

T.C.
BEYKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME YÖNETİMİ ANABİLİM DALI
İŞLETME YÖNETİMİ BİLİM DALI

**ÇOK ULUSLU İŞLETMELERDE SERMAYE
BÜTÇELEMESİ: TÜRKİYE’DE FAALİYET GÖSTEREN
ÇOK ULUSLU BİR İŞLETME ÜZERİNE
KARŞILAŞTIRMALI ANALİZ**

(Yüksek Lisans Tezi)

Tezi Hazırlayan:
Miyase KARABULUT

İSTANBUL, 2016

T.C.
BEYKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME YÖNETİMİ ANABİLİM DALI
İŞLETME YÖNETİMİ BİLİM DALI

**ÇOK ULUSLU İŞLETMELERDE SERMAYE
BÜTÇELEMESİ: TÜRKİYE’DE FAALİYET GÖSTEREN
ÇOK ULUSLU BİR İŞLETME ÜZERİNE
KARŞILAŞTIRMALI ANALİZ**

(Yüksek Lisans Tezi)

Tezi Hazırlayan:

Miyase KARABULUT

Öğrenci No:

140745237

Danışman:

Yrd. Doç. Dr. Sıtkı SÖNMEZER

İSTANBUL, 2016

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “**Çok Uluslu İşletmelerde Sermeye Bütçelemesi: Türkiye’de Faaliyet Gösteren Çok Uluslu Bir İşletme Üzerine Karşılaştırmalı Analiz**” başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ahlak ve geleneklere uygun şekilde tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini ve çalışmamın içinde kullandıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım. 14 /01 /2016

Miyase KARABULUT



T.C.
BEYKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ
TEZLİ YÜKSEK LİSANS SINAV TUTANAĞI

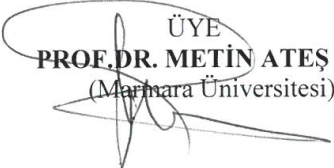
14/01/2016.

Enstitümüz *İşletme Yönetimi* Anabilim dalı *İşletme Yönetimi* Programı yüksek lisans öğrencilerinden 140745237 numaralı *Miyase KARABULUT'un* "*Beykent Üniversitesi Lisansüstü Eğitim - Öğretim Yönetmeliği*"nin ilgili maddesine göre hazırlayarak, Enstitümüze teslim ettiği "*Çok Uluslu İşletmelerde Sermaye Bütçeleme: Türkiye'de Faaliyet Gösteren Çok Uluslu Bir İşletme Üzerine Karşılaştırmalı Analiz*" konulu tezini, Yönetim Kurulumuzun 08.12.2015 tarih ve 2015/48 sayılı toplantısında seçilen ve Taksim Yerleşkesinde toplanan biz jüri üyeleri huzurunda, ilgili yönetmeliğin (c) bendi gereğince (60) dakika süre ile aday tarafından savunulmuş ve sonuçta adayın tezi hakkında ~~oyçokluğu/oybirliği~~ ile ~~Kabul/Red veya Düzeltme~~ kararı verilmiştir.

İşbu tutanak, 4 nüsha olarak hazırlanmış ve Enstitü Müdürlüğü'ne sunulmak üzere tarafımızdan düzenlenmiştir.


DANIŞMAN
YRD.DOÇ.DR. SITKI SÖNMEZER
(Beykent Üniversitesi)


ÜYE
PROF.DR. MEHMET FİKRET GEZGİN
(Beykent Üniversitesi)


ÜYE
PROF.DR. METİN ATEŞ
(Marmara Üniversitesi)

Adı ve Soyadı : Miyase KARABULUT
Danışman : Yrd. Doç. Dr. Sıtkı SÖNMEZER
Türü ve Tarihi : Yüksek Lisans, 2016
Alanı : İşletme Yönetimi
Anahtar Kelimeler : Sermaye Bütçeleme, Yatırım, Yatırım Projesi, Çok Uluslu Şirket, Çok Uluslu Sermaye Bütçeleme, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı

ÖZ

ÇOK ULUSLU İŞLETMELERDE SERMAYE BÜTÇELEMESİ: TÜRKİYE’DE FAALİYET GÖSTEREN ÇOK ULUSLU BİR İŞLETME ÜZERİNE KARŞILAŞTIRMALI ANALİZ

Bu çalışmada, çok uluslu işletmelerde sermaye bütçeleme ve hesaplama yöntemleri kapsamında paranın zaman değerini dikkate alan yöntemler, çimento sektörüne ait bir uygulama ile karşılaştırmalı analizi yapıp Ekonomik Katma Değer yönteminin tercih edilme nedeni incelenmiştir. Sermaye bütçeleme, çok uluslu şirketlerde sermaye bütçeleme, önemi, hesaplama yöntemleri, şirketlerde sermaye bütçeleme uygulamalarını araştırmak için gerçek bir yatırım projesine ait veriler kullanılarak, karşılaştırmalı analiz modeli uygulanmıştır. Buna göre, yapılan yatırımların kârlılığını, katma değerini ve ekonomik açıdan geri dönüşünü net olarak görmek için sermaye bütçeleme hesaplama yöntemlerine göre değerlendirme yapılmakta ve çıkan sonuçlara göre şirketler kararlar almaktadır. Çalışmanın sonuçları, şirketler sermaye bütçeleme kapsamında yapacakları yatırım projelerini değerlendirirken hangi yöntemle ve hangi parametrelere göre nasıl ölçmesi gerektiği avantaj ve dezavantajları ile net bir şekilde gösterilirken, Ekonomik Katma Değer yönteminin ise daha detaylı ve gerçeğe uygun değerlendirme yaptığı işaret edilmektedir.

Name and Surname : Miyase KARABULUT
Supervisor : Yrd. Doç. Dr. Sıtkı SÖNMEZER
Degree and Date : Master, 2016
Major : Business Administration
Key Word : Capital Budgeting, Investment, Investment Project,
Multi-National Company, Multi-National Capital Budgeting,
Foreign Direct Capital Investment

ABSTRACT

CAPITAL BUDGETING IN MULTI-NATIONAL COMPANIES. A COMPARISON ANALYSIS FOR TURKEY BASED MULTI-NATIONAL COMPANY

In this study, the methods considering the time value of money, in terms of capital budgeting and calculation methods are comparatively analyzed with a real case from the cement sector and the reason why Economic Value Added Method preferred is investigated. Comparative analysis model was applied in order to study the capital budgeting practices in companies, capital budgeting, capital budgeting in multinational companies, the importance of capital budgeting, methods of calculation using with the data of a real case investment project. Accordingly, in order to understand the profitability of investments, added value and economic return clearly, companies make assessments according to the calculation method of capital budgeting and take decisions in accordance with the results. Results of the study shows which methods and which parameters should be used with the advantages and disadvantages when companies assess investment projects in terms of capital budgeting also it is indicated that Economic Value Added method produces comprehensive and better results.

