1999, s.8

⁵ SAĞLIK, M, a.g.t. s. 3-4

Çokuluslu şirketi belirtmek üzere yapılan çeşitli tanımlar aşağıda verilmiştir.

Ortaklık kaynaklarını ulusal sınırları dikkate almadan taksim eden, dünya çapında dağıtım yapan fakat mülkiyet ve üst yönetimi yönünden bir ulusal devlette üstlenmiş olan ortaklıklar "çokuluslu firma - multinational firm" olarak anılır.⁶

Birleşmiş Milletler, çokuluslu işletmeleri tanımlarken şirketlerin hukuki statülerini ve hukuk kurallarını esas almıştır. Buna göre; çokuluslu şirket, ekonomik işletme birimlerinin hukuki şekli ve uğraşı alanlarına bakılmaksızın iki ya da daha fazla ülkede faaliyet gösteren, işletme birimleri arasında küresel stratejiyi oluşturmak üzere uyumlu ve ortak politikaların saptanmasını sağlayan; bir ya da birden fazla karar alma merkezinin etkin kontrolüne dayalı bir karar alma sistemine sahip olan, bilgi, kaynak ve sorumlulukları birimler arasında paylaşan ekonomik işletmelerden oluşan ticari bir teşebbüstür.⁷

Çokuluslu şirketin bazı tanımlarında, firmanın faaliyette bulunduğu ülke sayısı veya mülkiyetin dağıldığı ülke sayısı ya da üst yönetimi oluşturanların milliyetleri gibi yapısal ölçütler veya kar miktarı ve karlılık oranı, satışlar, varlıklar veya yabancı faaliyetlerde görevlendirilen eleman sayısı ya da yurt dışındaki kazançların, satışların, varlıkların ve personel sayısının genel toplam içindeki oranı gibi performans özellikleri vurgulanmıştır.⁸

Çokuluslu şirketler monopol, monopson ya da genellikle oligopol piyasaları gibi eksik rekabet piyasalarında faaliyet göstermekte ve bu

⁶ SAĞLIK, M, a.g.t. s.3-4

⁷ IŞIK, Hüseyin, "Çokuluslu Şirketlerde Örtülü Kazanç ve Örtülü Sermaye: Uluslararası Düzenlemeler ve Uygulamalar İle Türk Vergi Sisteminin Karşılaştırılması ve Öneriler", T.C. Maliye Bakanlığı Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı, Yayın No: 2005/370, Ankara 2005, s. 14

⁸ YÜKSEL, Öznur, **Uluslararası İşletme Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları**, Ankara: Gazi Büro Ankara 1999, s. 107

piyasaların gelişmesini sağlamaktadırlar.⁹ Bu noktadan hareketle, bir şirketin çokuluslu sayılmasını dünya oligopol'ünü elinde bulundurmasına bağlayan görüşler de vardır. Bu görüşlere göre şirketin diğer ülkelerde üretken yatırımlarının olması çokuluslu şirket olmaları için bir ön şart değildir. Bu tanıma göre; birçok ulusal pazarda hakim pozisyonda olan büyük şirketler çokuluslu şirket kabul edilmektedir.

Bazı yaklaşımlar çokulusluluk tanımında üst yönetimin milliyetsizliğini yani bir dünya vatandaşlığını esas almaktadır. Bu yaklaşımlara göre bir şirketin çokulusluluğu yalnızca birden çok ülkede üretim faaliyetinde bulunmasıyla değil, yöneticilerin herhangi bir milliyet ayrımı yapmadan, şirketin faaliyette bulunduğu tüm ülkelerin çıkarlarını gözetmesiyle ölçülmelidir.¹⁰

Çokuluslu şirketin tanımının yapılmasında davranış biçimleri de göz önünde bulundurulmuştur. Çokuluslu şirketlerin yapılanmalarına bakıldığında, davranış biçimleri açısından bu şirketler 3 tür politika uygulamaktadırlar¹¹:

- Ethnocentric (home country oriented- milliyetçi) politikalar,
- Polycentric (host country oriented- uluslararası) politikalar,
- Geocentric (world oriented- uluslararası) politikalar.

Ethnocentric politika yürüten şirketler, faaliyetlerini ve stratejilerini ana ülkeye yönelten şirketlerdir. Bu şirketler, ana ülkenin kanunları ve özellikleriyle yükümlüdürler.¹² Burada şubeler ağırlıklı olarak ana şirket personeli tarafından yönetilmektedir.

⁹ IŞIK, H., a.g.e. s.15

¹⁰ YÜKSEL, Öz., a.g.e. s. 108

¹¹ ERÇAKAR, M. Emin, "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları", T.C. Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Bursa 2005, s.103-104.

¹² GURDOW, Amanmyrat, "Uluslararası İşletmelerin Yönetim ve Organizasyon Yapısı; Türkmenistan Uygulaması", T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2005, s.6-7

Polycentric yönetim modelinde şirketler, faaliyetlerini ev sahibi ülkeye yönelten şirketlerdir. Burada her yavru şirket adeta yarı bağımsız bir işletme gibi çalışır. Ana işletme, daha çok mali konular üzerinde denetim yapar. En üst düzeydeki yönetim kadroları ana ülke vatandaşlarına ayrılmakla birlikte, şirketin başka önemli pozisyonlarına yerel kişileri koyar ve bu yöneticilerin kendi elemanlarını seçmelerine ve yerleştirmelerine izin verir.¹³

Geocentric şirketlerin, herhangi bir ülke ile özel ilişkisi söz konusu değil ve milliyetçilikten en fazla uzaklaşmış şirketlerdir.¹⁴ Bunlar nihai olarak teşebbüsün amaçlarına yönelmişlerdir. Yönetim kadroları, beceriye göre üçüncü ülke vatandaşları tarafından doldurulur. Geosentrik şirketler dünyanın farklı bölgelerini küresel karar verme yaklaşımı yoluyla bütünleştirmeye çalışırlar. Şubeler daha bağımsız ve içinde bulundukları ülkenin ekonomik ve sosyal koşulları ile daha bütünleşmiş durumdadır.¹⁵

Çokuluslu şirketler genel olarak şu şekilde tanımlanabilir: Çokuluslu şirketler, gittikleri ülkede yabancı sermayeyi düzenleyen mevzuata uygun olarak direkt yatırım şeklinde özel bir yatırımda bulunan, örgüt yapısı, karar alma ve denetim davranışları açısından bütünlük gösteren ve uluslararası faaliyetleriyle tanınmış olan firmalardır.¹⁶

Çokuluslu işletme modelinde uluslararası işletme modelinin aksine işletme, iş yaptığı her ülkede, bağlı kuruluşlara yerel koşullara yanıt vermede büyük ölçüde insiyatif tanımaktadır. Bu yapıda her bir bağlı kuruluş, o ülkede faaliyette bulunmanın gerektirdiği tüm işlevleri yerine getirebilecek bir örgüt yapısına sahiptir ve bu bağımsızlığın sonucu olarak, ürün ve stratejilerini

¹³ ERÇAKAR, M. Emin, a.g.t. s.103

¹⁴ UYANIK, Fatih, “Teknoloji Transferi ve Çokuluslu Şirketler”, T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, İktisat Politikası Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2005, s.64

¹⁵ GURDOW, Amanmyrat, a.g.t. s.7

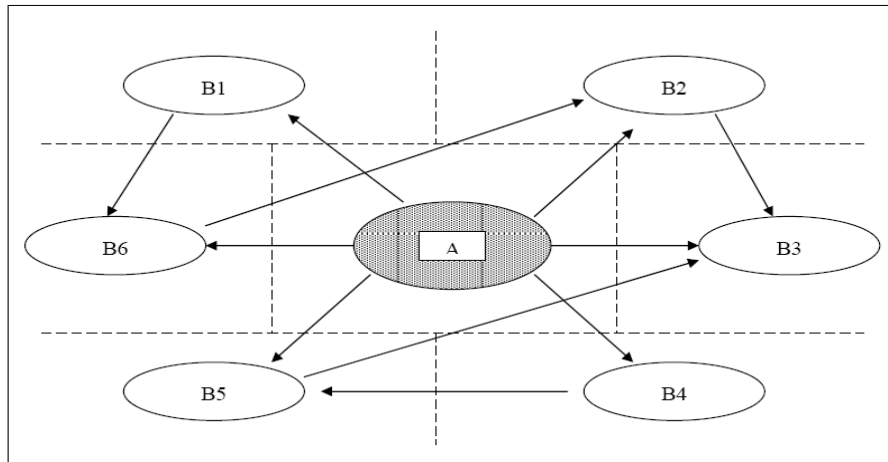
¹⁶ YÜKSEL, Ö., a.g.e. s.113

yerel tüketicilerin zevk ve tercihlerine, rekabet koşullarına, politik, yasal ve sosyal koşullara göre şekillendirebilir.¹⁷

Çokuluslu şirketler içinde bulundukları yoğun rekabet ortamından avantajlı çıkabilmeleri için, merkez ile şubeler arasında etkili ve verimli bir koordinasyon sistemi geliştirmek zorundadırlar. Geliştirdikleri koordinasyon sistemiyle, bilgiye anında ve kolayca ulaşabilme, şubelerin ihtiyaçlarını daha hızlı karşılayabilme, üretim, pazarlama ve satış süreçlerinin iyileştirilmesi gibi pek çok imkana sahip olabileceklerdir.

Çokuluslu şirket sistemi aşağıda sunulan şekildeki gibi açıklanabilir.¹⁸

Şekil 1: Çokuluslu Şirket Sistemi



A harfi ile simgelenen ana şirket, kuruluşun karar merkezidir. Tüm sistemin hedefleri ve faaliyetleri buradan yönlendirilir. Ülke seçimi, büyüklük, üretim miktar, bağlı şirketlerin ne üreteceği, bağlı şirketler arasındaki kaynak, girdi ve çıktı transferleri, bağlı şirketlerin hangi ülkenin pazarına yöneleceği gibi stratejik kararlar burada alınır. Ana şirket ve **B** harfleri ile simgelenen

¹⁷ Editörler: SEYMEN, Oya Aytemiz ve BOLAT, Tamer, “Küreselleşme ve Çokuluslu İşletmecilik”, Nobel Yayın no:583, Mayıs 2005, s.55

¹⁸ AKDOĞAN, Derya Melek, “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ücretler ve İstihdam Üzerindeki Etkileri”, T.C. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Çalışma Ekonomisi ve Endüstri İlişkileri Anabilim Dalı, Şubat 2007, s.17

bağlı şirketler farklı ülkelerde bulunurlar (kesik çizgilerin belirttiği budur). Bağlı şirketlerin bazıları hem üretim hem de pazarlama fonksiyonlarını üstlenirken, bir kısmı sadece pazarlama fonksiyonunu ya da sadece finansal bir fonksiyon üstlenirler.

Bağlı şirketler ana şirketle (ve bazı durumlarda diğer bağlı şirketlerle) ülkeler arası sermaye, teknoloji, yöneticilik ve çıktı transferlerini gerçekleştirmek amacıyla daimi bir ilişki içerisindeyler. Örneğin B1 ürettiği parçaları, başka bir malın üretimine girdi olarak kullanmak isteyen B6 şirketine satabilir. B2, imal ettiği belirli nihai malları yerel piyasada satması için B3'e gönderebilir ya da teknoloji geliştiren B5 bu teknolojiyi diğer bağlı şirketlere aktarabilir.

Çokuluslu şirketler, üretim, pazarlama ve satış faaliyetlerini çeşitli ülkelerde yürüttüklerinden küresel stratejiler geliştirmekte ve uygulamaktadırlar. Ayrıca güçlü sermaye birikimine ve yüksek teknolojik alt yapıya sahip olmalarından dolayı dünya ticaretine yön vermektedirler. Bununla birlikte ÇUŞ'lar dünya genelinde yapılacak olan yatırımların yönünü ve miktarını tayin edebilmektedirler. Bu ekonomik büyüklükleriyle çokuluslu şirketler, pek çok ülkenin ekonomik büyüklüğünü aşmışlardır. Belirtilen özellikleriyle ÇUŞ'lar özellikle gelişmekte olan ülkelerin dikkatini çekmekte ve hükümetler tarafından büyüme ve kalkınmada kurtarıcı olarak görülmektedirler. Hükümetler yabancı yatırımları ülkeye çekme konusunda çeşitli teşvik sistemleri geliştirmişlerdir. Gerek ikili anlaşmalar gerekse küresel düzeyde yapılan anlaşmalarla yabancı sermaye yatırımları teşvik edilmekte ve korunmaktadır. (Çok Taraflı Yatırım Anlaşması (MAI), İkili Yatım Anlaşmaları, Uluslararası Tahkim ...)

Çok uluslaşma süreci uluslararası finansal piyasaların da gelişmesini, buna bağlı olarak yeni finansal araçların ortaya çıkmasını, var olan araçların da yeni fonksiyonlar kazanmasını sağlamıştır. Finansal piyasaların ve

araçların gelişmesi, kişi ve firmaların portföy yatırımlarına yönelmesine neden olmuştur.

Çokuluslu şirketler, ileri ki bölümlerde de açıklanacağı üzere, yerel firmalara göre daha fazla riskle karşı karşıyadırlar. ÇUŞ'lar geliştirdikleri küresel stratejiler ve uluslararası piyasaları kullanma imkanı ile ülkeler arasında var olan hukuki farklılıklardan yararlanarak, söz konusu riskleri yönetebilmektedirler. Çokuluslu şirketlerin karşı karşıya olduğu riskleri azaltmaya yönelik olarak özellikle gelişmiş ülkelerde Overseas Private Investment Co-operation (OPIC) gibi yatırım sigortası şirketleri ve sigorta sistemleri kurulmuştur.

Çokuluslu şirketler merkezlerinin bulundukları ülkelerin temsilcileridir. Dolayısıyla kendi çıkarlarının yanında o ülkenin de çıkarlarını gözetmektedirler. ÇUŞ'lar kimi zaman merkez ülke politikaları doğrultusunda yatırımlarına yön vermekte, karlarından vazgeçmekte ve hatta zararlara katlanabilmektedirler. ÇUŞ'lar ayrıca ülkeler arasında yaşanan olumsuzluklardan doğan toplumsal tepkilere maruz kalmaktadırlar.

Çokuluslu şirketler yatırım yaptıkları, kaynak aktardıkları ülkelerin içerisinde bulunduğu sosyo-kültürel, ekonomik ve siyasi koşulları göz önünde bulundurmak zorundadırlar. Dünya ticaretine ve sermaye hareketlerine yön verebilecek düzeyde ekonomik güce ve etkiye sahip ÇUŞ'lar, hükümetler üzerinde de büyük bir etkiye sahiptirler ve hükümetlerin politikalarına yön verebilmektedirler. Hükümetlerin doğrudan yabancı yatırımdan beklentilerinden bazıları, milli gelir artışı, yeni iş alanlarının yaratılması, istihdamın artırılması, ülkenin dış dünyayla bütünleşmesinin daha kolay sağlanması, ülkedeki rekabetin artırılması, ödemeler dengesi açıklarının azaltılması ve her alanda modern alt yapının tesis edilmesi ve/veya geliştirilmesidir. Hükümetler yatırım ortamının oluşturulması için yasal düzenlemeler yapmakla ve piyasa üzerinde denetim mekanizmalarını çalıştırmakla yükümlüdürler. Hükümetler bu yükümlülüklerini yerine

getirirlerken, ulusal çıkarları da gözetmek zorundadırlar. Bununla birlikte çokuluslu şirketler ise; firmanın değerini ve itibarını artırmak, daha fazla kar elde etmek ve pazar payı artırmak amacındadırlar. Yabancı yatırımların yapılabilmesi için tarafların birbirlerine güvenmeleri gerekmele birlikte, beklentilerin farklı olması taraflar arasında zaman zaman anlaşmazlıkların yaşanmasına neden olmaktadır. Ancak hükümetler her zaman yabancı yatırımlardan bekledikleri sonuçları alamamaktadırlar.

Ülkelerin içerisinde bulundukları koşullar altında birtakım endüstrilerde yabancı sermaye yatırımına izin verilmemektedir. Bundan dolayı küreselleşmenin korumacılık politikalarının gelişmesine neden olduğu söylenebilir. Özellikle gelişmiş ülkelerin hükümetleri savunma, haberleşme ve ulaşım gibi ulusal çıkarlar bakımında büyük öneme haiz sektörlerde korumacı politikalar uygulamakta ve söz konusu sektörlerde yabancı sermayeli firmaların girişini engellemektedirler. Örneğin Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Fransa ve Almanya gibi gelişmiş ülkelerde savunma sanayine, Japonya'da pirinç üretimine yabancı sermayeli firmaların yatırım yapmasına izin verilmez.¹⁹

ÇUŞ'lar yatırım yaptıkları sektörlerde tekelleşme eğilimi içerisindedirler ve ulusal firmalara karşı sahip oldukları üstünlükler sayesinde ülkedeki rekabet ortamını iyileştirmek yerine bozmaktadırlar. ÇUŞ'ların yatırımlarıyla ilgili olarak ülkelerin karşılaştıkları diğer bir olumsuzlukta, teknoloji transferinin istenilen ölçüde gerçekleştirilememesidir. ÇUŞ'lar sahip oldukları sermaye birikimiyle yürüttükleri Ar-Ge çalışmaları sonucunda ortaya çıkardıkları yeni teknolojileri diğer ülkelere transfer etmemektedirler.

Ayrıca doğrudan yabancı yatırımlardan yeni iş alanları yaratma ve istihdamın artırılması konularında da her zaman beklentiler karşılanmamaktadır. Doğrudan yabancı yatırımların en çok görülen türü bir

¹⁹ MOFFETT, Michael H., STONEHILL, Arthur I., EITEMAN, David K., **Fundamentals of Multinational Finance**, International Edition, Pearson Education, Inc., 2003, s.391

ÇUŞ'un yatırım yapılan ülkede zaten mevcut olan bir şirketi satın almasıdır. Bununla birlikte Ar-Ge çalışmalarının daha çok merkez ülkede yapılması, yerel ülkeye getirilen teknolojiyi kullanabilecek işgücünün olmaması gibi nedenlerden dolayı beklenen istihdam artışının gerçekleşmemesinin yanı sıra işten çıkarmalar da işsizliğin artmasına neden olmaktadır.

Çokuluslu şirketlerin faaliyetlerinden kaynaklanan ülkeler açısından önemli diğer bir sorun da transfer fiyatlamasıdır. Transfer fiyatlaması genel olarak, çalışmanın daha sonraki kısımlarında açıklanacaktır.

Sonuç olarak, çokuluslu şirketler günümüzde hem siyasal sistemlere hem de dünya ticaretine yön vermektedirler. Avrupa Birliği, Avrupa Serbest Ticaret Birliği (EFTA) gibi birliklerin kurulması ve bölgeselleşme süreci de çokuluslu şirketlerin faaliyetlerini artırmada önemli rol oynamıştır. Yaptıkları yatırımlar sayesinde ülkeler ödemeler dengesi açıklarını azaltabilmekte ve sınırlı düzeyde de olsa büyüme ve kalkınma gerçekleştirebilmektedirler. Ayrıca yabancı sermaye akımlarının ülkeye yönelmesi, dolayısıyla ÇUŞ'larla iletişim içerisinde olunması, ülkelerin uluslararası sisteme dahil olmasını kolaylaştırmaktadır.

1.1.2. Çokuluslu Şirketlerin Tarihsel Gelişimi

Çokuluslu şirket kavramı ilk defa 1960 yılında belirtilmesine rağmen, çokuluslu şirketlerin kökenleri oldukça eskilere dayanmaktadır. Ancak günümüzdeki anlamıyla çokuluslu şirketlerin 19. yüzyılda görünmeye başladığı söylenebilir.²⁰ ÇUŞ'ların tarihsel gelişimini;

- Ticaret Dönemi (16-18 yy.),
- Sömürgecilik Dönemi (1733–1914),

²⁰ YÜKSEL, Ö. a.g.e. s.113

- Ayrıcalıklar Dönemi (1914–1945),
- Uluslararası Dönem (1945 sonrası dönem) olmak üzere dört dönemde inceleyebiliriz.

1.1.2.1. Ticaret Dönemi (16-18 yy.)

Ticaret dönemi, Christopher Columbus'un Yeni Dünya'ya yolculuğu ve Yeni Dünya'yı keşfiyle başlayan ve Sanayi Devrimi'nin ortaya çıkmasıyla biten bir dönemi ifade etmektedir. Bu dönemde bireysel çabalar ön plana çıkmış ve tacirlerin büyük riskleri göze almasıyla uzak ülkelerle ticaret gelişmiştir. Bu dönemde baharat, ipek ve bazı kıymetli madenlerin ticareti yapılmaktaydı. Dolayısıyla özellikle ipek ve baharat yollarının etkisiyle birçok ülke zenginleşmiştir.²¹ Ticaret döneminde İngiliz, Fransız ve Hollandalı şirketler bugünün çokuluslu şirketlerine öncülük etmişlerdir.

Bu dönemde ayrıca bankacılık faaliyetleri de önem kazanmıştır. Ülke dışı yatırıma ağırlık verilmesi bankacılık faaliyetini zorunlu kılmıştır.²² Bankacılık faaliyetlerinde Hollanda merkez haline gelmiş ve bu faaliyetler büyük servetlere sahip tüccar ailelerince gerçekleştirilmiştir. Floransalı Medici ailesi dünyanın bilinen ve ulaşılabilen bölgelerinde kurduğu bankalarla bu ailelere örnek gösterilebilir.²³

Dönemin sonuna doğru, “koloniel şirket” olarak adlandırılan bazı şirketler ortaya çıkmıştır. Bunların bazıları, British East India Company, Levant Company, The Hudson's Bay Company, Dutch East India Company, Dutch West India Company ve Nouvelle France (Les Cents Associés)'dir.

²¹ MUTLU (CAN), E. a.g.e. s.16

²² UÇAR, Ökkeş, “Çokuluslu Şirketlerin Dış Ticarete Etkileri”, T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası İktisat Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2000, s.24

²³ GENÇ, Ali Umut, “Uluslararası ve Çokuluslu Şirketlerde Stratejik Yönetim: Uluslararası Faaliyet Gösteren Türk İnşaat Şirketlerinde Stratejik Yönetim Üzerine Bir İnceleme”, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletmecilik Programı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 1995, s.15

British East India Company 1599'da Londra'lı tacirler tarafından kurulmuş ve 1600 yılında faaliyete geçmiştir. 1601 yılında Kraliçe Elizabeth I'den on beş yıllık monopol imtiyazı alan bu şirket, kendi kanunlarını uygulamış, sömürge mahkemeleri kurmuş ve silahlı kuvvetler kullanmıştır. Java'da, Hindistan'da, Japonya'da ve Bengal'de işyerleri inşa eden bu şirketin imtiyazı, 1611 yılında süresiz olarak uzatılmıştır. Bu şirket faaliyetini pamuk, ipek, gümrçile, indigo, kenevir ve Hindistan baharatı üzerinde toplamış ve ayrıca İran ticaretini de monopolüne almıştır. İngiliz sömürgeciliğinin Hindistan'daki uygulayıcısı olan bu şirket, İngiltere ve Hindistan'daki egemen sınıfların ortaklığının pekiştirilmesinde de öncü olmuştur. 1813 yılında British East Company, Hindistan ticareti üzerindeki tekeli konumunu yitirmiştir.²⁴

İngiltere'nin Doğu Akdeniz'deki ticari faaliyetlerini Levant Company yürütmüştür. 1581 yılında Kraliçe Elizabeth I'in bu şirkete verdiği izinler daha sonra sürekli olarak yenilenmiştir. İstanbul, Halep ve İzmir'de üç önemli merkeze sahip olan Levant Company, İngiltere ile İngiliz sömürgelerinin Osmanlı İmparatorluğu'yla yaptığı ticaretin tamamını tekeline alarak, üye olmayan tüccarların Doğu Akdeniz'deki ticaretini yasaklamış ve üye tüccarları sıkı bir denetim altına almıştır. Osmanlı İmparatorluğu ile olan karlı ticareti sadece şirket üyesi tüccarların tekelinde kaldığı için ticaretin serbestleşmesini savunan İngiliz sanayicileri, şirketin tekeli imtiyazının kaldırılması ve Osmanlı pazarının herkese açık olması için bir propaganda başlatmışlar ve bunun sonucu olarak 1825 yılında şirket kendisini feshetmiştir.²⁵

Ticaret dönemi, Asya, Afrika ve Latin Amerika'da kolonilerin oluşturulmasıyla ve batı işletmelerine Japonya ve Çin'de bazı imtiyazlar tanınmasıyla sona ermiştir.²⁶

²⁴ GÜNŞOY, Betül, "Çokuluslu Şirketlerin Türk ve Dünya Ekonomisindeki Gelişme Süreci", T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2000, s.32

²⁵ GÜNŞOY, B., a.g.t. s.33

²⁶ BÜYÜKTORTOP, M. a.g.t. s.56

1.1.2.2. Sömürgecilik Dönemi (1733–1914)

Sömürgecilik dönemi Sanayi Devrimi ile I. Dünya Savaşı arasındaki dönemi kapsamaktadır. Bu dönemin en önemli özelliği, yurtdışında yapılan yatırımların amacının, yüksek karlar elde edilmesinden ziyade dünya genelinde politik üstünlük kurulmasına yönelik olmasıdır. Sömürgecilik dönemiyle ilgili olarak belirtilmesi gereken diğer bir özellik ise; yurtdışı yatırımlarının gelişmiş ülkelerin hammadde ve ara mal ihtiyaçlarının karşılanması için yapılmış ve bu amaç doğrultusunda az gelişmiş ülkelerin alt yapılarının geliştirilmesine yönelik olmasıdır. Bu dönemde meydana gelen değişiklikler ve ÇUŞ'ların gelişimi genel olarak aşağıda belirtilmiştir.

1733 yılında John Kay'ın dokumacılıkta seyyar mekiği icat etmesiyle başlayan²⁷ Sanayi Devrimi, iki aşamada gerçekleşmiştir. Sanayi Devrimi'nin ilk aşaması 1733–1860, ikinci aşaması ise 1860–1914 dönemini kapsamaktadır. Sanayi Devriminin ilk aşamasında madenlerin eritilmesi için kok kömürü kullanılmaya başlanmış, İngiltere zengin maden kömürü yataklarını kullanıma sokmuş ve dökme demir üretimini artırmıştır. Bununla birlikte Watt'ın 1769 yılında çalışır hale getirdiği ve 1785 yılında enerji üreten bir makineye dönüştürdüğü buhar makinesi ise, sanayi alanında meydana gelen diğer bir yenilik olmuştur.²⁸

1815–1860 döneminde başlangıçtaki buluşların geliştirilmesi ön plana çıkmıştır. Ayrıca matbaacılık, giyim, inşaat sanayi ve tarım alanlarında da yenilikler yaşanmıştır. Tarım alanında Almanya, gelişmelere öncülük etmiştir. Almanlar pancardan şeker çıkarma tekniğini bulmuş ve suni gübreyi yapmışlardır. Ayrıca 1834'de bir Amerikalı mühendis bir biçerdöver icat etmiştir.²⁹

²⁷ GÜNŞOY, B. a.g.t. s.34

²⁸ GÜNŞOY, B. a.g.t. s.34

²⁹ http://tr.wikipedia.org/wiki/Sanayi_Devrimi, 15.02.2008

Söz konusu dönemde demiryolları ve denizcilik alanlarında meydana gelen yeniliklerle ulaştırma sektörü gerek şirketler gerekse ülkeler açısından stratejik öneme sahip bir sektör olmuştur. 1815 yılında ilk lokomotif yapılmış, ilk demiryolu da 1830 yılında inşa edilmiştir. 1822'lerden itibaren gemi yapımında ağaç yerine demir kullanılmaya başlanmış ve 1832'de pervane icat edilmiştir.

1860–1914 dönemini kapsayan Sanayi Devrimi'nin ikinci aşamasında en önemli gelişme içten yanmalı motorların bulunması olmuştur. Bu gelişme ile birlikte ulaştırma-haberleşme alanında kaydedilen ilerlemeler ve petrolün büyük miktarlarda çıkarılmasını sağlayacak teknolojinin bulunması, yeni sektörlerin ortaya çıkmasına yol açmıştır. Ayrıca işletmeler daha rasyonel bir yapıya kavuşmuştur.³⁰

Sanayi devrimi ülke dışında faaliyette bulunan Avrupa kökenli işletmelerde de değişiklik meydana getirmiştir. Bu tür işletmelerin yaptığı ticari faaliyetlere kaynak teşkil eden egzotik mallar önemini kaybederek, yerini daha kolay ve ucuz olarak elde edilebilen sanayi ürünlerine bırakmıştır.³¹ Bu dönemde özellikle işlenmiş madenler ve tarım ürünleri önem kazanmıştır. Dış yatırımlar çeşitli sanayi alanlarına; Avrupa'dan Avustralya, Güney Afrika, Hindistan, Kore, Tunus ve Latin Amerika'nın gelişmemiş bölgelerine yönelmiştir.³²

Bu dönem içinde Avrupa ve ABD'deki birçok işletme, öncelikle de bankacılık faaliyetleri ile dünyanın çeşitli merkezlerine dağılmıştır. 19 yüzyıl sonlarında sanayi devriminin hızla gelişmesi sonucu, bu alanda faaliyet

³⁰ GÜNŞOY, B. a.g.t. s.35

³¹ MUTLU (CAN), E. a.g.e. s.16

³² BÜYÜKTORTOP, M. a.g.t. s.57

gösteren işletmeler uluslararası bir yapıya sahip olmuş ve uluslararası sermaye akışı da gittikçe hızlanmıştır.³³

Gelişmiş ülkelerin şirketlerinin, dış ülkelerde şubeler yoluyla faaliyette bulunması da sanayi devriminden sonra yaygınlaşmıştır. Birinci Dünya Savaşı'na kadar geçen sürede, yabancı ülkelerde faaliyette bulunan şubelerin sayısı 350'ye yaklaşmıştır. 122'si Amerikan, 60'ı İngiliz ve 167'si diğer Avrupa ülkelerine ait olan bu yavru şirketler, uluslararasılaşma olgusunun gelişmesine yol açmışlardır.³⁴

1865 yılında Alman Bayer New York'ta, iki yıl sonra Amerikan Singer şirketi Glasgow'da fabrikalar açmış ve bunları 19. yüzyılda Ford, General Motors ve General Electric gibi Amerikan Avrupa pazarında yabancı ortak arayışına girmesi izlemiştir. Ancak kısa zamanda diğer Avrupalı şirketlerde bu yarışa katılmış; Fiat 1907'de Avusturya'da, 1909'da ABD'de ve 1912'de Rusya'da imalat kolları kurmuştur. Bosch, Fransa ve İngiltere'de 20. yüzyılın ilk yıllarında otomobil parçaları üreten fabrikalar açmıştır.³⁵ Bu dönemde Alman orijinli AEG'nin ise 10'dan fazla ülkede 34 tane temsilciliği vardır.³⁶ Bu dönem ayrıca kökenli ÇUŞ'ların öncülerinin ortaya çıkışına sahne olmuştur. 1850'lerde Honduras, Nikaragua ve diğer Orta Amerika ülkelerinde faaliyet gösteren United Fruit Company ve hammadde ihtiyacını karşılamak için Meksika ve Güney Amerika'da faaliyet gösteren Standart Oil firması bu öncüler arasında başı çekmiştir. Ayrıca Anaconda Bakır ve Kennecott gibi

³³ ACAR, Yonca, "Çokuluslu İşletmelerin Yatırım Kararlarını Etkileyen Çevresel Faktörler Ve Ülke Riski: Uygulamada Türkiye'ye Yatırım Yapan Çokuluslu Sigorta Şirketleri", T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Fakültesi Organizasyon ve İşletme politikası Bölümü, Doktora Tezi, İstanbul 1993, s. 3

³⁴ GÜNSOY, B. a.g.t. s.37

³⁵ GÜR, Betül, "Yeni Dünya Düzeninde Uluslararası Şirketlerin Yeri", Dış Ticaret Dergisi Sayı 28, Nisan 2003, http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/yab_ser.doc, 15.01.2007

³⁶ AKSOY, Sevgi, "Küreselleşme ve Çokuluslu İşletmeler Çerçevesinde Türkiye'de Özelleştirme", T.C. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Ağustos 2006, s. 28

madencilik firmaları da yurt dışında altın, gümüş, kurşun, bakır ve mineral kaynaklarını işletmişlerdir³⁷.

1.1.2.3. İmtiyazlar (Ayrıcalıklar) Dönemi (1914-1945)

Ayrıcalıklar dönemi iki dünya savaşı arasındaki dönemi kapsamaktadır. Bu dönemdeki belirleyici özellik I. ve II. Dünya Savaşlarının işletmeler üzerinde yaptığı etkilerdir.³⁸ Yatırım yapılan ev sahibi ülkelerin Batı'lı işletmelere verdikleri büyük imtiyazlar sonucunda, şirketler pek çok sorumluluk altına girmişlerdir. Bu imtiyazlar arasında Kongo'daki Lever imtiyazı, Ortadoğu'daki ilk petrol imtiyazları ve Orta Amerika'daki United Fruit Company'nin anlaşmaları sayılabilir. Bu şirketler yaptıkları anlaşmalar gereği konut, sağlık, finans, eğitim vb. kamu hizmetlerini de yerine getirmişlerdir.³⁹

Çokuluslu işletmeler I. Dünya Savaşı sonrasında dış ticareti engelleyici politikaların ortadan kaldırılması sonucunda artış göstermiştir. Sömürgecilik döneminde dış ülkelere yapılan yatırımlarda, tarım ve madencilik önemli yer tutarken, ayrıcalıklar döneminde otomobil sanayine yapılan yatırımlar ön plana çıkmıştır.⁴⁰

Bu dönemde karteller ağırlık kazanmaya başlamıştır. İngiliz Imperial Chemical Industries ve Alman I.G. Farben ile ABD.'den Du-Pont ile Birleşik Kimya Fabrikaları, Pazar bölüşümü için bir kimya karteli oluşturmuşlardır. 1926'da Almanya, Lüksemburg, Belçika ve Fransa firmalarınca kurulan çelik karteli de önemli bir karteldir. Bir diğer önemli kartel de 1928'de Shell Standart Oil ile Anglo-Persian şirketlerince kurulan petrol kartelidir.⁴¹

³⁷ GENÇ, A., a.g.t. s 19

³⁸ MUTLU(Can), E., a.g.e. s.17

³⁹ GENÇ, A., a.g.t. s 22

⁴⁰ MUTLU(Can), E. a.g.e. s.17

⁴¹ GENÇ, A. a.g.t. s.22

İngiliz Lever Brothers, Hollandalı Dutch Margarine Union ile birleşip ilk modern ÇUŞ olan Unilever'i ortaya çıkarmıştır. Bu dönemde ülke dışında faaliyet gösteren diğer önemli şirketler de Avrupalı Nestlé, ICI, Philips, Royal Dutch Shell'dir. Amerikan şirketleri 1920'lerde genişleyen ekonomiye paralel olarak, büyümüş ve bazı önemli birleşmelerle günümüzün dev şirketlerinin temelleri atılmıştır. Bu şirketlerden bazıları, General Motors, ITT, Ford, Chrysler, Radio Corp. of America'dır.

1929 Ekonomik buhranı yabancı sermaye yatırımlarını oldukça etkilemiştir. Yapılan bütün yatırımlar tasfiye edilme yoluna gidilmiştir.⁴² Ekonomik bunalım, yerel ve uluslararası ekonomik durumlara ayrı bir darbe vurmuştur. Depresyonun getirdiği etkiler karşısında ülkelerin çoğu, yerel ekonomilerini güçlendirmek için yabancı sermayenin ülke içindeki yatırımlarını kısıtlayarak çözüm aramışlardır. Bu milliyetçilik döneminde, gelecekteki ihtiyaçların dikkate alınmaması ve tek taraflı korumacılık çabaları; ülkeler arasında ekonomik olduğu kadar politik problemlere neden olmuştur.⁴³ 1930–1945 yılları arasında Amerikalı firmalar dışarıda üretim birimi açmaya devam etmiş, ancak Avrupa kökenli ÇUŞ'lar bu dönemde, 1920'lere kıyasla çok az sayıda dış üretim birimi açmışlardır.⁴⁴

1.1.2.4. Uluslararası Dönem (1945-)

İkinci Dünya Savaşı sonrasında günümüze kadar olan süreyi kapsayan bu dönem, sosyal, siyasi ve ekonomik alanda pek çok değişikliğe ve yeniliğe sahne olmuştur. İkinci Dünya Savaşı sonrasında barışın tekrar ve kalıcı olarak sağlanması ve yıkılan şehirlerin inşası ile finansal sistemlerin yeniden tesis edilmesi çalışmalarına ağırlık verilmiştir. Bu kapsamda Birleşmiş Milletler, Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu gibi çeşitli örgüt,

⁴² AKSU, N. a.g.t. s.60

⁴³ ACAR, Y. a.g.t. s.4

⁴⁴ ÜNALDILAR, Sinem, "Çokuluslu Şirketlerin Uluslararası Aktörler Olarak Siyasi ve Ekonomik Roller", T.C. Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası İlişkiler Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İzmir 2005, s.8

kurum ve kuruluşlar kurulmuş ve daha sonra Dünya Ticaret Örgütü'nün kuruluşuna temel teşkil eden GATT anlaşması gibi anlaşmalar yürürlüğe girmiştir. Söz konusu kurum, kuruluş ve anlaşmalarla uluslararası ticaretin ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sağlanmıştır. Bu serbestleşme süreciyle birlikte, teknolojinin gelişmesi, haberleşme ve ulaşım maliyetlerinin azalması çokuluslu şirketlerin faaliyetlerinin artmasına neden olmuştur. Bu nedenle 1950'li yıllar pek çok araştırmacı tarafından ÇUŞ'ların ortaya çıkış tarihi olarak kabul edilmektedir.