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

ÖZ	I
ABSTRACT	II
İÇİNDEKİLER	III
TABLolar LİSTESİ	VII
ŞEKİLLER LİSTESİ	VIII
KISALTMALAR	IX
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1. SERMAYE BÜTÇELEMESİ VE YATIRIM	4
1.1. Sermaye Bütçelemesi ve Şirketler İçin Önemi	5
1.1.1. Sermaye Bütçelemesi Kavramı	6
1.1.2. Sermaye Bütçeleme Süreci	7
1.1.3. Sermaye Bütçelemesinin Şirketler İçin Önemi	9
1.2. Yatırım Kavramı, Türleri ve Proje Hazırlama Aşamaları	12
1.2.1. Yatırım Kavramı.....	14
1.2.2. Yatırım Türleri.....	14
1.2.2.1. Komple Yeni Yatırımlar	15
1.2.2.2. Yenileme Yatırımları	15
1.2.2.3. Genişletme (Tevsii) Yatırımları.....	15
1.2.2.4. Tamamlama Yatırımları.....	16
1.2.2.5. Modernizasyon (Rasyonelleştirme) Yatırımları	16
1.2.2.6. Darboğaz Giderme Yatırımları	16
1.2.2.7. Kalite Düzeltme Yatırımları	16
1.2.2.8. Entegrasyon Yatırımları.....	17
1.2.2.9. Finansal Kiralama Yatırımları	17
1.2.2.10. Nakil Yatırımları.....	17
1.2.3. Yatırım Projesi Hazırlama Aşamaları	17
1.2.3.1. Proje Fikrinin Doğuşu ve Ön Eleme.....	18
1.2.3.2. Ön Yapılabilirlik Çalışması (Ön Araştırma).....	19
1.2.3.3. Fizibilite Etüdü	19
1.2.3.3.1. Ekonomik Etütler	19
1.2.3.3.2. Teknik Etütler.....	20
1.2.3.3.3. Finansal Etütler	20

1.2.3.4. Projenin Değerlendirilmesi ve Yatırım Kararı.....	21
1.2.3.5. Kesin Proje.....	21
1.2.3.6. Projenin Uygulamaya Konulması.....	21
1.2.3.7. Deneme Üretimi.....	21
1.2.3.8. İşletmeye Alma.....	22
1.3. Sermaye Bütçelemesi Hesaplama Yöntemleri.....	22
1.3.1. Paranın Zaman Değerini Göz Önünde Bulundurmayan Yöntemler.....	22
1.3.1.1. Geri Ödeme Dönemi Yöntemi.....	22
1.3.1.2. Sermayenin Ortalama Kârlılığı Yöntemi.....	23
1.3.2. Paranın Zaman Değerini Göz Önünde Bulunduran Yöntemler.....	24
1.3.2.1. İç Getiri Oranı (IRR) Yöntemi.....	24
1.3.2.2. Düzeltilmiş İç Getiri Oranı (MIRR) Yöntemi.....	26
1.3.2.3. Kârlılık Endeksi (PI) - Fayda Maliyet Oran Yöntemi.....	27
1.3.2.4. Net Bugünkü Değer (NPV) Yöntemi.....	27
1.3.2.5. Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemi.....	28
1.4. Sermaye Bütçelemesi Hesaplama Yöntemlerinin Karşılaştırması.....	32
1.4.1. Paranın Zaman Değerini Göz Önünde Bulunduran Yöntemler ile Göz Önünde Bulundurmayan Yöntemlerin Karşılaştırması.....	32
1.4.2. Sermaye Bütçelemesi Hesaplama Yöntemleri İle İlgili Görüşler, Eleştiriler, Avantajlar ve Dezavantajlar.....	33

İKİNCİ BÖLÜM

2 . ÇOK ULUSLU İŞLETMELERDE SERMAYE BÜTÇELEMESİ.....	41
2.1. Çok Uluslu Şirketlere Genel Bakış.....	43
2.1.1. Çok Uluslu Şirketler Kavramı.....	44
2.1.2. Çok Uluslu Şirketler Teorisi.....	45
2.1.3. Çok Uluslu Şirketlerin Özellikleri, Politikaları ve Uyguladıkları Stratejiler	46
2.1.4. Çok Uluslu Şirketlerin Türleri.....	49
2.1.4.1. Tek Merkezli Şirketler.....	50
2.1.4.2. Çok Merkezli Şirketler.....	50
2.1.4.3. Dünya Merkezli Şirketler.....	51
2.2. Çok Uluslu Şirketlerin Yatırım Yapmasını Etkileyen Faktörler.....	51
2.3. Çok Uluslu İşletmelerde Sermaye Bütçelemesi.....	54
2.4. Uluslararası Sermaye Bütçelemesi Literatürü.....	55
2.5. Çokuluslu Şirketlerde Uluslararası Doğrudan Yatırımlarda Sermaye Bütçelemesi Yöntemleri ve Geleneksel Net bugünkü Değer (NPV) ile Düzeltilmiş Bugünkü Değer (APV) Yöntemleri.....	58
2.5.1. Uluslararası Sermaye Bütçelemesi ve Geleneksel NPV (net bugünkü değer) Yöntemi ve Kullanılmama Nedeni.....	60
2.5.1.1. Nakit Akışlarının Ana Ülke Açısından Farklı Olması.....	63

2.5.1.2. İskonto Faktörü Olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)'nin Kullanılmaması	63
2.5.2. Uluslararası Sermaye Bütçelemesinde Düzeltilmiş Bugünkü Değer Yöntemi (APV – Adjusted Present Value).....	65
2.5.3. APV ve Doğrudan Yatırım Analizlerinde Kullanılması	69
2.6. Uygulamada Sermaye Bütçelemesi Yöntemleri	71
2.6.1. Büyük Şirketlerdeki Uygulamaları	72
2.6.2. Küçük Şirketlerdeki Uygulamalar	74

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE SEKTÖRLERE GÖRE DAĞILIMI.....	76
3.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları.....	77
3.1.1. Yabancı Sermaye Kavramı	78
3.1.2. Doğrudan Yabancı Yatırımları	78
3.2. Doğrudan Yabancı Yatırımların Özellikleri ve Belirleyici Faktörleri	79
3.3. Doğrudan Yabancı Yatırımların Tarafına Sağladığı Olumlu ve Olumsuz Etkileri.....	80
3.4. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Yabancı Sermaye Yatırımları ve Uygulamaları.....	81
3.4.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Etkileri.....	82
3.4.2. Türkiye’de Yapılan Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Etkileri	86
3.5. Dünya’da ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı.....	89
3.5.1. Hizmet Sektörü	91
3.5.2. Turizm Sektörü.....	94
3.5.3. Tarım Sektörü	96
3.5.4. Sanayi Sektörü.....	98
3.5.5. İnşaat Sektörü	100

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. TÜRKİYE’DE FAALİYET GÖSTEREN ÇOK ULUSLU BİR İŞLETME ÜZERİNE KARŞILAŞTIRMALI ANALİZ	104
4.1. Çimento Sektörüne Genel Bakış ve Güncel Sektör Raporu.....	104
4.2. Çimento Sektöründe Yapılan Yatırım Faaliyetleri, Çeşitleri, Değerleme Ölçütleri ve Yatırım Trendleri	106
4.3. Uluslararası Bir Çimento Şirketinin Türkiye’deki Bir Çimento Fabrikasında Yapmış Olduğu Çimento Değirmeni Yatırımı	114
4.3.1. Yatırım Projesinin Konusu, Amacı ve Bütçesi.....	115

4.3.2. Firmanın Türkiye’deki Fabrikasına Ait Teşvik Kapsamı.....	116
4.3.3. Bu Yatırım Sonucu Şirketin Türkiye’deki Fabrikası İçin Kazanımları ve Kendisine Olan Yansıması	116
4.3.4. Paranın Zaman Değerini Göz Önünde Bulunduran Yöntemlere Göre Hesaplanması.....	116
4.3.4.1. İç Getiri Oranı (IRR) Yöntemi İle Hesaplama.....	119
4.3.4.2. Düzeltilmiş İç Getiri Oranı (MIRR) Yöntemi İle Hesaplama	121
4.3.4.3. Kârlılık Endeksi (PI) - Fayda Maliyet Oran Yöntemi İle Hesaplama	123
4.3.4.4. Net Bugünkü Değer (NPV) Yöntemi ile Hesaplama.....	126
4.3.4.5. Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemi ile Hesaplama.....	128
4.3.5. Hesaplama Sonuçlarının Karşılaştırmalı Analizi	131
SONUÇ	137
KAYNAKÇA.....	139

TABLolar LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemlerinin Yatırım Türüne Göre Büyük Şirketlerde Kullanılma Oranı.....	73
Tablo 2. Yatırım Türüne Göre İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemlerinin Büyük Şirketlerde Kullanılma Oranı.....	73
Tablo 3. Küçük Şirketler Tarafından Uygulanan Geleneksel Yöntemler	75
Tablo 4. Küçük Şirketler Tarafından Uygulanan İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemleri	75
Tablo 5. GOÜ Yurtdışı Yatırımları ve Küresel Ekonomik Evrim Değişimi	84
Tablo 6. Türkiye'ye Giren DYY Yıllara Göre Miktar Olarak Dağılımı.....	87
Tablo 7. Türkiye'nin 2011, 2012 ve 2013 Yurtdışı Yatırımların Bölgesel Dağılımı	88
Tablo 8. GÜ ve GOÜ Sektörlere Göre Yurtdışı Yatırımları-2012.....	90
Tablo 9. Türkiye'nin Aldığı DYY Sektörel Dağılımı (Milyon USD)	91
Tablo 10. Türkiye'de Ana İktisadi Faaliyet Kollarının GSYİH İçindeki Payları	92
Tablo 11. Hizmet Sektöründe Global DYY Girişleri Stoku (Milyon USD).....	93
Tablo 12. Dünya Turizm Örgütü Turizm 2020 Vizyonu	95
Tablo 13. Türkiye'de Tarım Sektörüne Yapılan DYY Miktarları (Milyon USD)....	97
Tablo 14. Türkiye'deki Sektörlere Göre Uluslararası doğrudan Yatırım Girişleri- 2014 (Milyon USD)	100
Tablo 15. GSYH- Türkiye İnşaat Sektörü Büyüme Hızları.....	101
Tablo 16. Dünya İnşaat Sektörü.....	103
Tablo 17. İç Getiri Oranı (IRR) Yöntemi İle Hesaplama Tablosu.....	121
Tablo 18. Düzeltilmiş İç Getiri Oranı (MIRR) Yöntemi İle Hesaplama Tablosu ..	123
Tablo 19. Kârlılık Endeksi (PI) - Fayda Maliyet Oran Yöntemi İle Hesaplama Tablosu.....	126
Tablo 20. Net Bugünkü Değer (NPV) Yöntemi İle Hesaplama Tablosu.....	128
Tablo 21. Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemi ile Hesaplama Tablos.....	130
Tablo 22. IRR, MIRR ve PI Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analiz Tablosu.....	132
Tablo 23. NPV ve EVA Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analiz Tablosu.....	134

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa No.
Şekil 1. Kurumsal Hedef, Finansal Yönetim ve Sermaye Bütçelemeesi	4
Şekil 2. Sermaye Bütçeleme Süreci Akış Şeması.....	8
Şekil 3. Yatırım Politikasının Uygulanış Süresi	13
Şekil 4. EVA' ya Şematik Bakış	30
Şekil 5. Klasik Gelir Tablosu ile Değere Dayalı Gelir Tablosu Karşılaştırması	31
Şekil 6. Çok Uluslu Şirketlerde Sermaye Bütçelemeesi Sistemi	42

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AKÇANSA	: Sabancı Holding Çimento Grubu
APV	: Düzeltilmiş Bugünkü Değer
AOSM	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AR-GE	: Araştırma Geliştirme
ARR	: Muhasebe Getiri Oranı
A.Ş	: Anonim Şirket
ATY	: Atıktan Türetilmiş Yakıt
AZG	: Az Gelişmiş Ülkeler
CEMBUREAU	: Avrupa Çimento Birliği
ÇİMPOR	: Cimentos de Portugal
CI	: Nakit Girişlerinin Net Bugünkü Değer
CO	: Nakit Çıkışlarının Net Bugünkü Değer
CSI	: Çimento Sürdürülebilirlik Girişimi
ÇEİS	: Çimento Endüstrisi İşveren Sendikası
ÇİMENTAŞ	: İtalyan Çimento Grubu
ÇİMSA	: Sabancı Holding Çimento Grubu
ÇUŞ	: Çok Uluslu Şirketler
DEİK	: Yurtdışı Yatırımlar İş Konseyi
DİKA	: Dicle Kalkınma Ajansı
DTÖ	: Dünya Turizm Örgütü
DYS	: Doğrudan Yabancı Sermaye
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırım
EBIT	: Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
EIB	: Avrupa Yatırım Bankası
ESP	: Elektro Filtrelerinin Torbalı Filtreye Dönüştürülmesi
EUR	: Avrupa Birliği Para Birimi
EVA	: Ekonomik Katma Değer
GATS	: Hizmetler Ticareti Genel Antlaşması

GİTES	: Girdi Tedarik Stratejisi
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülkeler
GÖS	: Geri Ödeme Süresi
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
GÜ	: Gelişmiş Ülkeler
IMF	: Para Fonu
IRR	: İç Getiri Oranı
k	: İndirgeme Oranı
KDV	: Katma Değer Vergisi
KOBİ	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler
MIRR	: Düzeltilmiş İç Getiri
NBD	: Net bugünkü Değer
NOPAT	: Vergi Sonrası Faaliyet Kârı
NPV	: Net Bugünkü Değer
OCC	: Sermaye Maliyeti
OCF	: Faaliyetin Nakit Akışı
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
OYAK	: Ordu Yardımlaşma Kurumu
PI	: Kârlılık Endeksi
RADR	: Ayarlanmış İskonto Oranı
SSK	: Sosyal Sigortalar Kurumu
T.C	: Türkiye Cumhuriyeti
TÇMB	: Türkiye Çimento Müstahsilleri Birliği
UNCTAD	: World Investment Report
USD	: Amerikan Doları
WACC	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
WB	: Dünya Bankası
YLOAÇ	: Yibitaş Lafarge Orta Anadolu Çimento

GİRİŞ

-Çalışma Konusunun Seçimi: İşletmelerin üretim tesislerinin değerini arttırmak, yenilemek, genişletmek, ileri teknolojiye uygun hale getirmek, yeni ürünler piyasaya sürmek, pazardaki satış hacmini arttırmak ve tesisin değerini arttırmak amacıyla yapmış oldukları tüm faaliyetler yatırımı oluşturmaktadır. Bu kapsamda şirketler dönemler itibari ile birçok yatırım kararı almaktadır. Yatırım projelerini seçerken firmalar, çok iyi bir değerlendirme yapıp çıkan sonuçlara göre en iyi getirisi olan yatırımlara karar vermektedirler.

Sermaye bütçeleme, yatırımcıların kârlı, verimli, getirisi yüksek ve uygun yatırım projelerinin araştırılması ve yatırım projelerinin en uygun hesaplama yöntemleri ile değerlendirilmesi sürecidir. Değerlendirmeler yapılırken çok yönlü ve detaylı analiz edilmelidir. Çünkü sermaye bütçeleme kapsamında yapılan yatırımlar, yüksek miktarda nakit akışları olmakta ve uzun dönemi kapsadığı için vazgeçildiğinde çok büyük maliyetlere neden olacağından şirketin geleceği açısından çok önemli bir risk oluşturabilmektedir. Günümüzde şirketlerin geleceklerine yön verdiği için sermaye bütçeleme şirketler için çok önem arz etmekte ve bu yüzden çalışma konusu seçimi yapılmasına neden olmaktadır.

-Çalışmanın Amacı: Çok uluslu işletmelerde sermaye bütçeleme ve hesaplama yöntemleri kapsamında paranın zaman değerini dikkate alan yöntemler, çimento sektörüne ait bir uygulama ile karşılaştırmalı analizi yapıp Ekonomik Katma Değer yönteminin tercih edilme nedeni ortaya konulmuştur.

-Çalışmanın Önemi: Günümüz dünyasında işletmeler var olmak için sürekli bir yarış halindedir. Bu yarışta başarılı olmak için işletmeler üretim tesislerini teknolojiye uygun hale getirip piyasada etkili olması gerekmektedir. Bu yüzden değişik türde yüksek maliyetli birçok yatırımlar yapılmaktadır. Şirketin geleceğine yön veren yatırımlar sermaye bütçelemesini oluşturmaktadır. Sermaye bütçelemesini oluşturan yatırım projeleri yüksek maliyetli ve uzun dönemleri kapsadığı için değerlendirmede kullanılan hesaplama yöntemleri çok önemli hale gelmiştir. Çünkü karar verilen bir yatırımdan ileri zamanlarda vazgeçilmesi halinde şirket için önemli bir sorun teşkil edecektir. Bu yüzden işletmeler böyle bir durumla karşılaşmamak

için sermaye bütçeleme hesaplamaya yöntemlerini kullanarak gerçeğe uygun hesaplamaya yapmak için uzman bir ekiple çalışmaktadır. Bu durum ise sermaye bütçeleme sinin ne kadar önemli hale geldiğini ortaya koymaktadır.