Savaş sonrasında dünyanın lideri ABD olmuş ve her türlü malı üreten Amerikan şirketleri 1950,1960'lı yıllar arasında dünyaya açılmaya başlamışlar ve uluslararasılaşma hemen hemen bir Amerikan fenemoni haline gelmiştir. Bu işletmeler teknik, pazarlama, yönetim ve finansal avantajlarını, ücretleri daha düşük olan denizaşırı ülkelerdeki işgücü ile birleştirmeyi denemişlerdir.⁴⁵ ABD bu şirketler sayesinde dünyada en fazla yabancı yatırım yapan ülke konumunda olmuştur. Yapılan bir araştırmaya göre 1966 yılında dünya çapındaki doğrudan yatırımların %57'sinin ABD'deki, %17'sinin İngiltere'deki işletmeler tarafından yapıldığı ortaya çıkmıştır.⁴⁶

1970'li yıllara gelindiğinde, daha önce çokuluslu şirketlere ev sahipliği yapan Japonya ve Batı Avrupa kökenli şirketler de uluslararası faaliyetlere başlamışlardır. 1971 yılı itibariyle çokuluslu şirketlerin kurduğu yavru firmaların sayısı 27.300 olmuştur.⁴⁷

1980–1990'lar Güneydoğu Asya'da Dört Kaplanlar olarak adlandırılan, Tayland, Hong-Kong, Singapur ve Güney Kore'nin yükselişlerine sahne olmuştur. Bu ülkelere daha sonra Çin de katılmıştır. Çin bugün en fazla doğrudan yabancı yatırım çeken gelişmekte olan ülkeler kategorisinde birinci, genelde ise altıncı sırada yer alan ülkedir.

⁴⁵ MUTLU(CAN), E: a.g.e. s.19

⁴⁶ ACAR, Y., a.g.t. s.8

⁴⁷ GÜNŞOY, B, a.g.t. s.48

Daha öncede belirtildiği üzere Birleşmiş Milletler Kalkınma Örgütü (UNCTAD) tarafından hazırlanan 2007 yılı Dünya Yatırım Raporu'nda yer alan verilere göre, dünyada 58.239 adedi gelişmiş ülkelerde olmak üzere toplam 78.411 adet çokuluslu ana şirket, 259.942 adedi gelişmiş ülkelerde olmak üzere 777.674 adet yavru şirket mevcuttur.

1.1.3. Çokuluslu Şirketlerin Karşı Karşıya Oldukları Riskler

Risk, işletmelerin stratejilerini, dolayısıyla faaliyetlerini etkileyen en önemli unsurdur. Çokuluslu şirketler, birbirinden farklı dinamiklere sahip ülkelerde faaliyet gösterdikleri için yerel işletmelere göre mevcut ve öngörülebilir risklerden daha fazla etkilenmektedirler. Dolayısıyla ÇUŞ'lar riskleri yönetmede daha uzman yapılarla küresel stratejiler geliştirmek zorundadırlar.

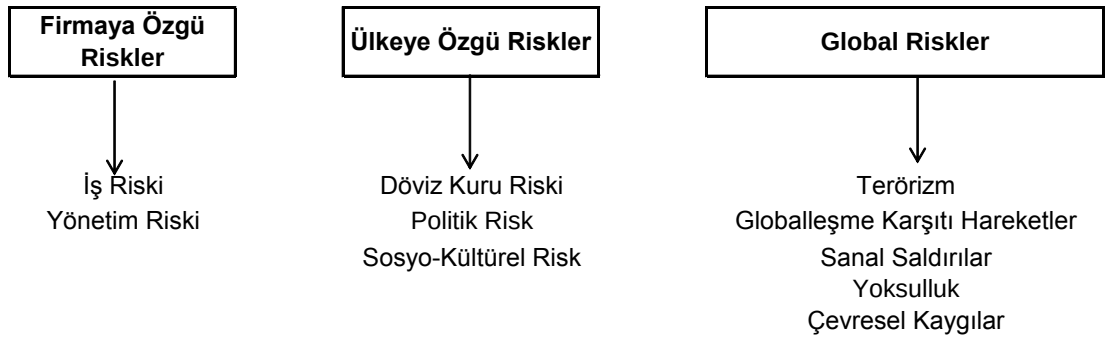
Risk temel olarak, tahmin edilenin gerçekleşmeme olasılığıdır. Diğer bir ifadeyle risk, projeden beklenen nakit akımlarında değişikliklerin olma olasılığıdır. Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere risk, tahmin edilenden olumlu ve/veya olumsuz yöndeki gelişmeleri ifade etmektedir.

Firmaların karşı karşıya oldukları riskler geleneksel olarak, sistematik ve sistematik olmayan riskler olmak üzere ikili sınıflandırmaya tabi tutulmaktadır. Sistematik riskler, yatırım araçlarının verimliliklerini etkileyen ekonomik, politik ve diğer çevre şartlarındaki değişmelerin getirdiği risklerdir.⁴⁸ Bunlar; enflasyon riski, faiz oranı riski ve pazar riskidir. Sistematik olmayan risk ise; bir endüstrinin veya bir firmanın içinde bulundukları belirli şartlardan kaynaklanan risklerdir. Finansal risk, yönetim riski ve endüstri riski sistematik olmayan risklere örnek gösterilebilir.

⁴⁸ AKSOY, Ahmet, **Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi**, Ankara, 1987, s. 46

Temelde aynı olmak üzere, çokuluslu şirketlerin geliştirebilecekleri stratejilere daha uyumlu olduğu düşünüldüğü için, bu çalışmada riskler aşağıdaki şekilde gösterildiği üzere genel olarak üç kategoride toplanmışlardır.

Şekil 2: Çokuluslu İşletmelerin Karşı Karşıya Oldukları Riskler



Kaynak: MOFFETT, STOHEHILL, EITEMAN

1.1.3.1. Firmaya Özgü Riskler

Firmaya özgü riskler, mikro riskler olarak bilinirler ve bu riskler çokuluslu şirketi proje ve ortaklık düzeyinde etkilerler.⁴⁹ İş riski ve yönetim riski bu tür risklere örnek olarak verilebilirler

1.1.3.1.1. İş Riski

İş riski, işletmelerin faaliyetleri sonucunda satışların, maliyetlerin ve karların proforma finansal tablolarda yer verilen tahminlerden farklı şekilde

⁴⁹ MOFFETT, H. Michael, STONEHILL, Artur I., EITEMAN, DAVID K., a.g.e., s. 375

gerçekleşme olasılığı olarak tanımlanabilir. Bu durum finansman, üretim ve pazarlama varsayımlarındaki hatadan kaynaklanmaktadır.⁵⁰

Bu risk grubu içerisinde finansal risk de yer almaktadır. Finansal risk, firmaların yatırımlarından bekledikleri verimliliğin sağlanamaması sonucunda iflas etme ihtimalleridir. Firmalar yatırımlarını finanse ederken, özsermayenin yanı sıra, kaldıraç etkisinden yararlanarak, firma değerini yükselten ve kaynak maliyeti daha düşük olan yabancı kaynak kullanımını da tercih etmektedirler. Bu tercihler doğrultusunda borç-özsermaye yapılarının değişmesi işletmelerin, fon temin edenlere olan yükümlülüklerini yerine getirememelerine neden olabilir. Diğer bir ifadeyle, borç-özsermaye yapılarında borçların ağırlığının artması finansal riski artırmaktadır. Finansal riskin artması, firmaya fon temin edenlerin firmadan beklentilerinin, dolayısıyla kaynak maliyetinin artmasına daha da önemlisi firmanın değerinin düşmesine neden olacaktır.

1.1.3.1.2. Yönetim Riski

Yönetim riski, firmalar için değer unsurlarından biri olarak görülen yöneticilerin yapacakları hatalardan ve/veya uygun olmayan kararlarından kaynaklanmaktadır. Yönetim riski, yönetim kararlarından dolayı yatırımlardan beklenen nakit akışlarında değişikliklerin meydana gelme olasılığı olarak tanımlanabilir.

Yönetim riski, içsel boyutu ve uluslararası yatırımlar boyutu olmak üzere iki boyutta değerlendirilebilir. İçsel (firmanın yapısı) boyutta risk, firmanın hissedarları ile profesyonel yöneticileri arasında yaşanan çıkar çatışmalarından kaynaklanmaktadır. Yöneticiler firmanın değerini ortaklar açısından maksimum kılmak yerine, kendi varlıklarının devamlılığını

⁵⁰ MOFFETT, H. M. STONEHILL, A. I., EITEMAN, D. K, a.g.e., s.377-378

düşünürler.⁵¹ Bu çıkar çatışmalarının neticesinde firmaların durumları hakkında hissedarlara farklı bilgiler sunulabilir. Bu durum da firmalarla ilgili olumsuz kararların alınmasına ve firmanın değerinin beklentilerin aksine düşmesine neden olabilmektedir.

Uluslararası yatırımlar boyutunda ise, yönetim riski, yasal ve politik çevreyle yabancı şubeler üzerinde etkili olunabilinmesidir.⁵² Buradaki çıkar çatışması, hükümetler ile firmalar arasında yaşanmaktadır. Hükümetler doğal olarak, ülke vatandaşlarına karşı sorumludurlar ve yatırımlardan daha çok toplumsal faydayı göz önünde bulundururlar. Buna karşın, çokuluslu işletmeler ise, hissedarlarına ve fon temin edenlere karşı sorumludurlar ve firma değerlerini artırmak amacındadırlar. Hükümetler çokuluslu şirketlerin faaliyetlerini bir taraftan teşvik ederken, diğer taraftan da toplumsal fayda açısından sınırlandırmaktadırlar. Dolayısıyla çokuluslu firmaların yönetim kararları hükümetlerin politik kararlarından etkilenmektedir.

Çıkar çatışmasının yönetimi konusundaki en iyi yaklaşım, problemleri önceden görmek ve zaman içinde fikirleri, anlayışları müzakere etmektir.⁵³

1.1.3.2. Ülkeye Özgü Riskler

Makro riskler olarak bilinen ülkeye özgü riskler, çokuluslu şirketi proje aşamasında ve ortaklık düzeyinde etkiler ancak bu riskler ülke düzeyi temelinde ele alınırlar.⁵⁴

⁵¹ AKSOY, A., a.g.e., s.62

⁵² MOFFETT, H. M. STONEHILL, A. I., EITEMAN, D. K, a.g.e., s. 381

⁵³ MOFFETT, H. M. STONEHILL, A. I., EITEMAN, D. K, a.g.e., s. 381

⁵⁴ MOFFETT, H. M. STONEHILL, A. I., EITEMAN, D. K, a.g.e., s. 375

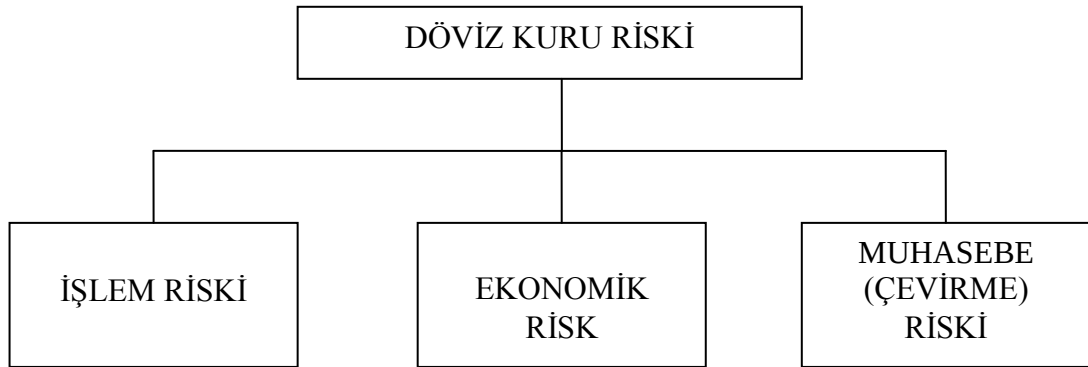
1.1.3.2.1. Döviz Kuru Riski

Döviz kuru riski hem ulusal hem de çokuluslu işletmelerin karşı karşıya oldukları en önemli risklerden birisidir. Döviz kuru riski firmaya özgü riskler arasında da gösterilmektedir. Ancak bu çalışmada ülke riskleri arasında gösterilmiştir.

Döviz kuru riski, kurlarda meydana gelebilecek beklenmedik değişimler sonucunda firmaların karlılıklarının, nakit akımların ve değerlerinin olumlu ya da olumsuz değişmesi olasılığı olarak tanımlanabilir.

Döviz kuru riskini aşağıdaki şekilde de görüleceği üzere üç ana grupta ele almak mümkündür.⁵⁵

Şekil 3: Döviz Kuru Sınıflandırması



1.1.3.2.1.1. İşlem Riski

İşlem riski, işletmenin yaptığı dövize bağlı sözleşmeler dolayısıyla uğradığı nakit kayıplarını veya elde ettiği nakit kazançlarını ifade eder.⁵⁶ İşlem riskinin tipik örneği, döviz cinsinden işlem gerektiren ithalat ve ihracat

⁵⁵ MOFFETT, H. M. STONEHILL, A. I., EITEMAN, D. K., a.g.e., s. 170

⁵⁶ ÖZDEMİR, Letife Mühsürler, “İşletmelerde Döviz Kuru Riskinden Korunma Yöntemleri: İMKB’de İşlem Gören İmalat İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma, T.C.Afyonkarahisar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Afyon, Haziran, 2005, s.18

sözleşmeleridir. Sözleşmenin yapılması ile daha sonraki ödeme tarihi arasında geçecek süredeki olası bir kur değişikliği firmanın nakit akımlarında olumlu ya da olumsuz yönde değişiklikler meydana getirir. Diğer bir örnekte dövizle bağlı borç alma sözleşmeleridir.⁵⁷

Korunma (hedging), para piyasasını kullanma, Özel Çekme Hakkı (SDR) gibi kaydi para kullanma ve döviz futures sözleşmeleri veya döviz opsiyonlarıyla türev araçlar piyasasında döviz riskine karşı korunma firmaların işlem riskine karşı kullanabilecekleri dört temel yöntemdir.⁵⁸

1.1.3.2.1.2. Ekonomik Risk

Rekabet riski ya da stratejik risk⁵⁹ olarak da bilinen ekonomik risk, döviz kurunda oluşan beklenmedik değişikliklerin, işletmenin gelecekteki nakit akışlarındaki ve piyasa değerindeki değişimleri yansıtır.⁶⁰ Ekonomik risk, muhasebe ve işlem riskine nazaran daha geniş kapsamlı olup, firmaların birbirine karşı olan rekabetçi pozisyonlarını etkilemek şeklinde ortaya çıkmaktadır.⁶¹ Ekonomik risk, döviz kurundaki değişimin bir sonucu olarak işletmenin ve rakiplerinin satış fiyatlarındaki, satış hacmindeki ve hammadde maliyetlerindeki değişimlerden ortaya çıkar, dolayısıyla da işletmenin bütün fonksiyonlarını etkiler.⁶²

Ekonomik risk, faaliyetlerin çeşitlendirilmesi hususundaki firma politikaları değiştirilerek yönetilebilir. Öncelikle ekonomik risk, ya ürünler ya da ülke bazında satışlar çeşitlendirilerek azaltılabilir. İkinci olarak, üretim

⁵⁷ AYVA, Abdullah, “Türk Bankacılık Sektöründe Döviz Kuru Riski ve Yönetimi”, T.C. Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü İşletme Eğitimi Anabilim Dalı Bankacılık Eğitimi Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2007, s.74-75

⁵⁸ BAKER, James C., “International Finance, Management, Markets and Institutions”, Prentice-Hall Inc., 1998 s. 107

⁵⁹ MOFFETT, H. M. STONEHILL, A. I., EITEMAN, D. K., a.g.e., s. 170

⁶⁰ ÖZDEMİR, Letife M., a.g.t., s.20

⁶¹ AYVA, A., a.g.t., s.75

⁶² ÖZDEMİR, Letife M., a.g.t., s.20

faktörleri çeşitlendirilmesi ekonomik riski azaltabilir. Diğer bir ifadeyle, firma farklı ülkelerden mal veya yarı mamul satın alabilir. Üçüncüsü işlem riski, üretim yerlerinin değiştirilmesiyle/çeşitlendirilmesiyle azaltılabilir. IBM gibi şirketler ile otomotiv sanayi bu yöntemi kullanmaktadır. Dördüncü ve son olarak, firma finansman kaynaklarını çeşitlendirerek işlem riskini azaltabilir.⁶³

1.1.3.2.1.3. Muhasebe Riski

Muhasebe riski, yabancı para ile gösterilmiş varlıkların ve kaynakların ülke parasındaki değerinde değişimler sonucunda işletmenin defter değerindeki değişimdir. Bir başka ifadeyle muhasebe riski, döviz kurlarındaki değişim sonucunda konsolide finansal tablolardaki bir değişim olarak tanımlanır.⁶⁴ Bu tür risk farklı ülkelerde şubeleri bulunan işletmeler için söz konusudur. Farklı ülkelerde faaliyette bulunan şubeler muhasebe kayıtlarını yerel ülkenin para birimi ile tutmaktadırlar. Özellikle yılsonlarında olmak üzere belirli dönemlerde ana şirketlerin konsolide bilançoları hazırlanırken, söz konusu kayıtların ana şirketin bağlı bulunduğu ülkenin para birimine çevrilmesi gerekir. Bu işlemde farklı kurlar kullanıldığı için şirketin değerinde bir değişime neden olabilmektedir.

Muhasebe riskinin en aza indirilmesinde kullanılan temel teknik bilanço korunmasıdır (Balance sheet hedge). Bilanço korunması bir firmanın konsolide bilançosundaki korunmasız yabancı paralı varlıkların ve borçların eşit olmasını gerektirir. Eğer her bir yabancı para için bu durum başarlarsa, net muhasebe riski sıfır olacaktır. Kurlardaki bir değişim riske açık borçların değerini varlıkların değerindeki değişmeye eşit fakat zıt yönde değiştirir.⁶⁵

Bazı firmalar bu yöntemi forward piyasalarda kullanmışlardır. Böyle bir hareket, bir nakit karın dönüştürmeden kaynaklanan parasal olmayan

⁶³ BAKER, J. C., a.g.e., s. 107

⁶⁴ ÖZDEMİR, L. M., a.g.t., s.21

⁶⁵ MOFFETT, H. M. STONEHILL, A. I., EITEMAN, D. K., a.g.e., s. 231

kayıpları dengeleyeceği beklentisiyle yapılır. Başarı gelecekte döviz kurlarının kesin tahminine bağlıdır.

Bilanço korunmasının maliyeti göreceli borçlanma maliyetlerine bağlıdır. Eğer kur riski için düzeltmeden sonraki döviz borçlanma maliyetleri anapara birimi borçlanma maliyetlerinden yüksek olursa, bilanço korunması daha maliyetli olur.⁶⁶

1.1.3.2.2. Politik Risk

Politik risk, firmaların faaliyetlerinin, yatırım kararlarının dolayısıyla beklenen nakit akımlarının, ev sahibi ülke hükümetlerinin uyguladıkları politikalar sonucunda değişiklik gösterme olasılığıdır.

1.1.3.2.2.1. Savaş- Etnik Çatışmalar

Ülkelerde yaşanan savaş ve/veya etnik çatışmalar doğal olarak çokuluslu şirketlerin faaliyetlerini de etkilemektedir. Bu nedenle de ülkedeki şiddet olayları çokuluslu işletmeler için önemli bir risk grubunu oluşturmaktadır.

1.1.3.2.2.2. Korumacılık

Korumacılık, ulusal hükümetler tarafından, tasarlanan belirli endüstrileri dış rekabetten koruma çalışması olarak belirtilebilir.⁶⁷ Korunan endüstriler genellikle savunma, tarım ve genç endüstrilerdir. Hükümetler, ülke için stratejik öneme sahip sektörlerde yabancı şirketlerin kendi başlarına veya büyük ortak olarak faaliyet göstermelerini istemezler ve bunu sağlamak üzere

⁶⁶ MOFFETT, H. M. STONEHILL, A. I., EITEMAN, D. K., a.g.e., s. 231

⁶⁷ MOFFETT, M. H., SOTENHILL, A.I., EITEMAN, D.K., a.g.e. s.391

gerekli yasal düzenlemeleri yaparlar. Bu durum da doğal olarak çokuluslu şirketlerin faaliyetlerini ve yatırım kararlarını etkilemektedir.

1.1.3.2.2.3. Kamulaştırma Riski

Kamulaştırma riski, hükümetler veya kamu tüzel kişileri tarafından kamu yararı için özel mülkiyete ait mallara el konulması olasılığı olarak ifade edilebilir. Kamulaştırma riski, çokuluslu şirketlerin yatırım kararlarını etkileyen önemli risklerden birisidir. Hükümetler kamulaştırma yapmak için muazzam yetkilere sahiptirler. Kamulaştırma bazı durumlarda hükümet tarafından tazmin edilebileceği gibi bazı durumlarda da bedelsiz olarak gerçekleştirilir.⁶⁸ Ancak uluslararası düzenlemelerde kamulaştırma konusunda hükümetlere yaptırımlarda söz konusu olmaktadır. Bu risk türü MIGA gibi uluslararası sözleşmeler ile OPIC gibi kurumlar tarafından sigorta kapsamına alınmıştır.

1.1.3.2.2.4. Transfer Riski

Transfer riski, çokuluslu işletmelerin fonları ev-sahibi ülkeye veya ülke dışına transfer edebilmelerindeki sınırlamalar olarak açıklanmıştır. Bir hükümet, dövizin gittikçe azaldığında ve yeni yabancı yatırımlar çekmek için yeterli fonlar bulamadığında, genellikle yabancı paranın ülke dışına hareket etmesini sınırlandırır. Buradaki sınırlama, “bloke edilmiş fon” olarak bilinir. Teoride bu konuda, yabancı ortaklı firmalara karşı ayırım yapılmaz, uygulamada ise, yabancı firmalar, yabancı ortaklığından dolayı daha fazla tehlike altındadırlar. Dövizde meydana gelen azalmanın boyutuna bağlı olarak, ev sahibi hükümet, fonların yurtdışına transferlerini onaylamaya ihtiyaç duyabilir, böylece kıt olan dövizin lüks mallar yerine ihtiyaç duyulan alanlarda kullanılmasında bir önceliğin belirlenmesinde doğru olarak birikmiş olur. Çok güç şartlar altında hükümet, ülkenin parasını diğer paralara

⁶⁸ BAKER, J. C., a.g.e., s. 125

dönüştürülemez yapabilir. Bunun sonucunda da fonların yurt dışına çıkışı tamamen engeller. Bu pozisyonlar; kar payının zamanlamasını ve boyutunu, borç amortismanını, hakları ve hizmet ücretlerini sınırlandıran politikalar. Sonuç olarak hükümetlerin fonların hareketlerini kısıtlaması politik riski artırmaktadır.

Çokuluslu işletmeler, bloke edilmiş fonların varlığı karşında üç durumda tepki gösterebilirler.

1. Yatırım yapmaya öncelik veren firma, yatırımdan beklenen getiri, arzu edilen yerel finansal durum ve şubeleriyle optimal bağlantılar üzerinden blokeli fonların etkisini analiz edebilir.
2. Operasyonları boyunca firma, yeniden pozisyon alma tekniklerinin bir çeşidini kullanarak, fonlarını transfer ettirmeyi deneyebilir.
3. Blokeli fonlar, yerel ülkede, enflasyon veya dövizin değeri kaybetmesinden dolayı fonların gerçek değerinin düşmesini engelleyecek bir tarzda yeniden yatırıma dönüştürülebilir.⁶⁹

1.1.3.2.2.5. Ekonomik Altyapı ve Makroekonomik Dengesizlikler

Ülkelerin ekonomik altyapıları ile makroekonomik dengelerinin sağlanmış olup olmaması yatırım kararlarını etkileyen unsurlardır. Makroekonomik dengelerin göreceli olarak sağlanmış olması, diğer bir ifadeyle ülkede gerek siyasi gerekse ekonomik istikrarın tesis edilmesi, doğrudan yabancı yatırımların artmasını sağlayacaktır. Makroekonomik dengesizliklerin sonucu olarak yatırımcılar, yüksek enflasyon ve faiz oranlarının hüküm sürdüğü bir ortamda doğal olarak, yeni yatırım yapmak

⁶⁹ MOFFETT, M. H., SOTENHILL, A.I., EITEMAN, D.K., a.g.e. s.391

istememezler. Aynı şekilde şirketlerin devam eden yatırımlarından sağladıkları nakit akışları değişir ve bu durum da firmaların değerleri üzerinde de olumsuz şekilde etkilenebilir.

Bir ülkenin ekonomik altyapısı, o ülkenin özel ve kamu kurumları ve fonksiyonları açıklanır. 1997-1998 Asya krizinde⁷⁰ ve son olarak 2008 yılında ABD’de patlak veren Mortgage Krizinde bankacılık sistemlerinin başarısız olmamaları sadece o ülkeleri değil bütün dünyayı olumsuz anlamda etkilemiştir.

1.1.3.2.3. Sosyo-Kültürel Riskler

Sosyo-kültürel riskler, ülkenin sosyal ve kültürel yapısından kaynaklanan risklerdir. Sosyo-kültürel farklılıklar, aşağıda da kısaca açıklandığı üzere, dörtlü bir sınıflandırmaya tabi tutulabilir.

1.1.3.2.3.1. Dini Miras

Ülkelerin dini yapıları, ülkelerinin temsilcisi olarak görülen çokuluslu şirketlerin faaliyetlerini etkilemektedir. Dini farklılıklardan dolayı çokuluslu şirketlerin faaliyet göstermelerine engel olunmaktadır. Buna rağmen, çokuluslu şirketler, özellikle petrol, doğalgaz, mineraller ve orman ürünleri gibi doğal ve işlenebilir kaynak sektörlerinde yeni oluşan piyasalarda başarılı faaliyetler gerçekleştirmişlerdir.⁷¹

1.1.3.2.3.2. İnsan Kaynakları Standartları

⁷⁰ MOFFETT, H. M. STONEHILL, A. I., EITEMAN, D. K, a.g.e., s.388

⁷¹ MOFFETT, H. M. STONEHILL, A. I., EITEMAN, D. K, a.g.e., s.389

Çokuluslu şirketlerin yatırım kararı alırken göz önünde bulundurmaları gereken bir husus da yatırım yapılacak ülkenin insan kaynaklarının yapısıdır. Diğer bir ifadeyle ev sahibi ülkenin işgücü yapısıdır.

Çokuluslu şirketler çoğunlukla ev sahibi ülkeler tarafından yabancı göçmenlerin çalıştırılması yerine bu ülkelerin vatandaşlarının belirli bir oranını işe almaya zorlanabilirler. Sıklıkla ev sahibi ülkenin çalışma kanunları ve uluslararası sözleşmeler yüzünden yerli işçileri işten çıkarmak çok zordur. İş çevrelerine tepkilerin boyutunu azaltma esnekliğinin eksikliği hem çokuluslu işletmeleri hem de yerli rekabetçileri etkiler.

Kültürel farklılıklar, çokuluslu şirketin istihdam politikalarına da engel olabilir. Örneğin, Ortadoğu ülkelerindeki yerli çalışanlar ve yöneticiler tarafından bir bayan yöneticinin kabul edilmesi çok zordur.⁷²

1.1.3.2.3.3. Ortaklık Yapısı

Tarihsel olarak çokuluslu şirketler, birçok ülkedeki yabancı şubelerinin sahipliğini, yerli firmalarla veya kişilerle paylaşmaya gereksinim duymuşlardır. Böylelikle ortak riskler yalnızca bir çokuluslu şirketin bazı ev sahibi ülkelerde faaliyetlerini yürütebildiği yoldur. Çoğunlukla yeterli ortaklığa ihtiyaç duyulduğu önemli ülkeler, Japonya, Meksika, Çin, Hindistan ve Kore'dir. Bu gereksinim son yıllarda söz konusu ülkeler ve diğerleri tarafından, ortadan kaldırılmış veya yeniden uyarlanmış. Yine de belirli endüstrilerdeki firmalar hala ya ortaklıktan tamamen ayrı tutulmaktadırlar ya da küçük ortak olmayı kabul etmektedirler. Bu endüstriler tipik olarak, ulusal savunma, tarım, bankacılık ve ev sahibi ülke için kritik konumda sayılan diğer endüstrilerdir.⁷³

⁷² MOFFETT, H. M. STONEHILL, A. I., EITEMAN, D. K, a.g.e., s. 389

⁷³ MOFFETT, H. M. STONEHILL, A. I., EITEMAN, D. K, a.g.e., s.388-389

1.1.3.2.3.4. Entelektüel Mülkiyet Hakları

Bazı ev sahibi ülkelerde hileli işler tarihsel olarak hem çokuluslu şirketlerin hem de bireylerin entelektüel mülkiyet haklarını ihlal etmişlerdir. Entelektüel mülkiyet hakları, sadece patentli teknolojinin ve telif hakları alınmış yaratıcı araçların/materyallerin özel kullanımını ifade eder. Patentli Teknolojiye örnek olarak, tek olarak üretilen ürünler, süreç teknolojileri ve farmasotikal ilaçların reçeteleri verilebilir. Telif hakkı olan araçlara örnek olarak ise; yazılım programları, eğitsel araçlar ve eğlence ürünleri verilebilir.

Çokuluslu şirketler ve bireyler yasal süreçle birlikte kendi entelektüel mülkiyet haklarını korumaya gereksinim duyarlar. Yine de bazı ülkelerde mahkemeler tarihsel olarak, birinin entelektüel mülkiyet hakkının korunması konusunda bir şey yapamamaktadırlar. Bu ülkelerde yasal süreç maliyetli ve rüşvetin gölgesi altındadır.⁷⁴

1.1.3.3. Küresel Riskler⁷⁵

Bu tür riskler proje ve ortaklık aşamasında çokuluslu işletmeleri küresel düzeyde etkilemektedirler. Terörizm, küreselleşme karşıtı hareketler, yoksulluk ve çevresel kaygılar küresel risklere örnek olarak gösterilebilirler. Çokuluslu işletmeler faaliyetlerinden dolayı uluslararası düzeyde tepki görmektedirler. Örneğin, çokuluslu işletmeler yatırım yaptıkları ülkelerde nitelikli işgücü istihdam ettikleri ve bunun sonucunda da vasıfsız işgücünü üretim sürecine katmayarak, ev sahibi ülkede işsizliği arttırdıkları veya aynı şekilde çevresel kaygılar ön plana çıkarılarak, yatırımlarını çevre konusunda daha az sınırlamalar yapan ülkelere yaptıkları ve çevresel zararlara yol açtıkları gibi konularda suçlanmakta ve tepki çekmektedirler.

⁷⁴ MOFFETT, H. M. STONEHILL, A. I., EITEMAN, D. K, a.g.e., s.391

⁷⁵ MOFFETT, H. M. STONEHILL, A. I., EITEMAN, D. K, a.g.e. s. 392-394

Çokuluslu şirketler, merkezlerinin bulundukları ülkelerin temsilcileri ve bu anlamda prestijleridirler. Bundan dolayı mensubu oldukları ülkelere olan tepkiler, ÇUŞ'lara da yansımaktadır. Sonuç olarak çokuluslu şirketlere karşı gösterilen bu tür tepkiler, şirketlerin sadece tek bir ülkedeki yatırımlarını değil, bütün organizasyon yapılarını da etkilemektedir. Çokuluslu şirketler küresel risklerle mücadele etmek için yeterli araçlara sahip olmadıklarından, ev sahibi ülke hükümetleriyle işbirliği içinde çalışmalıdırlar.

1.2. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

1.2.1. Tanımı ve Önemi

Ülkeler başlıca hedefleri olan, kalkınma ve büyümeyi sağlayabilmek için birtakım yatırımlar yapmak zorundadırlar. Bu yatırımların finanse edilmesi için sermayeye gereksinim duyulmaktadır. Sermaye ise tasarruflardan karşılanmaktadır. Ancak özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yatırımları finanse edebilecek kadar sermaye birikimi bulunmamaktadır. Diğer bir ifadeyle, bu ülkelerde tasarruf açıkları oluşmaktadır. Söz konusu tasarruf açıkları karşısında dış finansman ihtiyacı doğmaktadır. Dış finansman ihtiyacı da ya kısa vadeli ve ülke açısından riskli olan borçlarla ya da uzun vadeli sermaye yatırımlarıyla giderilmektedir. Bu durum da ülkeler açısından yabancı sermayenin önemini artırmaktadır.

Gelişmiş ülkeler rekabet güçlerini artırmada gerekli olan daha ucuz işgücü ve hammadde, daha uygun yasal düzenlemeler ve vergilendirme sistemini ve şartlarını elde edebilmek için sermaye ve teknoloji transferi yoluna gitmektedirler.

Gelişmekte olan ülkelerin ise en önemli sorunları sermaye ve teknoloji yetersizliğidir. Düşük satın alma gücü, iç tasarrufların yetersizliği ve döviz darboğazı yerli sanayinin gelişimini ve rekabet gücünün artmasını

engellerken, gelişmiş ülkelerin standartlarına göre esnek mevzuat, ucuz işgücü ve diğer uygun koşullar da yabancı sermaye için uygun bir ortam hazırlamaktadır.

OECD normlarına göre, Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY), bir ülkede yerleşik kişi ya da kurumların bir başka ülkede kalıcı çıkar elde etme amacını yansıtmaktadır. Kalıcı çıkar kavramı yabancı sermaye yatırımcı ile yatırım ve yatırımın kontrolü konularında uzun dönemli bağlılığı ifade etmektedir.⁷⁶

Bir başka tanıma göre; DYY, bir şirketin üretimini, kurulu bulunduğu ülkenin sınırlarının ötesine yaymak üzere, ana merkezin dışındaki ülkelerde üretim tesisi kurması veya var olan bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini artırmak yoluyla yapılan yatırımlardır.⁷⁷ Tanımından da anlaşılacağı üzere, DYY'ler, ülkeler arasında sermaye transferlerinin bir piyasa işlemi olmadan, bir ülkeden diğerine aktarılması şeklinde olmaktadır.⁷⁸ Dünyada DYY hacminden çokuluslu şirketler (ÇUŞ) sorumludurlar. Diğer bir ifadeyle, doğrudan yabancı yatırımlar ÇUŞ'lar tarafından yapılmaktadır. Burada yatırım yapan şirkete, ana şirket, bir ana merkeze bağlı olarak ülke sınırları dışında faaliyet gösteren şirkete yavru şirket, yabancı sermayeli şirket veya şube denilmektedir. DYY'lar, yeni veya ek (Greenfield) yatırımlar ile birleşme ve satın alma işlemleriyle yapılmaktadır.

Doğrudan yabancı yatırımların en önemli özelliklerinden birisi, yatırımcıların yalnızca bağlı şirketin mülkiyetini elinde bulundurmakla

⁷⁶ DEMİRCAN, Hayrettin, "Dünyada ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejileri", Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Mart 2003, s.1.

⁷⁷ AKDOĞAN, D. Melek, "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ücretler ve İstihdam Üzerindeki Etkileri", Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Şubat, 2007, s.5

⁷⁸ UYSAL, İsa, "Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Türkiye Açısında Doğrudan Yabancı Yatırımların Analizi ve Değerlendirilmesi" T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Uluslararası İktisat Bilim Dalı, Yüksek lisans Tezi, Ankara, 2003 s.5

kalmamaları, aynı zamanda onun yönetimini de denetimleri altında bulundurmalarıdır.⁷⁹ Dışarıdaki işletme genellikle ana şirketin elindeki teknoloji, ticari sırlar, yönetim bilgileri, ticaret unvanı ve öteki kolaylıklardan yararlanır. Karşılığında ise; kısmen ya da tamamen kazanılan karları, hammadde, yarı mamul veya mamulleri ana merkeze aktarır.⁸⁰

4875 sayılı “Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu”nda DYY, yabancı yatırımcı tarafından,

1) Yurt dışından getirilen;

- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasıncı alım satımı yapılan konvertibl para şeklinde nakit sermaye,
- Şirket menkul kıymetleri (Devlet tahvilleri hariç),
- Makine ve teçhizat,
- Sinaî ve fikrî mülkiyet hakları,

2) Yurt içinden sağlanan;

- Yeniden yatırımda kullanılan kâr, hâsılat, para alacağı veya malî değeri olan yatırımla ilgili diğer haklar,
- Doğal kaynakların aranması ve çıkarılmasına ilişkin haklar, gibi iktisadî kıymetler aracılığıyla;

⁷⁹ OKSAY, Suna, “Çokuluslu Şirket Teorileri Çerçevesinde, Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek, Değerlendirilmesi”,

<http://foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/ocak98/cokulus.htm>, 10.09.2007

⁸⁰ SEYİDOĞLU, Halil, **Uluslararası İktisat**, Güzem Can Yayınları No:20, 15. Baskı, İstanbul, 2003, s.718

i) Yeni şirket kurmayı veya şube açmayı,

ii) Menkul kıymet borsaları dışında hisse edinimi veya menkul kıymet borsalarından en az % 10 hisse oranı ya da aynı oranda oy hakkı sağlayan edinimler yoluyla mevcut bir şirkete ortak olmayı ifade etmektedir.

1.2.2. Doğrudan Yabancı Yatırım Türleri

Çokuluslu şirketlerin doğrudan dış yatırıma karar verirken başlıca yöntemler;

1.2.1. Ortak Girişim (Joint Venture),

1.2.2. Şirketler Arası Birleşmeler,

1.2.3. Stratejik Birleşmelerdir.

1.2.2.1. Ortak Girişim (Joint Venture)

Ortak girişim, hukuken ve iktisaden birbirinden bağımsız birden fazla gerçek veya tüzel kişiliğin belirli bir işi ya da süreklilik arz eden bir faaliyeti bir ticaret ortaklığı kurarak veya böyle bir ortaklık söz konusu olmaksızın gerçekleştirmek ve kazanç elde etmek amacıyla bir sözleşme çerçevesinde bir araya gelmeleri ve o faaliyetin rizikolarından her birinin müteselsilen sorumluluk altına girmeleri suretiyle üstlenmeleridir.⁸¹

⁸¹ ERGÜN, Caner, “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Işığında Ortak Girişimler”, T.C. Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2007, s.45

Ortak girişim; yeni bir işe başlamanın yüksek riskini azaltması, küçük işletmelere büyük şirketlerle rekabet etme ve onlar arasında yaşama şansı vermesi ve yeni teknolojileri kolayca elde edebilme imkanı vermesi sebebiyle işletmelere cazip gelmektedir.⁸² Bu tür yatırımlar çoğu zaman bir işletmenin tek başına yapamayacağı yatırımları gerçekleştirmek için uyguladıkları yöntemdir. Bununla birlikte bazı durumlarda, ev sahibi ülke tarafından zorunlu kılınabilmektedir. Ev sahibi ülke hükümetleri, yerli firmaların yabancılarla ortaklığa girerek bilgi ve deneyimlerini artırmalarını amaçlarlar.⁸³

Ortak girişimler genellikle aşağıda belirtilen dört amaçtan birini gerçekleştirmek için oluşturulurlar. Bu amaçlar,

- Firmanın mevcut faaliyetlerini güçlendirmek,
- Firmanın ürünlerini yeni pazarlara sokmak,
- Firmanın mevcut pazarlarda satabileceği yeni ürünler elde etmek,
- Yeni faaliyetlerle çeşitleme yapmaktır.

1.2.2.2. Şirketler Arası Birleşmeler

Birleşme iki ya da daha fazla şirketin tüm kaynaklarını bir araya getirerek, hukuki varlıklarını kaybetmeleri ve ortaya yeni bir işletme olarak çıkmaları stratejisidir. Şirket birleşmeleri aynı zamanda şirket evlilikleri diye adlandırılmaktadır.⁸⁴

⁸² KURTARAN, Ahmet, “Doğrudan Yabancı Yatırım Kararları”, T.C. Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Programı, Yüksek Lisans Tezi, s.Trabzon 2003, s.15

⁸³ SEYİDOĞLU, H. a.g.e. s.721

⁸⁴ KURTARAN, A., a.g.t s.15

Ekonomik ve mali küreselleşme süreci de şirket evliliklerini hızlandırıcı etki yapmıştır. Böylece şirketler birbirinin teknolojik ve yönetim deneyimleri ile sermaye kaynaklarından yararlanarak rekabetçi güçlerini artırmakta ve dünya piyasalarından daha büyük pay alabilmektedirler.⁸⁵

1.2.2.3. Stratejik Birleşmeler

Sınır ötesi stratejik birleşmenin en kolay yolu, iki firmanın hisse senetlerinin belirli bir bölümünü birbirleriyle değiş tokuş etmesidir. Firmaların amacı, hisse senetlerinin dost ve güvenilir ellere geçmesini sağlamaktır. Ama yalnızca hisse senetlerinin değişimi aslında bir doğrudan dış yatırım değil, portföy yatırımı niteliğindedir.

Daha geniş kapsamlı bir stratejik birleşme şeklinde ise, taraflar hem hisse senetlerini değiştirir, hem de mal ve hizmet üretimi amacıyla ortak bir girişim kurarlar. Stratejik birleşmeler, özellikle AR-GE masraflarının yüksek olduğu ve piyasaya girişte zamanlamanın önem taşıdığı ileri teknoloji ürünleri için daha uygun bir yaklaşımdır.⁸⁶

1.2.3. Doğrudan Yabancı Yatırımların Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri

1.2.3.1. Mili Gelir Üzerindeki Etkisi

Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ekonomik sorunların başında kaynak yetersizliği gelmektedir. Kaynak yetersizliğinin yaşanması, kalkınma için gerekli olan yatırımların yapılamamasını beraberinde getirmektedir. Bu sorunun aşılabilmesi için, diğer bir ifadeyle, yatırımların finanse edilmesi için dış kaynaklara yönelmek gerekmektedir. Hükümetler dış kaynağın

⁸⁵ SEYİDOĞLU, H. a.g.e. s.722

⁸⁶ SEYİDOĞLU, H. a.g.e. s.723

sağlanmasında borçlanma yerine, ülkeye daha güvenli olduklarına inandıkları sermaye çekmek istemektedirler ve bu konuda çeşitli teşvik sistemlerini kullanmaktadırlar. Yabancı sermayedarın getirdiği sermaye ile yapılan yatırımlar ve bu yatırımlardan elde edilen gelirler ile yatırımların yapılması üretimde kapasite genişlemesine neden olur.⁸⁷ Ayrıca yabancı sermaye yatırımları ile ülkeye gelen yeni teknolojiler sayesinde çağdaş yöntemlerle ürünlerin üretilmesini sağlar. Dolayısıyla doğrudan yabancı sermaye yatırımları ülke içinde üretim yaptığı için ev sahibi ülkenin milli gelirine katkıda bulunmaktadır. Bu üretim miktarı ülkenin GSMH'sine dahildir. Ancak burada dikkat edilmesi gereken nokta, yabancı sermayenin üretimde kullandığı girdileri kendisinin üretilip üretilmediğidir. Eğer ithal edilen girdiler varsa bunlar ülkenin GSMH'den düşülür.⁸⁸

$$\text{Net Fayda/Maliyet} = (F+R^*+V)-N+L/E$$

F: Üretim faktörlerine yapılan toplam yatırımlar,

R*: Yabancı sermayenin gelir vergisini ödedikten sonra kalan gelir,

V: Bağlı şirketin ev sahibi ülkeye ödemiş olduğu gelir vergileri,

N: Yerli üretim faktörlerinin fırsat maliyetleri,

L: Net dışsal ekonomiler,

E: Yabancı üretim faktörlerine yapılan ödemeler ile transfer ödemeleri.

Net Fayda/Maliyet oranı birden büyük olursa, yabancı sermayenin ülke ekonomisine katkısı kendi maliyetinden daha fazla olur. Tam tersine oran birden küçük olursa, bu durumda yapılan tüm doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ev sahibi ülke ekonomisine katkıda bulunacağı söylenemez.

⁸⁷ AKSU, N., a.g.t., s.44.

⁸⁸ GÜNEŞ, C., a.g.t., s.45-47

1.2.3.2. Ödemeler Dengesi Üzerindeki Etkisi

Çokuluslu şirket yatırımlarının ev sahibi ülkenin ödemeler bilançosuna doğrudan etkileri olduğu gibi dolaylı etkileri de söz konusu olabilir. Doğrudan etkiler döviz gelirlerini ve döviz giderlerini içermektedir. Dolaylı etkiler ise, yatırım yapıldıktan sonra belli bir sürede ortaya çıkan ekonomik değişikliklerle ilgilidir. Çokuluslu şirket yatırımı sonucu ev sahibi ülkenin gelir düzeyinin yükselmesiyle ithalat eğiliminin ortaya çıkması dolaylı etkilere örnek olarak gösterilebilir.⁸⁹

Ülkeye yatırım için gelen yabancı sermaye öncelikle ülkenin ödemeler dengesine olumlu etkide bulunur. Üretime geçtiği andan itibaren ise, gerek ihracat gerekse ithal ikamesi yoluyla ödemeler dengesine olumlu etkiye devam ederken, diğer taraftan üretimde kullanılan ithal girdiler, kar transferleri, lisans ve diğer yabancı faktör ödemeleri ödemeler dengesi üzerinde olumsuz etkiler yaratır. Ayrıca, yabancı sermayeli şirket, tasfiye kararı verdiğinde veya ortaklık payını yerli sermayedara devrettiğinde önemli miktarda sermaye transferi gerçekleştirerek, ödemeler dengesi üzerinde yine olumsuz bir etkide bulunabilir.⁹⁰ Çokuluslu şirket yatırımlarının ödemeler bilançosunda olumlu etki yaratabilmesi için, döviz kazandırıcı nitelikteki ithal ikamesi ve ihraç gelirinin, yabancı üretim faktörlerinin payı, girdi ithalatı için ödenen döviz miktarı, transfer edilen karlar ve döviz olarak gelen sermaye ile yatırımların amortisman değerleri arasındaki farkı aşması gerekir.⁹¹

1.2.3.3. İstihdam Üzerindeki Etkisi

İşsizlik ülkelerin karşı karşıya oldukları ekonomik ve sosyal bir sorundur. İşsizliğin kronikleştiği, sürekli hale geldiği toplumlar pek çok açıdan

⁸⁹ GÜNSOY; s.20

⁹⁰ GÜNEŞ, C. A.g.t. s.47-48

⁹¹ GÜNSOY, a.g.t. s.21

olumsuzluklar yaşamaktadırlar. İşsizliğin doğrudan neden olduğu kayıp, üretim kaynaklarından bir kısmının üretime katılamamasından kaynaklanmaktadır. Toplam üretim potansiyel düzeyin altında gerçekleşmektedir. Bu durum da kısıtlı olan kaynakların etkili ve verimli bir şekilde kullanılmamasına ve dolayısıyla ülkelerin gerekli büyüme ve kalkınmayı sağlayamamalarına neden olmaktadır. İşsizlik ayrıca gelir eşitsizliğini ve yoksulluğu da artırır. Bu durum da emeğin verimliliğini de etkilemektedir. İşsizliğin hüküm sürdüğü dönemlerde işçilerin vasıf ve yeteneklerini tam olarak kullanamaması nedeniyle ülkedeki işgücü kalite yönünden de olumsuz şekilde etkilenmektedir. Bu nedendir ki, bu sorun hükümetlerin her zaman gündeminde kalmış ve işsizliğin azaltılması, dolayısıyla istihdamın artırılması yönünde politikalar üretilmiştir. Bu kapsamda yabancı sermaye ülkeye çekilme konusunda teşvik edilmiştir.

Küresel rekabet ÇUŞ'ları uluslararası pazara tek bir merkezde üretim yapıp ihraç etmek suretiyle erişmek yerine, müşterilerin olduğu yerde, yani pazarın bulunduğu yerde çok fabrikalı bir yapılanmaya götürmektedir. Bu yapılanma yabancı sermayenin istihdama olan etkisini özellikle geliştirmekte olan ülkeler açısından öne çıkarmaktadır.⁹²

Dünyada hızla artan rekabet yalnızca ÇUŞ'da istihdam azalmasına neden olmamakta, aynı zamanda ulusal firmalarda da istihdam azalmasını zaruri kılmaktadır.⁹³

Yabancı yatırımlarının ev sahibi ülkelerdeki istihdam etkileri ülkenin gelişmişlik durumuna göre değişiklik arz etmektedir. Gelişmekte olan ülkeye (GOÜ) gelen yabancı sermaye o ülkenin yetersiz olan sermaye açığını kapatmakta, borç riskinden kurtarmakta, yeni teknolojiler, getirerek ihracat

⁹² CÖMERT, Faruk, "İstihdam Sorunu ve Yabancı Sermaye", Hazine Dergisi, sayı 13, s.2, http://www.hazine.gov.tr/yayin/Sureli_Yayinlar/Hazine_Dergileri/Sayi13/faruk.pdf, 10.09.2007

⁹³ CÖMERT, F, a.g.m. s.3

imkanlarını geliştirmekte ve yönetim anlayışlarını değiştirmektedir.⁹⁴ Doğrudan yabancı yatırımların istihdama doğrudan ve dolaylı olarak önemli etkileri mevcuttur.

DYY”nin istihdama doğrudan etkileri, yabancı sermayenin geliş şekline ve yöneleceği sektöre bağlıdır. Örneğin, yabancı yatırımcıların zaten mevcut olan şirketleri satın alma yoluyla yerli pazara girmeleri, istihdam da istenilen artışı sağlamamaktadır. Bununla birlikte, yeni bir şirket kurulması, istihdam seviyesi üzerinde olumlu etkiler doğurmaktadır.

Endüstri kesimine gelen yabancı sermayenin ülkenin istihdamına olumlu bir katkıda bulunacağı söylenebilir. Ancak burada da teknolojinin emek veya sermaye yoğun olması yatırımın istihdam etkisinin geniş veya sınırlı kalmasını belirleyecektir.⁹⁵

Burada belirtilmesi gereken bir diğer husus da, yabancı yatırımların istihdama etkilerinin ev sahibi ülkenin iç dinamiklerine bağlı olduğudur. Çokuluslu şirketler yatırım zamanı genellikle ana merkezin bağlı olduğu ülkenin vatandaşlarını götürmek istemektedirler. Bu durum karşında hükümetler, yerli istihdamın artırılması için yabancı istihdamı sınırlandırma yoluna gidebilmektedirler.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının dolaylı istihdama etkisi genel olarak iki şekilde olmaktadır. İlk olarak, çokuluslu şirketlerin pazarlara girmesi, ev sahibi ülkede rekabet ortamının oluşmasına katkıda bulunmaktadır. Ülkede rekabetin artması sebebiyle yerli firmalar, göreceli olarak üstünlüğe sahip olan çokuluslu şirketlerle karşı karşıya kalmaktadırlar. Yerli şirket bu ortamda çokuluslu şirketlerle rekabet edebilecek donanımına sahip olamazlarsa, doğal olarak, maliyetlerini düşürmek için öncelikle işten çıkarma yöntemine başvuracaklardır. Bu da istihdamın azalması sonucunu

⁹⁴ AKDOĞAN, D., Melek, a.g.t. s.41

⁹⁵ UYSAL İ., a.g.t. s.37-38

doğuracaktır. DYY'nin istihdama dolaylı olarak ikinci etkisi ise, sahip oldukları bilgi ve teknolojiyi kullanabilecek personelin yetişmesini sağlamalarıdır. Bu yolla hem kendi ihtiyaçları hem de uzun vadede ev sahibi ülke açısından kalifiye işgücü ihtiyacının azaltılması şeklindedir.

Kısacası, yabancı sermaye yatırımlarının ev sahibi ülkenin istihdamını olumlu yönde etkileyebilmesi için yatırımların, yerli sanayi ile bütünlük sağlayacak şekilde olması, işgücü kalitesini artırması ve en önemlisi emek yoğun teknolojilere sahip olması gerekmektedir.⁹⁶

1.2.3.4. Teknoloji Üzerindeki Etkisi

Teknoloji, ülkeler için büyüme ve kalkınmanın vazgeçilmez unsurudur. Günümüz dünyasında yaşanan yoğun rekabet ortamında hem ülkeler hem de firmalar, varlıklarını sürdürebilmek ve rekabet üstünlüğü elde edebilmek için yüksek teknolojiye sahip olmak zorundadırlar.

Gelişmiş ülkeler ve bunlara bağlı çokuluslu şirketler, sahip oldukları yönetim bilgisi ve güçlü sermaye yapılarıyla Ar-Ge çalışmalarını yürütmektedirler ve bu sayede yeni ürün, hizmet ve teknikler bularak, yerli firmalara karşı üstünlük kurabilmektedirler. Rekabet sadece çokuluslu şirketler ile yerli şirketler arasında değil, aynı zamanda daha sert bir şekilde çokuluslu şirketler arasında yaşanmaktadır. Bundan dolayı çokuluslu şirketler Ar-Ge faaliyetlerine daha fazla önem vermek zorundadırlar.

Gelişmekte olan ülkeler, Ar-Ge faaliyetlerini finanse edebilecek fonlara, eğitilmiş işgücüne ve gerekli alt yapıya sahip değildirler. Dolayısıyla bu ülkeler, temel amaçları olan kalkınmayı sağlayabilmek için ihtiyaç duydukları teknolojiyi gelişmiş ülkelere veya çokuluslu şirketlerden satın almak durumundadırlar. Diğer bir ifadeyle, bu ülkeler kalkınmalarını sağlamak üzere

⁹⁶ GÜNEŞ, C., a.g.t. s.51

gerekli teknoloji için dışa bağımlıdırlar. Bu durum da uluslararası teknoloji transferi kavramını ortaya çıkarmaktadır. Uluslararası teknoloji transferi, gelişmiş ülkelerdeki özel ve resmi kurumlarda üretilen teknolojilerin diğer ülkeler tarafından satın alınmasıdır. Teknoloji transferleri, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıyla olabileceği gibi, lisans, teknik yardım anlaşmaları, idari ya da teknik konularda yabancı personel çalıştırılması gibi yollarla da olabilmektedir.⁹⁷ Bu noktada ÇUŞ'lar farklı ülkelerde faaliyet gösterdiklerinden uluslararası alanda teknoloji transferinden de sorumludurlar.

Ülkelerin ithal edilen teknolojiden beklentileri, ülkenin teknolojik altyapısının güçlendirilmesi, yaşanan rekabet ortamında daha iyi bir konuma getirmesi, işgücünün yeni teknolojiler konusunda eğitilmesidir. Ancak ev sahibi ülkelerin beklentileriyle ÇUŞ'ların beklentilerinin farklı olması sebebiyle ithal edilen teknolojinin istenilen faydayı sağlayıp, sağlayamayacağı belirsizlik arz etmektedir.

Ülkeye ithal edilen teknolojinin faydalı olabilmesi, teknolojinin o ülke için yeni olmasına ve ülkenin koşullarına uygun olmasına bağlıdır.

Doğaldır ki, ülkeler ve ÇUŞ'lar doğal olarak yeni teknolojileri diğer ülke ve firmalara satmamaktadır. Gelişmiş ülkelerin ve çokuluslu şirketler ihraç ettikleri teknolojilerden zamanında maksimum faydayı sağlamışlar ve eski teknolojiyi ikame edecek yeni teknolojiler geliştirmişlerdir. Ancak gelişmekte olan ülkelerde, ithal edilen teknolojinin daha önce bulunmaması ülkenin teknolojik altyapısını geliştirecektir. Ülkenin teknolojik altyapısı ihracat potansiyelini etkilemektedir. Ülkedeki mevcut altyapının geliştirilmesi ve teşviki, ülke sanayinin uluslararası piyasada rekabet gücünü yükselterek ihracat kapasitesi artırmaktadır.⁹⁸

⁹⁷ GÜNEŞ, C., a.g.t. s.92

⁹⁸ UYSAL, İ., a.g.t. s.52

Ancak teknolojik üstünlüğün bu kadar önemli olduğu bir dünyada çokuluslu şirketler doğal olarak, Ar-Ge faaliyetlerini kendi ülkelerinde gerçekleştirmektedirler. Bu durum da teknolojiyi ithal eden ülkelerin teknolojik bağımlılığını artırmaktadır. Yabancı sermaye nedeniyle sadece belirli teknolojileri kullanmaya zorlanan ev sahibi ülkenin, sanayileşmesi ve teknolojik gelişmesi bu durumdan olumsuz etkilenebilmektedir.⁹⁹

1.2.3.5. Vergi Gelirlerine Etkisi

Çokuluslu şirketlerin ülkede yaptığı yatırımlar genel itibariyle ev sahibi ülkelerin vergi gelirleri üzerinde olumlu etki yapmaktadır. ÇUŞ'ların yatırım kararlarında ülkelerdeki vergi mevzuatları da önemli bir etken teşkil etmektedir. Bu nedenle doğrudan yabancı yatırımın ülkeye çekilmesi konusunda ev sahibi ülke hükümetleri ÇUŞ'lara çeşitli vergisel teşvikler uygulamaktadırlar.

Uluslararası yatırımlarda önemli olan bir konuda çifte vergilendirmenin önlenmesidir. Çifte vergilendirme, yabancı ülkede elde edilen kazançlar üzerinde o ülkede kurumlar vergisi ödedikten sonra, vergi sonrası kazançlar ana merkeze transfer edildiklerinde bir kez de ana ülkede vergilendirilmesidir.¹⁰⁰ Uluslararası yatırımlardan elde edilen kazançların iki kere vergilendirilmesi şüphesiz ki, ÇUŞ'ların faaliyetlerini engelleyici niteliktedir. Yabancı sermayeyi ülkeye çekmek isteyen hükümetler, birtakım ülkelerle karşılıklı çifte vergilendirmeyi önleyici anlaşmalar imzalamaktadırlar.

Yabancı sermaye kuruluşları sağladıkları karlar ölçüsünde yerel hükümetler için vergi kaynağı oluştururlar.¹⁰¹ ÇUŞ'lar, kendi üretimleri için gerekli girdileri yerli piyasadan temin etmeleri durumunda belirli oranlarda Katma Değer Vergisi öderler. ÇUŞ'lar yatırım yaptıkları ülkelerde istihdamı

⁹⁹ GÜNŞOY, B., a.g.t. s.24

¹⁰⁰ SEYİDOĞULU, H., a.g.e., s.747

¹⁰¹ SEYİDOĞLU, H., a.g.e. s.730

artırmak yoluyla da vergi gelirlerine dolaylı katkı sağlayabilirler. ÇUŞ'lar, istihdam ettiği ülke vatandaşlarının yaptığı harcamalar ile hem KDV gelirlerinin artmasını hem de yaratılan taleple üretimin önünün açılmasını sağlayarak, yerli firmaların kazançlarının artmasında önemli rol oynamaktadırlar.¹⁰²

Ana ülke açısından incelendiğinde ise, yatırımın ana ülke yerine yabancı bir ülkede yapılması, ana ülkeyi vergi kaybına uğratabilir. Çünkü şirketin yabancı ülkede ödediği vergiler genellikle ana ülkedeki vergi borcundan düşülür ve ancak ana ülkedeki vergi, dışarıda ödenen vergiden daha yüksek ise, ana ülke için vergi tahsili söz konusu olur.¹⁰³

1.2.4. 2000'li Yıllarda Dünya'da ve Türkiye'de Doğrudan Yabancı Yatırımlarının Analizi

1.2.4.1. Dünya'da Doğrudan Yabancı Yatırımlar

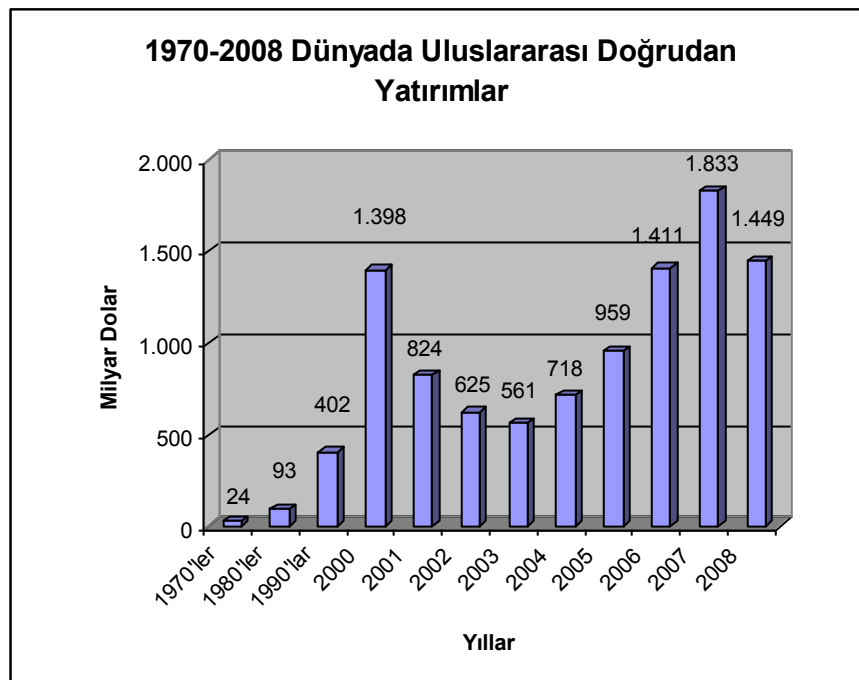
1990'larda ortalama 404 milyar dolar olan toplam uluslararası doğrudan yatırımlar (UDY), 2007 yılında 2000 yılı sonrası dönemde 1.833 milyar dolar ile en yüksek seviyesine ulaşmıştır. UDY, 2000 yılından 2003 yılına kadar düşüş göstermiş, bu yılından sonra ise artış trendine girmiştir. UDY, bir önceki yıla göre 2004 yılında %27, 2005 yılında %29, 2006 yılında %38, 2007 yılında ise %30 artmıştır. 2008 Dünya Yatırım Raporu'nda yüksek büyüme rakamları ile güçlü kurumsal performanslar, yeniden yatırıma dönüştürülen kazançlar, ABD Dolarının belli başlı para birimleri karşısında değerinin düşmesi, eşikaltı piyasalarda yaşanan krizin birleşme ve satın alma (B&S) işlemlerine henüz yansımamış olması ve yakın dönemde oluşan sermaye birikimlerinden yola çıkarak B&S işlemlerinde egemen servet fonları

¹⁰² UYSAL, İ., a.g.t. s.54

¹⁰³ SEYİDOĞLU, H., a.g.e. s.726

gibi yeni aktörlerin etkinliğinin artması, yaşanan artış trendinin başlıca nedenleri olarak gösterilmiştir.¹⁰⁴ UDY' nin 2008 yılında bir önceki yıla göre %20 azalarak 1.449 milyar dolar¹⁰⁵ (geçici veriler) seviyesine düşeceği tahmin edilmektedir. UNCTAD tarafından yayınlanan geçici veriler ışığında 2000–2008 dönemine ilişkin UDY girişleri aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.

Şekil 4: 1970–2008 Dünyada Uluslararası Doğrudan Yabancı Yatırımlar



Kaynak: UNCTAD, YASED

2007 yılında uluslararası doğrudan yatırım girişleri gelişmiş ülkelerde 1.247,6 milyar dolar, gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) 499,7 milyar dolar ve geçiş ekonomilerinde (Güneydoğu Avrupa (GDA)-Bağımsız Devletler Topluluğu (BDT)) 85,9 milyar dolar olmuştur. UDY girişlerinin 2008 yılında ise, bir önceki yıla göre %33 azalırken, gelişmekte olan ülkelere %3,6, geçiş ekonomilerinde ise %6,3 artacağı tahmin edilmektedir.¹⁰⁶ Bununla birlikte 2008 yılında UDY girişlerinin %58 (840,1 milyar dolar)'inin gelişmiş

¹⁰⁴ UNCTAD, Dünya Yatırım Raporu 2008, YASED, Dünya Yatırım Raporu Sunumları, Eylül, 2008

¹⁰⁵ YASED, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Değerlendirme Raporu, Mart, 2009

¹⁰⁶ YASED, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Değerlendirme Raporu, Mart, 2009

ülkelerde, %35,7 (517,7 milyar dolar)'sinin ve %6,3 (91,3 milyar dolar)'ünün ise geçiş ekonomilerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2004–2007 döneminde ülkelere göre uluslararası doğrudan yatırım girişleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 1: Ülkelere Göre Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişleri

(Milyon \$)

Ülke	2004	2005	2006	2007
GENEL	742.143	958.697	1.411.018	1.833.324
Gelişmiş Ülkeler	418.855	611.283	940.861	1.247.635
Avrupa Birliği	204.245	498.400	562.444	804.290
Almanya	-9.195	41.969	55.171	50.925
Belçika	43.558	34.317	64.371	40.628
Fransa	32.560	84.951	78.154	157.970
Hollanda	2.123	47.694	7.982	99.438
İngiltere	55.963	177.901	148.189	223.966
İtalya	16.815	19.975	39.239	40.199
İspanya	24.761	25.020	26.888	53.385
Diğer AB Ülkeleri	37.660	66.573	142.450	137.779
ABD	135.826	104.773	236.701	232.839
Avusturalya	36.007	-35.295	25.736	22.266
Kanada	-364	26.967	62.765	108.655
Japonya	7.816	2.775	-6.506	22.549
Diğer Gelişmiş Ülkeler	35.325	13.663	59.721	57.036
Gelişmekte Olan Ülkeler	283.030	316.444	412.990	499.747
Çin	60.630	72.406	72.715	83.521
Hong Kong, Çin	34.032	33.618	45.054	59.899
Singapur	19.828	13.930	24.743	24.137
Türkiye	2.883	10.031	19.989	22.029
Meksika	22.396	20.945	19.291	24.686
Brezilya	18.146	15.066	18.822	34.585
Hindistan	5.771	7.606	19.662	22.950
Arjantin	4.584	5.265	5.037	5.720
Diğer Gelişmekte olan Ülkeler	114.760	137.577	187.677	222.220
Güney Doğu Avrupa (GDA) ve BDT Ülkeleri	40.258	30.971	57.167	85.942
Rusya Federasyonu	15.444	12.886	32.387	52.475
Diğer GDA ve BDT Ülkeleri	24.814	18.085	24.780	33.467

Kaynak: UNCTAD

ABD, 2007 yılında çektiği 232,8 milyar dolar ile en fazla uluslararası doğrudan yatırım çeken ülke olmuştur. 2007 yılında ABD'yi 224 milyar dolar ile İngiltere izlemiştir. 2006 yılında dünya genelinde 4. olan Çin ise, 83,5 milyar ile 2007 yılında 6. sırada yer almıştır. ABD'nin 2008 yılında da 220 milyar doların üzerinde bir tutarla geçmiş yıllarda olduğu gibi en fazla uluslararası doğrudan yatırım çeken ülke olacağı beklenmektedir. 2008

yılında ABD'yi, 114,3 milyar dolar ile Fransa'nın ve 109,4 milyar dolar ile İngiltere'nin izleyeceği tahmin edilmektedir. Çin'in ise yaklaşık 92 milyar dolarlık UDY girişi ile GOÜ'ler içerisinde ilk sırada yer alacağı düşünülmektedir.

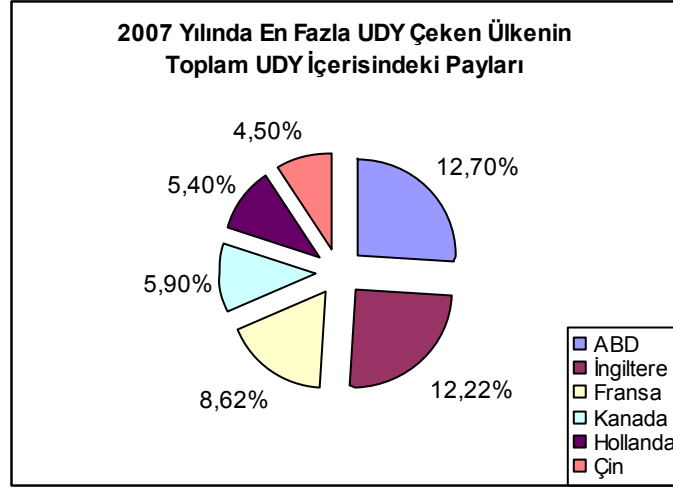
Tablo 2: 2007 Yılında En Fazla Doğrudan Yabancı Yatırım Çeken Ülkeler

	ÜLKE	TUTAR (Milyar \$)		ÜLKE	TUTAR (Milyar \$)
1	ABD	232,8	11	Belçika	40,6
2	İngiltere	224,0	12	İsviçre	40,4
3	Fransa	158,0	13	İtalya	40,2
4	Kanada	108,7	14	Brezilya	34,6
5	Hollanda	99,4	15	Avusturya	30,7
6	Çin	83,5	16	İrlanda	30,6
7	Hong Kong, Çin	59,9	17	Meksika	24,7
8	İspanya	53,4	18	Suudi Arabistan	24,3
9	Rusya Federasyonu	52,5	19	Singapur	24,1
10	Almanya	50,9	20	Hindistan	23,0

Kaynak: UNCTAD

2007 yılında en fazla UDY çeken ilk altı ülkenin doğrudan yatırım tutarları, toplam uluslararası doğrudan yatırımların yaklaşık yarısını (%49,45) oluşturmuştur. ABD, uluslararası doğrudan yatırımlardan aldığı %12,70'lik pay ile söz konusu ülkeler arasında ilk sırada yer almıştır. ABD'yi %12,22 ile İngiltere, %8,62 ile Fransa, %5,90 ile Kanada, %5,40 ile Hollanda ve %4,5 ile Çin izlemiştir. 2007 yılında ABD ile birlikte en fazla UDY çeken diğer beş ülkenin toplam UDY içerisindeki payları aşağıdaki gibidir.