-Çalışmanın Planı: Çalışma, dört bölüm halinde planlanmıştır. Birinci bölümde, sermaye bütçeleme ve yatırım kavramsal olarak tanımlamaları, türleri, süreçleri, şirketler için önemi ve değerlendirmede kullanılan hesaplamaya yöntemleri detaylı bir şekilde anlatılmıştır. Ayrıca sermaye bütçeleme hesaplamaya yöntemleri paranın zaman değerini göz önünde bulunduran ve göz önünde bulundurmeyen yöntemler ile bu yöntemlerin karşılaştırması yapıp avantaj ve dezavantajları ortaya konulmuştur.

İkinci bölümde, çok uluslu işletmelerde sermaye bütçeleme geniş bir yelpazeden ele alınmış olup, çok uluslu şirketler kavramı, özellikleri, türleri, yatırım yapmalarını etkileyen faktörler, sermaye bütçeleme literatürü, büyük ve küçük şirketlerde sermaye bütçeleme uygulamaları anlatılmıştır. Çok uluslu sermaye bütçeleme yöntemlerinde Geleneksel Net Bugünkü Değer (NPV) Yöntemi ile Düzeltilmiş Bugünkü Değer (APV) yöntemi detaylı anlatılarak, karşılaştırması yapıp çok uluslu şirketlerde yapılan yatırımlarda, ülkelerarası vergi kuralları, hızlandırılmış amortisman kullanımı, vergi indirimleri ve ertelemeleri, iskonto edilmiş nakit akım yöntemleri gibi uluslararası çapta tam değerlendirme yapılması için APV yönteminin uluslararası sermaye bütçeleme sinde neden kullanıldığı ortaya konulmuştur.

Üçüncü bölümde, doğrudan yabancı sermaye yatırımları kavramı, özellikleri, belirleyici faktörleri, yatırımların taraflara sağladığı olumlu ve olumsuz yansımaları, gelişmiş ülkelerde, gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye’ de yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının sektörlere göre dağılımı anlatılmıştır.

Dördüncü bölümde, çimento sektörüne genel olarak bakılıp, güncel sektör raporu, faaliyet gösteren ulusal ve çok uluslu çimento şirketlerinin yapmış oldukları yatırım faaliyetleri, türleri, değerlendirme ölçütleri ve yatırım trendleri anlatılmıştır. Çalışmanın sonunda Türkiye’de faaliyet gösteren çok uluslu bir çimento grubunun

yapmış olduğu imento değirimen yatırımları paranın, zaman değerini göz önünde bulunduran yöntemlere göre hesaplanıp, karşılaştırmalı analizi yapılarak EVA yöntemini tercih etme sebepleri ortaya konulmuştur.

-Kullanılan Metod ve Teknikler: Çalışma teorik ve uygulamadan oluşmaktadır. Bu çalışmada, kaynak taraması yapılarak konunun teorik ve güncel durumu hakkındaki bilgiler aktarıldıktan sonra, gerçek bir yatırıma ait örnek uygulama ile karşılaştırmalı analizi yapılmıştır. Bu kapsamda YK Dokümantasyon Merkezinde konu ile ilgili tezler, konu ile ilgili basılı eserler, dergiler, raporlar, paneller, internette yayınlanmış makaleler ve eserler irdelenmiştir.

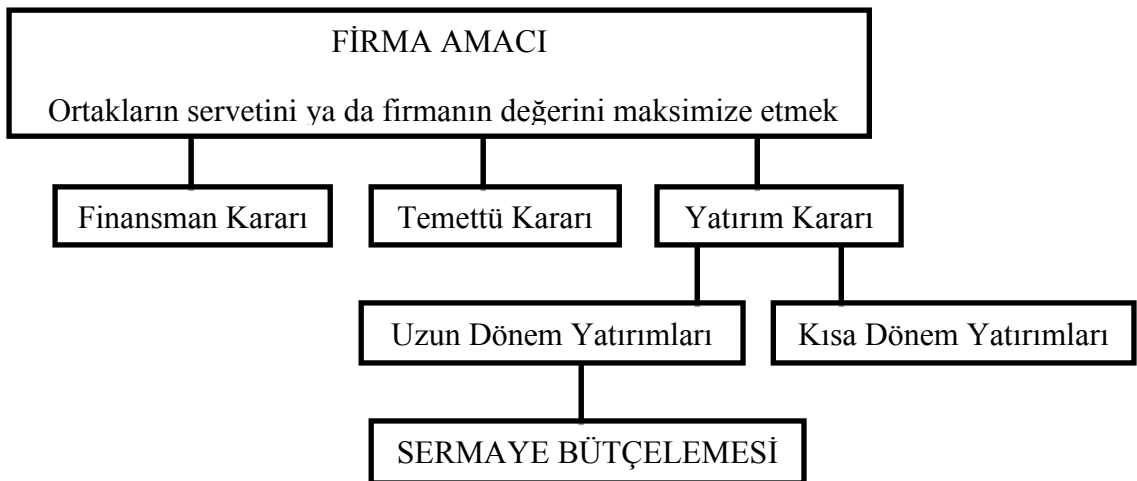
-Karşılaşılan Zorluk ve Sınırlamalar: Çalışmada yer alan tez araştırması, Türkiye imento sektörüne zelleştirme kapsamında doğrudan yabancı yatırımla ilk giren dünya lideri bir firmaya ait yatırımın verileri örnek uygulama haline getirilerek, paranın zaman değerini dikkate alan yöntemlere göre hesaplanıp, karşılaştırmalı analizi yapılmıştır. Yöntemlerin hesaplamalarını ve karşılaştırma analizini net bir şekilde ortaya koyabilmek için, bir şirkete ait tek bir yatırım rneği üzerinden gidilmiştir. Yapılan alışma teorik, literatür taraması, güncel makaleler, raporlar ve uygulamadan oluşmaktadır. Tezin hazırlanmasında kaynak tarama ve raporlara ulaşma ile ilgili bir zorlukla karşılaşılmamıştır. Dolayısıyla, herhangi bir sınırlamaya gidilmemiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. SERMAYE BÜTÇELEMESİ VE YATIRIM

Kurumsal firma teorisi; hissedarlarına firmanın piyasa değerini maksimize etmeyi hedef göstermektedir. Firmanın genel hedefleri ise finansman, temettü ve yatırım kararları ile ilgilidir. Finansman kararları, firmanın optimal sermaye yapısındaki borç ve öz kaynaklardan oluşmaktadır. Temettü kararları, firmanın bir yıllık faaliyeti sonucu hissedarlarına kârdan dağıtım yapmasıdır. Yatırım kararları, firmanın genel hedeflere ulaşmak için hangi varlıklara ne kadar yatırım yapması gerektiğine bakmaktadır. Bu yatırımlar ise kısa ve uzun vadeli olarak yapılmaktadır. Sermaye bütçelemesi uzun vadeli yatırımlar olup büyük bütçelerle yapılmaktadır. Bu yatırımlar maddi ve maddi olmayan yatırımlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bir yatırımın maddi veya maddi olmayan duran varlık olup olmadığı yatırım projesinin iki özelliği ile ayırt edilebilir. Birincisi bu yatırımlar büyük olması ve sermayelerinin yüksek olmasıdır. İkincisi ise, projelerin uzun ömürlü olup avantajlarının ve nakit akışlarının yıllara yayılmış olmasıdır. Ayrıca bu yatırımlar firmanın performansı, stratejisi, başarı ve başarısızlığında önemli kriter oluşturmaktadır. Firmanın genel hedefleri Şekil 1’de gösterilmektedir (Dayananda ve diğerleri 2002, ss.1-2.).