Şekil 5: 2007 Yılında En Fazla UDY Çeken İlk Altı Ülkenin Toplam UDY İçerisindeki Payları



Dünyadaki uluslararası doğrudan yatırımlarda gözlenen yüksek düzeydeki artışlarda, sınır ötesi birleşme ve satın alma (B&S) işlemlerinin önemli bir rolü olmuştur. 2007 yılında gerçekleşen uluslararası doğrudan yatırımların %89,30'unu B&S işlemlerinden oluşmuştur. Sınır ötesi birleşme ve satın alma işlemleri, 2005 yılında bir önceki yıla göre %64'lük artışla 929 milyar dolar, 2006 yılında 2005 yılına göre %20'lik artışla 1.118 milyar dolar, 2007 yılında ise bir önceki yıla göre %46 oranında artarak 1.637 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2006 yılında uluslararası doğrudan yatırımların %79,2'si (1.118 milyar dolar) birleşme ve/veya satın alma şeklinde olmuştur. 2006 yılında 172'si 1 milyar dolar ve üzerinde değeri olan mega B&S işlemi olmak üzere 6.974 adet sınır ötesi birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşmiştir. B&S işlemlerinde giderek artan paya sahip olan özel hisse fonları ise 2006 yılında, değeri 158 milyar dolar olan sınır ötesi B&S anlaşmalarına dahil olmuş, 2005

yılına göre %18 artış göstermiştir.¹⁰⁷ UNCTAD 2007 Dünya Yatırım Raporu'nda, gelişme yolundaki ülke ekonomilerine erişim yönünde yeni yatırımların tercih edildiği, gelişmiş ülkelere ise daha çok birleşme ve satın almalar yoluyla erişim sağlandığı belirtilmiştir.¹⁰⁸

2007 yılında 3 milyar doların üzerinde 96 adet sınır ötesi birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşmiştir. Bu işlemlerden en büyüğü ABN Amro Holding'in 98,2 milyar dolar ile İngiliz kökenli RFS Holdings tarafından satın alınmasıdır. Bununla birlikte Türkiye'de gerçekleşen ve her biri 3,1 milyar dolar değerinde olan TeliaSonera'nın Turkcell payını %64,3'e çıkaran satın alma işlemi ve Citibank-Akbank anlaşması, küresel sınır ötesi B&S anlaşmaları arasında ilk 100 arasındadırlar.¹⁰⁹

2007 yılında gerçekleşen mega birleşme ve satın alma işlemlerinin bazıları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 3: 2007 Yılında Gerçekleşen Mega Birleşme ve Satın Alma İşlemleri

Satın Alınan Şirket	Satın Alan Şirket	Değeri (Milyar \$)
ABN-AMRO Holding NV	RFS Holdings BV	98,2
Alcan Inc	Rio Tinto PLC	37,6
Ende SA	Inverstor Group	26,4
Tyco Healthcare Group Ltd.	Hissedarlar	22,8
Scotish Power PLC	Iberdrola SA	22,2
ABN-AMRO North America Holding Co.	Bank of Amerika Crop	21
Alliance Boots PLC	AB Acquisitions Ltd.	19,6
Tyco Electronics Ltd.	Hissedarlar	19,3
Hanson PLC	Lehigh UK Ltd.	15,6
Koninklijke Numico NV	Groupe Danone SA	15

Kaynak: UNCTAD

¹⁰⁷ Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Değerlendirme Raporu, Mart 2008, <http://www.yased.org.tr/webportal/Turkish/Yayinlar/Documents/UDYRaporu-mar09-2008degerlendirme.pdf>, 11.05.2008

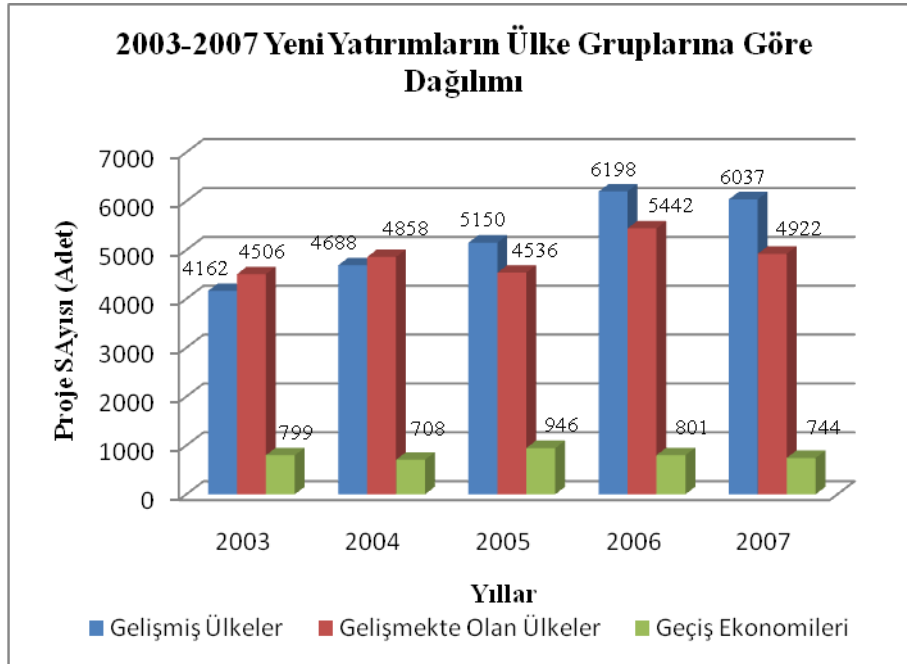
¹⁰⁸ Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Değerlendirme Raporu, Mart 2008, <http://www.yased.org.tr/webportal/Turkish/Yayinlar/Documents/UDYRaporu-mar09-2008degerlendirme.pdf>, 11.05.2008

¹⁰⁹ UNCTAD, Dünya Yatırım Raporu 2008, YASED, Dünya Yatırım Raporu 2008, Eylül, 2008

Dünya Yatırım Raporu 2008’de yer alan verilere göre, 2007 yılındaki sınır ötesi birleşme ve satın alma işlemlerinin %58,6 (959.936 milyon dolar)’sı hizmetler sektöründe gerçekleşmiştir. Hizmetler sektörünü %34,6 ile imalat (ikincil) ve %6,8 ile tarım, ormancılık, balıkçılık, avcılık ile madencilik ve petrol ürünlerini kapsayan birincil sektör izlemiştir.

2002–2006 yılları arasında yeni veya ek yatırım ile genişleme yatırımı (Greenfield) projelerinin sayısında sürekli olarak artış gözlenmiştir. Bu dönemde sayısı 9.469’dan 12.441’e yükselmiştir. Ancak yeni veya ek yatırım ile genişleme yatırım sayısı 2007 yılında bir önceki yıla göre %5,9 azalarak 11.703 adet olmuştur. 2007 yılında gerçekleşen yeni yatırım ile genişleme yatırımlarının %51,6 (6.037)’sını gelişmiş ülkeler, %42 (4.922)’sini gelişmekte olan ülkeler ve geri kalan %6,4 (744)’ünü ise Güneydoğu Avrupa ve Bağımsız Devletler Topluluğu ülkeleri çekmiştir.

Şekil 6: 2003–2007 Yeni Yatırımlar



2007 yılında en çok yeni veya ek yatırım projesi çeken ülke 1.176 proje ile Çin olmuştur. Çin'i 800 proje ile Hindistan, 682 proje ile ABD ve 641 proje ile İngiltere izlemiştir. Türkiye ise 2007 yılında çektiği 93 projeye en fazla yeni veya ek yatırım projesi çeken 35. ülke olmuştur.

Tablo 4: 2007 Yılındaki Yeni veya Ek Yatırımlar İle Genişleme Yatırımları Çeken İlk 20 Ülke

Ülkeler	Proje Sayısı (Adet)	Ülkeler	Proje Sayısı (Adet)
Çin	1.176	Birleşik Arap Emirlikleri	277
ABD	800	Vietnam	258
Hindistan	682	Singapur	240
İngiltere	641	Macaristan	219
Fransa	561	Meksika	209
Almanya	438	Belçika	206
İspanya	390	Japonya	168
Romanya	366	İtalya	166
Rusya	363	Malezya	162
Polonya	333	Avustralya	155

Kaynak: UNCTAD, YASED

Dünya Yatırım Raporu 2008'de yer verilen verilere göre, uluslararası doğrudan yatırım çıkışları, 2007 yılında bir önceki yıla göre %50,89 oranında artarak 2000–2007 döneminin en yüksek seviyesine ulaşmıştır (1.996.514 milyon dolar).

2007 yılında en fazla uluslararası yatırım yapan ülkelere bakıldığında, ABD'nin 313.787 milyon dolar ile geçmiş yıllarda olduğu gibi ilk sırada olduğu görülmektedir. ABD'nin doğrudan yatırımları bir önceki yıla göre %41,56 artış göstermiştir. ABD'den en fazla uluslararası doğrudan yatırım yapan ülke 265.791 milyon dolar ile İngiltere olmuştur. İngiltere'yi 224.650 milyon dolar

ile Fransa ve 167.431 milyon dolar ile Almanya izlemiştir. Türkiye ise 2.106 milyon dolarlık yatırımla 50. sırada yer almıştır.

1.2.4.2. Türkiye’de Uluslararası Doğrudan Yatırımlar

Türkiye 24 Ocak 1980 tarihinde alınan Ekonomik İstikrar Kararları ile büyük bir dönüşüm içerisine girmiş ve daha serbest bir ekonomik yapı kazanmıştır. Bu programa göre uygulanan ithal ikameci sanayileşme stratejisi terk edilmiş; ihracata dayalı sanayileşme stratejisi benimsenmiştir.¹¹⁰ 1980 yılında alınan kararlarla yabancı sermayeye de daha sıcak bakılmaya başlanmış ve yabancı sermayenin ülkeye çekilmesi hususunda birçok düzenleme yapılmıştır. Bunun sonucu olarak, izin verilen yabancı sermaye tutarları önemli ölçüde artış göstermiştir. Ancak fiili yabancı sermaye girişinde çok fazla bir artış olmamıştır. Doğrudan yabancı sermaye girişleri, 2000 yılı sonrası dönemde önemli boyutlara ulaşmıştır. Bu nedenle çalışmanın bu kısmında 2000 yılı sonrası değerlendirmelere yer verilmiştir.

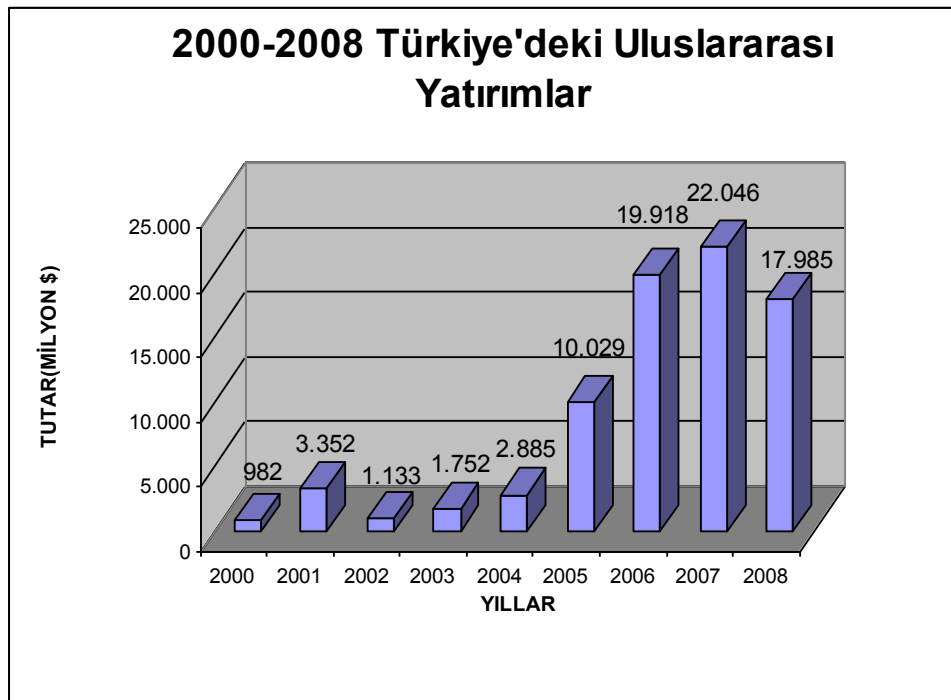
Uluslararası doğrudan yatırımlar, Türkiye’de 2000–2008 döneminde bir önceki yıla göre 2002 ve 2008 yılları haricinde artış göstermiştir. 2002 yılında uluslararası doğrudan net yatırımlar, 2001 yılına göre üçte iki oranında, 2008 yılında ise bir önceki yıla göre, %18 azalmıştır.

2003 yılından itibaren artış trendine giren uluslararası doğrudan net yatırımlar 2007 yılında 22.046 milyon dolar ile Türkiye Cumhuriyeti tarihinin en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2003 yılından sonraki dönemde hem uluslararası şirketlerin sayısının hem de doğrudan yabancı sermaye girişlerinin tutarının artmasında, 17 Haziran 2003 yılında yürürlüğe giren 4875 sayılı “Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu” etkili olmuştur. Belirtilen dönemle ilgili olarak belirtilmesi gereken diğer bir husus da 2003 yılından

¹¹⁰ AKDOĞAN, D.M., a.g.t. s.78

itibaren yabancıların gayrimenkul satın almaya başlamasıdır. 2003 yılında 998 milyon dolar olan gayrimenkul sermaye yatırımı (net), 2008 yılına gelindiğinde ise 2.937 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 2000–2008 döneminde gerçekleşen uluslararası doğrudan yatırımlar aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.

Şekil 7: 2000-2008 Türkiye’de Yapılan Uluslararası Doğrudan Yatırımlar (Net)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Türkiye’nin son dönemde doğrudan yabancı yatırımlardan elde ettiği gelirler, ödemeler dengesi açığının finanse edilmesinde önemli bir araç olmuştur. Ekonominin önemli göstergelerinden biri olan cari işlemler açığı, 2007 yılında bir önceki yıla göre %18 artmış ve 38 milyar dolar seviyesine yükselmiştir. Türkiye’nin 2007 yılında elde ettiği 22.046 milyon dolarlık uluslararası doğrudan sermaye yatırımı(net), cari açığın %58’ini karşılamıştır. 2008 yılında ise bu oran %43,42 (Cari işlemler açığı 41.416 milyon dolar) olmuştur.

Uluslararası doğrudan yatırım girişleri açısından 2006 yılında ilk defa ilk 20 (17) ülke arasında yer alan Türkiye'nin küresel uluslararası doğrudan yatırım akışlarından aldığı pay da, geçmiş dönemdeki binde 2-4 seviyesinden, yüzde 1,4'e yükselmiştir. Türkiye'nin uluslararası doğrudan yatırım akışlarından aldığı pay 2007 yılında ise, %1,2 olmuştur. Bu husus aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 5: 2000-2007 Türkiye'nin Uluslararası Doğrudan Yatırımlardan Aldığı Pay

Yıl	Giriş (Milyar Dolar)	Dünya Toplamındaki Pay (%)	Gelişmekte Olan Ülkeler Toplamındaki Pay (%)	Sıralama
2007	22	1,2	1,7	23
2006	19,9	1,5	5,3	16
2005	10	1	3,1	23
2004	2,9	0,4	1	38
2003	1,8	0,3	1	53
2002	1,1	0,2	0,7	53
2001	3,4	0,4	1,6	38
2000	1	0,1	0,4	53

Kaynak. UNCTAD, YASED, Hazine Müsteşarlığı

2005 ve 2006 yılları, doğrudan yabancı sermaye girişlerindeki bir önceki yıla göre değişimin en yüksek olduğu yıllar olmuşlardır. Doğrudan yabancı yatırım girişi, 2005 yılında bir önceki yıla göre yaklaşık 2.6 kat, 2006 yılında ise %100 artış göstermiştir. 2005 yılında yaşanan artış, büyük ölçüde Garanti Bankası'nın ve Türk Telekom'un (yıllık 1.5 milyar dolar) satışlarından kaynaklanmıştır. 2006 yılının en büyük işlemi ise Telsim'in Vodafone tarafından satın alınması (4.7 milyar dolar) olmuştur.

Ernst & Young Kurumsal Finansman tarafından hazırlanan "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporu'na göre, Türkiye'de 182 adet birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşmiştir. Bu işlemlerden değeri açıklanan 125 adet işlemin toplam değeri, 25,5 milyar dolardır. Birleşme ve satın alma

işlemlerinin üçte ikisi yabancı yatırımcıların taraf olduğu işlemlerdir.¹¹¹ 2008 yılında Türkiye’de gerçekleşen toplam 170 civarındaki B&S işleminin 100’den fazlasında uluslararası yatırımcılar taraf olmuştur. Anlaşma tutarı açıklanan B&S işlemlerinin toplamı 16,3 milyar dolar olurken, açıklanmayanlara ilişkin tahminlerle birlikte, toplam B&S işlemi değeri 18,5 milyar dolara ulaşmaktadır. Uluslararası yatırımcılar bu toplam değer %75’ini oluşturan 13,8 milyar dolarlık işlem gerçekleştirmişlerdir.¹¹²

Tablo 6: Türkiye’de 2008 Yılındaki Başlıca Birleşme ve Satın Alma İşlemleri

Hisseleri Satın Alınan Şirket	Alıcı Şirket	Alıcı Şirketin Ülkesi	İşlem Değeri (Milyon Dolar)	Hisse Oranı (%)
Tekel Sigara*	British American Tobacco (BAT)	İngiltere	1.720	100
Migros Türk	BC Partners, DeA Capital, Turkven	İngiltere, İtalya, Türkiye	1.650	50,8
Başkent Doğalgaz Dağıtım*	Global Inv. Holding, Energaz, ABN Amro	Türkiye, Hollanda	1.610	100
Başkent Elektrik Dağıtım*	EnerjiSA, Sabancı Holding, Verbund	Türkiye, Avusturya	1.225	100
Finansbank	National Bank of Greece	Yunanistan	697	9,7
Sakarya Elektrik Dağıtım*	AkCez	Türkiye, Çek Cumhuriyeti	600	100
Acıbadem Sağlık Hiz.	Abraaj Capital	BAE	587	53,8
Akpet	Lukoil	Rusya Fed.	555	100
Axa Oyak Holding	Axa Group	Fransa	525	50
Tekfen İnşaat	Palmali Holding, SOCAR	Azerbaycan	520	50
Koç Allianz Sigorta	Allianz	Almanya	392	47,1
Akenerji	CEZ	Çek Cumhuriyeti	303	37,4
Güven Sigorta	Groupama	Fransa	283	100
İzgaz	Gaz de France	Fransa	232	90
Koç Allianz Hayat ve Emeklilik	Allianz	Almanya	198	49
Oyak Emeklilik	ING Group	Hollanda	170	100
Adocim Çimento Beton	Titan Cement Group	Yunanistan	133	50

* Özelleştirme
Kaynak: YASED

¹¹¹ Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu: 2007 Yılı Değerlendirmesi, <http://www.yased.org.tr/webportal/Turkish/Yayinlar/Pages/UDY2007Degerlendirme-mar08.aspx>, 11.05.2008

¹¹² Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu: 2008 Yılı Değerlendirmesi, <http://www.yased.org.tr/webportal/Turkish/Yayinlar/Documents/UDYRaporu-mar09-2008degerlendirme.pdf>, 06.05.2009

Uluslararası doğrudan yatırımların 2002 sonrası dönemde finans, haberleşme ve imalat sanayi sektörlerinde yoğunlaştığı görülmektedir. 2005, 2006, 2007 ve 2008 yıllarında en fazla doğrudan yabancı sermaye yatırımı çeken finans sektöründe büyük ölçekli yatırım girişleri 2005 yılında başlamış olup, 2007 yılında 11.662 milyon dolara ulaşmıştır. Mali aracı kuruluşların faaliyetleri 2008 yılında ise bir önceki yıla göre %50 oranında azalarak 5.756 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 7: 2002–2008 Döneminde Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişlerinin Sektörlere Göre Dağılımı

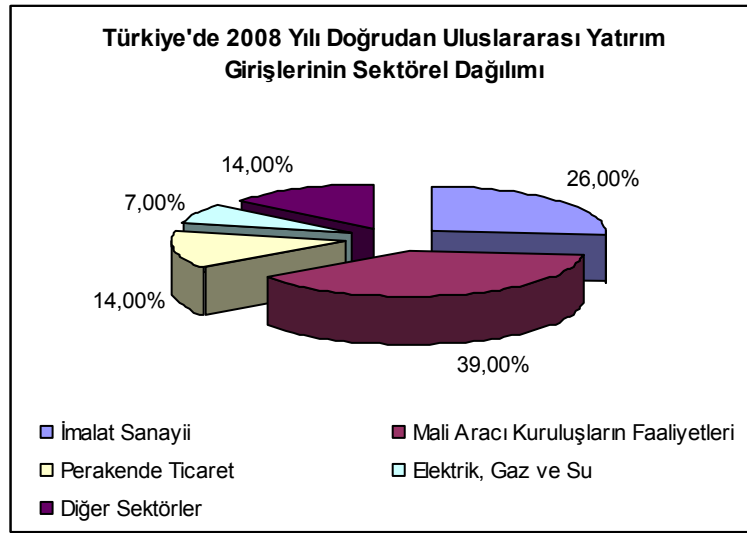
Milyon \$

Sektörler	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Tarım, Avcılık ve Ormancılık	--	1	4	5	5	5	25
Balıkçılık	--	--	2	2	1	3	19
Madencilik ve Taşocaklığı	2	14	75	40	122	336	168
İmalat Sanayii	110	448	214	788	1.868	4.210	3.820
Gıda Ürünleri ve İçecek İmalatı	14	249	78	68	609	766	1.279
Tekstil Ürünleri İmalatı	10	8	14	183	26	232	190
Kimyasal Madde ve Ürünlerin İmalatı	9	9	39	174	602	1.109	196
B.Y.S. Makine ve Teçhizat İmalatı	13	17	8	13	54	48	220
Elektrikli Optik Aletler İmalatı	2	4	2	13	53	117	243
Motorlu Kara Taşıtı , Römork ve Yarı-Römork İmalatı	33	145	35	106	63	70	67
Diğer İmalat	19	14	38	227	461	1.868	1.625
Elektrik, Gaz ve Su	68	86	69	4	112	567	1.036
İnşaat	3	8	23	80	222	285	764
Toptan ve Perakende Ticaret,	89	92	103	68	1.167	169	2.064
Oteller ve Lokantalar	0	4	1	42	23	33	27
Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Hizmetleri	1	2	639	3.285	6.700	116	169
Mali Aracı Kuruluşların Faaliyetleri	260	51	69	4.018	6.956	11.662	5.756
Gayrimenkul Kiralama ve İş Faaliyetleri	0	6	3	29	99	560	652
Sağlık İşleri ve Sosyal Hizmetler	5	23	53	74	265	177	150
Diğer Toplumsal, Sosyal ve Kişisel Hizmet	84	10	36	103	105	13	59

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

2008 yılında doğrudan yabancı sermaye yatırım girişinin % 39'u finans, % 26'sı imalat sanayinde, %14'ü toptan ve perakende ticaret sektöründe ve %7'si elektrik, gaz ve su sektöründe gerçekleşmiştir.

Şekil 8: Türkiye’de 2008 Yılında Doğrudan Uluslararası Yatırımların Sektörel Dağılımı



2008 yılı sonu itibariyle 2.759 adet uluslararası sermayeli şirket ve şube kurulmuş olup, 654 adet yerli sermayeli şirkete de uluslararası sermaye iştiraki gerçekleşmiştir. Böylece 1995 yılından itibaren Türkiye’de 17.160 adet uluslararası sermayeli şirket ve şube kurulmuş olup, 3.919 adet yerli sermayeli şirkete de uluslararası sermaye iştiraki gerçekleşmiştir. Sonuç olarak 2008 yılı sonu itibariyle 21.079 adet uluslararası sermayeli şirket ülkemizde faaliyette bulunmuştur.¹¹³

¹¹³ Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni, Ocak 2009, Hazine Müsteşarlığı, s.7

Tablo 8: 1954-2008 Kuruluş Türlerine Göre Türkiye'deki Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Sayısı

Yıl	Yeni	İştirak	Şube	Toplam
1954-2003 (Birikimli)	5.021	1.069	233	6.323
2004	1.440	446	62	1.948
2005	2.081	478	54	2.613
2006	2.473	633	63	3.169
2007	2.913	655	61	3.629
2008	2.695	638	64	3.397
GENEL TOPLAM	16.623	3.919	537	21.079

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Türkiye'de 2000 yılı sonrası dönemde doğrudan yabancı sermaye girişlerinin çok büyük bölümü Avrupa Birliği (AB)'ne üye ülkeler kaynaklıdır. Belirtilen dönemde AB ülkelerinin Türkiye'deki yatırımlarının toplamı 45.234 milyon dolara ulaşmıştır. Bu dönemde, AB ülkelerinden sonra Asya ülkeleri ve ABD en büyük yatırımcı grubu olmuşlardır.

Türkiye'de doğrudan yabancı sermaye yatırımlar bir kurtuluş aracı olarak görülmekte ve sürekli olarak yatırım ortamının iyileştirilmesine yönelik düzenlemeler yapılmaktadır. Yatırım ortamının iyileştirilmesinde, dolayısıyla yabancı sermayenin ülkeye çekilmesinde öncelikli olarak güven ortamının oluşturulması gerekmektedir. Güven ortamı, gerek siyasi gerekse ekonomik istikrarın tesis edilmesiyle mümkün olmaktadır. 1980 sonrası yapısal bir dönüşüm içine giren Türkiye'de, bürokratik işlemlerin daha hızlı ve açık hale getirilmesinin de etkisiyle, doğrudan yabancı yatırım girişleri artmaya başlamıştır. Ancak özellikle 80'li ve 90'lı yıllarda yaşanan yüksek enflasyon, faiz oranları, kurlar ve ekonomik krizler nedeniyle yabancı yatırımlardan istenilen yarar sağlanamamıştır. 1980–1999 döneminde toplam 25.550 milyon dolarlık yatırım izni verilmesine karşılık, 10.185 milyon dolarlık fiili yatırım girişi sağlanmıştır.

2000’li yıllarda doğrudan yabancı sermaye yatırım girişinin 22 milyar dolar seviyesine yükselmesinde göreceli olarak ekonomik istikrarın sağlanmış olmasının katkısı vardır. Ancak 2000’li yıllarda Türkiye gittikçe yükselen cari işlemler açıklarıyla karşı karşıya kalmıştır. 2007 yılında cari işlemler açığı, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla’nın %7,5’ine ulaşmıştır. Bu durum da doğrudan yabancı sermaye girişinin kaçınılmaz olması sonucu doğurmuştur. Temel olarak, petrol fiyatlarının artması ve enerji maliyetlerinin yükselmesi bu sorunun çıkmasına neden olmuştur. Bununla birlikte Türkiye’de Türk Telekom, TÜPRAŞ, Milli Piyango gibi stratejik öneme haiz ve tekel konumunda olan şirketler özelleştirme kapsamına alınmışlar ve bazılarının satışları gerçekleşmiştir. Bir başka ifadeyle Türkiye’de yüksek gelir getirebilecek kuruluşlarının satılması bugünkü rakamlara ulaşılmasını sağlamıştır. Doğrudan yabancı sermaye girişinin, bu dönemde artış göstermesinde küresel likidite bolluğunun da etkisi olmuştur. Yabancı yatırımcılar, sahip oldukları fonları özellikle gelişmekte olan ülkelerde değerlendirme yoluna gitmişlerdir.

Sonuç olarak, 2000–2008 döneminde toplam 80.082 milyon dolarlık uluslararası doğrudan yatırım girişi sağlanmış olup, Türkiye’de faaliyet gösteren şirket sayısı 21.079 e yükselmiştir. Türkiye, en fazla doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler arasında 2004 yılında 38., 2005 yılında 22. ve 2006 yılında 17. ve 2007 yılında 23. sırada yer almıştır. Yabancı yatırımcıların ilgileri özellikle finans ve telekomünikasyon, ulaştırma sektörlerinde yoğunlaşmıştır. İş Bankası’nın Telekom Italia ile üçüncü GSM operatörü için yaptığı ortaklık, Türk Telekom’un Birleşik Arap Emirlikleri menşeli Oger Telecom’a satışı, Telsim’in İngiliz Vodafone şirketi tarafından satın alınması, Antalya Havalimanı ile Sabiha Gökçen Havalimanı’nın yabancı ortaklı şirketlere firmaların işletmesine bırakılması dönemin yüksek miktartlı yabancı sermaye girişini sağlayan işlemlerdir. Bununla birlikte 2000–2008 döneminde yabancı yatırımcılar tarafından banka satın alınması işlemleri de gerçekleşmiştir. Demirbank’ın İngiliz HSBC, Denizbank’ın Belçikalı Dexia Bank, Finansbank’ın Yunan National Bank of Greece ve Oyak

Bank'ın Hollandalı ING Bank tarafından satın alınması bankacılık sektöründe doğrudan yabancı sermaye yatırımı konusunda yaşanan önemli gelişmeler olmuştur.

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE BÜTÇELEMESİ

2.1. Sermaye Bütçelemesi Kavramı ve Önemi

Sermaye bütçelemesi, üzerinde pek çok akademik çalışma yapılmış, finans literatürünün önemli konularından birisidir. Sermaye bütçelemesi ile ilgili literatürde değişik tanımlar mevcuttur. Sermaye bütçelemesi, sermaye harcamalarının yapılması, sermaye varlıkların oluşturulması, değerlendirilmesi ve seçimindeki toplam süreci anlatır.¹¹⁴ Sermaye harcamalarını, bir yıldan daha uzun sürede nakit akımları yaratması beklenen nakit harcamaları olarak tanımlamak mümkündür.¹¹⁵ Sermaye bütçelemesi, genel olarak, işletmelerin duran varlıklarına yapılacak yatırım kararlarını ve bu kararları alırken kullanılacakları yöntemleri içermektedir.¹¹⁶ Diğer bir tanıma göre sermaye bütçelemesi, 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 faaliyettir.¹¹⁷

Firmalar temel amaçları olan değer maksimizasyonuna ulaşabilmek için yatırım yapmak zorundadırlar. Çünkü yatırım büyüme ve rekabet üstünlüğü sağlamada temel öğedir. Şirketlerin önünde gerek ulusal gerekse uluslararası piyasalarda yatırım yapmak için fırsatlar bulunmaktadır. Şirket yöneticileri yatırım projelerini değerlendirirken bilimsel ve karmaşık yöntemlere başvurabilmektedirler. Yatırımların finansmanında

¹¹⁴ AYDIN, Nurhan, BAŞAR, Mehmet, ÇOŞKUN, Metin, **Finansal Yönetim**, Birinci Basım, Eskişehir: Aktüel Tanıtım & Ofset Hizmetleri, Mart 2006, s.342

¹¹⁵ SHAPIRO, Alan, C., **Capital Budgeting And Investment Analysis**, Upper Saddle River, NJ : Pearson/Prentice Hall, 2005, s. 2

¹¹⁶ ERCAN, M.K, BAN, Ü., a.g.e., s.139

¹¹⁷ AKGÜÇ, Ö., **Finansal Yönetim**, Genişletilmiş 7. Baskı, İstanbul, 1998, s.318

kullanılabilecek kaynakların sınırlı olması sebebiyle yöneticilerin, şirketlerin kaynaklarını belirledikleri stratejiler çerçevesinde verimli yatırımlara yönlendirmeleri gerekmektedir. Şirketler ancak bu sayede farklılık yaratabilirler ve rekabet üstünlüğü elde edebilirler.

Sabit varlık yatırımları hem yüksek maliyetli yatırımlardır hem de şirketlerin aktifleri içerisinde büyük oranda yer almaktadır. Bu durum da yöneticilerin yatırım kararlarını verirken daha dikkatli olmalarını gerektirmektedir. Yatırım projeleri değerlendirilirken yapılacak hatalar, firmanın değerini olumsuz etkileyeceği gibi, yatırımlardan vazgeçmek de şirketlere yüksek alternatif maliyetlere yol açmaktadır. Bu durum da firmanın değerinin düşmesine neden olmaktadır.

Sermaye bütçelemesi çokuluslu şirketler açısından daha da önemli bir konudur. Çokuluslu şirketler üretimde maliyet avantajı sağlama, vergisel farklılıklardan yararlanma gibi çeşitli nedenlerle birden fazla ülkede yatırım yaparak, faaliyet göstermektedirler. Çokuluslu sermaye bütçelemesi, çok önemli birkaç farklılıkla birlikte yerel sermaye bütçelemesiyle aynı teorik çerçeveyi kullanmaktadır. Uluslararası sermaye bütçelemesi sürecinin temel adımları aşağıdaki gibidir.¹¹⁸

1. Yatırımın maliyetini belirlemek,
2. Yatırımın hurda değerini de içeren, projenin ekonomik ömrü boyunca elde edilecek nakit akışlarını tahmin etmek,
3. Beklenen nakit akışlarının bugünkü değeri bulunurken kullanılacak iskonto oranını belirlemek,

¹¹⁸ MOFFETT, H. M. STONEHILL, A. I., EITEMAN, D. K, a.g.e., s. 352

4. DBD, NBD ve İVO gibi yöntemleri uluslararası sermaye bütçelemesi kararlarına uygulamak.

2.2. Uluslararası Sermaye Bütçelemesinin Karmaşıklıkları

Uluslararası bir projenin sermaye bütçelemesi, yerel sermaye bütçelemesinden daha karmaşıktır. Bu karmaşıklıklardan bazıları aşağıda gösterilmiştir.¹¹⁹

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

¹¹⁹ EITEMAN, David K., STONEHILL, Arthur I., MOFFETT, Michael H., D, **Multinational Business Finance**, International Edition 10. Edition, Pearson Education Inc., 2004, s.537

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

2.3. Uluslararası Sermaye Bütçelemesinin Literatürü

Sermaye bütçelemesi konusunda 1960'lardan beri pek çok çalışma yapılmıştır. Yapılan çalışmalarda Fortune 1000, Fortune 500 vb. listelerde yer alan firmalara ve/veya birtakım kuruluşlara üye finans yöneticilerine anketler uygulanmıştır. Uygulanan anketlerde firmaların yatırımlarını değerlendirirken, tercih ettikleri sermaye bütçelemesi yöntemleri ortaya konulmaya çalışılmıştır. Söz konusu çalışmalar hem yerel hem de çokuluslu şirketleri kapsadığından bu kısımda sermaye bütçelemesinde yapılan çalışmaların bazıları açıklanmıştır. Çalışmanın bu kısmının sonunda ise sermaye bütçelemesi konusunda 1960 yılından itibaren uygulanan anket çalışmalarını ve sonuçlarını gösteren tabloya yer verilmiştir.

Sermaye bütçelemesi, uluslararası faaliyetlerle ilgili olarak ilk defa, sermaye bütçelemesi sürecinde uygun nakit akımlarındaki farklılıkları tartışan J.R. Bugnion tarafından 1965 yılında yazılan bir makalede yer almıştır. Bugnion sermaye bütçelemesi teorisinin, direkt olarak uluslararası şirketlere uygulanamadığını, temel olarak yerel şirketler için geliştirildiğini kanıtlamıştır. Bugnion, aynı özelliklere sahip iki uluslararası şirketin olduğuna inanmadığından bütün çokuluslu şirketlere aynı şekilde uygulanabileceğini içeren genel teorisinin anlamsız olduğunu düşünmüştür.

Bugnion'un katkılarından biri, bir şube tarafından merkezden borç alınan fonların maliyetinin belirlenmesinin yöntemini içermiştir. Bu metodun temel varsayımı doğal olarak, bağlı şirketin yerel veya uluslararası para ve sermaye piyasalarından değil de ana şirketten borç almış olmasıdır.

Stonehill ve Nathanson, 1968 yılındaki, sermaye bütçelemesinin çokuluslu şirketlere uygulanırken, nakit akışlarının riske göre nasıl düzenlenmesi gerektiğini açıklayan bir tezle izlemişlerdir. Bu çalışmanın temel amacı, yabancı yatırımların değerlendirilmesinde daha iyi kavramsal

yapının geliştirilmesiydi. Yazarlar, çokuluslu yatırımların değerlendirilmesinde firmaların hangi yöntemleri kullandıklarını araştırdılar. Çalışma, ana şirket açısından artan nakit akımlarının, kar payını, know-how ödemelerini, borç geri ödeme faizlerini, karların transferini, maddi olmayan gelirleri ve yeniden yatırılmış kazançların değerine yansıtmak üzere sermaye bütçelemesi için kullanılmış yabancı şubenin nakdi olmayan değerini içermesi gerektiğini belirtmiştir. Nakit akımları, merkezin optimal sermaye yapısı altında ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle iskonto edilmelidir. Nakit akımları riske göre düzeltilmelidir. Yabancı şube açısından artan nakit akımları amortisman, faiz, know how ödemelerinden ve yerel vergilerden önceki net kazancı içermelidir.¹²⁰ Yazarlar 219 Amerikan menşeli büyük çokuluslu şirket ile 100 daha küçük yabancı çokuluslu şirkete gönderdikleri anketten 92'si Amerikan, 18'i de yabancı çokuluslu şirketten olmak üzere toplam 110 yanıt almışlardır. Ankete katılan firmaların %60'ı "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti"ni iskonto oranı olarak kullandıklarını belirtmiştir.¹²¹

Klammer, firmaların kullandıkları sermaye bütçelemesi teknikleri üzerine araştırmalar yapmıştır. Bu konuda yapmış olduğu çalışmalar 1972 ve 1991 yıllarında yayınlanmıştır. Klammer 1972 yılında Compustat listesinden seçtiği 369 firmadan 184'ü ile yaptığı anket çalışmasının sonuçlarını yayınlamıştır. Bu çalışmada daha önce yaptığı çalışmalarla kıyaslayarak kullanılan sermaye bütçelemesi yöntemlerinin yıllara göre nasıl değiştiğini göstermiştir. Buna göre; 1959 yılında firmaların %19'u net bugünkü değer (NBD) veya iç verim oranını (IVO), %34' ü muhasebe getiri oranını (MGO), %34'ü geri ödeme süresini (GÖS) proje değerlendirmede birinci yöntem olarak kullandıklarını belirtmişken, bu oranlar 1968'de sırasıyla %38, %20 ve %24, 1970 yılında ise %57, %26 ve %12 olarak değişmiştir. 1991 yılında Klammer'in Koch ve Wilner ile yaptığı çalışmalar yayınlanmıştır. Klammer ve diğerleri (1991), 500 büyük Amerikan Şirketinin

¹²⁰ BAKER, J. C., a.g.e., s. 171-172

¹²¹ BUCKLEY, Adrian, **Multinational Finance**, Harlow: Prentice Hall Financial Times, Fifth Edition, 2004, s.427

100'ünden elde ettikleri kullanılabilir veri ile yaptıkları araştırmada, proje değerlendirmesinde kullanılan tekniklerin sermaye harcamaları kategorisine göre önemli değişkenlik gösterdiğini tespit etmişlerdir. Yaptıkları çalışmada büyük endüstriyel firmaların kullandıkları sermaye bütçelemesi tekniklerinin yıllar içinde gösterdiği değişimi ve sermaye bütçelemesi sürecinde kullanılan risk analizi teknikleri ile performans ve büyüklük karakteristiklerinin ilişkisini incelemişlerdir. Yazarlar şirketlerin modernizasyon, genişleme, yenileme ve yeni yatırım projeleri için indirgenmiş nakit akışı (İNA) yöntemlerini kullanım eğilimlerinin 1975, 1980 ve 1988 yıllarında yaptıkları çalışmaların sonuçlarıyla da karşılaştırarak zaman içinde arttığını ortaya koymuşlardır. Yenileme projelerinde indirgenmiş nakit akımlarını kullanan şirketlerin oranı 1965'te %21, 1975'te %45, 1988'de ise %60'dır. Genişleme yatırımlarında indirgenmiş nakit akımlarını kullanan şirketlerin oranı 1965'te %30, 1980'de %75 ve 1988'de %86 olmuştur. Yeni yatırım projeleri için ise bu oranlar 1965'de %31, 1970'de %41 ve 1988 yılında ise %87 olarak gerçekleşmiştir. Yazarlar yaptıkları bu kapsamlı araştırmada daha uzun ömürlü olan genişleme ve yeni yatırım projelerinde İVO yönteminin NBD yönteminden daha fazla kullanıldığını belirlemişlerdir. Katılımcıların %73'ü herhangi bir risk analiz yöntemini resmi bir teknik olarak kullandığını belirtmiştir.¹²²

Shapiro (1978), çokuluslu şirketlerin sermaye bütçelemesinde sermaye maliyetinin rolünü araştırmıştır. İskonto oranı yerine proje nakit akışlarının riske göre düzeltilmesi konusunda Stonehill ve Nathanson'a katılmıştır. Vergi faktörleri ve bölümlendirilmiş sermaye piyasası etkileri, nakit akımları düzeltilerek analize dahil edilmelidir.¹²³ Shapiro ayrıca, politik ve ekonomik risk faktörlerinin, gelecekteki nakit akışlarını nasıl etkileyeceğine yönelik güvenilir bilgiler elde edilmesinin ve ekonomik politik risk faktörlerini

¹²² ERGÜN, Murat,E., "Sermaye Bütçelemesi Ve Türk Sanayi İşletmelerinde Uygulaması", Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Adana 2008, s. 61

¹²³ BAKER, J. C., a.g.e., s. 172

yansıtan bir sermaye maliyeti düzeltmesinden ziyade, projenin beklenen nakit akışlarındaki düzeltmenin önemini vurgulamıştır.¹²⁴

Lessard (1979) “Düzeltilmiş Bugünkü Değer” yöntemini, yabancı ülkelerdeki yatırım projelerinin değerlemesinde finansal olarak dikkate alınması gereken unsurları içerecek şekilde geliştirmiştir. ÇUŞ’ların sermaye bütçelemesi kararları için teorik bir çerçeve oluşturmuştur.