Şekil 1. Kurumsal Hedef, Finansal Yönetim ve Sermaye Bütçelemesi



Kaynak: (Dayananda ve diğerleri 2002, s.2)

Sermaye bütçeleme yapılrken şu üç konuya dikkat edilmesinde yarar bulunmaktadır.

- i. Sermaye bütçesi uzun dönemli yatırımlar olup çok yüksek bütçelerle yapılmaktadır. Bu yüzden bu yatırımlardan vazgeçmek büyük maliyetlere neden olacağından esnekliği düşüktür.
- ii. Sermaye bütçeleme kapsamında yapılan yatırımlar şirketin geleceğini etkilemektedir. Gereğinden büyük yatırımlar atıl kapasiteye neden olabileceği gibi küçük yatırımlarda rekabet gücünün azalmasına neden olabilmektedir. Yapılacak yatırımların büyüklüğüne çok iyi karar vermek gerekmektedir.
- iii. Sermaye bütçelemesini oluşturan duran varlık yatırımları için büyük finansmanlar gerekmektedir. Bu yüzden önce gerekli finansmanın bütçesi yapılp sonra yatırımın bütçelenmesine karar verilmelidir (Eroğlu 2015, s.4.).

Sermaye bütçelemesinde en önemli faktör gerekli olan finansmanın bütçesidir. şirketler yatırım için gerekli olanları şu şekilde sağlamaktadır;

- i. İşletmeler sahip oldukları öz kaynaklarından sermaye arttırma yoluyla,
- ii. Sene sonunda kârdan hissedarlarına dağıtmadığı kısmın oto finansmanı yoluyla,
- iii. Menkul kıymetler piyasasında hisse arzı, tahvil ve bono ihracı yaparak,
- iv. Yurtiçi ve yurt dışı finansman kuruluşlarından uzun vadeli kredi alarak,

şirketler finansman sağlamada faktörlerden birini kullanabileceği gibi birkaç faktörü kullanılarak da yatırım yapabilmektedir (Özkan 2004, s.70.).

1.1. Sermaye Bütçeleme ve şirketler İçin Önemi

Sermaye bütçeleme kalemlerini oluşturan yatırım projeleri için yapılan harcamalar şirket ve ülke ekonomisi için çok önemli bir faktördür. Bu kapsamda yapılan arazi, arsa, bina, makine ve teçhizat, demirbaşlar gibi tüm yatırımlar şirket için uzun süre fayda sağlamaktadır. Bunun yanında bu yapılan duran varlık yatırımları istendiğinde başka bir yatırım projelerine kolaylıkla dönüştürülemezler. şirketler mümkün olduğunca yatırımınlarını çok iyi ve detaylı analiz ederek iyi bir getiri sağlamayı ve yapılan yatırımdan memnun olmayı hedeflemektedirler. Bu

memnuniyet ülke ekonomisini canlandırarak istihdamı arttırıp milli gelirin artışına yol açmaktadır. İşletmelerin yatırım kararlarındaki hatalar ise tam ters bir durum yaratıp şirket ve ülke ekonomisi için bir kayıba neden olmaktadır (Seval ve diğerleri 2014, ss.86-87.).

İşletmeler faaliyetlerini, dönen varlıklar (işletme çalışma sermayesi) ve maddi duran varlıkların yönetimini olarak ayırıp bir sistem olarak görmektedir. Bu sistem içinde varlıklarını bir bütün olarak anlayabilmek için dönen varlıkların yönetimi ile maddi duran varlıkların yönetimini ayrı ayrı incelenmesi gerektiğini savunmaktadırlar. Varlıklardaki farklılıklar aşağıda beş maddede şu şekilde sıralanmaktadır;

- i. Maddi duran varlıklar büyük sermayelerle yapılırken dönen varlıklar küçük sermayelerle yapılmaktadır.
- ii. Dönen varlıklara yapılan harcamalar bölünebilme özelliğine sahipken duran varlıklar için yapılan harcamalar bölünemeyip bir bütünlük oluşturmaktadır.
- iii. Maddi duran varlıklar orta ve uzun dönemli yatırımlar olup hayatı önem taşımaktadır ve revize etmek zor ve sınırlı olmaktadır. Dönen varlıklar ise kısa süreli olup bir kaç aylık bir dönemi kapsadığı için revizeler ve düzeltmeler yapılabilinmektedir.
- iv. Dönen varlıklar kısa süreli olup likiditeliği yüksektir. Maddi duran varlıklar ise uzun dönemli olup paraya çevrilebilme olasılığı söz konusu değildir.
- v. Dönen varlıklar kısa süreli ve küçük sermayelerle yapıldığı için riski azdır. Buna karşılık maddi duran varlıklar orta ve uzun süreli ve büyük harcamalarla yapıldığı için çok büyük risk taşımaktadır ve önemli ölçüde değişebilmektedir.
- vi. Dönen varlık yatırımlarının faydaları bir yıl içerisinde elde edilmesine karşılık maddi duran varlıkların yatırımlarının faydaları ise çok daha uzun süreyi kapsamaktadır (Akgüç 1994, ss.319-320.).

1.1.1. Sermaye Bütçelemesi Kavramı

Sermaye bütçelemesi (ya da yatırım değerlendirme) bir firmanın uzun vadeli yatırımları, makine ve tehzizat, yedek makine, yeni ürünler ve araştırma geliştirme

projeleri kapsamında büyük sermayelerle yapmış olduğu harcamaları planlanması olarak tanımlanmaktadır. Bu bütçeleme süreci; büyük sermaye, büyük çaplı harcamalar ve yatırım kararlarından oluşmaktadır (Wang 2010, s.4.).

Sermaye bütçeleme süreci;

- i. Yatırım kararları için yapılan tüm önerileri,
- ii. Yapılan tüm önerilerin maliyetleri ve geri dönüşündeki faydaları,
- iii. Her bir önerinin riski,
- iv. Bu önerilerden kabul edilecekleri ve reddedilecekleri,
- v. Tüm süreçlerin uygulamadan elde edilecek sonuçlara göre yeniden değerlendirilmesini kapsamaktadır (Şenel, 2014, s.1.).