Booth (1982) ÇUŞ’lar için, Düzeltilmiş Bugünkü Değer yönteminin kısıtlarının iyi bir şekilde tespit edilmesi ve Düzeltilmiş Bugünkü Değer yönteminde de özellikle sermaye maliyetine ilişkin düzeltme olmak üzere bazı düzeltmelerin yapılması gerektiğini belirtmiştir. Aksi takdirde projenin net bugünkü değerinin yanlış hesaplanacağını ve düzeltilmiş bugünkü değer yönteminin geleneksel bugünkü değer yönteminden daha az güvenilir sonuçlar vereceği konusunda uyarıda bulunmuştur.¹²⁵

Baker 1978-81 yılları arasında Amerikalı ve Avrupalı çokuluslu şirketler üzerinde çalışmalar yapmış ve bu çalışmaları 1984 yılında “Capital Budgeting in American and European Companies” adlı makalesinde yayınlamıştır. Baker ilk olarak Fortune 500’deki en büyük Amerikan şirketleri içerisindeki 245 Amerikalı çokuluslu şirketler üzerinde çalışmıştır. 1980-81 yıllarında ise, London Financial Times’da belirtilen 200 Avrupalı şirketten 190 üzerinde çalışmalarını yürütmüştür. Bu çalışmalar sonucunda ortaya çıkan şirketlerin kullandıkları sermaye bütçelemesi yöntemleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.¹²⁶

¹²⁴ VURAL, G., a.g.m. s.564

¹²⁵ VURAL, G., a.g..m., s.564

¹²⁶ BAKER, J. C., a.g.e., s. 172

Tablo 9 Baker (1978-81): Sermaye Bütçelemesi Yöntemleri (N'nin Yüzdesi)

Yöntemler	Öncelikli Kullanılan (A)		Kısmen Kullanılan		Kullanılmayan		Toplam (A+B)	
	Amerika	Avrupa	Amerika	Avrupa	Amerika	Avrupa	Amerika	Avrupa
Geri Ödeme Süresi (PP)	59	61	34	33	7	6	93	94
İç Verim Oranı (IRR)	74	70	10	13	16	17	84	83
Net Bugünkü Değer (NPV)	37	41	34	22	29	37	71	63
Muhasebe Geri Dönüş Oranı (ARR)	28	20	22	19	50	61	50	39
Karlılık Endeksi (PI)	7	15	10	9	83	76	17	24
Diğer	14	5	3		83	95	17	5

N: 68 Amerikalı/ 57 Avrupalı firma

ABD'deki ÇUŞ'lar üzerine yaptıkları çalışmalarında Gitman ve Forrester (1978), Oblak ve Helm (1980) ve Kim, Crick ve Kim (1986), uluslararası doğrudan yatırımların değerlemesinde kullanılan başlıca sermaye bütçelemesi tekniğinin iskonto edilmiş nakit akışı analizi olduğu ve doğrudan yabancı yatırımlar için genellikle düzeltilmiş iskonto oranının kullanıldığı bulgularına ulaşmışlardır.

Stanley ve Block (1984), ABD'deki yerel firmalarla ÇUŞ'ların sermaye bütçelemesi prosedürleri arasında karşılaştırma yaptığı çalışmada, ÇUŞ'ların sermaye bütçelemesi karar sürecinde, paranın zaman değerini hesaba katan daha karmaşık yaklaşımlara daha eğilimli olduklarını ortaya çıkarmıştır. ÇUŞ'larda risk analizlerinin dahil edildiği daha gelişmiş teknikler kullanıldığını ve riske göre düzeltilmiş tekniklerin, özellikle riske göre düzeltilmiş nakit akışı tekniğinin, daha fazla tercih edildiğini belirtmektedir. Ayrıca uluslararası çevrede sermayenin elde edilebilirliğinin ve maliyetinin farklılaşmasında etkili olan faktörlerin, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti içerisinde dikkate alınmasının önemini vurgulamıştır.¹²⁷

Buckley ve diğerleri (1996) 217 çokuluslu şirket üzerinde bir anket çalışması yapmışlardır. Çalışmada birincil sermaye bütçelemesi tekniği olarak katılımcıların %41'i "İç Verim Oranı", %38'i "Net Bugünkü Değer"

¹²⁷ Vural, G., a.g.m. s. 564

ve %27'si "Geri Ödeme Süresi" yöntemlerini kullandığı belirtilmiştir. Sermaye bütçelemesi teknikleri genel olarak değerlendirildiğinde en fazla tercih edilen yöntemin %57 ile "Net Bugünkü Değer" yöntemi olduğu görülmüştür. Yazarlar bu çalışmada ayrıca aşağıda belirtilen dört önemli ilişkiyi ortaya koymuşlardır:

- Uluslararası ticaretle daha az ilişkili olan firmalar, döviz kuru kontrollerinin bulunmadığı ülkelerdeki uluslararası yatırım değerlendirmelerinde, vergi öncesi net nakit akışlarını kullanarak geliri hesaplarken yerel para birimini kullanma eğilimindedirler.
- Uluslararası ticaretle daha az ilişkili olan firmalar, döviz kuru kontrollerinin bulunmadığı ülkelerdeki yatırımlarını, vergi öncesi karı hesaplarken, kendi para birimlerini kullanma eğilimindedirler.
- Uluslararası ticaretle daha az ilişkili firmalar, "muhasabe getiri oranı" yöntemini kullanarak sınır ötesi bağlanma/birleşme kararlarını değerlendirme eğilimindedirler.
- Uluslararası ticaretle daha fazla ilişkili firmalar, bir iznin sonucu olan sınır ötesi nakit akışı etkilerini birleştirerek, uluslararası yatırım kararlarını değerlendirme eğilimi içindedirler.¹²⁸

Hasan, Shao ve Shao (1997), Amerikan menşeli firmalara bağlı 159 yabancı şubenin sermaye bütçelemesi stratejilerini incelemiştir. Çalışmalarının sonucunda firmanın sahiplik yapısının, finans kaldıraç oranının ve varlık büyüklüğünün sermaye bütçelemesi stratejilerinin belirlenmesinde rol oynayan önemli faktörler olduklarını vurgulamışlardır. Çalışmada bu faktörlerle daha karmaşık sermaye bütçelemesi tekniklerinin kullanımı arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmüştür. Şöyle ki; hisselerinin büyük bir bölümüne ana şirketin sahip olduğu şubeler, daha karmaşık

¹²⁸ BUCKLEY, A., a.g.e., s. 427-428

sermaye bütçeleme yöntemlerini tercih etmişlerdir. Çalışmada ortaya çıkan diğer önemli bir sonuçta firmanın yaşının, aktif büyüklüğünün ve halka açık şubelerinin olup olmamasının iskonto oranı belirlenirken kullanılan kaynaklar arasında pozitif bir ilişkinin olduğuudur.¹²⁹

Ho ve Pike (1998), Times 1000 listesinde yer alan 350 firmaya gönderdiği anketten elde ettiği 146 (%42) kullanılabilir veriyle yaptığı araştırmada, sermaye bütçelemesinde risk analizi kullanımı ile örgütsel karakteristikler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Kurumsal strateji, sermaye bütçeleme bilgi sistemleri, ödül ve kontrol yapısı ve sosyoekonomik belirsizliği örgütsel karakteristikler olarak tanımlamıştır. Buna göre faktör ve regresyon analizini kullanarak yaptığı incelemede, risk alan agresif kurumsal stratejinin, destekleyici bilgi sistemlerinin, uzun dönemli teşvik planlarının ve sosyoekonomik belirsizliğin var olduğu firmalarda yöneticilerin sermaye bütçelemesinde risk analizi tekniklerini kullanma eğilimlerinin daha yüksek olduğunu tespit etmiştir.¹³⁰

Graham ve Harvey 1999 yılında 1998 yılında Fortune 500 listesinde yer alan firmalara ve Financial Executive Institute (FEI) üyesi finans yöneticilerine bir anket uygulamışlardır (4440 adet anket). Ankete katılım oranı %9 (392) olmuştur. Anket sonucunda katılımcıların %74,9'unun "Net Bugünkü Değer" ve %75,7'sinin de "İç Getiri Oranı (İç Verim Oranı) (İGO)" yöntemlerinin sıklıkla kullandıkları sonucuna ulaşılmıştır. Bu iki yöntemin yanı sıra tezin kapsamında açıklanacak olan "Düzeltilmiş Bugünkü Değer Yöntemi"nin %10,7 oranında ve yatırım projelerinin değerlendirilmesinde alternatif bir model olarak ortaya çıkan "Reel Opsiyon"ların %27 oranında kullanıldığı belirtilmiştir. Çalışmada büyük firmaların küçük firmalardan daha çok "Net Bugünkü Değer" yöntemini kullandıkları, büyük ve büyük olmayan firmaların kullandıkları sermaye bütçeleme tekniklerinin farklı olmadığı,

¹²⁹ HASAN, İftikhar, SHAO, Lawrence P., SHAO, Alan T., "Determinants of Capital Budgeting Strategies: An Econometric Analysis of U.S. Multinational Subsidiaries", Multinational Business Review, Spring 1997

¹³⁰ Ergün, M. E., a.g.t. s.69

ilginç olarak, yüksek kaldıraçlı firmaların duyarlılık ve simülasyon analizi teknikliklerini de daha fazla kullandıkları ve temettü dağıtan firmaların NBD ve İGO yöntemlerini dağıtmayanlara göre daha fazla kullandıkları belirtilmiştir. Anketten çıkan diğer bir sonuç ise sermaye maliyetinin hesaplanmasına ilişkindir. Katılımcıların %73,5'i özsermaye maliyetini "Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM-SVFM)" ile hesapladıklarını belirtmişlerdir. Bu modelden sonra ikinci ve üçüncü olarak kullanılan yöntemler sırasıyla "Ortalama Hisse Senedi Getirileri" ve "Çoklu Betalı SVFM" olmuştur.

Ankette ayrıca firmaların deniz aşırı piyasalarda projelerini değerlendirirken, katılımcıların büyük çoğunluğu (%58,8) farklı risk özelliklerine sahip olmasına rağmen, şirket geneli için tek bir iskonto oranı kullandıklarını belirtmişlerdir. Şirket geneli iskonto oranının yanı sıra katılımcıların %51'nin riske göre düzeltilmiş iskonto oranını kullandıkları görülmüştür.¹³¹

Block (2000), Fortune 1000'de yer alan Amerikan menşeli 482 çokuluslu şirket üzerinde sermaye yapıları, sermaye politikaları ile ilgili bir anket çalışması yapmıştır. Ankete %30,2 (146 yanıt) oranında katılım gerçekleşmiştir. Katılımcıların %53,8'i yatırımları için şirket genelinde ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini kullandıklarını belirtmişlerdir. Ankette ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında yatırım yapılan ülkenin yatırım yapılan sektörden daha önemli olduğu (%68) sonucu çıkmıştır. Çalışmada ayrıca katılımcıların %60,7'si yurtdışı yatırımlarında öncelikli olarak yabancı şubelerin sağladığı nakit akışlarını kullandıklarını, yatırımların getiri oranının ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine (%83) eşit olması gerektiğini ve yatırımlarda risk ölçümünün subjektif ölçütlere göre belirlendiğini söylemiştir.¹³²

¹³¹ GRAHAM, John R., HARVEY, Campbell R., "The Theory And Practice Of Corporate Finance: Evidence From The Field", Mayıs 2000, <http://jfe.rochester.edu/99431.pdf>, 15.01.2009

¹³² BLOCK, Stanley, "Integrating Traditional Capital Budgeting Concepts Into An International Decision-Making Environment", Engineering Economist, Winter, 2000

Nunnally ve Michael (2000), 1998 yılında Fortune 1000 şirketlerinden 884 şirkete gönderdikleri anketlerden %12,4 geri dönüş oranıyla 110 tane kullanılabilir cevap elde etmişlerdir. Firmaların %41,7'si indirgenmiş nakit akımları yöntemlerini sermaye bütçelemesinde birincil kıstas olarak kullandıklarını belirtmişlerdir. Önceki çalışmalarda olduğu gibi yine en çok tercih edilen yöntem İVO (IRR) yöntemidir.¹³³

Ryan ve Ryan (2002) Fortune 1000 'de yer alan firmalara sermaye bütçelemesi yöntemleri ve kullanım sıklıkları üzerine anket uygulamışlardır. Ankette yedi temel sermaye bütçelemesi yöntemi ve "her zaman", "sıklıkla", "bazen", "nadiren" ve "hiç" olmak üzere bu yöntemlerin kullanım sıklıkları sorulmuştur. Ankette %20,5'lik kullanılabilir yanıt alınmıştır. Çalışmanın sonucunda katılımcıların %96'sının NDB yöntemini ve %92'sinin İVO yöntemini kullandığı görülmüştür. Bununla birlikte firmaların gelişmiş sermaye bütçelemesi yöntemlerinden Duyarlılık Analizi (%65,1) ve Senaryo Analizi (%41,6)'ni çoğunlukla kullandıkları belirtilmiştir. Ankette ayrıca firmaların büyük çoğunluğunun (%83) uygun iskonto oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ni tercih ettikleri görülmüştür.¹³⁴

Truong, Partington ve Peat (2004) Avustralyalı Şirketlerin kullandıkları sermaye bütçelemesi yöntemlerini belirlemek üzere bir çalışma yapmışlardır. Söz konusu çalışmada 285 firmaya anket gönderilmiş olup, 87'sinden cevap alınmıştır. Ancak bu 77 adet anket tam olarak doldurulduğu için değerlendirmeye alınmıştır. Yapılan değerlendirmede şirketlerin en fazla kullandıkları sermaye bütçelemesi yöntemleri literatüre uygun olarak sırasıyla "Net Bugünkü Değer (%94)", "Geri Ödeme Süresi (%90)" ve "İç Verim Oranı (%81)" olmuştur. Bu üç yöntemin yanı sıra katılımcıların %54'ü "Düzeltilmiş Bugünkü Değer (DBD)" ve %32'si "Reel Opsiyonları" da kullandıklarını belirtmişlerdir. Çalışmada firmalardan sermaye bütçelemesi tekniklerini önem

¹³³ ERGÜN, M., E., a.g.t., s. 69

¹³⁴ RYAN, Patricia A., RYAN, Glenn P., "Capital Budgeting Practices of the Fortune 1000: How Have Things Changed?", Journal of Business and Management, Volume 8, Number 4, Winter 2002.

sırasına koymaları istenmiştir. Elde edilen verilere göre firmaların en çok önem verdikleri yöntem NBD olmuştur. Katılımcıların %8'inin "çok önemli" olarak ifade ettiği DBD yöntemi ise beşinci sırada yer almıştır. Çalışmadan çıkan diğer bir önemli sonuçta firmaların %72'sinin sermaye maliyetini belirlerken SVFM'yi kullandıklarıdır. Bu yöntemi %47 ile borcun maliyeti artı sermaye primi, %34 ile borcun maliyeti yöntemleri izlemiştir.¹³⁵

Sermaye bütçeleme konusunda Türk şirketleri üzerinde de çeşitli araştırmalar yapılmıştır. Kula ve Erkan (2000) çalışmalarında Türkiye genelinde tesadüfi yöntemle seçilen 228'i Küçük ve Orta Ölçekli İşletme (KOBİ) ve 76'sı büyük işletme olmak üzere 304 firmaya yatırım kararları konusunda anket uygulamışlardır. Çalışmada 10 ile 100 arasında çalışanı bulunan KOBİ'lere yer verilmiştir. Ankette firmalara yatırım projelerini değerlendirme sırasında "net bugünkü değer", "karlılık oranı" ve "geri ödeme süresi" yöntemlerinden hangileri kullandıkları sorulmuştur. "İç verim oranı" yönteminin sorulmamasının nedeni olarak hesaplanmasının daha karmaşık olması gösterilmiştir. Yapılan anketin sonucunda firmaların %34,2'sinin sadece "net bugünkü değer" yöntemi tercih ettiği görülmüştür. Sadece "net bugünkü değer" yöntemini KOBİ'lerin %32'si, büyük işletmelerin ise %40,8'i kullandığını belirtmiştir. Ayrıca ankette işletmelerin %4,2 (büyük işletmelerin %7,9'u)'sinin "geri ödeme süresi" ile "net bugünkü değer" yöntemlerini, %1,3'ünün "net bugünkü değer" ile "karlılık oranı" yöntemini birlikte kullandıkları sonucuna ulaşılmıştır.¹³⁶

Yücel (2000)'in (Ege Bölgesi- 137 firma) ve Arslan (2003)'in (Ankara- 111 firma) KOBİ'ler üzerinde yaptıkları çalışmalarda, yatırım projelerinin

¹³⁵ TRUONG, G., PARTINGTON, G., PEAT, M., "Cost Of Capital Estimation and Capital Budgeting Practice In Australia", 2004, <http://www.afaanz.org/web2005/papers/partington-FIN.pdf>, 15.01.2009

¹³⁶ KULA, Veysel, ERKAN, Mehmet, "Yatırım Proje Hazırlanmasında Gerçekleştirdikleri Finansal Etüdler Açısından KOBİ Ve Büyük İşletmelerin Karşılaştırılması", Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 2, Sayı 1, 2000, s. 145-160

değerlendirilmesinde en çok kullanılan yöntemin “Geri Ödeme Süresi” yöntemi olduğu tespit edilmiştir.¹³⁷

Bayraktaroğlu ve Ege (2006) Kayseri ilinde yer alan ve imalat sanayinde faaliyet gösteren işletmeler üzerinde çalışmalar yapmışlardır. Bu çalışmalarında anket yöntemini kullanmışlardır. Çalışmada 77 firmaya anket gönderilmiş olup, bilimsel açıdan kullanılabilecek 41 anket elde edilmiştir. Bu 41 anketin ana kütleyi temsil oranının %57,74 olduğu belirtilmiştir. İmalat sanayindeki işletmelerin yatırım kararlarını değerlendirmede herhangi bir yöntem kullanıp kullanmadıklarına ilişkin araştırma bulgularına göre işletmelerin %51,2’si yatırım projelerini değerlendirmede çeşitli yöntemler kullandıklarını belirtirken, işletmelerin %41,4’ünün ise herhangi bir yöntem kullanmadıkları anlaşılmıştır. Ayrıca işletmelerin %7,3’ü bu soruya cevap vermemiştir. Bununla birlikte çalışmada, katılımcıların %42,8’sinin “İskontolanmış Geri Ödeme Süresi” yöntemini, %14,2’sinin “Riske Göre Uyarlanmış İskonto Oranı” yöntemini, %28,6’sının bu iki yöntemi beraber kullandıkları ve işletmelerin “Karar Ağacı” ve “Benzetim” gibi yöntemleri hiç kullanmadıkları ortaya çıkmıştır.¹³⁸

Türkiye’de işletmelerin kullandıkları sermaye bütçelemesi kararlarına yönelik son anket çalışması Ergün (2008) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada ISO 500’de yer alan kamu şirketleri hariç olmak üzere 486 firmaya anket gönderilmiş olup, 95 tane yanıt alınmıştır. Anketin sonucunda birincil sermaye bütçelemesi yöntemi olarak, katılımcıların %31,5’inin “Net Bugünkü Değer” yöntemini, %21,6’sının “İç Verim Oranı” yöntemini ve yine %21,6’sının “Geri Ödeme Süresi” yöntemini tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır.

¹³⁷ ERGÜN, M.E., a.g.t., s.72-73

¹³⁸ BAYRAKTAROĞLU, Ali, EGE, İlhan, “Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesinde Riski Dikkate Alan Yaklaşımların Uygulanabilirliğinin Analizi: Kayseri İli İmalat Sanayinde Bir Uygulama”, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 1, Sayı 2, Ekim 2006, s. 87-104

Ankette ayrıca katılımcıların %32,3'ünün sermaye maliyeti olarak özsermaye maliyetini kullandıkları belirtilmiştir. Özsermaye maliyetinin yanı sıra, sermaye maliyetinde borç maliyeti (%16,5) ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (%13,9) tercih edildiği görülmüştür.

Ankette yer alan bir diğer soru ise, firmaların sermaye maliyetini belirlerken kullandıkları yöntemlere ilişkindir. Bu konuda, katılımcıların %25,8'nin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetini, %25'nin ise Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli'ni kullandıkları belirtilmiştir.

Çalışmada ulaşılan diğer önemli bir sonuç ise, katılımcıların %36'sının uluslararası bölümlerdeki yatırım projelerini değerlendirirken projeye özel iskonto oranını, %17,6'sını şirket geneli iskonto oranını kullandığıdır.¹³⁹

¹³⁹ ERGÜN, M., E., a.g.t., s.158-161

Tablo 10 Sermaye Bütçelemesi Literatürü

Yazar	Yayınlandığı Yıl	Örneklem	Firma Sayısı	Geri Dönüş Oranı	En Çok Kullanılan Sermaye Bütçelemesi Yöntemi
Miller	1960	Fortune 500 ve "Manual of Excellently Managed Companies"	-	-	PP
Istvan	1961	Seçilmiş Büyük Amerikan Şirketleri	48	100,00%	ARR, PP
Mao	1970	Seçilmiş Büyük ve Orta Ölçekli Şirketler			IRR
Williams	1970	Fortune 500 ve Seçilmiş Küçük Şirketler			IRR
Klammer	1972	Compustant	369	49,90%	DCF (NPV, IRR)
Fremgen	1973	Dun and Bradstreet's Reference Book			IRR
Brigham	1975	Seçilmiş Finans Yöneticileri			IRR
Petry	1975	Fortune 500 ve Fortune 50 Parekendecilik, Taşımacılık ve			IRR
Petty, Scott, Bird	1975	Fortune 500			IRR
Gitman, Forrester	1977	Forbes 600	268	38,40%	IRR
Schall, Sundam, Geijsbeek	1978	Compustant	407	46,40%	PP
Oblak, Helm	1980	Fortune 500: En Az 12 Ülkede Faaliyet Gösteren Çokuluslu			IRR
Block, Stanley	1981	Fortune	339	35,70%	IRR
Gitman, Mercurio	1982	Fortune 1000	1000	11,70%	
Hendricks	1983	Fortune 500			IRR
Moore, Reichert	1983	Fortune 500	500	60,00%	PP
Ross	1986	12 Büyük Sanayi Firması			IRR
Sayın	1989	42 Sanayi Şirketi	42	100,00%	PP
Klammer ve Diğerleri	1991	Fortune 500	500	20,00%	IRR
Bierman	1992	Fortune 500	100	74,00%	IRR
Ho, Pike	1992	Times 1000	350	42,00%	
Sangster	1993	İskoçya 500 Büyük Şirket	500	21,80%	PP
Jog, Srivastava	1995	582 Kanada Firması			IRR
Öker	1995	İSO 500	88	17,60%	PP
Pike	1996	Büyük İngiliz Şirketleri	129	78,10%	PB
Bruner ve Diğerleri	1998	27 Büyük Amerikan Firması	27	100,00%	NPV, IRR
Kester, Chang, Haikal, Echanis, Isa, Skully, Tsui ve Wang	1999	281 Avustralya Firması	57	20,00%	NPV, IRR, PP
Nunnally, Michael	2000	Fortune 1000	884	12,40%	NPV,IRR
Kula, Erkan	2000	KOBİ ve Büyük İşletmeler	304	100,00%	NPV
Graham, Harvey	2001	FEI 4440	4440	8,80%	IRR
Yücel	2001	Ege Bölgesi KOBİ'leri	137	100,00%	PP
Ryan, Ryan	2002	Fortune 1000	1000	20,50%	NPV
Arslan	2003	Ankara İli KOBİ'leri	111	100,00%	PP
Truong, Partington ve Peat	2005	356 Avustralya Firması	87	24,00%	NPV, PP, IRR
Bayraktaroğlu, Ege	2006	Kayseri Sanayi Odası Firmaları	77	63,00%	İGÖD
Ergün	2008	İSO 500	486	19,55%	NPV

Kaynak: RYAN ve RYAN (2002), TRUONG ve Diğerleri (2005) ve ERGÜN (2008) bilgilerinden derlenmiştir.

2.4. Ana Şirkete Nakit Akımlarının Değerlendirilmesi

Uluslararası sermaye bütçelemesinde başlıca karşılaşılan zorluk, yerel projeden yaratılan nakit akışları ile ana şirkete gönderilen nakit akışları arasında farklılık olmasıdır. Ana şirkete nakit akımları, yönetim giderleri, lisans ödemeleri, temettü ödemelerinden kaynaklanır. Ancak döviz kontrolleri, vergisel farklılıklar, merkezin şubeleri ile arasındaki karşılıklı işlemler (bağımlılıklar) ve mali sübvansyonların varlığı merkeze gönderilecek nakit akımlarında farklılıklara neden olmaktadır. Ana şirkete tahakkuk eden nakit akışları, yatırım kararlarının daha doğru analiz edilebilmesi için, proje nakit akışlarından ayrıştırılmalıdır.

2.4.1. Birbirine Bağımlılıklar

Uluslararası yatırımlar genellikle ihracat tarifeleri ve kotaları veya rekabetçi baskı gibi koruyucu politikalar tarafından teşvik edilirler. Hükümetler tarafından ihracat kısıtlamaları getirildiğinde, firmalar fonlarını kısıtlama getirilen ülkedeki yatırımlarına aktarırlar ve satışlarını yeni yaptıkları yatırımlarla ürettikleri ürünler üzerinden yaparlar. Bu durumda ihracattan kaynaklanan satış kayıpları, yabancı yatırımın gelirlerine dahil edilmemelidir.¹⁴⁰

Ana şirket ile yabancı şube arasında nakit akışlarının birbirine bağımlılıkları, transfer fiyatlaması aracılığıyla da görülebilir. Transfer fiyatlaması, bir firmanın farklı birimleri arasında mal veya hizmetlerin el değiştirmesi esnasında, ilgili bölüm tarafından o mal veya hizmete değer biçme sürecidir.¹⁴¹ Transfer fiyatları ise, tek bir teşebbüsün farklı birimlerinin

¹⁴⁰ LEVİ, M.D. , a.g.e., s.349

¹⁴¹ ÇAK, Murat, “Uluslararası Vergi Rekabeti, Transfer Fiyatlaması ve Vergilendirme (Düzeltilmiş Tez)”, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul, 2007, s.43

birbirlerinden mal ve hizmet satın almalarında içsel olarak oluşan fiyatlardır. Yabancı yatırım sürekli uluslararası şirket içi işlemleri içerir. Vergi etkisi ve döviz kısıtlamaları nedeniyle, transfer fiyatları her zaman piyasa fiyatında oluşmaz. Şirket açısından, vergi azalması toplam nakit akışlarını arttırır ancak, ancak özenli bir analiz olmadan, nakit akışlarının kaynağı yanlış bir biçimde tanımlanabilir, çünkü transfer fiyatlaması politikasının etkisi, yüksek vergi oranına sahip ülkedeki nakit akışlarını azaltmakta, düşük vergi oranlı ülkede ise artırmaktadır.¹⁴²

Transfer fiyatları her bir ülkeye ödenecek vergileri belirleyen nitelik taşımaktadır. Bu nedenle hükümetler, vergi gelirlerinin azalmaması, yatırımlarda kullanılabilecek sermayenin çıkışını önlemek için, transfer fiyatlandırması üzerinde denetleyici ve önleyici düzenlemeler yapmaktadırlar.¹⁴³ Bununla birlikte hazırlanan OECD rehberleriyle transfer fiyatlaması konusunda uluslararası standartlar da belirlenmiştir.

Çokuluslu şirketlerin yavru şirketler arasında transfer fiyatlandırmasıyla vergi ödemelerinin ertelenmesinden sağlanan beklenen vergi tasarrufları, “Düzeltilmiş Bugünkü Değer” yönteminde ayrı bir terim olarak yer alır ve yatırımcı ülkenin nominal faiz oranıyla iskonto edilerek analize dahil edilir.

2.4.2. Transfer Kısıtlamaları

Ülkeler, bağlı ortaklıkların temettü ödemeleri gibi fonların yurtdışına çıkmasına sınırlamalar getirebilirler. Bu politikalar, genellikle ödemeler bilançosu açığını azaltmaya yöneliktir. Çokuluslu şirketler için merkeze gönderilen fonların değeri önem taşımaktadır. Fonların merkeze transferine

¹⁴² EAKER, Mark R., FABOZZI, Frank J., DWIGHT, GRANT, **International Corporate Finance**, The Dryden Pres, 1996, s.310,311

¹⁴³ CENKERİ, ELİF, “Transfer Fiyatlaması ve Türk Vergi Sistemi”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2005, s. 14-17

getirilen kısıtlamalar, ana şirketin nakit akışlarını düşürmektedir. Eğer yabancı projeden elde edilen gelirin yatırımı yapan şirketin ülkesine dönüşünde kısıtlamalar varsa, çokuluslu firma için sadece nakit akışının kendi ülkesine götürebileceği kısmı önem arz eder. Eğer sadece yasal ya da aleni yollarla engellenebilecek olan gelirler ele alınırsa projenin ihtiyatlı değerini elde edilir. Eğer bu değer pozitif ise başka bir şey eklemeye gerek yoktur. Eğer bu değer negatif ise yasal olmayan yollarla transfer edilebilecek gelirler de eklenebilir. Bu iki aşamalı prosedürü uygulama kabiliyeti DBD yaklaşımını uygularken esaslı bir avantajdır.¹⁴⁴

2.4.3. Mali Destekler (Sübvansiyonlar)

Ev sahibi ülkeler çoğu zaman yatırımı teşvik etmek için firmalara sübvansiyonlar önerirler. Bu teşvikler, imtiyazlı kredi kullanma imkanı, vergi indirimi, nakit ödemeler gibi çeşitli şekillerde olmaktadır. Bu durumda firmalar sübvansiyonsuz yapamayacakları yatırımları yaparlar¹⁴⁵ ve bu sayede de ev sahibi ülke amacına ulaşmış olur.

Bir yatırım projesi değerlendirilirken, sübvansiyonların varlığı dikkate alınmalıdır. Eğer proje sübvansiyonsuz şekilde yapılabiliyorsa, diğer bir ifadeyle teşvikler dikkate alınmadan, elde edilecek nakit akışlarının net bugünkü değeri pozitif olursa, firma açısından sorun yoktur. Ancak bu şartlar altında net bugünkü değer negatif çıkıyorsa, o zaman analize sübvansiyonlarda dahil edilmelidir.¹⁴⁶ Burada da Düzeltilmiş Bugünkü Değer yöntemi önemli bir kolaylık sağlamaktadır. İmtiyazlı kredilerin kullanımından sağlanan nakit akışları DBD yönteminde ayrı bir terim olarak yer almaktadır.

¹⁴⁴ LEVİ, M.D. , a.g.e., s.350

¹⁴⁵ EAKER, M. R., FABOZZI, F. J., DWIGHT, G., a.g.e., s.313

¹⁴⁶ EAKER, M. R., FABOZZI, F. J., DWIGHT, G., a.g.e., s.313

2.4.4. Vergisel Farklılıklar

Uluslararası vergilendirme kesinlikle karmaşık bir konudur. Doğrudan yabancı yatırımların değerlendirilmesinde, yatırımcının kendi ülkesindeki kurumlar vergisi oranı ile yatırımın yapıldığı ülkedeki kurumlar vergisi oranından daha yüksek olanı dikkate alınır.¹⁴⁷ Bu oran efektif vergi oranı (τ) olarak adlandırılır.

τ 'yi evdeki ya da yabancı ülkedeki vergi oranlarında en yüksek olanı olarak almak tutucu bir yaklaşımdır. Aslında vergiler sıklıkla makul transfer fiyatı tercihi, telif ücreti ödemeleri gibi τ 'nin altında tutulur. Bu teknikler gelirlerin yüksek vergili ülkelere düşük vergili ülkelere kaydırılmasında ve böylece bütün birleşmiş vergileri düşürür. Ek olarak, vergilerin ödenmesi engellenen gelirin yurtdışında tutulması yoluyla ertelenebilir ve böylece eğer bütün nakit akışları havale edilebilecek bütün gelirler havale edilsin edilmesin, fiili vergi miktarları nakit akışının öngördüğünden daha düşük olacağından bazı düzenlemeler yapmak gerekecektir.

Uyarlamalar sermayenin maliyetine veya DBD hesaplamasında ilave bir terim olarak yer alabilir.¹⁴⁸

Bir projenin değeri, gelecekteki nakit akışlarının net bugünkü değeri ile belirlenmektedir. Dolayısıyla ana şirket, yalnızca transferi mümkün olan yani kendisine dönen nakit akışlarının net bugünkü değerini önemsemektedir.¹⁴⁹

Net bugünkü değer yöntemini kullanarak yatırımı değerlendirmek üzere yapılan analiz en az dört alternatifte sahiptir.¹⁵⁰

¹⁴⁷ KURTALAN, A., a.g.t., s.65

¹⁴⁸ LEVI, M.D., a.g.e., s. 350

¹⁴⁹ KURTARAN, A., a.g.t., s.58

¹⁵⁰ EAKER, M., FABOZZI, F., DWIGHT, G., a.g.e., s.314

1. Reel yabancı para nakit akışlarını ve reel yabancı para iskonto oranını kullanmak.
2. Nominal yabancı para nakit akışlarını ve nominal bir yabancı para iskonto oranını kullanmak.
3. Reel yerel para nakit akışlarını ve reel yerel para iskonto oranını kullanmak.
4. Nominal yerel para nakit akışlarını ve nominal bir yerel para iskonto oranını kullanmak.

Vergilerin olmadığı ve analiz süresi boyunca satın alma gücü paritesinin geçerli olduğu varsayımında bu dört yöntemde aynı sonucu vermektedir.

Satınalma gücü paritesinin geçerli olduğu varsayımında bu dört alternatifte benzer sonuçları vermektedir. Bazı yazarlar daha az veri gerektirdiği için 1 nolu alternatifi tercih etmektedir. Bununla birlikte bazı yazarlar da, hem enflasyon oranının hem de döviz kurlarının belirgin tahminlerine ihtiyaç duyduğu için 4. alternatifi önermektedir.

Ana şirkete nakit akışlarını değerlendirmede üç aşamalı yöntem önerilmektedir. Birinci aşamada şube açısından proje nakit akışları hesaplanır.¹⁵¹ Nakit akışlarının nominal yabancı para değerleri tahmin edilir.¹⁵² Daha sonra bakış açısı ana şirkete odaklanır. Bu ikinci aşamada zamanlama, yatırım tutarı ve ana şirkete yapılan transferleri ilgilendiren tahminleri ve aynı zamanda transfer işleminde karşılaşılabilecek vergiler ve diğer harcamalar hakkındaki bilgiyi de içerir. Üçüncü ve son aşamada firma, bu yatırımın sistemin geri kalanı üzerindeki dolaylı fayda ve maliyetleri de

¹⁵¹ SHARPINO, Alan, C., **Multinational Financial Managament**, Fourth Edition, 1992, s. 449

¹⁵² EAKER, M., FABOZZI, F., DWIGHT, G., a.g.e., s. 314

dikkate almak zorundadır.¹⁵³ Bu aşamada yatırımcı ülkenin nominal faiz oranı ile iskonto edilecek nominal nakit akışlarının bir grubunu üretmek için, yatırımcının yabancı para akışlarını yurtiçi para değerlerine dönüştürülür.¹⁵⁴

2.5. Ülke Riskinin Ölçümü ve Ana Şirket Açısından Değerlendirilmesi

Birinci bölümde belirtilen ülke riskleri kapsamında bu kısımda özellikle politik risk ve döviz kuru riski ile enflasyon riskini içeren ekonomik riskler karşında çokuluslu şirketlerin sermaye bütçelemesi sürecinde yapacakları risk ayarlamaları anlatılacaktır. Söz konusu risk ayarlamaları iskonto oranının değiştirilmesi ve nakit akışlarının değiştirilmesi yönündedir.

Ülke riskinin ölçülmesinde birçok kurum ve kuruluş faaliyet göstermektedir. Bu kurum ve kuruluşlardan bazıları Standart&Poors (S&P), Moodys, Euromoney Dergisi, Business Environment Risk Intelligence (BERI) Enstitüsüdür. Bu şirketler ve kuruluşlar tarafından yapılan değerlendirmeler, yatırım yapmayı düşünen şirketlere önemli veriler sağlamaktadır ve yatırım kararlarını etkilemektedir.

2.5.1. Politik Riskin Ana Şirket Açısından Değerlendirilmesi

Politik risk daha öncede belirtildiği üzere hükümet tarafından uygulanan politikalar sonucunda beklenen durumun gerçekleşmeme olasılığıdır. Politik risk karşısında şirketin iki alternatifi mevcuttur. Bunlardan birincisi, riski iskonto oranına uygulamaktır. Bu durumda projeden beklenen nakit akışlarının iskonto edilmesinde kullanılacak oran, diğer bir ifadeyle şirket yatırımcılarının projeden bekledikleri getiri oranı azalabileceği gibi artadabilecektir.

¹⁵³ SHARPINO, Alan, C., 1992, a.g.e., s. 449

¹⁵⁴ EAKER, M., FABOZZI, F., DWIGHT, G., a.g.e., s.314

Politik riskin etkisini azaltabilecek ikinci alternatif ise nakit akışlarının düzeltilmesidir. Politik riskin etkisini en aza indirebilmek için şirketler yatırımlarını sigortalayabilirler. Yatırımların sigortalanması şirketlere ek maliyet yüklemektedir. Dolayısıyla şirketler katlanılan sigorta maliyetlerini beklenen nakit akışlarına yansıtabilirler. Bu politikada ana şirket için, nakit akışları, karşılaştırılabilir yerel projelerin işletme ve finansal riskleri için yaklaşık getiri oranıyla iskonto edilecektir. Yabancı bölgedeki her risk, proje nakit akışlarına yansıtılacaktır.¹⁵⁵

Uluslararası sermaye bütçelemesinde politik riskin etkisinin ölçülmesinde Net Bugünkü Değer yöntemi temelinde başabaş analizi geliştirilmiştir. Başabaş analizinde politik riskin kamulaştırma, blokeli fonlar ve artan vergilerin etkilerinden oluştuğu varsayılmıştır. Aşağıda söz konusu etkilerin ayrı ayrı değerlendirilmesi özet olarak gösterilmiştir.¹⁵⁶

Buna göre, yatırımda kamulaştırma söz konusu olduğunda başabaş noktasından hareketle bir kamulaştırma olasılığı hesaplanır. Projenin NBD'sinin pozitif olabilmesi için kamulaştırma olasılığının hesaplanan değerden düşük olması gerekir. Kamulaştırma olasılığı aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanabilir.

$$p_h = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{X_i}{(1+k)^i} - I}{\sum_{i=h}^n \frac{X_i}{(1+k)^i} - \frac{G_h}{(1+k)^h}}$$

Burada p_h , kamulaştırma olasılığını, X_i , i yılında projeden beklenen nakit akışlarını, h , kamulaştırma yapılan yılı, G_h , kamulaştırma yapılan yılda hükümet tarafından yapılan ödeme ile risk sigortası gibi firmaya nakit girişlerini ve son olarak I ise yatırımın maliyetini ifade etmektedir.

¹⁵⁵ DOĞUKANLI, Hatice, **Uluslararası Finans**, Genişletilmiş İkinci Baskı, Karahan Kitapevi, 2007, s. 218-220

¹⁵⁶ BUCKLEY, A., a.g.e., s. 497-501

Başabaş analizinde değerlendirilen ikinci politik risk unsuru blokeli fonlardır. Blokeli fonların etkisi de kamulaştırmanın etkisinin ölçüldüğü aynı teorik mantık çerçevesinde hesaplanır. Formülde r , yeniden yatırım oranını, j , fonların bloke edildiği yılı belirtmektedir. Burada bloke etme olasılığı bulunur. Buna göre fonların blokelenme olasılığı (q_j) şu şekilde hesaplanabilir:

$$q_j = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{X_i}{(1+k)^i} - I}{\sum_{i=1}^n \frac{X_i}{(1+k)^i} + \sum_{i=j}^n \frac{X_i (1+r)^{n-i}}{(1+k)^i}}$$

Başabaş analizinde hesaplanan üçüncü ve son politik risk unsuru ise artan vergilerin etkisidir. Burada da m yılındaki vergi artış olasılığı (p_m) hesaplanmaktadır. Formülde NBD hesaplanırken vergi oranlarını arasındaki fark (Δt) ile vergiye tabi kazanç (π_i) yer almaktadır. Buna göre p_m aşağıdaki formülle hesaplanabilir:

$$p_m = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{X_i}{(1+k)^i} - I}{\sum_{i=m}^n \frac{\pi_i \Delta t}{(1+k)^i}}$$

Başabaş analizinde politik risk unsurlarının olma olasılığı aşağıda verilen formül ile genellenebilir:

Yatırımın Net Bugünkü Değeri

Politik Risk Faktörlerinin Ortaya Çıkması Sonucu Kaybedilen Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri

2.5.2. Döviz Kuru Riski ve Enflasyon Riskinin Ana Şirket Açısından Değerlendirilmesi

Döviz kuru ve enflasyon riskleri firmaların beklenen nakit akışları üzerinde etkilerini gösterir. Bu noktada şirketler yabancı yatırımlarında satın alma gücü paritesi yardımıyla döviz kurlarındaki değişimi hesapladıklarında bu iki etkiyi de nakit akışlarına yansıtabilmektedirler. Ayrıca enflasyon etkisi hesaba katıldığında iki aşamalı bir değerlendirme yapılabilir.¹⁵⁷

1. Yabancı para cinsinden nominal nakit akışları, ana ülke parasıyla nominal nakit akışlarına dönüştürülür.
2. Bu nominal nakit akışları ana ülkenin nominal iskonto oranıyla bugüne indirgenir ya da nominal nakit akışları reel nakit akışlarına dönüştürülerek ana ülkenin reel iskonto oranı ile bugüne indirgenir.

2.6. Sermaye Maliyeti

Sermaye maliyeti yatırım kararlarını etkileyen en önemli unsurdur. Şirketler, yatırımlarını finanse ederken özkaynaklarının yanı sıra çeşitli kaynaklardan yararlanmaktadırlar. Firma açısından bir finansman kaynağının maliyeti, söz konusu kaynağın sağladığı para girişlerinin bugünkü değerini, gelecekte gerektireceği para çıkışlarının bugünkü değerine eşit kılan iskonto oranıdır.¹⁵⁸ Şirketler çeşitli hedging yöntemlerini kullanarak, kullandıkları kaynakların maliyetlerini düşürebilmekte ve rekabet ortamında avantajlı konuma geçebilmektedirler.

¹⁵⁷ DOĞUKANLI, H. ,2007, a.g.e., s.221

¹⁵⁸ AKGÜÇ, Ö., a.g.e., s.438

2.6.1. Özkaynakların Maliyeti

Özkaynak maliyeti firma için özellikle sermaye bütçelemesi yöntemlerinde büyük önem arz etmektedir. Firmanın kayıtlarında özsermaye maliyeti olarak ancak kar payı ödemelerine rastlanabilmektedir.

Ancak özsermaye maliyeti olarak sadece kar payı ödemelerinin dikkate alınması yanıltıcı olacaktır. Finansal yönetimde hissedarın elde ettiği getiri firma için özsermaye maliyeti olarak dikkate alınmaktadır.¹⁵⁹

Özkaynak maliyeti teoride; “ firmanın kendi hisse senedinin pazar fiyatını sabit tutmak için bir yatırım projesinin özkaynak ile finanse edilmiş kısmı üzerinden kazanması gereken minimum verimlilik” olarak tanımlanmaktadır.¹⁶⁰ Başka bir anlatımla, özsermaye maliyeti öyle bir orandır ki, bu oranın üzerinde kar sağlayacak yatırım projeleri firmanın piyasa değerini artırır.¹⁶¹

Özkaynak maliyetinin hesaplanması; her bir özkaynak kaleminin tek tek maliyetinin hesaplanması ve ağırlıklı ortalamasının alınması suretiyledir.¹⁶²

Hisse senedinden beklenen getiri oranı; bir başka ifade ile özsermaye maliyeti şu şekilde hesaplanır:¹⁶³

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

¹⁵⁹ ERCAN, M. Kamil ve BAN, Ünsal, **Değere Dayalı İşletme Finansı- Finansal Yönetim**, Gazi Kitabevi, Ağustos, 2005, s.211

¹⁶⁰ AKIN, Emine Ebru, “Sermaye Yapısı, Kaynak Maliyeti İle Firma Değeri İlişkisi ve İMKB Uygulaması”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2004, s. 51

¹⁶¹ TÜRKO, M., TÜRKO, Metin, **Finansal Yönetim**, Genişletilmiş, Gözden Geçirilmiş 2. Basım, Alfa Yayınları: 536, Dizi No: 66, Şubat, 2002, a.g.e., s. 463

¹⁶² AKIN, E. E., a.g.t., s. 52

¹⁶³ ERCAN, M.K., BAN. ,Ü., a.g.e., s.212

D_1 = Ödenen Temettü Tutarı

P_1 = Bir Yıl Sonraki Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı

P_0 = Hisse Senedinin Alış Anındaki Piyasa Fiyatı

k_e = Özkaynak Maliyeti

Hisse senetlerinin tespitine ilişkin olarak geliştirilmiş üç temel model bulunmaktadır: Temettü Modeli, Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (SVFM) ve Tahvil Artı Yaklaşımı.¹⁶⁴

2.6.1.1. Temettü Modeli

Bu modele göre bir hisse senedinin maliyeti; hisse senedinin piyasa fiyatını ilgili hisse senedi için gelecek dönemlerde yapılacak temettü ödemelerinin bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranıdır.¹⁶⁵

Şirketin ortaklarına dağıtabileceği kar payı farklı kalıplar gösterebilir:

1. Temettü ödemelerinin sonsuza kadar sabit tutarda olacağı varsayıldığında özkaynak maliyeti;

$$k_e = \frac{D}{P_o} \text{ şeklinde olacaktır.}$$

2. Yıllar itibariyle dağıtılacak kar paylarının farklılık göstermesi durumunda hisse senedi maliyeti aşağıdaki şekilde ifade edilir.¹⁶⁶

$$P_o = \frac{D_1}{(+k_e)} + \frac{D_2}{(+k_e)} + ... + \frac{D_\infty}{(+k_e)}$$

¹⁶⁴ AKIN, E.E., a.g.t., s.54

¹⁶⁵ AKIN, E.E., a.g.t., s.54

¹⁶⁶ AKGÜÇ, Ö., a.g.e., s.452

Dağıtılacak karların yıllar itibariyle sabit bir yüzde ile büyümesi halinde hisse senedinin maliyeti ise şu şekilde hesaplanabilecektir.¹⁶⁷

$$P_0 = \frac{D_0 (1+g)}{(1+k_e)} + \frac{D_0 (1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_0 (1+g)^{\infty}}{(1+k_e)^{\infty}}$$

g = Temettülerdeki Sabit Büyüme Oranı

D_0 = En Son Ödenen Temettü Tutarı

P_0 = Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı

Temettülerdeki sabit büyüme oranı “ g ” olmak üzere; $k_e > g$ olması şartıyla bu formül kısaca şöyle yazılabilir.¹⁶⁸

$$P_0 = \frac{D_0 (1+g)}{k_e - g} = \frac{D_1}{k_e - g}$$

3. Dağıtılacak kar payının belirli zaman aralıklarında gittikçe azalan veya artan bir hızla büyümesi söz konusu olduğunda hisse senedi maliyeti aşağıdaki şekilde hesaplanabilir.¹⁶⁹

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{D_0 (1+g_s)^t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=N+1}^{\infty} \frac{D_0 (1+g_n)^t}{(1+k_e)^t}$$

g_s = Normal Üstü Büyüme Hızı

g_n = Normal Büyüme Hızı

N = Normal Üstü Büyüme Hızının Devam Ettiği Süre

n = Normal Büyüme Hızının Devam Ettiği Süre

¹⁶⁷ AKIN, E.,E., a.g.t., s.57

¹⁶⁸ TÜRKO, M., a.g.e., s. 465

¹⁶⁹ AKGÜÇ, Ö., a.g.e., s.452-453

Firmalar, iç fonlarının yetersiz olduğu durumlarda yatırımlarını finanse etmek üzere sermaye artırımına gitmek suretiyle yeni hisse senedi ihraç etmektedirler. Kuşkusuz ihraç edilen yeni hisse senetlerinin de firmaya bir maliyeti söz konusu olmaktadır. Yeni hisse senetlerine yatırım yapacak olan hissedarlar katlanılan ihraç giderlerini karşılayacak bir getiri oranı talep etmektedirler.¹⁷⁰ Bu bağlamda yeni ihraç edilecek hisse senetlerinin maliyeti¹⁷¹

$$k_e = \frac{D_1}{P_0(1-f)} + g \text{ formülüyle hesaplanacaktır.}$$

k_e = Yeni İhraç Edilen Hisse Senedi Maliyeti

f = İhraç Giderleri Oranı

İmtiyazlı hisse senedi ihracıyla sağlanan sermayenin maliyeti, bu hisse senetlerine ödenen kar payı ile piyasa değeri arasındaki oranla hesap edilir. İmtiyazlı hisse senedi sahiplerine kar payı dağıtımı sabit niteliktedir. Bu maliyet, şirket açısından vergiden sonraki maliyettir dolayısıyla da imtiyazlı hisse senedi maliyeti hesaplanırken vergi faktörü dikkate alarak bir düzeltmenin yapılması söz konusu değildir.¹⁷² Bu kapsamda imtiyazlı hisse senedi ihracı ile sağlanan sermaye maliyeti aşağıdaki gibi olacaktır.

$$k_e = \frac{D}{P_o}$$

¹⁷⁰ ERGÜN, M.,E., a.g.t., s.54

¹⁷¹ TÜRKO, M., a.g.e., s.470

¹⁷² TÜRKO, M., a.g.e., s.463

2.6.1.2. Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli

Hisse senetlerinin maliyetinin bulunmasında kullanılan bir diğer model, “Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli”dir. Sermaye bütçelemesi teknikleri ile ilgili şirketler üzerinde yapılan çalışmalarda, finans yöneticilerinin çoğunun özsermaye maliyetini, sistematik riski içeren SVFM ile hesapladıkları görülmüştür. Buna göre hisse senetlerinin maliyeti;

$$k_0 = r_f + \beta (r_m - r_f) \quad \text{şeklinde hesaplanır.}$$

k_0 = Hisse senetlerinin maliyeti

r_f = risksiz faiz oranı

β = Beta katsayısı

r_m = Pazar Portföyü Üzerinden Beklenen Getiri Oranı

Burada risksiz faiz oranı; ödenmeme riski olmayan bir menkul kıymetin veya menkul kıymetlerden oluşan bir portföyün getiri oranıdır.¹⁷³ Risksiz faiz oranının ölçüsü olarak devlet tahvili faiz oranı veya hazine bonusu faiz oranı kullanılır. Türkiye’de firma değerlemesinde risksiz faiz oranı olarak on yıllık Eurobond’ların getirilerinden faydalanılmaktadır.¹⁷³

Beta katsayısı, bir menkul kıymetin getirisinin pazar portföyünün getirisi ile olan ilişkisini göstermektedir. Bir menkul kıymetin betası çoğunlukla 0-2 arasında değerler alabilir. Betanın sıfırdan küçük olması, o menkul kıymetin pazar portföyü ile ters yönde ilişki içinde olduğunu gösterir. Beta katsayısı; ilgili hisse sendi getirileri ile pazar portföyü getirisi arasındaki kovaryansın, pazar portföyü getirilerinin varyansına bölünerek elde edilmektedir.¹⁷⁴

¹⁷³ ERGÜN, M. E., a.g.t., s. 51

¹⁷⁴ KARAN, Mehmet, Baha, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, 2004, s.209

$$\beta = \frac{COV(r_{\text{ö}}, k_m)}{\sigma_m^2}$$

Piyasa risk primi; pazar portföyü üzerinden beklenen getiri ile risksiz faiz oranı arasındaki fark olarak ifade edilir.

2.6.1.3. Tahvil Artı Yaklaşımı

Firmaya borç kullandıranlar, firmanın ortaklarına göre daha fazla riske katlanmakta ve bu nedenle daha fazla getiri elde etmek isteyebilmektedirler. Bunun için tahvilin sağlamış olduğu getiriye ilave olarak bir risk primi talep ederler.

Risk primi firmanın faaliyet riskini ve finansal riskini içermektedir. Buna göre; hisse senedinin maliyeti;¹⁷⁵

$$k_{\text{ö}} = r_f + r_p \quad \text{ile ifade edilir.}$$

2.6.2. Yabancı Kaynakların Maliyeti

Borcun maliyeti en basit ifadeyle faizdir. Firmanın borçlarının maliyeti finansal piyasalarda oluşmaktadır. Firmanın ihraç etmiş olduğu piyasada işlem gören tahvillerin, tahvil yatırımcıları tarafından piyasada oluşturulan getiri oranı firma için de borcun maliyeti olmaktadır. Firmanın piyasada işlem gören tahvillerinin olmaması durumunda borcun maliyeti, eğer firma uzun vadeli borçlanmaya gidecek olursa, hangi faiz oranıyla borçlanabileceği ya da firmayla aynı risk seviyesinde olan benzer firmaların borçlanma maliyetleri firma için borcun maliyeti olarak dikkate alınacaktır.¹⁷⁶

¹⁷⁵ AKIN, E.,E., a.g.t., s. 62

¹⁷⁶ ERCAN., M. K., BAN, Ü., a.g.e., s.209

Başka bir şekilde ifade etmek gerekirse; yabancı kaynakların maliyeti, kaynağın firmaya sağladığı nakit girişini kaynağa ilişkin anapara ve faiz ödemelerine eşitleyen iskonto oranıdır. Buna bağlı olarak yabancı kaynağın maliyeti aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.¹⁷⁷

$$I = \frac{C_1}{(1 + k_b)} + \frac{C_2}{(1 + k_b)^2} + \dots + \frac{C_t}{(1 + k_b)^t}$$

I = Yabancı Kaynağın Firmaya Sağladığı Nakit Girişi

k_b = Yabancı Kaynağın Maliyeti (Vergi Öncesi)

t = Yabancı Kaynağın Vadesi

C_t = Yabancı Kaynağın Gerektirdiği Yıllık Para Çıkışı (Anapara ve Faiz Ödemesi)

Yabancı kaynağın maliyeti değerlendirilirken vergiden sonraki maliyet daha önemlidir. Bunun nedeni yabancı kaynağa ödenen faizlerin gider yazılmasından dolayı vergi tasarrufu etkisinin ortaya çıkmasıdır. Söz konusu vergi tasarrufu etkisi yabancı kaynak maliyetinin düşmesine neden olur.¹⁷⁸

$$i_i = i_d \times (1 - t)$$

i_d = Borcun Vergiden Önceki Maliyeti

i_i = Borcun Vergiden Sonraki Maliyeti

t = Vergi Oranı

Yabancı kaynağın vergiden sonraki maliyeti şu şekilde de hesaplanabilir:¹⁷⁹

¹⁷⁷ AKIN, E., E., a.g.t., s.66

¹⁷⁸ AKGÜÇ, Ö., a.g.e., s.441

¹⁷⁹ AKGÜÇ, Ö., a.g.e., s.441

$$I = \frac{C_a + C_f (1-t)}{(1+i_i)} + \frac{C_{a2} + C_{f2} (1-t)}{(1+i_i)^2} + \dots + \frac{C_{an} + C_{nf} (1-t)}{(1+i_i)^n}$$

C_a = Anapara Taksit Tutarı

C_f = Faiz Tutarı

n = Yabancı Kaynağın Vadesi

Karlı olmayan veya vergi bağışıklıkları nedeniyle borç faizlerinin gider yazılmasıyla bir vergi yararı sağlayamayan şirketler için yabancı kaynak maliyeti, vergiden önceki maliyettir.¹⁸⁰ Eğer Firma sermaye yapısı içinde sürekli olarak borca yer veriyorsa, borç gerçek anlamda hiçbir zaman ödenmiş olmayacaktır. Diğer bir ifadeyle borç sermaye yapısının sürekli bir parçası olacaktır. Bu durumda borcun maliyeti,¹⁸¹

$$i_i = \frac{C_t}{I} (1-t) \text{ şeklinde hesaplanır.}$$

C_t : Gelecek Bütün Dönemler İçin Geçerli Olmak Üzere Yıllık Faiz Gideri

Çokuluslu işletmelerin yurt dışında faaliyet gösteren şubeleri ana merkezin bulunduğu ülke piyasalarından borçlanmak yerine faaliyet gösterdiği ülkenin bankalarından borçlanmayı tercih edebilirler. Uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren işletmeler yabancı piyasalardan da kısa vadeli kaynak kullanabilirler. Çokuluslu işletmeler kaynağın maliyeti düşük olduğunda farklı bir para birimiyle borçlanmak isteyebilirler. Bu durumda işletmeler kur riskine açık bir duruma gelir. Borçlanan işletmenin finansman maliyeti, krediyi veren bankanın faiz oranına ve borç alanın para biriminde

¹⁸⁰ TÜRKO, M., a.g.e., s.460

¹⁸¹ AKGÜÇ, Ö., a.g.e., s.442

kredi süresi boyunca oluşan hareketlere bağlıdır. Buna göre kredinin gerçek maliyeti¹⁸²

$$r = \left((1+i)^X + e \right) - 1 \text{ formülüyle bulunabilir.}$$

i: Borcun Faiz Oranı

e: Döviz Kurundaki Değişim

r: Kredinin Gerçek Maliyeti

2.6.3. Uluslararası Doğrudan Yatırımlarda Sermaye Maliyeti

DBD yönteminde faaliyet nakit akımlarının değerlemesinde iskonto oranı olarak, NBD'de olduğu gibi AOSM yerine, özkaynak maliyeti kullanılmaktadır. DBD yönteminde AOSM'nin kullanılmamasının başlıca iki nedeni vardır. Bunlardan birincisi, AOSM'nin belirli bir finansman yapısı (borç/özsermaye oranı), sabit borç maliyeti, tek vergi oranı ve imtiyazlı borç bulma imkanının olmadığı varsayımı altında kullanılabilmesidir. ÇUŞ'lar yatırımlarında farklı sermaye yapılarıyla, farklı vergi oranlarıyla ve imtiyazlı kredi kullanma imkanı ile karşı karşıyadırlar. Bu nedenle şirket sermaye maliyeti, yerel bir projenin değerlendirilmesinde kullanılacak sermaye maliyetinden farklı olmaktadır. Ayrıca Ülke riski ve döviz kuru riski çeşitlendirme ile yok edilebilen riskler olduğu için, iskonto oranı sadece sistematik riski yansıtacaktır. Uluslar arası firma ya da küresel şirket daha iyi bir risk çeşitlendirmesine gidebileceği için yerel şirketten daha düşük bir istenen getiriye sahip olacaktır.¹⁸³

¹⁸² AKSOY, Ahmet, YALÇINER, Kürşat, **İşletme Sermayesi Yönetimi**, Gazi Kitapevi, Ağustos, 2005, s. 348-349

¹⁸³ VURAL; G., a.g.m., s.566

Söz konusu nedenler ışığında uygulamada firmaların faaliyet nakit akımlarını sistematik riski yansıtan, SVFM ile hesaplanmış özsermaye maliyetiyle iskonto etmektedirler.

2.7. Uluslararası Sermaye Bütçelemesinde Kullanılan Yöntemler

Sermaye bütçelemesi konusunda yapılan çalışmalarda en çok tercih edilen yöntemlerin, “Net Bugünkü Değer” yöntemi ile “İç Verim Oranı” yöntemi olduğu görülmüştür. Son yıllarda bu iki yöntemin yanı sıra “Düzeltilmiş Bugünkü Değer” yöntemi ile “Reel Opsiyonlar”, çokuluslu şirketlerin yatırımlarını değerlemesinde alternatif yöntemler olarak kullanılmaktadır.

2.7.1. Net Bugünkü Değer Yöntemi

Net Bugünkü Değer yöntemi, paranın zaman değerini, yatırımın ekonomik ömrünü ve yatırımın hurda değerini dikkate alan bir yöntemdir. Bir yatırımın NBD’si, yatırımın ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı nakit girişlerinin ve çıkışlarının önceden saptanmış belli bir iskonto oranı üzerinden bugünkü değere çevrilmiş tutarlarının toplamı olarak¹⁸⁴ tanımlanabilir.

Net Bugünkü Değerin formülle gösterimi aşağıdaki gibidir.¹⁸⁵

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

Formülde;

C= Yatırım Tutarını

A = Nakit Girişlerini

¹⁸⁴ TÜRKO, M., a.g.e., s.326

¹⁸⁵ AKGÜÇ, Ö., a.g.e., s. 355

t = Yatırım Süresini

n = Yatırımın Ekonomik Ömrünü

k = Sermaye Maliyetini gösterir.

Yatırımın tesis süresinin bir yıldan uzun olduğu durumda, yukarıdaki formül, aşağıdaki şekilde yazılabilir:¹⁸⁶

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

m: Bir yıldan daha uzun olan tesis süresi

Bir yatırım projesinin asgari kabul koşulu NBD'nin sıfıra eşit olmasıdır. Bir yatırıma ilişkin birden fazla projenin değerlendirildiği durumlarda ise NBD' i daha büyük olan proje seçilecektir.¹⁸⁷ NBD'si pozitif olan projeler, firmanın değerine, dolayısıyla da hissedarların refahına olumlu yönde etkide bulunmaktadır. Bir yatırımın NBD'sinin pozitif olması, yatırımın iç karlılık oranının, yatırımdan beklenen asgari iç karlılık oranından daha yüksek olduğunu ortaya koyar.¹⁸⁸

2.7.2. İç Verim Oranı Yöntemi

Paranın zaman değerini ve yatırımın tüm ömrü boyunca sağlayacağı nakit girişlerini dikkate alan bir yöntem olan "İç Verim Oranı", bir projenin nakit çıkışı ve nakit girişlerini birbirine eşitleyen iskonto oranı¹⁸⁹ olarak tarif edilebilir. Diğer bir ifadeyle yatırımın ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı

¹⁸⁶ AKGÜÇ, Ö., a.g.e., s.355

¹⁸⁷ AKSÖYEK, İsmet, YALÇINER, Kürşat, **Finansman Problemleri**, Birinci Baskı Gazi Kitabevi, Ankara, Ağustos, 2000, sayfa 113

¹⁸⁸ AKGÜÇ, Ö., a.g.e. s.355

¹⁸⁹ TÜRKO, M., a.g.e., s.333

net nakit girişlerinin bugünkü değerini yatırım tutarının bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranıdır.

$$\sum_{t=1}^m \frac{C}{(1+IRR)^t} = \sum_{t=1+m}^{n+m} \frac{A_t}{(1+IRR)^t} + \frac{H}{(1+IRR)^{m+n}}$$

İç verim oranı yönteminde bağımsız projeler için temel karar kuralı, iç verim oranının istenen getiri oranına eşit veya bu orandan yüksekse kabul edilmesi ve sermaye maliyetinin altında kalan projelerin ise reddedilmesidir. Birbirine bağlı projeler için karar kuralı ise; istenen getiri oranının üzerinde olan en yüksek İVO'ya sahip olan projenin seçilmesidir.¹⁹⁰

2.7.3. Reel Opsiyonlar

Reel opsiyonlar, uluslararası yatırımların değerlendirilmesi alternatif bir yöntem olarak geliştirilmiştir. Yapılan literatür çalışmalarında, reel opsiyonların kullanımının çok düşük düzeylerde olmakla birlikte, son yıllarda arttığı görülmüştür.

Reel opsiyonlar, belirsizlik altında esnek kararlar almaya izin veren bir stratejik karar alma ve proje yönetimi modeli, yeni bir değerlendirmedir.¹⁹¹ Reel opsiyon analizi, opsiyon fiyatlama teorisinin, sermaye bütçelemesi kararlarına uygulanmasıyla ortaya çıkmıştır. Reel opsiyon analizi özellikle çok uzun süreli potansiyel yatırım projelerinin veya gelecek zamana kadar başlatılmayacak yatırımların belirlenmesinde güçlü bir araçtır.¹⁹²

¹⁹⁰ BAKER, H. Kent, POWELL, Gary, E., **Understanding Financial Management: A Practical Guide**, Blackwell Publishg, 2005, s.241

¹⁹¹ BOSTAN, İbrahim., “Yatırım Projelerinin Analizinde Reel Opsiyonların Kullanılması ve Bir Uygulama”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Sayısal Yöntemler Bilim Dalı, Yüksek Lisan Tezi, İstanbul, 2007 s. 50

¹⁹² EITEMAN, D. K., STONEHILL, A. I., MOFFETT, M. H., 2004, a.g.e., s.553

NBD metodu ve reel opsiyonlar metodu karar verme sürecinde birbirini tamamlayan araçlar olarak düşünülmelidir. Bazı yatırımların değerlemesi için klasik NBD metodu uygunken, bazıları için reel opsiyonlar metodu uygundur. Klasik yöntemler ılımlı, istikrarlı ve şeffaf iş yapısına sahip, karmaşık olmayan ve güvenilir tahminlerde bulunulmasına imkan tanıyan yatırımların değerlemesinde kullanılmalıdır. Reel opsiyonlar ise, yeni bilgilerin değer katacağı, belirsizlik taşıyan yatırımların karara bağlanmasında kullanılmalıdır.

Bununla beraber, reel opsiyonlar metodu, şimdiye kadar var olan tekniklerin tamamen yerini alacak bir yatırım değerlendirme aracı olarak görülmemelidir. Miller ve Park (2002), NBD metodu ve reel opsiyonlar metodunun karar verme aşamasında birbirini tamamlayan araçlar olarak düşünülmesi gerektiğini ifade etmişlerdir. Dolayısıyla, var olan projeleri erteleme, büyütme ya da projeden vazgeçme stratejilerinin aktif olarak yönetilmesi anlamında faydalıdır. Reel opsiyonlar analiz tekniğiyle opsiyon değerlemenin gerçekleştirilebilmesi için gerekli olan girdiler, klasik BD analiz tekniği uygulanarak hesaplanmaktadır. Bu nedenle, öncelikli olarak yine de klasik NBD metodu kullanılmalıdır.¹⁹³

Reel opsiyonların en çok karşılaşıldığı projeler Ar-Ge projeleridir. Firmalar Ar-Ge projeleri için büyük miktarda fonlar ayırdıkları için, bu fonların en doğru biçimde değerlendirilmesi firmalar için büyük önem taşır. Bir araştırma ve geliştirme projesi başladığında, projeye ilişkin nakit akımlarını belirlemek oldukça zordur. Çünkü proje yöneticileri hem araştırma sonuçlarına ilişkin teknik belirsizlikle, hem de sonuçta elde edilecek ürünün talebine ilişkin piyasa belirsizliği ile karşı karşıyadır. Ancak, Ar-Ge projelerindeki belirsizlik zaman ile azalır. Çünkü proje ilerledikçe yeni bilgiler

¹⁹³ ÖZOGUL, Selçuk Altan, “Yatırım Kararlarının Değerlemesinde Reel Opsiyonlar: Bilişim Teknolojileri Yatırım Uygulaması”, İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul 2006, s.63

elde edilir ve alınan kararlar bu yeni bilgiler ışığında yeniden gözden geçirilerek gerekli düzeltmeler yapılır.¹⁹⁴

2.7.4. Düzeltilmiş Bugünkü Değer

Uluslararası yatırımların değerlendirilmesinde “Net Bugünkü Değer” yönteminin bazı eksikliklerinin olmasından dolayı pek çok yazar, 1974 yılında Steward Myers tarafından ortaya atılan ve 1979 yılında Donald R. Lessard tarafından geliştirilen “Düzeltilmiş Bugünkü Değer (DBD)” yöntemini önermektedir.

NBD yönteminin uluslararası sermaye bütçeleme yöntemi olarak neden kullanılmadığını açıklayan iki temel grup neden vardır. Birinci temel grup neden, nakit akışlarının iki farklı açıdan- yatırımcının kendi ülkesindeki ve yatırım yaptığı ülkedeki- görülmesine sebep olan zorlukları içermektedir. Bu zorluklar, blokeli fonların varlığı, transfer kısıtlamaları ve vergi oranlarındaki farklılıklardır. Burada doğru olan yaklaşım, bütün şirketin hissedarları için aynı olduğunu varsayılan yatırımcı ülkenin bakış açısıdır. İkinci temel grup neden ise; yabancı projelerin risk derecelerini ve uygun iskonto oranını içermektedir.¹⁹⁵

Myers’in DBD yaklaşımında kaldıraçlı firma değeri, kaldıraçsız firma değerine kaldıraçtan kaynaklanan etkilerin (side effects) değerinin eklenmesiyle elde edilir. Bu yan etkiler sıklıkla borcun vergi tasarrufunu, beklenen iflas maliyetlerini ve temsilci maliyetlerini içerir. DBD, finansal yönetimde çeşitli konuların analiz edilmesi için güçlü bir çerçeve oluşturur ve

¹⁹⁴ UYSAL, Erkan, “Yatırım Projeleri Analizinde Black-Scholes Opsiyon Fiyatlama Modelinin Kullanımı”, <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/470/5403.pdf>, 05.05.2009

¹⁹⁵ LEVI, M. D., a.g.e., s.349

özellikle firma değerlendirme uygulamalarında yararlıdır.¹⁹⁶ Söz konusu nakit akışları, farklı risk yapılarından dolayı, farklı oranlardan iskonto edilir. Bu bağlamda DBD şu şekilde gösterilebilir:¹⁹⁷

$$DBD = \sum_{t=0}^n \frac{OCF_t}{(1+k^*)^t} + \sum_{t=0}^n \frac{k_d DT_c}{(1+k_d)^t} - C_o$$

Bu formülde faaliyet nakit akışları, projenin iş riskini yansıtan, özsermaye maliyetiyle, vergi tasarrufları ise borcun maliyetiyle iskonto edilmiştir.

DBD ile şirket değerlemesi, aşağıda belirtilen beş hususun tahminin gerektirir.