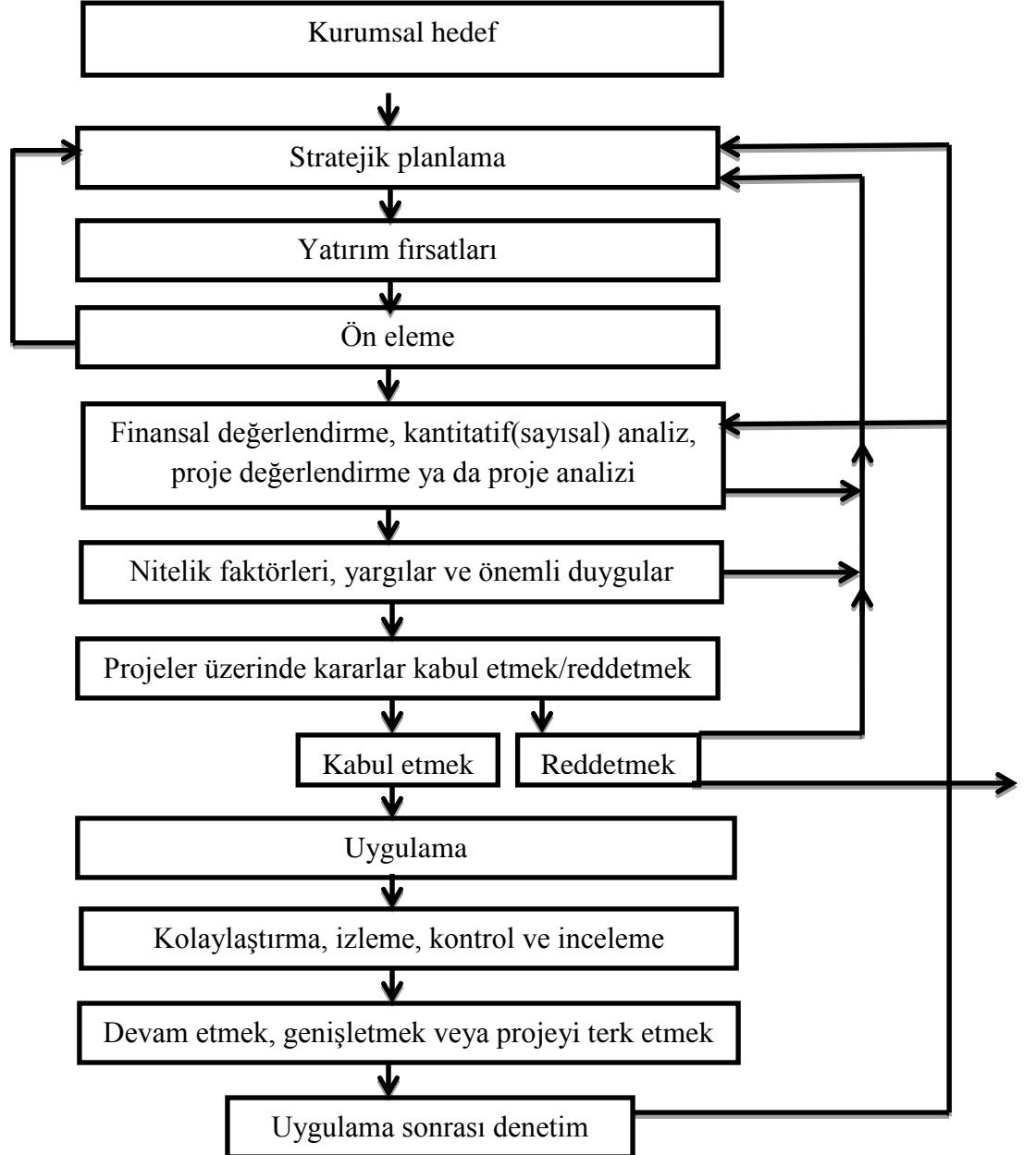
Diğer bir ifadeyle sermaye bütçeleme süreci, kârlı ve verimli yatırım projelerinin analiz edilerek bir yatırım önerisini ortaya koymak için her bir yatırım önerisinin teknik, ekonomik ve mali açıdan tüm yönleri ile incelenerek kârlı bir yatırım olup olmadığı ile ilgili yapılan tüm faaliyetler bütünüdür (Akkoç 2008, s.29.).

1.1.2. Sermaye Bütçeleme Süreci

Firmalar gelecekteki konumunu dikkate alarak kurumsal hedefleri doğrultusunda stratejik planlarını açıklamaktadır. Stratejik planlama, proje değerlendirme ve karar verme aşamaları için çok önem arz etmektedir. Yatırım proje teklifleri ve yatırım fırsatları, sermaye bütçeleme sürecinin önemli bir adımı olup kurumsal hedeflerini, vizyon, misyon ve uzun vadeli stratejik planlarını değiştirebilmektedir. Bunun yanında yatırım fırsatlarının iki yönü bulunmaktadır. Bazı yatırımlar sağlık ve güvenlik gibi düzenleyici yatırımlar iken bazı yatırımlar büyük bütçelerle oluşturulan, firmanın geleceği için önem arz eden büyüme, maliyet azaltıcı ve firmanın rekabetini arttıran stratejik planlardır. Yatırım fırsatları önce ön eleme yapılarak karar verilmektedir. Bu yatırım fırsatları kritik yönlerle ve belirli yöntemlerle proje analizi yapılmaktadır. Yatırımın geleceğe yönelik tahmini nakit akışları, alternatif nakit akış tahminleri ve riskleri finansal ve kantitatif olarak analizleri yapılmaktadır. Proje analizinde, tahmin teknikleri, proje değerlendirme teknikleri, risk analizi ve matematiksel programlama teknikleri, doğrusal

programlama gibi yöntemler kullanılmaktadır. Bu sayısal analizlerden sonra yönetim sezgisel duygular ile projenin kabul ya da reddine karar vermektedir. Kabul edilen yatırım uygulamaya konulmakta ve sonrası denetimi yapılmaktadır. Şekil 2’de şematik bir biçimde ortaya konulmuştur (Dayananda ve diğerleri 2002, ss.5-8.).

Şekil 2. Sermaye Bütçeleme Süreci Akış Şeması



Kaynak: (Dayananda ve diğerleri 2002, s.5)

Karar verilen yatırım projelerinde iki taraf bulunmaktadır. Birinci taraf yatırımın yapılmasını isteyen şirket ikinci taraf ise projeyi gerçekleştirecek olan kurum veya kişidir. Şirket yapılacak olan bu yatırımın harcamasını finansa etmek için ya bankalardan sağlamakta yada yatırımı yapan şirket gerekli harcamayı yapıp yapmış olduğu sözleşmeye göre ödeme yapmaktadır. Bir projenin başarısı, projeyi yapacak şirketin göstermiş olduğu performans ve geri yansımaları olan kârlılığa dayanmaktadır. Tüm bu sebeplerden dolayı şirket bir projeden beklediği kârı elde etmek için “projeye başlama ve başlamama kararı” veya “ihaleye girme veya girmeme kararı” için projenin başında çok iyi bir kârlılık analizi yapması gerekmektedir (Dilan ve Yıldırım 2010, s.156.).

Sermaye bütçeleme kapsamında yapılan yatırım projelerinde, yatırımın getiri süresi boyunca nakit giriş ve çıkışlarının yatırımın başlangıç ve bitiş dönemi dışında kalan orta dönemlerinde aşağıdaki gibi bir yapı göstermektedir;

- i. Yatırımın yapıldığı süre boyunca nakit giriş ve çıkışlarının sabit kaldığı yatırımlar,
- ii. Yatırımın başlangıcından itibaren giderek artan tutarda nakit giriş ve çıkışları olan yatırımlar,
- iii. Yatırımın başlandıcından bitişine doğru nakit giriş ve çıkışlarının azaldığı yatırımlar,
- iv. Yatırımın başlangıcında giderek artıp en üst sınıra ulaştıktan sonra azalmaya geçen nakit giriş ve çıkışı olan yatırımlar,
- v. Yatırımın başlagıcında belirli bir dönem hiçbir şekilde nakit girişi sağlamayan yatırımlar (Özkan 2004, s.71.).

1.1.3. Sermaye Bütçelemesinin Şirketler İçin Önemi

Sermaye bütçeleme kararları, firma ve hissedarların sermayeleri üzerinde önemli etkiye sahiptir. Yatırım projelerinde projenin ekonomik yada finansal analizi gibi proje analizinde yapılmaktadır. Bu analizler ise projenin organizasyonu, süreçleri, önemli kritik noktaları ve çeşitli hesaplama yöntemleri ile mali boyutu ortaya konulmaktadır (Dayananda ve diğerleri 2002, s.2.).

Sermaye bütçelemesi şirketler için çok önemli olup dikkat edilmesi gereken kararlardır. Bu kararların önemli olmasının sebepleri;

Büyük sermayeler gerektiren, nakit çıkışlarının yüksek tutarlarda olduğu ve bir yıldan daha uzun dönemleri kapsayan harcamalardır. Uzun süreli olması esneklik özelliğini kaybettirmektedir. Şirketler kaynaklarının büyük bölümünü bu projelere aktardığı için harcamış olduğu fonların geri dönüşü gerekmektedir. Bu yüzden yapılan yatırımlar başarı ile sonuçlanmalıdır.

Şirketler sermaye bütçelemesi kararlarında herhangi bir değişiklik yapmak veya vazgeçmek istediklerinde çok büyük maliyetlere neden olmaktadır. Bu tür maliyetlere neden olmamak ve riski en asgari seviyeye indirmek için şirketler sermaye bütçelemesi yaparken hesaplama yöntemlerinden en uygun ve kârlılık tutarını en yüksek çıkaran yöntemle göre hesaplayıp karar almaları gerekmektedir.