1. Beklenen gelecek nakit akışları,
2. Kaldıraçsız özsermaye maliyeti,
3. Beklenen gelecek sermaye yapısı,
4. Vergi tasarruflarına uyarlanmış iskonto oranı,
5. Serbest nakit akımlarının ve borcun sabit uzun dönem büyüme oranı.¹⁹⁸

Lessard DBD modelini geliştirerek, modeli çokuluslu firmaların yabancı sermaye yatırımlarının analizinde kullanılmaya uygun hale getirmiştir. Model, nakit akışlarının yabancı ülke para birimi ile gösterildiğini ve bunun ana ülke

¹⁹⁶ EHRHARDT, Michael C., DAVES, Phillip R., “The Adjusted Present Value: The Combined Impact of Growth and the Tax Shield of Debt on the Cost of Capital and Systematic Risk”, Tennessee Workshop Series, 15 June 1999

¹⁹⁷ BUCKLEY, A., a.g.e., s. 421

¹⁹⁸ Ehrhardt, Michael C., Daves, Phillip R, a.g..m

parasına dönüştürülmesini gerektiğini de dikkate almaktadır. Nakit akışlarının, yatırımın yapıldığı yabancı ülke parası cinsinden ifade edildiği varsayılmaktadır. Modele, proje gerçekleştirilmeden önceki duruma göre nakit akışlarındaki artış veya azalış da dahil edilmektedir.¹⁹⁹ DBD yaklaşımı, sermaye bütçelemesine “böl ve fethet” yaklaşımını getirmiştir. Projenin değerine finansal katkılar ayrı olarak ve açıkça tanımlanabilirler. Toplam bugünkü değer, temel proje nakit akışlarının bugünkü değerlerinin toplamıdır ve çeşitli finanslama etkileri, yatırım projelerinin değerlemesinde özel durumları (blokeli fonlar, şubeler arası işlemlerinin vergileri vb.) birleştirmek üzere kolayca genelleştirilebilirler.²⁰⁰

DBD yöntemi şu şekilde formülize edilebilir.²⁰¹

$$\begin{aligned}
 \text{DBD} = & -S_0 K_0 + S_0 A F_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(CF_t^* - LS_t^*)}{(1 + DR_e)^t} - \tau + \sum_{t=1}^T \frac{DA_t \tau}{(1 + DR_a)^t} + \\
 & \sum_{t=1}^T \frac{r_g B C_0 \tau}{(1 + DR_b)^t} + S_0 \left[CL_0 - \sum_{t=1}^T \frac{LR_t}{(1 + DR_c)^t} \right] + \sum_{t=1}^T \frac{TD^*}{(1 + DR_d)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{RF^*}{(1 + DR_f)^t}
 \end{aligned}$$

DBD : Düzeltilmiş Bugünkü Değer

S_0 : Spot Döviz Kuru

S_t^* : t Döneminde Beklenen Döviz Kuru

K_0 : Yabancı Para Biriminde Projenin Maliyeti

$A F_0$: Projenin Yapılmasıyla Aktif Hale Gelen Blokeli Fonlar

CF_t : Yabancı Para Biriminde havale edilebilir nakit akışları

LS_t : Yabancı Para Biriminde kaybedilen satış geliri

τ : Yatırımcının ülkesi ile projenin yapılacağı ülke kurumlar vergisi oranlarından yüksek olan

T : Projenin Ekonomik Ömrü

¹⁹⁹ VURAL, G., a.g.m., s.570

²⁰⁰ LESSARD, Donald, R., “Evaluating Foreign Projects--An Adjusted Present Value Approach”, Nisan 1979, <http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/1953/SWP-1062-08885585.pdf?sequence=1>, 05.05.2009

²⁰¹ LEVİ, M. D., a.g.e., s.351

DA_t : Yatırımcı ülke parasıyla amortisman

BC_0 : Yatırımcı ülke parasıyla projenin firmanın borçlanma kapasitesine olan katkı

CL_0 : Yabancı ülke parasıyla imtiyazlı kredilerin tutarı

LR_t : Yabancı ülke parasıyla imtiyazlı kredilerin geri ödemeleri

TD_t : Yavru şirketler arasında transfer fiyatlandırmasıyla vergi ödemelerinin ertelenmesinden sağlanan beklenen vergi tasarrufları

RF_t : Beklenen Gelirlerin yasal olmayan yollarla ana ülkeye gönderilen kısmı

DR_e : Özsermaye maliyeti

DR_a : Amortisman karşılıklarının iskonto oranı

DR_b : Borçlanma kapasitesine katkısı sonucu ortaya çıkan faiz indirimlerinin sağladığı vergi tasarruflarının iskonto oranı

DR_c : İmtiyazlı kredi faiz oranıyla sağlanan tasarrufların iskonto oranı

DR_d : Şubeler arasında transferler yoluyla elde edilen vergi tasarruflarının iskonto oranı

DR_f : Yasal olmayan yollarla transfer edilen proje nakit akışlarının iskonto oranı

r_g : Ev sahibi ülkedeki piyasa faiz oranı

S_0K_0 : Başlangıç yılında Projenin maliyeti

S_0AF_0 : Projenin kabul edilmesiyle aktif hale gelen blokeli fonlar sayesinde projenin maliyeti azalır. Blokeli fonlar, spot döviz kurundan yatırımcı ülke parasına çevrilir.

$$\sum_{t=1}^T \frac{CF_t^* - LS_t^*}{1 + DR_e} (1 - \tau)$$
 : CF , beklenen yasal olarak transfer edilebilen nakit akışlarını ifade etmektedir. Bu nakit akışları yabancı para birimiyle hesaplanır ve beklenen döviz kurundan yatırımcı ülke parasına çevrilir. Bulunan bu değerden yeni tesislerin devreye girmesiyle, eski tesislerden sağlanan gelirler

çıkarılır. Gelir kayıpları yatırımcı ülkenin para birimi cinsinden ifade edilirse, beklenen döviz kurlarıyla çarpılmasına gerek yoktur. Ancak gelir kayıpları ev sahibi ülkenin para birimi cinsinden ifade edilirse, gelecek döviz kurlarıyla çarpılarak, yatırımcı ülkenin parasına çevrilecektir. Bulunan nakit akışları, yüksek olan kurumlar vergisi oranıyla düzeltilir. Sonuçta hesaplanan nakit akışları, sistematik riskleri içeren (ülke riski ve döviz kuru riski gibi) özsermaye maliyeti ile iskonto edilir. İskonto oranı olarak özsermaye maliyetinin kullanılmasının nedeni, çokuluslu firmaların kaynakları çeşitlendirme yöntemiyle sistematik olmayan riskleri yok edebildikleri varsayımdır.

$$\sum_{t=1}^T \frac{DA_t \tau}{1 + DR_a}^t$$
 : Yurtiçi yatırımlarda olduğu gibi yurtdışı yatırımlarda da amortisman karşılıkları vergiden düşülebilmektedir. Amortismanların vergi açısından sağlamış olduğu fayda, amortisman karşılıkları ile kullanılan kurumlar vergisi oranının çarpımına eşittir. Eğer formülde kullanılan kurumlar vergisi, ev sahibi ülkeye ait ise, DA_t , büyük olasılıkla yabancı para birimi ile gösterilir ve bu tutar beklenen döviz kuruyla yatırımcı ülke parasına çevrilir. DA_t , yatırımcı ülke parasıyla ifade edildiğinden, DR_a için de yatırımcı ülkedeki nominal faiz oranı kullanılmalıdır. Risk primi sadece amortisman indirimlerinin kullanılmaması ihtimali için gerekmektedir. Eğer yatırımcı, projenin nakit akışlarının pozitif olacağına inanıyorsa o zaman risk çok küçüktür ve bunun sonucunda da DR_a , yatırımcı ülkedeki risksiz faiz oranı kadar olacaktır.

$$\sum_{t=1}^T \frac{r_g BC_O \tau}{1 + DR_b}^t$$
 : İster yurtiçinde olsun isterse yurtdışında olsun bir projenin finansmanında eğer borç sermaye kullanılıyorsa, bunun için yapılan faiz ödemeleri vergiden indirilir. Borçlanma kapasitesinden ve bunun sonucu olan vergi tasarruflarından ister tamamen yararlanılsın isterse yararlanılmasın, borçlanılabilen miktar üzerinden sağlanan vergi tasarrufları proje için bir gelir olarak dikkate alınmalıdır. Bu şekilde sağlanan yıllık gelir, vergi indiriminden

tasarruf sağlayan faiz ödemelerine eşittir. Kullanılan faiz oranı, yatırımcının ülkesindeki piyasa faiz oranıdır.

$S_o \left[CL_o - \sum \frac{LR_t}{(1 + DR_c)^t} \right]$: Eğer projenin finansmanında imtiyazlı kredi kullanımı söz konusu ise, bu kredinin sağladığı nakit akışı, imtiyazlı kredi için yapılan ödeme ile bu kredinin mevcut olmaması durumunda şirketin karşı karşıya kalacağı piyasa faiz oranından iskonto edilen borç anapara ve faiz ödemelerinin bugünkü değeri arasındaki farktır. Ayrıca bu farkın spot döviz kurundan yatırımcı ülke para birimine çevrilmesi gerekir.

$\sum_{t=1}^T \frac{TD^*}{(1 + DR_d)^t}$: Yurtiçi ve yurtdışı kurumlar vergisi oranlarından yüksek olanı gerçek vergi oranı olarak kullanılmaktadır. Ancak uygulamada yatırımcı elde ettiği geliri yüksek vergili tesislerden düşük vergili ülkelerdeki tesislere kaydırabilmekte ve böylece vergi ödemelerini erteleyebilmektedir. Bu nedenle gerçek vergi oranı τ 'nin altına düşebilmektedir. Diğer bir ifadeyle, nakit akışları, transfer fiyatları gibi çeşitli düzenlemelerle düşük vergili ülkelere kayabilir ve bu ülkelerde yeniden yatırım yapılarak vergi ödemeleri ertelenebilir. Ancak Düzeltilmiş Bugünkü Değer yönteminin iki adımlı bir yaklaşım olduğu göz önüne alındığında, değerlendirme yapılırken söz konusu vergi tasarrufları (TD_t) dikkate alınmayabilir ve sonuç pozitif çıkarsa başka bir hesaplama yapılmadan proje kabul edilebilir. Ancak Düzeltilmiş Bugünkü Değerin negatif çıkması durumunda, ikinci adım olarak söz konusu vergi tasarrufları hesaplanarak sonuca tekrar bakılır.

$\sum_{t=1}^T \frac{RF^*}{(1 + DR_f)^t}$: Nakit akışı olarak sadece yasal yollarla yatırımcının ülkesine transfer edilebilir gelir (CF_t) dikkate alınmaktadır. Oysa, transfer ödemeleri gibi yasal olmayan yollarla da yatırımcının ülkesine gelir transferi yapılabilir. Yasal yollarla transfer edilebilir nakit akışlarına göre hesaplanan düzeltilmiş

bugünkü değer negatif çıkarsa, o zaman yasal olmayan yollarla transfer edilebilir ilave nakit akışları da hesaplamada dikkate alınabilir.

DR_e : Bu oran, ileride belirli bir fiyattan yapılacak olan satışların sonucunda elde edilen sözleşmeden doğan nakit akışları için kullanılmalıdır. Nakit akışları yatırımcı ülke parasına çevrildiği için DR_e , yatırımcı ülkedeki nominal faiz oranını göstermelidir. Nakit akışları S_t^* yerel para birimine çevrildiği için, iskonto oranının da yerel oran olması gerekir. DR_e aynı zamanda projenin, döviz kurundan kaynaklanan riski de içeren sistematik riskini yansıtan özsermaye maliyeti de (all-equity rate) olmalıdır. Sözleşmesiz bir nakit akışı söz konusu ise reel iskonto oranı, spot döviz kuru ve beklenen nakit akışının bugünkü fiyatlardan değeri kullanılabilir.

DR_b : Eğer projenin borçlanma kapasitesine olan katkısı yatırımcı ülke parası olarak ölçülüyorsa, yatırımcı ülkedeki nominal faiz oranı ile iskonto edilmelidir. Vergi tasarrufu kullanılamaz ve riskin çok küçük olduğu düşünülüyorsa risksiz faiz oranı kullanılacaktır.

DR_a : $DA_t \tau$, yatırımcı ülke parasıyla ifade edildiğinden, DR_a içinde yatırımcı ülkedeki nominal faiz oranı kullanılmalıdır. Risk primi, sadece amortisman indirimlerinin kullanılmaması ihtimali için gerekmektedir. Eğer yatırımcı, projenin nakit akışlarının pozitif olacağına inanıyorsa o zaman risk çok küçüktür ve bunun sonucunda da DR_a , yatırımcı ülkedeki risksiz faiz oranı kadar olacaktır.

DR_c : İmtiyazlı kredinin değeri, bu kredinin yokluğunda kullanılması gereken faiz oranıyla ölçülür. Yani DR_c , firmanın imtiyazlı kredi almaması durumunda piyasadan borçlanırken ödemek zorunda kalacağı faiz oranıdır.

DR_d ve DR_f : Vergi tasarrufları, transfer fiyatlarıyla yoluyla yapılan gelir transferi ve düşük vergili ülkelerde yeniden yatırım yoluyla ertelenen vergi

ödemelerinin, ya bugünün fiyatlarıyla ya da gelecekte oluşacak fiyatlarla tahmin edilmesi gerekmektedir. Eğer TD_t ve RF_t tahminleri spot fiyatlarla yapılmışsa, o zaman reel oran kullanılmalıdır. Eğer tahminler gelecekteki yüksek fiyatlarla yapılmışsa o zaman nominal bir oran kullanılmalıdır. Tahminler yatırımcı ülke para birimiyle ifade ediliyorsa, o zaman yatırımcı ülkedeki faiz oranı kullanılmazdır. Söz konusu vergi tasarrufları ve ilave transferler için uygun iskonto oranı, bir risk primi gerektirmektedir. Bu sebeple nakit akışları için kullanılan iskonto oranı (DR_e) ile aynı iskonto oranının kullanılması tavsiye edilmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÇOKULUSLU ŞİRKETLERİN YABANCI YATIRIM KARARLARINA YÖNELİK BİR UYGULAMA

Bu bölümde çokuluslu şirketlerin “Düzeltilmiş Bugünkü Değer” yöntemini kullanarak doğrudan yatırımlarının değerlendirilmesinde çeşitli kaynaklardan yararlanılarak bir örnek soru geliştirilmiş olup, yatırımın kabul edilip edilmemesi araştırılmıştır.

Doğrudan Yabancı Yatırım Kararlarına Yönelik Uygulama Örneği²⁰²

Beyaz eşya üreticisi bir Türk şirketi, Rusya’da buzdolabı fabrikası kurmak istemektedir. Fabrikanın yaklaşık maliyetinin 12.456 milyon Ruble olacağı ve bu yatırımın şirketin borçlanma kapasitesine 320 milyon TL katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Şirket Rusya’ya son olarak 200.000 adet buzdolabı ihraç etmiş olup, satışların her yıl %8 artacağını tahmin etmektedir. Şirket ihracatında birim başına 200 TL kar elde etmektedir. Bu rakamın da Türkiye’deki enflasyona göre değişmesi beklenmektedir.

Yatırımın gerçekleşmesi durumunda buzdolabı satışının 520.000 adede ulaşacağı ve satışların yıllık %12 artacağı düşünülmektedir. Tesis faaliyete geçtiğinde birim satış fiyatı 23.400 Ruble ve birim maliyeti ise 18.720 Ruble olacaktır. Birim satış fiyatının ve birim maliyetinin Rusya enflasyonuna paralel olarak artacağı varsayılmaktadır.

²⁰² LEVİ, M. D, 2005, KURTARAN, A., 2003, DOĞUKANLI, H. 2007 ve VURAL, G., 2007’den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Şirketin Rusya'da faaliyette bulunan bağlı ortaklıklarından elde edip, bloke halde tutulan kazançları 500 milyon Ruble'dir. Şirket, söz konusu kazançlardan Türkiye'ye ancak 200 milyon Ruble transfer edilebilmektedir. Bu sebeple firma bu kazançlarını Rusya'da yeni yatırımda kullanacaktır.

Ruble ile Türk Lirası arasındaki döviz kuru 15,57Ruble/TL'dir. Spot kurun nispi satın alma gücü paritesine göre enflasyonla aynı oranda değişeceği tahmin edilmektedir. Enflasyon oranı, Rusya'da %13,40, Türkiye'de ise %10,54'dür.

Projenin ekonomik ömrü 10 yıldır ve hurda değeri tam olarak bilinemediğinden kapsam dışı bırakılmıştır. Projede normal amortisman yöntemi kullanılacak ve amortisman oranı %10 olacaktır.

Şirket söz konusu yatırımı yapması karşılığında %6 faizli 8 milyar Ruble tutarında imtiyazlı kredi kullanabilecektir. Anapara 10 yıl boyunca eşit taksitlerle ödenecektir.

Şirket ortaklarının yatırımdan bekledikleri minimum getiri oranı %20'dir. Normal yollarla borçlanıldığında tabi olunacak faiz oranı Türkiye'de %15, Rusya'da ise %13'tür. Türkiye'deki 2034 vadeli Eurobondların faiz oranı %9'dur. Ayrıca şirketlerin kazançları Rusya'da %24, Türkiye'de ise %20 oranında vergilendirilmektedir.

Yukarıdaki veriler ilk olarak aşağıdaki gibi özetlenebilir.

Spot Kur (S_0): $1/15,57 = 0,06422$ TL/Ruble

Yatırım Maliyeti: $12.456.000.000 \times 0,06422 = 800.000.000$ TL

Özkaynak Maliyeti (DR_e): %20

DR_d : %15

Satın Alma gücü Paritesine Göre Tahmini Döviz Kuru;

$S_t = S_0 \times \frac{\left(1 + \text{Enf}^{\text{Yatırımcı}}\right)^t}{\left(1 + \text{Enf}^{\text{Evsahibi}}\right)^t}$ formülü ile hesaplanmaktadır. Buna göre tahmini döviz kurları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 11 Tahmini Döviz Kurları

YIL	DÖVİZ KURU
1	0,0626
2	0,06102
3	0,05948
4	0,05798
5	0,05652
6	0,05509
7	0,0537
8	0,05235
9	0,05103
10	0,04974

$$S_1 = 0,06422 \times \frac{\left(1 + 0,1054\right)^1}{\left(1 + 0,1340\right)^1} = 0,06260 \text{ TL / Ruble}$$

$$S_2 = 0,06422 \times \frac{\left(1 + 0,1054\right)^2}{\left(1 + 0,1340\right)^2} = 0,06102 \text{ TL / Ruble}$$

$$S_3 = 0,06422 \times \frac{\left(1 + 0,1054\right)^3}{\left(1 + 0,1340\right)^3} = 0,05948 \text{ TL / Ruble}$$

$$S_9 = 0,06422 \times \frac{\left(1 + 0,1054\right)^9}{\left(1 + 0,1340\right)^9} = 0,05103 \text{ TL / Ruble}$$

$$S_{10} = 0,06422 \times \frac{\left(1 + 0,1054\right)^{10}}{\left(1 + 0,1340\right)^{10}} = 0,04974 \text{ TL / Ruble}$$

Faaliyet nakit akışları hesaplanırken yapılması gereken, ana şirkete nakit akışlarının netleştirilmesidir. Bu kapsamda projenin kabul edilmesiyle beklenen satış gelirlerinden, ihracattın yapılmamasından kaynaklanan gelir kayıpları çıkarılır.

Projenin kabul edilmesi durumunda beklenen satış gelirleri, satış miktarları ile beklenen karların çarpılmasıyla elde edilir. Burada birim başına karlar nominal olarak Rusya'daki enflasyon oranında arttırılır. Daha sonra tahmini döviz kuru kullanılarak yatırımcının para birimi bazında hesaplanır. Ana şirkete faaliyet nakit akışlarının belirlenmesine yönelik hesaplamalar Tablo 12'de özet olarak gösterilmiştir.

Tablo 12 Ana Şirkete Faaliyet Nakit Akışları ve Bugünkü Değerleri

YIL	DÖVİZ KURU	Projenin Uygulanması Durumunda Satış Tahmini	Enflasyon Oranında Artırılmış Kar Tutarı (%13,40) (RUBLE)	Satış Gelirleri (TL) (1)	Projenin Olmaması Durumunda Satış Miktarı	Projenin Kabulü Halinde Gelir Kayıpları (TL) (2)	Ana Şirkete Faaliyet Nakit Akışları (1-2)	Ana Şirkete Faaliyet Nakit Akışı x (1-24) TL	Vergi Sonrası Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri
1	0,0626	520.000	4.680	152.343.360	216.000	47.753.280	104.590.080	79.488.461	66.240.384
2	0,06102	582.400	5.307	188.600.421	233.280	57.009.394	131.591.027	100.009.180	69.450.820
3	0,05948	652.288	6.250	242.488.064	251.942	68.059.530	174.428.534	132.565.686	76.716.253
4	0,05798	730.563	6.825	289.093.468	272.097	81.251.538	207.841.930	157.959.866	76.176.633
5	0,05652	818.230	7.739	357.900.606	293.865	97.000.765	260.899.841	198.283.879	79.685.844
6	0,05509	916.418	8.776	443.060.307	317.375	115.802.910	327.257.397	248.715.622	83.294.358
7	0,0537	1.026.388	9.952	548.524.629	342.765	138.249.219	410.275.410	311.809.312	87.020.256
8	0,05235	1.149.554	11.286	679.182.104	370.186	165.046.252	514.135.852	390.743.248	90.874.391
9	0,05103	1.287.501	12.798	840.843.554	399.800	197.037.064	643.806.490	489.292.932	94.828.248
10	0,04974	1.442.001	14.513	1.040.946.775	431.785	235.229.697	805.717.078	612.344.979	98.897.133
TOPLAM									823.184.321

Kar tutarı: 23.400 Ruble – 18.720 Ruble = 4.680 Ruble

t yılı için nominal katkı marjı: $4.680 \times (1,1340)^{t-1}$ olarak hesaplanacaktır. Bu kapsamda nakit girişleri aşağıdaki gibidir.

$$1. \text{ yıl : } CF_1 = 520.000 \times 4.680 \times 0,06260 = 152.343.360 \text{ TL}$$

$$2. \text{ Yıl: } CF_2 = 520.000 \times (1,12) \times 4.680 \times (1,1340)^{2-1} \times 0,06102 = 188.600.421 \text{ TL}$$

3. Yıl: $CF_3 = 520.000 \times \text{€}12^3 \times 4.680 \times (1,1340)^{3-1} \times 0,05948 = 242.488.064 TL$
4. Yıl: $CF_4 = 520.000 \times \text{€}12^4 \times 4.680 \times (1,1340)^{4-1} \times 0,05798 = 289.093.468 TL$
5. Yıl: $CF_5 = 520.000 \times \text{€}12^5 \times 4.680 \times (1,1340)^{5-1} \times 0,05652 = 357.900.606 TL$
6. Yıl: $CF_6 = 520.000 \times \text{€}12^6 \times 4.680 \times (1,1340)^{6-1} \times 0,05509 = 443.060.307 TL$
7. Yıl: $CF_7 = 520.000 \times \text{€}12^7 \times 4.680 \times (1,1340)^{7-1} \times 0,05370 = 548.524.629 TL$
8. Yıl: $CF_8 = 520.000 \times \text{€}12^8 \times 4.680 \times (1,1340)^{8-1} \times 0,05235 = 679.182.104 TL$
9. Yıl: $CF_9 = 520.000 \times \text{€}12^9 \times 4.680 \times (1,1340)^{9-1} \times 0,05103 = 840.843.554 TL$
10. Yıl: $CF_{10} = 520.000 \times \text{€}12^{10} \times 4.680 \times (1,1340)^{10-1} \times 0,04974 = 1.040.946.775 TL$

Projenin kabulü ile yapılmayacak olan ihracattan kaynaklanan gelir kayıplarında ise; yukarıda belirtilen hesaplamadan farklı olarak, beklenen kar tutarı, Rusya'daki enflasyon oranında değil de Türkiye'deki enflasyon oranında artırılacak ve Türk Lirası olarak hesaplanacaktır. Bu durumda satış geliri kayıpları şu şekilde hesaplanacaktır.

1. Yıl: $200.000 \times \text{€}08^1 \times 200 \times \text{€}1054^1 = 47.753.280 TL$
2. Yıl: $200.000 \times \text{€}08^2 \times 200 \times \text{€}1054^2 = 57.009.394 TL$
3. Yıl: $200.000 \times \text{€}08^3 \times 200 \times \text{€}1054^3 = 68.059.530 TL$
4. Yıl: $200.000 \times \text{€}08^4 \times 200 \times \text{€}1054^4 = 81.251.538 TL$
5. Yıl: $200.000 \times \text{€}08^5 \times 200 \times \text{€}1054^5 = 97.000.765 TL$
6. Yıl: $200.000 \times \text{€}08^6 \times 200 \times \text{€}1054^6 = 115.802.910 TL$
7. Yıl: $200.000 \times \text{€}08^7 \times 200 \times \text{€}1054^7 = 138.249.219 TL$
8. Yıl: $200.000 \times \text{€}08^8 \times 200 \times \text{€}1054^8 = 165.046.252 TL$
9. Yıl: $200.000 \times \text{€}08^9 \times 200 \times \text{€}1054^9 = 197.037.064 TL$
10. Yıl: $200.000 \times \text{€}08^{10} \times 200 \times \text{€}1054^{10} = 235.229.697 TL$

Proje nakit akışlarıyla gelir kayıpları belirlendikten sonra aynı yıldaki tutarlar birbirinden çıkarılarak, o yıl için ana şirkete faaliyet nakit akışları bulunur. Daha sonra vergi faktörü dikkate alınarak, söz konusu faaliyet nakit akışlarının net tutarları hesaplanır ve son olarak, bulunan tutarlar, şirketin sistematik riskini yansıtan özsermaye maliyeti (%20) ile iskonto edilir. Yapılan hesaplamalar sonucunda ana şirket için faaliyet nakit akışlarının bugünkü değerinin **823.184.321 TL** olduğu görülmüştür.

$$\begin{aligned}
 FNABD(OCF) &= \frac{(52.343.360 - 47.753.280)(-0,24)}{(1+0,20)} + \frac{(88.600.421 - 57.009.394)(-0,24)}{(1+0,20)^2} \\
 &+ \dots + \frac{(40.843.554 - 197.037.064)(-0,24)}{(1+0,20)^9} + \frac{(40.946.775 - 235.229.697)(-0,24)}{(1+0,20)^{10}} \\
 &= 823.184.321 TL
 \end{aligned}$$

$$\sum_{t=1}^T \frac{(CF_t^* - LS_t^*)(- \tau)}{(1+DR_e)^t} = 823.184.321 TL$$

Düzeltilmiş Bugünkü Değer yönteminde firmaya katkı sağlayacak diğer bir grupta amortismanlardır. Amortismanların vergi tasarruflarının bugünkü değeri hesaplanırken, ev sahibi ülkenin para birimi cinsinden belirtilmiş olan amortisman tutarları öncelikle belirlenen döviz kurları kullanılarak yatırımcı ülkenin para birimine dönüştürülmüştür. Ardından yatırımcı ülkenin vergi oranıyla çarpılarak, yatırımcı ülkenin piyasa faiz oranıyla (%15) iskonto edilmiş ve bugünkü değeri bulunmuştur. Amortismanın vergi tasarrufunun bugünkü değeri **107.938.720 TL'dir**. Amortismanın vergi tasarrufu ile ilgili işlem Tablo 13'te gösterilmiştir.

$$\sum_{t=1}^T \frac{DA_t \tau}{(1+DR_a)^t} = 107.938.720 TL$$

Tablo 13 Amortismanın Vergi Tasarrufunun Bugünkü Değeri

YIL	Döviz Kuru	Amortisman Tutarı (RUBLE)	Amortisman Tutarı (TL)	Vergi Oranı (%)	Amortisman Tutarı x Vergi Oranı (TL)	Amortisman Vergi Tasarruflarının Bugünkü Değeri (TL)
1	0,0626	1.245.600.000	77.974.560	30%	23.392.368	20.341.190
2	0,06102	1.245.600.000	76.006.512	30%	22.801.954	17.241.553
3	0,05948	1.245.600.000	74.088.288	30%	22.226.486	14.614.276
4	0,05798	1.245.600.000	72.219.888	30%	21.665.966	12.387.587
5	0,05652	1.245.600.000	70.401.312	30%	21.120.394	10.500.568
6	0,05509	1.245.600.000	68.620.104	30%	20.586.031	8.899.909
7	0,0537	1.245.600.000	66.888.720	30%	20.066.616	7.543.784
8	0,05235	1.245.600.000	65.207.160	30%	19.562.148	6.394.901
9	0,05103	1.245.600.000	63.562.968	30%	19.068.890	5.420.569
10	0,04974	1.245.600.000	61.956.144	30%	18.586.843	4.594.383
TOPLAM						107.938.720

Tablo 14 İmtiyazlı Kredi Ödemeleri

YIL	Döviz Kuru	ANAPARA (Ruble)	KALAN BORÇ TUTARI	FAİZ (Ruble)	Anapara+Faiz Ödemesi (RUBLE)	Anapara+Faiz Ödemeleri (TL)	Toplam Ödemelerin Bugünkü Değeri (TL)
1	0,0626	800.000.000	8.000.000.000	480.000.000	1.280.000.000	80.128.000	69.676.522
2	0,06102	800.000.000	7.200.000.000	432.000.000	1.232.000.000	75.176.640	56.844.340
3	0,05948	800.000.000	6.400.000.000	384.000.000	1.184.000.000	70.424.320	46.305.134
4	0,05798	800.000.000	5.600.000.000	336.000.000	1.136.000.000	65.865.280	37.658.688
5	0,05652	800.000.000	4.800.000.000	288.000.000	1.088.000.000	61.493.760	30.573.267
6	0,05509	800.000.000	4.000.000.000	240.000.000	1.040.000.000	57.293.600	24.769.604
7	0,0537	800.000.000	3.200.000.000	192.000.000	992.000.000	53.270.400	20.026.316
8	0,05235	800.000.000	2.400.000.000	144.000.000	944.000.000	49.418.400	16.154.963
9	0,05103	800.000.000	1.600.000.000	96.000.000	896.000.000	45.722.880	12.997.296
10	0,04974	800.000.000	800.000.000	48.000.000	848.000.000	42.179.520	10.426.132
TOPLAM							325.432.262

Projede kullanılan imtiyazlı kredi tutarı, yatırım maliyetinin %64,22'si olan 8.000.000.000 Ruble, (Türk Lirası karşılığı ise; 513.760.000 TL)'dir. Her yıl eşit taksitli anapara ödemesinin yanı sıra kalan anapara tutarından %6'lık faiz ödemesi yapılacaktır. Anapara ve faiz ödemeleri, ilgili yıldaki tahmini döviz kuruyla Türk Lirası'na çevrilecek ve Türkiye'deki piyasa faiz oranı (%15) ile iskonto edilecektir. Tablo 14'te de görüleceği üzere, kullanılan imtiyazlı kredinin bugünkü değeri **325.432.262 TL** olarak hesaplanmıştır. Yatırımın

başlangıcında alınan 513.760.000 TL (8.000.000.000x0,06422)'den bu tutar çıkarıldığında imtiyazlı kredinin net katkısı **188.327.738 TL'dir.**

$$İKÖBD = 513.760.000 - \frac{80.128.000}{(1+0,15)^1} + \frac{75.176.640}{(1+0,15)^2} + \dots + \frac{45.722.880}{(1+0,15)^9} + \frac{42.179.520}{(1+0,15)^{10}}$$

$$= 188.327.738 TL$$

$$S_0 CL_0 - \sum \frac{S_t LR_t}{(1+DR_c)^t} = 188.327.738 TL$$

Şirketin yatırım için borçlanma kapasitesi 320 Milyon TL'dir ve şirketin optimum borç oranı %40(320/800)' dır. Şirket proje için daha öncede belirtildiği üzere yatırım bedelinin %64,22'si kadar borçlanmıştır. Bu durumda şirketin kullandığı imtiyazlı kredinin faiz ödemelerinin ancak %62,28'(0,4/0,6422)si için vergi tasarrufu söz konusu olacaktır. Buna göre faiz ödemelerinin vergi tasarrufunun bugünkü değeri, faiz ödemelerinin, yatırımcı ülkenin vergi oranı (%30), tahmini döviz kurları ve faizin vergi tasarrufu oranıyla (%62,28) çarpımının, yatırımcı ülkenin piyasa faiz oranıyla iskonto edilmesiyle hesaplanmıştır.

$$1. Yıl: F. Vergi Tasarrufu = \frac{480.000.000 \times 0,06260 \times 0,6228 \times 0,2}{(1+0,15)^1} = 3.905.508 TL$$

$$2. Yıl: F. Vergi Tasarrufu = \frac{432.000.000 \times 0,06102 \times 0,6228 \times 0,2}{(1+0,15)^2} = 2.979.340 TL$$

$$3. Yıl: F. Vergi Tasarrufu = \frac{384.000.000 \times 0,05948 \times 0,6228 \times 0,2}{(1+0,15)^3} = 2.244.753 TL$$

$$4. Yıl: F. Vergi Tasarrufu = \frac{336.000.000 \times 0,05798 \times 0,6228 \times 0,2}{(1+0,15)^4} = 1.664.892 TL$$

$$5. \text{ Yıl: F. Vergi Tasarrufu} = \frac{288.000.000 \times 0,05652 \times 0,6228 \times 0,2^4}{\text{☛} + 0,15^8} = 1.209.665 \text{ TL}$$

$$6. \text{ Yıl: F. Vergi Tasarrufu} = \frac{240.000.000 \times 0,05509 \times 0,6228 \times 0,2^4}{\text{☛} + 0,15^8} = 854.391 \text{ TL}$$

$$7. \text{ Yıl: F. Vergi Tasarrufu} = \frac{192.000.000 \times 0,05370 \times 0,6228 \times 0,2^4}{\text{☛} + 0,15^8} = 579.363 \text{ TL}$$

$$8. \text{ Yıl: F. Vergi Tasarrufu} = \frac{144.000.000 \times 0,05235 \times 0,6228 \times 0,2^4}{\text{☛} + 0,15^8} = 368.346 \text{ TL}$$

$$9. \text{ Yıl: F. Vergi Tasarrufu} = \frac{96.000.000 \times 0,05103 \times 0,6228 \times 0,2^4}{\text{☛} + 0,15^8} = 208.150 \text{ TL}$$

$$10. \text{ Yıl: F. Vergi Tasarrufu} = \frac{48.000 \times 0,04974 \times 0,6228 \times 0,2^4}{\text{☛} + 0,15^8} = 88.212 \text{ TL}$$

Belirtilen işlemlerin sonucunda 10 yıllık imtiyazlı kredi faizinin vergi tasarrufunun bugünkü değeri **14.102.162 TL** olarak bulunmuştur.

$$\text{Vergi Tasarrufunun BD} = 3.905.508 + 2.979.340 + 2.244.753 + 1.664.892 + 1.209.665 \\ + 854.391 + 579.363 + 368.346 + 208.150 + 88.212$$

$$\text{Vergi Tasarrufunun BD} = 14.102.621 \text{ TL}$$

Son olarak, yukarıdaki işlemlerin sonucunda projenin Düzeltilmiş Bugünkü Değeri aşağıda belirtilmiştir.

$$DBD = - (2.456.000.000 \times 0,06422) + (800.000.000 \times 0,06422) + 823.184.321 + 188.327.738 + 14.102.621 + 107.938.720$$

$$DBD = 331.231.656 \text{ TL}$$

Tablo 15 Projenin Nakit Akışları

YILLAR	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	BUGÜNKÜ DEĞER (TL)
YATIRIMIN MALİYETİ (TL) (-)	-800.000.000											800.000.000
BLOKELİ FONLARIN SAĞLADIĞI NAKİT AKIŞI (TL)	19.266.000											19.266.000
ANA ŞİRKETE FAALİYET NAKİT AKIŞLARI (TL)		66.240.384	69.450.820	76.716.253	76.176.633	79.685.844	83.294.358	87.020.256	90.874.391	94.828.248	98.897.133	823.184.321
AMORTİSMANLARIN SAĞLADIĞI NAKİT AKIŞI (TL)		16.272.952	13.793.242	11.691.420	9.910.069	8.400.455	7.119.928	6.035.027	5.115.921	4.336.455	3.675.507	86.350.976
İMTİYAZLI KREDİNİN SAĞLADIĞI NAKİT AKIŞI (TL)	513.760.000	-69.676.522	-56.844.340	-46.305.133	-37.658.688	-30.573.267	-24.769.604	-20.026.316	-16.154.963	-12.997.296	-10.426.132	188.327.738
İMTİYAZLI KREDİ FAİZİNİN VERGİ TASARRUFLARININ SAĞLADIĞI NAKİT AKIŞI (TL)		3.905.508	2.979.340	2.244.753	1.664.892	1.209.665	854.391	579.363	368.346	208.150	88.212	14.102.621
PROJENİN DÜZELTİLMİŞ BUGÜNKÜ DEĞERİ (TL)												331.231.656

Verilen bilgiler ışığında projenin düzeltilmiş bugünkü değeri 331.231.656 TL olarak hesaplanmıştır. Söz konusu tutarın pozitif olması sebebiyle yatırımın yapılması firma değerine olumlu katkı yapacaktır. Bu nedenle proje kabul edilebilir niteliktedir.

Yatırımın Net Bugünkü Değer Yöntemi Kullanılarak Değerlendirilmesi

Yatırım projesi Net Bugünkü Değer yönetimi kullanılarak değerlendirilirken öncelikle tahmini satış gelirlerinden yola çıkılarak yıllar itibariyle “Amortisman ve Vergi Öncesi Kar” hesaplanmıştır. Daha sonra söz konusu tutardan sırasıyla amortisman karşılıkları ve projenin finansmanında kullanılan kredinin faiz ödemeleri düşülmüş olup, “Vergi Öncesi Kar” bulunmuştur. “Vergi Öncesi Kar”dan da %24’lük kurumlar vergisi üzerinden hesaplanan vergi ödemeleri çıkarılmış ve “Vergi Sonrası Kar” elde edilmiştir. Son olarak elde edilen “Vergi Sonrası Kara” daha önce Amortisman ve Vergi Öncesi Kardan” düşülen amortisman tutarları eklenerek Net Nakit Akışları hesaplanmıştır. Projenin gerçekleşmesiyle sağlanacak net akışlarının hesaplanması Tablo 16’da gösterilmiştir.