Yatırım projesi kapsamında alınan tüm üretim araç ve gereçleri şirket geleceği açısından önemli olup belirleyici bir faktördür. Bu üretim araçlarının kapasitesi, şirketi çalışır halde tutmak için yatırım dönemi boyunca harcanan çalışma sermayesinin büyüklüğü ve satış tahminlerinin doğruluğu şirket kararını ve satış hacmini belirlemektedir. Çünkü yapılacak yatırımlar gelecek dönemlerle ilgili satış tahminlerine bağlı olarak yapıldığı için satış tahminlerinin doğruluğu çok önemlidir.

Sermaye bütçelemesi kararları alınırken dikkat edilmesi gereken bir sebep de proje döneminde olabilecek teknolojik gelişmeler sonucunda şirketin mevcut üretim araçlarının ekonomik ömürlerini tamamlaması ve bunun sonucu, rakip şirketlerin üretim kapasitesi ve kalitesinin gerisinde kalma riski taşımasıdır (Sarıarslan 2003, ss.11-12.).

Sermaye bütçelemesi kapsamında yapılacak yatırımın tutarı ne kadar önemliyse zamanlamasında o kadar önemli olup zamanlamada yapılacak hata telafi edilemeyecek boyutlarda şirkete büyük zararlar verebilmektedir. Örneğin bir üretim tesisi hem tam kapasite ile çalışıp hem de üretimi arttırmak için uzun dönemli yatırım faaliyetleri de yaparken, ek bir satış talebi olduğu zaman şirket bu talebi karşılayamayacaktır. Bu durumu fırsat bilen rakip şirketler ise bu talebi karşılayarak

piyasasını genişletmiş olacaktır. Şirket yatırımını tamamladıktan sonra şirket piyasasını kaybettiği için atıl bir kapasite ortaya çıkacaktır.

Duran varlıklara yapılacak yatırımlarda zamanlamada diğer bir önemli sebep ise yatırımda kullanılacak sermaye mallarıdır. Şirketler sermaye mallarının siparişini oluştururken üretim kapasitelerini ve satışlarını etkileyemeyecek şekilde en iyi satınalma tekliflerini ve piyasa araştırmalarını yapmalıdır. Eğer firmalar üretim kapasitesine yönelik bir yatırım yapıyorsa ve siparişleri zamanında gerçekleşmez ise üretim kapasitelerinin genişlemesinde gecikmeler yaşanmaktadır. Yatırım siparişlerinin gerçekleştiği zamanda ise piyasa koşulları değişebileceğinden daha uyguna fiyata alınacak bir sermaye malı daha yüksek bir fiyatla alınmasından dolayı şirkete zarara uğrayacaktır. Bu şekilde bir zamanlama hatası yaşamamak için çözümü ise iyi bir sermaye bütçesinin hazırlanmasına bağlıdır. Sermaye bütçesinin zamanlamadaki başarısı, daha uygun fiyatlarla ve ve daha kaliteli sermaye mallarının temin edilmesine neden olacaktır.

Maddi duran varlıklara yapılacak yatırımlar çok büyük sermaye ile yapıldığı için gerekli olan finansmanın sağlanması da çok önemli bir konudur. Çünkü bu kadar büyük bir kaynağı istendiği anda hemen ulaşılma imkanı yoktur. Bu yüzden şirketler yapacakları yatırımda finansman sorunu yaşamamak ve bu kaynaklara gerektiği zamanda elde edebilmek için önceden önlem alıp gerekli girişimlerde bulunması gerekmektedir. Ayrıca iyi hazırlanmış bir yatırım projesi sonucu şirket, kredi alınacak kurumlarla şirket menfaatine uygun kredi sözleşmeleri yapabilecektir.

Sermaye bütçeleme, şirketin yapmış olduğu gelecek dönemlere ait nakit bütçesini, satış bütçesini ve üretim bütçesini etkilemektedir. Bu yüzden şirketler tüm bütçelerini yatırım bütçeleri ile birleştirerek aynı dönemde yapmaktadır. Fakat sermaye bütçesi beş yıllık veya daha uzun dönemi kapsayacak şekilde yapılırken diğer bütçeler bir yıllık yapılmaktadır. Ayrıca sermaye bütçesi büyük sermayelerle ve şirketin geleceği açısından çok büyük önem arz ettiği için, yönetim kurulunun onayı alınarak gerçekleştirilmektedir.

Sermaye bütçeleme sonucu yapılan yatırımlar büyük çaplı olduğu için yalnızca şirketin geleceğini değil aynı zamanda ülke ekonomisini de etkilemektedir.

Başarılı tamamlanan yatırım projeleri, ülke ekonomisinin büyümesini olumlu etkileyen etkenler arasında yer almaktadır. Sonuç olarak bu kararlar stratejik önem taşıyan kararlar olup yalnızca şirketin riskini arttırmakla kalmayıp ülke ekonomisi içinde bir risk teşkil etmektedir. Bundan dolayı sermaye bütçelemesi çok zor ve uzmanlık gerektiren bir alandır (Akgüç 1994, ss.321-323.).

1.2. Yatırım Kavramı, Türleri ve Proje Hazırlama Aşamaları

“İşletme biliminde yatırım en geniş anlamıyla nakdi değerlerin tesis mallarına dönüşümüdür.” (Şenel 2007, s.5.)

Başka açıdan yatırımlar; sabit sermaye yatırımı, şirketin aktif kaynakları içinde olup üretim araçlarını oluşturan tesis, cihaz, makine ve binalara yapılan bir yıldan uzun bir dönemi kapsayan işletmenin gelişmesine ve büyümesine yön veren varlıklardır (Türko 1999, s.295.).

“ Genel olarak proje; “bir amacı gerçekleştirmeye veya yanıt bekleyen bir sorunu çözmeye yönelik, sistematik ve organize edilmiş bir çaba olarak tanımlanmaktadır.” (Şenel 2007, s.7.)

Firmalar yatırım politikalarını, üretim tesisleri kurmak ve bu tesisleri için gerekli fonları sağlayacak şekilde planlar yapmaktadırlar. Bu yatırım türlerini belirlerken yatırımın büyüklüğü ve bu yatırımları hayata geçirmede gerekli olan nakit miktarının büyüklüğü de dikkate alınmaktadır. Üretim etkileri bakımından bu yatırım türleri şu başlıklar altında toplanabilir;

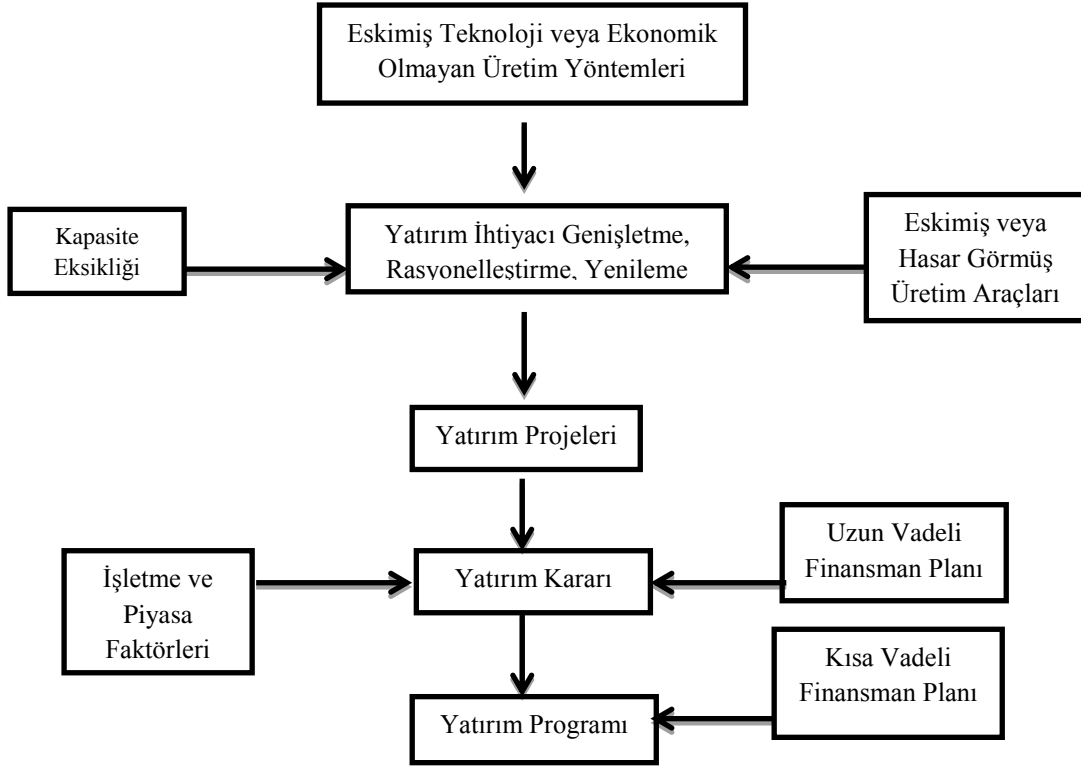
- i. Komple yeni yatırımlar
- ii. Yenileme yatırımları
- iii. Genişletme (Tevsii) yatırımları
- iv. Tamamlama yatırımları
- v. Modernizasyon (Rasyonelleştirme) yatırımları
- vi. Darboğaz giderme yatırımları
- vii. Kalite düzeltme yatırımları
- viii. Entegrasyon yatırımları
- ix. Finansal kiralama yatırımları