Tablo 16 NBD Yönteminde Projenin Nakit Akışları

YILLAR	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Yatırımın Maliyeti (TL) (-)	-800.000.000										
Satış Gelirleri (TL)		761.716.800	943.023.427	1.167.487.704	1.445.408.631	1.789.557.524	2.215.375.556	2.742.710.380	3.395.888.542	4.204.296.993	5.204.807.563
Satışların Maliyetleri (TL) (-)		-609.373.440	-754.418.741	-933.990.163	-1.156.326.905	-1.431.646.020	-1.772.300.445	-2.194.168.304	-2.716.710.834	-3.363.437.595	-4.163.846.051
Amortisman ve Faiz Önceki Kar (TL)		152.343.360	188.600.421	242.488.064	289.093.468	357.900.606	443.060.307	548.524.629	679.182.104	840.843.554	1.040.946.775
Amortisman Tutarı (TL) (-)		-77.974.560	-76.006.512	-74.088.288	-72.219.888	-70.401.312	-68.620.104	-66.888.720	-65.207.160	-63.562.968	-61.956.144
Faiz Ödemeleri (TL) (-)		-30.048.000	-26.360.640	-22.840.320	-19.481.280	-16.277.760	-13.221.600	-10.310.400	-7.538.400	-4.898.880	-2.387.520
Vergi Öncesi Kar (TL)		44.320.800	86.233.269	145.559.456	197.392.300	271.221.534	361.218.603	471.325.509	606.436.544	772.381.706	976.603.111
Vergi Tutarı (0,24) (-)		-10.636.992	-20.695.985	-34.934.269	-47.374.152	-65.093.168	-86.692.465	-113.118.122	-145.544.771	-185.371.609	-234.384.747
Vergi Sonrası Kar (TL)		33.683.808	65.537.284	110.625.187	150.018.148	206.128.366	274.526.138	358.207.387	460.891.773	587.010.097	742.218.364
Amortisman Tutarı (TL) (+)		77.974.560	76.006.512	74.088.288	72.219.888	70.401.312	68.620.104	66.888.720	65.207.160	63.562.968	61.956.144
NET NAKİT AKIŞI		111.658.368	141.543.796	184.713.475	222.238.036	276.529.678	343.146.242	425.096.107	526.098.933	650.573.065	804.174.508

Projenin net bugünkü değeri hesaplanırken nakit akışları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile iskonto edilmiştir. Şirketin %64,22 oranında

borç kullandığı göz önüne alındığında, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %10 olmaktadır.

$$AOSM = 0,20 \times 0,3578 + 0,06 (-0,24) \times 0,6422$$

$$AOSM = 0,071 + 0,029 = 0,10 \text{ \%10}$$

Elde edilen veriler ışığında projenin Net Bugünkü Değeri 1.123.976.895 TL olarak hesaplanmıştır. Yatırımın karlılık oranı ise 1,40'dır. Bu sonuçlara göre yatırımın projesi, şirketin değerine olumlu katkı yapacaktır. Bu nedenle proje kabul edilebilir niteliktedir.

$$NBD = -800.000.000 + \frac{111.658.368}{(1+0,10)^1} + \frac{141.543.796}{(1+0,10)^2} + \frac{184.713.475}{(1+0,10)^3} + \frac{222.238.036}{(1+0,10)^4} + \frac{276.529.678}{(1+0,10)^5} + \frac{343.146.242}{(1+0,10)^6} + \frac{425.096.107}{(1+0,10)^7} + \frac{526.098.934}{(1+0,10)^8} + \frac{650.573.065}{(1+0,10)^9} + \frac{804.174.508}{(1+0,10)^{10}}$$

$$NBD = 1.123.976.895 TL$$

Düzeltilmiş Bugünkü Değer yöntemiyle Net Bugünkü Değer yöntemi karşılaştırıldığında projenin değerinin ve karlılığının ikinci yöntemde daha yüksek olduğu görülmektedir. Projenin değerinin iki yöntemde farklı olması yöntemlerin varsayımlarının farklı olmasından kaynaklanmaktadır. Proje, NBD yönteminde yerel bir proje olarak düşünülmüştür. Oysaki proje uluslararası nitelik taşıdığından yerel bir projeye göre daha karmaşık bir yapıya sahiptir. NBD yöntemi uluslararası sermaye bütçelemesinde daha önce belirtilen sebeplerden dolayı yetersiz kalmaktadır. Net Bugünkü Değer yönteminde birbirine bağımlılık olarak nitelendirilen unsurlar (yatırımın yapılması ile vazgeçilen gelirler), blokeli fonların varlığı dikkate alınmamış ve

nakit akışları tek bir oranla, ağırlık ortalama sermaye maliyeti, iskonto edilmiştir. Uluslararası sermaye bütçelemesinde daha önce belirtildiği üzere iskonto oranı olarak AOSM kullanılmamalıdır. Ayrıca DBD yönteminde projenin değerinin daha düşük çıkması, yatırım kararının daha kolay verilebilmesini sağlamıştır. Dolayısıyla uluslararası nitelik taşıyan bir yatırım projesinin değerlendirilmesinde DBD yönteminden yararlanılması daha doğru bir yaklaşım olacaktır.

SONUÇ

Çokuluslu şirketler dünya ticaretinin yaklaşık üçte ikisini yönetmektedirler ve uluslararası doğrudan yabancı yatırımlardan sorumludurlar. Çokuluslu şirketlerin sahip oldukları büyük sermaye birikimleri ve elde ettikleri cirolar birçok ülkenin gayri safi milli hasılasından daha fazla miktarlara ulaşmaktadır.

Büyüme ve kalkınmanın temel yapı taşı olan sermaye yatırımlarını kendi tasarruflarıyla gerçekleştiremeyen ülkeler, yurtdışı kaynaklar temin etme çabasındadırlar. Hükümetler özellikle doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını ülkelerine çekebilmek için teşvik politikaları geliştirmektedirler. Hükümetler tarafından uygulanan teşvik politikaları, hammaddeye yakınlık, ucuz işgücü temini ve maliyetlerin düşürülmesi uluslararası doğrudan yatırımların dolayısıyla da çokuluslu şirketlerin faaliyetlerinin artmasına yol açmaktadır.

UNCTAD tarafından yayımlanan Dünya Yatırım Raporu 2008 verilerine göre uluslararası sermaye yatırımları 2007 yılında 1,8 trilyon Amerikan Doları olarak gerçekleşmiştir. Uluslararası sermaye yatırımları bu tutar ile tarihin en yüksek seviyesine ulaşmıştır.²⁰³

Aynı şekilde Hazine Müsteşarlığı tarafından 2009 yılının Şubat ayında yayımlanan Aralık 2008 Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni'nde yer alan veriler ışığında Türkiye'de 2008 yılında uluslararası sermaye yatırımları, bir önceki yıla göre %19,6 azalarak 17.718 milyon Amerikan Doları olmuştur. Bu tutarın 2.937 milyon Amerikan Dolarlık kısmını Gayrimenkul Yatırımları oluşturmaktadır.

²⁰³ http://www.yased.org.tr/webportal/Turkish/haberler/basin_bultenleri/Pages/UNCTADWIR2008.aspx, 27.02.2009

2008 yılında yaşanmaya başlayan ve Mortgage Krizi olarak da ifade edilen büyük finansal krizin etkisiyle hiç kuşkusuz ki çokuluslu şirketlerin faaliyetleri, dolayısıyla da doğrudan yabancı sermaye yatırımları olumsuz etkilenmiştir. Söz konusu krizle küresel düzeyde likidite sorunu yaşanmakta ve buna paralel olarak şirketler faaliyetleri finanse edebilecek kaynakları bulmakta zorlanmaktadırlar. Bu nedenle küresel düzeyde dev şirketler olarak kabul edilen başta bankalar olmak üzere pek çok şirket zarar beyan etmiş ve iflasın eşiğine gelmiştir. Hükümetler söz konusu dev şirketlere sermaye desteği sağlamak ve arka arkaya ekonomileri canlandırabilecek ekonomik paketleri uygulamaya koymaktadırlar.

Çokuluslu şirketler değişik ülkelerde faaliyet göstermeleri sebebiyle birtakım risklere yerel şirketlerden daha fazla maruz kalmaktadırlar. Çokuluslu şirketlerin karşı karşıya kaldıkları riskler, firmaya özgü riskler, ülkeye özgü riskler ve küresel riskler olmak üzere başlıca üç grupta toplanmaktadır. Ülke riski, faaliyet gösterilen ülkenin ekonomik, politik ve sosyokültürel yapılarından kaynaklanmaktadır. Fakat en önemli risk grubu politik risk olarak adlandırılan, kamulaştırma gibi önemli unsurları içeren gruptur. Ülke riski genel olarak Standard&Poor's, Moody's Investor Service gibi derecelendirme şirketleri ile Euromoney ve Business Environment Risk Intelligence (BERI) gibi kuruluşlar tarafından ölçülmektedir.

Söz konusu risklerin etkilerinin azaltılabilmesi için uluslararası düzeyde düzenlemeler mevcuttur. Bu düzenlemelerden en önemlileri, paranın konvertibl olmaması ve transfer kısıtlamaları, kamulaştırma, savaş ve diğer iç karışıklıklar ile sözleşmelerin ihlali risklerine karşı yatırımların sigortalanmasına olanak sağlayan MIGA gibi sözleşme ve OPIC gibi kuruluşların tesis edilmesidir.

Sermaye bütçeleme, sermaye yatırım kararlarının değerlendirilme sürecini ifade etmektedir. Bu süreç yatırım maliyetlerinin belirlenmesi, proje nakit akışlarının belirlenmesi, ana şirkete nakit akışlarının tahmin edilmesi,

risk faktörleri dikkate alınarak uygun iskonto oranının belirlenmesi ve projenin kabul edilip edilmemesi aşamalarını kapsamaktadır. Yatırım kararları değerlendirilirken gerek yerel gerekse çokuluslu şirketlerin yararlandıkları sermaye bütçeleme teknikleri, iskonto oranı tercihleri ve risk değerlendirme yöntemleri hakkında 1960'lardan beri pek çok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmaların sonucunda, şirketlerin iç verim oranı, net bugünkü değer ve karlılık endeksi yöntemlerini, uygun iskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ve sermaye varlıklarını fiyatlama modeli ile hesaplanmış özsermaye maliyetini ve risk değerlendirme yöntemleri olarak da duyarlılık ve senaryo analizlerini sıklıkla kullandıkları görülmüştür.

Uluslararası doğrudan yatırımların değerlendirilmesi yerli yatırımların değerlendirilmesine göre daha karmaşıktır. Bağlı şirketler arasındaki birbirine bağımlılıklar, yatırım yapılacak ülkeden fonların serbestçe ana şirkete transfer edilememesi, imtiyazlı kredilerin kullanılması ve ülkelerin vergi oranlarındaki farklılıklar yatırımın değerlendirilmesini zorlaştıran unsurlardır. Uluslararası doğrudan yatırımların değerlendirilmesinde Düzeltilmiş Bugünkü Değer yönteminin kullanılması söz konusu karmaşıkların giderilmesini sağlamaktadır. Söz konusu yöntemde birbirine bağımlılıkların, blokeli fonların, vergi oranlarındaki farklılıkların ve ev sahibi ülke hükümetleri tarafından şirketlere sağlanan imtiyazlı kredi gibi teşviklerin nakit akışlarına yapacakları katkılar ayrı ayrı hesaplanmaktadır.

Düzeltilmiş Bugünkü Değer yöntemi şirketlere yurtdışı yatırımlarını iki aşamalı olarak değerlendirme imkanı sağlamaktadır. Birinci aşamada değerlendirme dışı bırakılan nakit akışları nedeniyle negatif çıkan bir projenin değeri, söz konusu nakit akışlarının ikinci aşamada dikkate alınmasıyla pozitif çıkabilmektedir. Bu durum da şirketlerin daha esnek davranabilmelerini sağlamaktadır.

Bunun yanı sıra çokuluslu şirketlerin farklı ülkelerde faaliyet göstermelerinden kaynaklanan daha fazla risk unsuruyla karşı karşıya

kalmaları yatırımı değerlendirirken kullanılacak olan iskonto oranının farklılaşmasına neden olmaktadır. Düzeltilmiş Bugünkü Değer yönteminde yatırım değerlendirme kullanılan iskonto oranları da farklılık göstermektedir. Faaliyet nakit akışları sistematik riski içeren özsermaye maliyeti ile diğer nakit akışı sağlayan unsurlar ise yatırımcı ülkenin nominal piyasa faiz oranı veya yatırımcı ülkenin risksiz faiz oranı ile iskonto edilmektedir.

Sonuç olarak bu çalışmada uluslararası sermaye bütçelemesinde yöntem olarak şirketlere daha esnek davranabilmelerini sağlayan ve farklı nakit akışı sağlayan grupların tahminini içeren Düzeltilmiş Bugünkü Değer yöntemi önerilmektedir.

KAYNAKÇA

- ACAR, Yonca, “Çokuluslu Şirketlerin Yatırım Kararlarını Etkileyen Çevresel Faktörler ve Ülke Riski- Uygulamada Türkiye’ye Yatırım Yapan Sigorta Şirketleri”, T.C. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Fakültesi, Organizasyon ve İşletme Politikası Bölümü, Doktora Tezi, İstanbul, 1993
- AKDOĞAN, Derya Melek, “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının İstihdam ve Ücretler Üzerindeki Etkileri”, T.C. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Çalışma Ekonomisi ve Endüstri İlişkileri Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Şubat 2007
- AKGÜÇ, Öztin, **Finansal Yönetim**, Genişletilmiş 7. Baskı İstanbul: Avcıol Basım Mart 1998
- AKIN, Emine Ebru, “ Sermaye Yapısı, Kaynak Maliyeti İle Firma Değeri İlişkisi ve İMKB Uygulaması ”, T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2003
- AKSOY, Ahmet, **Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 1987
- AKSOY, Ahmet, YALÇINER, Kürşat, **İşletme Sermayesi Yönetimi**, Ağustos 2005,
- AKSOY, Sevgi, “Küreselleşme ve Çokuluslu İşletmeler Çerçevesinde Türkiye’de Özelleştirme”, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Ağustos 2006

- AKSÖYEK, İsmet, YALÇINER, Kürşat, **Finansman Problemleri**, Gazi Kitabevi, Ankara, Ağustos, 2005
- AKSU, Nilüfer, “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Vergisel Teşvikler Açısından Değerlendirilmesi”, T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İzmir 2004
- AKTAN, Ç. Can, VURAL, İstiklal Y., **Çokuluslu Şirketler: Global Sermaye ve Global Yatırımlar**, Çizgi Kitapevi Yayınları: 162, Bilim Toplum Siyaset:42, Mayıs 2006
- AYDIN, Nurhan, BAŞAR, Mehmet, ÇOŞKUN, Metin, **Finansal Yönetim**, Birinci Basım, Eskişehir: Aktüel Tanıtım & Ofset Hizmetleri Mart 2006
- BAKER, H. Kent, POWELL, Gary E., “Understanding Financial Management: A Political Guide”, Blakwell Publishing Ltd., 2005
- BAKER, James C., **International Finance: Management, Markets and Institutions**, Upper Saddle River, N.J. ,Prentice Hall 1998
- BAŞOĞLU, Ufuk, “Çokuluslu Şirketlerin İktisadi Kalkınma Üzerine Etkileri ve Türkiye”, T.C. Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Bursa, 1991
- BATI, Murat, “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dış Ticarete Etkileri (1996-2002)”, T.C. Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2005

- BAYRAKTAROĞLU, Ali, EGE, İlhan, “Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesinde Riski Dikkate Alan Yaklaşımların Uygulanabilirliğinin Analizi: Kayseri İli İmalat Sanayinde Bir Uygulama”, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 1, Sayı 2, Ekim 2006, s. 87-104
- BEYAZIT, Ufuk Murat, “ Uluslararası Sermaye Hareketleri İçinde Direkt Yatırımların Önemi ve Türkiye’de Direkt Yatırımlarının Gelişimi”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para-Banka Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi
- BİERMAN, Harold Jr., SMİDT Seymour, **The Capital Budgeting Decision, Economic Analysis of Investment Projects**, Sixth Edition, New York: MacMillan, 1984
- Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü (UNCTAD), 2007 Yılı Dünya Yatırım Raporu (World Investment Report 2007)
- Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü (UNCTAD), 2008 Dünya Yatırım Raporu (World Investment Report 2008)
- BLOCK, Stanley, “Integrating Traditional Capital Budgeting Concepts Into An International Decision-Making Environment”, Engineering Economist, Winter, 2000, s. 309-325
<http://www.entrepreneur.com/tradejournals/article/68536040.html>, 05.05.2009
- BOZDUĞAN, Fatin, “Çokuluslu İşletmeler İçin Uluslararası Ortak Girişimleri Kullanarak Türkiye’de Yatırım İmkanları”, T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü Yönetim-Organizasyon Bilim Dalı Master Tezi, Ankara 1999

- BUCKLEY, Adrian, **Multinational Finance**, Harlow : Prentice Hall Financial Times, Fifth Edition, 2004
- BÜYÜKAĞAOĞLU, Şeniz Işıl, “Doğrudan Dış Yatırımların Belirleyenleri Ve Türkiye Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, T.C. Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İzmir 2003
- BÜYÜKTORTOP, Müge, “ Çokuluslu İşletmelerde Sermaye Yapısı ve İMKB’de Bir Uygulama”, T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finansman Bilim Dalı, Master Tezi, Ankara 2007
- CENKERİ, ELİF, “Transfer Fiyatlaması ve Türk Vergi Sistemi”, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2005,
- CLARK, John J., HİNDELING, Thomas J., PRITCHARD, **Capital Budgeting, Planning and Control of Capital Expenditures**, Third Edition, Englewood Cliffs, N.J. : Prentice-Hall, 1989
- CÖMERT, Faruk, “İstihdam Sorunu ve Yabancı Sermaye”, Hazine Dergisi, sayı 13, s.2, http://www.hazine.gov.tr/yayin/Sureli_Yayinlar/Hazine_Dergileri/Sayi13/faruk.pdf, 10.09.2007
- CRUM, Roy L., DERKINDEREN Frans G.J., **Capital Budgeting Under Conditions of Uncertainty**, Boston: Martinus Nijhoff, 1981

- ÇAK, Murat, “Uluslararası Vergi Rekabeti, Transfer Fiyatlaması ve Vergilendirme (Düzeltilmiş Tez)”, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul, 2007
- ÇATIKKAŞ, Özgür, “Çokuluslu Şirketler Teorileri Çerçevesinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek, Türkiye Açısından Değerlendirilmesi”, T.C. Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2000
- DAĞLI, Hüseyin, “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarında Sermaye Bütçelemesi: Düzeltilmiş Bugünkü Değer Yöntemi, TMMOB '93 Sanayi Kongresi Bildiriler Kitabı Cilt I. s. 150-158, <http://arsiv.mmo.org.tr/pdf/10111.pdf>, 05.05.2009
- DEMİRCAN, Hayrettin, “Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejileri”, Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Araştırma ve İnceleme Dizisi, no: 35, Mart 2003,
- DOĞAN, Serkan, “Dış Yatırım Kararlarına Etki Eden Faktörler Ve Türkiye Uygulaması”, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Eylül 2002
- DOĞUKANLI, Hatice, **Uluslararası Finans**, Birinci Baskı, Adana, 2001
- DOĞUKANLI, Hatice, **Uluslararası Finans**, İkinci Baskı, Adana, 2007
- 4875 Sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu, 5 Haziran 2003

- Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu Uygulama Yönetmeliği, 20 Ağustos 2003
- EAKER, Mark R., FABOZZİ, FRANK J., GRANT, Dwight, **International Capital Budgeting**, The Dryden Pres, 1996
- Editörler: SEYMEN, Oya Aytemiz ve BOLAT, Tamer, **Küreselleşme ve Çokuluslu İşletmecilik**, Nobel Yayın No: 583, Mayıs 2005
- EHRHARDT, Michael C., DAVES, Phillip R., “The Adjusted Present Value: The Combined Impact of Growth and the Tax Shield of Debt on the Cost of Capital and Systematic Risk”, Tennessee Workshop Series, 15 Haziran 1999
- EHTİYAR, Rüya, “Kültürel Sinerji: Uluslar arası İşletmelere Yönelik Kavramsal Bir İrdeleme”, T.C. Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Sayı:5, 2003
- EITEMAN, David K., STONEHILL, Arthur I., MOFFETT, Michael H., David K., **Multinational Business Finance**, International Edition 10. Edition, Pearson Eucation Inc., 2004
- Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD), “Annual Report On The OECD Guidelines For Multinational Enterprises 2007, Corporate Responsibility In The Financial Sector”, 2007, <http://lysander.sourceoecd.org/vl=6920006/cl=32/nw=1/rpsv/cgi-bin/fulltextew.pl?prpsv=/ij/oecdthemes/99980096/v2007n32/s1/p1l.idx>, 10.04.2008

- ERB, Claude B., HARVEY, Campbell R., VİSKANTA, Tadas E., “Political Risk, Economic Risk and Financial Risk”, Financial Analysts Journal 52, Kasım/Aralık 1996
- ERCAN, M. Kamil, BAN, Ünsal, **Değere Dayalı İşletme Finansı-Finansal Yönetim**, Gazi Kitabevi, Ağustos 2005
- ERÇAKAR, Mehmet Emin, “ Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları”, T.C. Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Bursa 2005
- ERGÜN, Caner, “ Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Işığında Ortak Girişimler”, T.C. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme(MBA) Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2007
- ERGÜN, Murat E., “Sermaye Bütçelemesi ve Türk Sanayi İşletmelerinde Uygulaması”, T.C. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Adana 2008
- GENÇ, Ali Umut, “Uluslararası ve Çokuluslu Şirketlerde Stratejik Yönetim: Uluslararası Faaliyet Gösteren Türk İnşaat Şirketlerinde Stratejik Yönetim Üzerine Bir İnceleme”, T.C. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Uluslararası İşletmecilik, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1995
- GERŞİL, Gülşen Sarı, “Küreselleşme Ve Çokuluslu İşletmelerin Çalışma İlkelerine Etkileri”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt 6, Sayı:1, 2004, s. 147–157

- GITMAN, Lawrence J., **Principles of Managerial Finance**, Tenth Edition, Boston, Mass. ; London : Addison Wesley, 2003
- GÖVDERE, Bekir “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicilerinin Günümüzdeki Geçerliliği”, http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/yab_ser.doc), 05.10.2007
- GÖVER, Z. Tuğrul, “Doğrudan Yabancı Yatırımların Uluslararası Ticarete Etkileri: Türkiye Değerlendirmesi”, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Araştırma İnceleme Dizisi 40, Temmuz 2005,
- GRAHAM, John R., HARVEY, Campell R., “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From Field”, Mayıs 2000, <http://jfe.rochester.edu/99431.pdf>, 15.01.2009
- GURDOW, Amanmyrat, “Uluslararası İşletmelerin Yönetim Ve Organizasyon Yapısı; Türkmenistan Uygulaması”, T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2005
- GÜNEŞ, Canan, “Küreselleşme Sürecinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Ve 1980 Sonrası Türkiye Ekonomisine Etkileri”, T.C. Kafkas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Kars 2006
- GÜNİSOY, Betül, “Çokuluslu Şirketlerin Türk ve Dünya Ekonomisindeki Gelişme Süreci”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi, İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2000

- GÜR, Betül, “Yeni Dünya Düzeninde Ulusaşırı Şirketlerin Yeri”, Dış Ticaret Dergisi Sayı 28, Nisan 2003,
http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/yab_ser.doc, 15.01.2007
- GÜRSES, Uğur, “Çokuluslu Şirketler Açısında Küreselleşmeye Yöneliş”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2005
- HASAN, İftikhar, SHAO, Lawrence P., SHAO, Alan T., “Determinants of Capital Budgeting Strategies: An Econometric Analysis of U.S. Multinational Subsidiaries”, Multinational Business Review, Spring 1997,
http://findarticles.com/p/articles/mi_qa3674/is_199704/ai_n8777321/pg_2/?tag=content;col1, 05.05.2009
- http://tr.wikipedia.org/wiki/Sanayi_Devrimi, 15.02.2008
- IŞIK, Hüseyin, “Çokuluslu Şirketlerde Örtülü Kazanç ve Örtülü Sermaye Uluslararası Düzenlemeler ile Türk Vergi Sisteminin Karşılaştırılması ve Öneriler”, T.C. Maliye Bakanlığı Araştırma, planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı, Yayın No: 2005/370, Ankara 2005
- KARAN, Mehmet, Baha, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, 2004
- KARLUK, Rıdvan, “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü Eğitim Müdürlüğü, Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye, s.97-115, Ankara 2001

- KONINGS Jozef, MURPHY Alan, “Do Multinational Enterprises Substitute Parent Jobs for Foreign Ones? Evidence from Firm Level Panel Data”, Working Paper No: 371, Nisan 2001
- KULA, Veysel, ERKAN, Mehmet, “Yatırım Proje Hazırlanmasında Gerçekleştirdikleri Finansal Etüdler Açısından KOBİ Ve Büyük İşletmelerin Karşılaştırılması”, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 2, Sayı 1, 2000, s. 145–160
- KURTARAN, Ahmet, “Doğrudan Yabancı Yatırım Kararları”, T.C. Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı İşletme Programı, Bilim Uzmanı Unvanı Verilmesi İçin Kabul Edilen Tez, Temmuz 2003
- LESSARD, Donald R., “Evaluating Foreign Projects- An Adjusted Present Value Approach”, April 1979,
<http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/1953/SWP-1062-08885585.pdf?sequence=1>, 05.05.2009
- LEVI, Maurice D., **International Finance**, Londra: Routledge, 2005
- MOFFETT, Michael H., STONEHILL, Arthur I., EITEMAN, David K., **Fundamentals of Multinational Finance**, International Edition, Pearson Education Inc., 2003
- MUTLU (CAN), Esin, **Uluslararası İşletmecilik**, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., Birinci Basım, Mayıs 1999
- OKSAY. Suna, “Çokuluslu Şirketler Teorileri Çerçevesinde, Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek, Değerlendirilmesi”,

<http://foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/ocak98/cokulus.htm>,
10.09.2007

- ÖZGÜL, Adem, “Türkiye’de Politik Riskin Çokuluslu Şirket Yatırımları Üzerindeki Etkisi”, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Ekim 2001
- ÖZOGUL, Selçuk Altan, “Yatırım Kararlarının Değerlemesinde Reel Opsiyonlar: Bilişim Teknolojileri Yatırım Uygulaması”, İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul 2006
- PIKE, Richard, NEALE, Bill, **Corporate Finance and Investment** Fourth Edition, Financial Times Prentice Hall, 2003
- POINTON, John, “Exchange Rate and Expropriation Risk in Multinational Capital Budgeting: A Stochastic Calculus Approach”, International Journal of Business Studies, Vol. 3, No.2, pp. 81-88. December 1995.
- RYAN, Patricia A., RYAN, Glenn P., “Capital Budgeting Practices of the Fortune 1000: How Have Things Changed?”, Journal of Business and Management, Volume 8, Number 4, Winter 2002
<http://www.mcombs.utexas.edu/faculty/Beverly.Hadaway/links2006/CBpaper.pdf>, 20.04.2008
- SAATCIOĞLU, Cem, “Doğrudan Dış Yatırımlar Ve Türkiye” (<http://www.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/61%20MAL%DD%20%C7%D6Z%DCM/1861%20CEM%20SAAT%C7%DDO%D0LU.doc>).
30.01.2008

- SAĞLIK; Mukaddes, “Çokuluslu Şirketlerde Organizasyon Yapıları ve Buna İlişkin Uygulama”, T.C. Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1995
- SEN, Sunanda, **Global Finance At Risk: On Real Stagnation And Instability**, Houndmills, Basingstoke, Hampshire : Palgrave Macmillan, 2003
- SEYİDOĞLU, Halil, **Uluslararası İktisat**, Geliştirilmiş 15.Baskı, İstanbul 2003
- SHAPIRO, Alan C., **Capital Budgeting And Investment Analysis**, Upper Saddle River, NJ : Pearson/Prentice Hall, 2005
- SHAPIRO, Alan C., **Multinational Financial Managament**, Fourth Edition, Boston : Allyn and Bacon, 1992
- SÜLÜN, Dilara, “Uluslarötesi İşletmeler”, İzmir Ticaret Odası, Dış Ekonomik İlişkiler Müdürlüğü, Nisan 2005, www.izto.org.tr/NR/rdonlyres/76725962-594E-4515-BDCC-0BDA11CBA745/4656/uluslarotesi.pdf, 18.10.2007
- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, Mali Piyasalarda Gelişmeler (Ocak-Ağustos 2007)
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2005 Yılı Raporu
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2006 Yılı Raporu

- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bültenleri (2006-2008)
- TRUONG, G., PARTINGTON, G., PEAT, M., "Cost Of Capital Estimation and Capital Budgeting Practice In Australia", 2004, <http://www.afaanz.org/web2005/papers/partingtong-FIN.pdf>, 15.01.2009
- TÜRKO, Metin, **Finansal Yönetim**, Genişletilmiş Gözden Geçirilmiş 2. Basım, Alfa Yayınları: 536, Dizi No: 66, Şubat 2002
- UÇAR, Ökkeş, "Çokuluslu Şirketlerin Dış Ticarete Etkileri", T.C. Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Uluslararası İktisat Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2000
- Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bültenleri, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı
- Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2005 Yılı Raporu, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Haziran 2007
- Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2006 Yılı Raporu, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Haziran 2007
- UYANIK, Fatih, " Teknoloji Transferi ve Çokuluslu Şirketler", T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2005
- UYSAL, Erkan, "Yatırım Projeleri Analizinde Black-Scholes Opsiyon Fiyatlama Modelinin Kullanımı", <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/470/5403.pdf>, 05.05.2009

- UYSAL, İsa, “Doğrudan Yabancı Yatırımlar Ve Türkiye Açısından Doğrudan Yabancı Yatırımların Analizi ve Değerlendirilmesi”, T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası İktisat Bilim Dalı, Master Tezi, Ankara 2003
- ÜNALDILAR, Sinem, “Çokuluslu Şirketlerin Uluslararası Aktörler Olarak Siyasi Ve Ekonomik Roller”, T.C. Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası İlişkiler Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İzmir 2005
- WESTON, J. Fred, BESLEY, Scott, BRIGHAM, Eugene F., **Essentials of Managerial Finance**, Eleventh Edition, Fort Worth: Dryden, 1996
- VURAL, Gamze, “Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Bu Yatırımların Değerlendirilmesinde Model Seçimi”, Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 16, Sayı 1, 2007, s. 561-580
- Uluslararası Yatırımcılar Derneği (YASED), Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu: 2007 Yılı Değerlendirmesi, <http://www.yased.org.tr/webportal/Turkish/Yayinlar/Documents/UDYRaporu-mar09-2008degerlendirme.pdf>, 11.05.2008
- Uluslararası Yatırımcılar Derneği (YASED), Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu: 2008 Yılı Değerlendirmesi, <http://www.yased.org.tr/webportal/Turkish/Yayinlar/Documents/UDYRaporu-mar09-2008degerlendirme.pdf>, 06.05.2009
- YÜKSEL, Öznur, **Uluslararası İşletme Yönetimi Ve Türkiye Uygulamaları**, Gazi Büro, Ankara 1999

ÖZET

Bu çalışmada çokuluslu şirketlerin doğrudan yabancı yatırımlarını değerlendirirken kullandıkları sermaye bütçelemesi, diğer bir ifadeyle uluslararası sermaye bütçelemesi açıklanmıştır. Bu kapsamda uluslararası sermaye bütçelemesinin teorik altyapısını oluşturan çokuluslu şirketler ile doğrudan yabancı yatırımlar hakkında da genel bilgiler verilmiştir.

Çokuluslu şirketler yabancı yatırımlarında özellikle ülkeye özgü risklerle mücadele etmek zorundadırlar. Söz konusu riskler şirketlerin sermaye maliyeti, diğer bir ifadeyle projelerin değerlendirilme sürecinde beklenen nakit akışlarının bugünkü değerlerinin hesaplanmasında kullanılacak iskonto oranı üzerinde doğrudan etkilidirler. Dolayısıyla şirketlerin riskleri iyi yönetmesi rekabet üstünlüğünün sağlanmasında önemli unsurlardan birisidir. Risklerle mücadelede gelişmiş yapılara ihtiyaç vardır ve bilimsel yöntemler kullanılmalıdır.

Uluslararası sermaye bütçelemesinde, yerel sermaye bütçelemesiyle aynı teorik altyapı kullanılmaktadır. Bununla birlikte uluslararası sermaye bütçelemesinin birtakım karmaşıklıkları mevcuttur. Sermaye bütçelemesi konusunda 1960'lardan itibaren şirketler üzerinde pek çok araştırma yapılmış olup, araştırmalar sonucunda şirketlerin sıklıkla "Net Bugünkü Değer" ve "İç Verim Oranı" yöntemlerini kullandıkları görülmüştür. Bu yöntemlerin yanı sıra uluslararası sermaye yatırımlarının değerlendirilmesinde klasik yöntemlere alternatif olarak "Düzeltilmiş Bugünkü Değer" yöntemi ile "Reel Opsiyonlar" geliştirilmiştir. Çalışmalarda ayrıca şirketlerin risk değerlendirme yöntemleri olarak "Duyarlılık Analizi" ile "Senaryo Analizi" yöntemlerini tercih ettikleri belirtilmiştir.

Çalışmada Düzeltilmiş Bugünkü Değer yöntemi üzerinde durulmuştur. Bu yöntemde nakit akışı yaratacağı düşünülen gruplar (faaliyet nakit akışları,

imtiyazlı kredilerin anapara ve faiz ödemeleri, amortismanlar, vergi ertelemeleri vb.), formülde ayrı terimlerle ifade edilmekte olup, özsermaye maliyeti, yatırımcı ülkenin nominal faiz oranı ve yatırımcı ülkenin risksiz faiz oranı olmak üzere üç temel oranla iskonto edilebilmektedir. Örneğin ana şirkete faaliyet nakit akışları, sistematik riski içeren, sermaye varlıkları fiyatlama modeliyle hesaplanmış, özsermaye maliyetiyle, imtiyazlı kredilerin anapara ve faiz ödemeleri, yatırımcı ülkenin piyasa faiz oranıyla iskonto edilmiştir.

Sonuç olarak, uluslararası doğrudan yatırım kararlarının değerlendirilmesinde şirketlere daha esnek bir yapı sunduğu için “Düzeltilmiş Bugünkü Değer” yöntemi önerilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Çokuluslu Şirketler, Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Uluslararası Sermaye Bütçeleme, Düzeltilmiş Bugünkü Değer

ABSTRACT

In this thesis, capital budgeting which multinational companies use to evaluate their foreign direct investments, in other words international capital budgeting, is explained. In this extent, general information about multinational companies, which form theoretical framework of international capital budgeting and foreign direct investments, is given.

Multinational companies have to deal with especially country risks. These risks have direct effects on capital costs of companies. In other words, they are effective on discount rate, which is used for calculation of present value of expected cash flows in appreciation period of projects. So, for companies, managing risks well, is one of important elements in providing an advantage in competition. Advanced structures are needed in dealing with risks and scientific methods must be used.

The same theoretical framework is used in international capital budgeting with local capital budgeting. In addition to this, there are some complexities in international capital budgeting. Researches since 1960s have shown that, companies frequently use "Net Present Value" and "Internal Return Rate" as their capital budgeting methods. In addition to these methods, as alternatives of classical methods which are used for appreciation, "Adjusted Present Value" and "Real Options" methods have been developed. In certain works, it is also stated that, companies prefer "Sensitivity Analysis" and "Scenario Analysis" as risk appreciating methods.

In this thesis, Adjusted Present Value is used. In this method, groups which are thought that can create cash flow (operation cash flows, capital and interest payments of privileged credits, amortizations, tax delays etc.) are shown with different terms in the equation, and are discounted by using three different basic ratios such as, cost of proprietary capital, nominal interest rate

of investor country and risk-free interest rate of investor country. For example, operation cash flows to main company are calculated by using capital assets pricing model, which contains systematic risk, and are discounted by using cost of equity, principal and interest payments of concessionary loans and market interest rate of investor country.

As a result, Adjusted Present Value method is suggested to provide a more elastic structure to companies in evaluating international direct investment decisions.

Key Words: Multinational Companies, Foreign Direct Investments, International Capital Budgeting, Adjusted Present Value