x. Nakil yatırımları (Sevil, Başar ve Metin 2013, ss.70-71.)

İşletmeler yatırım politika sürecinde; tesisin eskimesi, yıpranması, bozulması, teknolojinin geride kalması, yetersiz kapasite ve kapasite artırma, ilave tesis, ürün geliştirme, çeşitlendirme ve kaliteyi artırma, modernizasyona gitme, devlet teşvikinden yararlanma vb. nedenlerden dolayı yatırım projeleri hazırlanmaktadır.

Şekil 3’de görüldüğü üzere yatırım politikasının uygulanış biçimi şematik olarak açıklanmaktadır (Türko 1999, ss.398-399.).

Şekil 3. Yatırım Politikasının Uygulanış Süresi



Kaynak : (Türko 1999, s.299)

Yatırım projesi hazırlama aşamaları şu başlıklar altında toplanabilir;

- i. Proje fikrinin doğuşu ve ön eleme,
- ii. Ön araştırma,
- iii. Fizibilite (ekonomik, teknik, finansal, hukuki) etütleri,
- iv. Projelerin değerlendirilmesi ve yatırım kararı,
- v. Yatırımına karar verilen projenin kesin projeye dönüştürülmesi,

- vi. Kesin projeye sonrası yatırımın uygulamaya konulması,
- vii. Proje tamamlandıktan sonra deneme üretim yapılması,
- viii. Deneme üretiminde olumlu sonuç alınmasından sonra yatırımın devreye alınmasıdır (Gedik, Akyüz ve Akyüz 2005, s.52.)

1.2.1. Yatırım Kavramı

Genel anlamda yatırım, ileride oluşacak olan tüketim için bugünkü oluşan tüketimden vazgeçme olayıdır. Halk dilinde yatırım; mevcut sermayenin bir iş için kullanılmasıdır. İş ortamında yatırım ise; mevcut finansman amaçlarının modernleştirilmesi ve genişleme (tevsii) yatırımlarına tahsisi olarak tanımlanmaktadır (Kanan 2013, s.974.).

Yatırım, “genel ekonomi açısından milli geliri oluşturan kalemlerden birisi olup belirli bir dönem içerisinde ve ithal edilen mallardan tüketilmeyerek veya ihraç edilmeyerek gelecek döneme aktarılan kısma verilen addır.” (Türko 1999, s.295.)

İşletme açısından yatırımlar, nakdi değerlerin üretim amacıyla kullanılan binalar, makine teçhizat ve tesisleri yenilemek, genişletmek ve ömrünü uzatmak için harcanması olarak tanımlanmaktadır. Sabit sermaye yatırımları olarak da tanımlanan bu yatırımlar bilançonun aktifinde duran varlık kalemlerinde yer almakta ve bir yıldan uzun dönemi kapsamaktadır (Kabukçuoğlu 2002, s.4.).

1.2.2. Yatırım Türleri

Şirketlerin yapmış oldukları yatırımlar, nedenleri, kapsamaları, süresi, dolaylı yoldan sağladığı fayda ve verimlilikleri, üretim kapasitesine ve satışa olan etkileri açısından dikkate alarak yatırım yapmaktadır. Bununla beraber yapmış oldukları yatırımları genel olarak şu gruplar altında toplayabiliriz;

- i. Firmaların kendi istekleri doğrultusunda olmayıp kanun ve toplu konut sözleşmeleri gereği yapmak zorunda oldukları yatırımlar,
- ii. Firmaların etkinlik ve verimliliği arttırmaya yönelik yapmış olduğu yatırımlar,
- iii. Kârlılığı arttırmaya yönelik yapmış olduğu çeşitli yatırımlar,

- iv. Diğer güdülerin etkili olduğu yani prestij, emniyet, sosyal sorumluluk, yönetime ve çevreye yönelik yapılan yatırımlar (Akgüç 1994, ss.324-326.).

1.2.2.1. Komple Yeni Yatırımlar

Yeni bir tesisin kuruluşuna yönelik olarak mal ve hizmet üretmek için yapılan, makine teçhizat ve yardımcı tesisleri kapsayan bunun yanında yatırıma bağlı olarak arazi, arsa, bina ve inşaat harcamalarında içeren ve %100 kapasite artışına neden olan yatırımlardır. Bu yatırım türünde ilave, ek, tamamlama ve genişleme gibi var olan bir tesis için olmayıp sıfırdan komple bir tesis kurulduğu için çok yüksek yatırım tutarı ve sermaye gerekmektedir (Kabukçuoğlu 2002, s.6.).

1.2.2.2. Yenileme Yatırımları

Üretimde kullanılan tesis, makine cihaz ve binalar zamanla eskime, yıpranma ve bozulma gibi nedenlerden dolayı maliyetleri artmakta ve şirket için sorun yaratmaktadır. Bundan dolayı şirketler yenileme yatırımları yapmaktadır. Yenileme yatırımları kısmen ve komple yenileme şeklinde yapılabilmektedir. Kısmen yenileme yatırımlarında eskiyen ve yıpranan kısımların düzeltilmesi veya ilaveler yapılması şeklinde yapılırken komple yenileme yatırımında tamamen yeni bir tesisin kurulması veya yeni bir ürünün oluşturulması şeklinde olmaktadır. Kısmen yenileme yatırımların süresi komple yapılan yatırımlara göre daha kısa olduğu için maliyeti daha düşük olmaktadır. Şirketler yapacağı yatırım projelerinde karar verirken komple yenileme mi yoksa kısmen yatırım yapmak mı avantajlı olup olmadığını çok iyi hesaplamalıdır (Sevil, Başar ve Metin 2013, s.71.).

1.2.2.3. Genişletme (Tevsii) Yatırımları

Şirketlerin, mevcut üretim tesislerinin kapasitelerini arttırmak, genişletmek veya ilave alanlar yaparak piyasada yeni üretim potansiyeli yaratmak amacıyla yapmış oldukları yatırımlardır. Şirketler bu yatırımlara karar vermesinde en önemli etken, mevcut kapasite yetersizliğini ortadan kaldırıp satış miktarlarını arttırmak veya ürün çeşitliliğine giderek piyasadaki taleplere cevap vermektir (Türko 1999, s.296.).

1.2.2.4. Tamamlama Yatırımları

Yapılacak bir yatırım diğer yatırımdan beklenen faydayı arttıyorsa veya yapılan yatırım harcamalarının maliyet giderlerini azaltıyorsa bu tür yatırımlara tamamlama yatırımları denir. Bu tür yatırımlarda tamamlama derecesi kuvvetli, zayıf veya gerekli olabilmektedir. Tamamlama yatırımlarında ilk yapılacak yatırım yapılmazsa ikinci yatırım teknolojik yetersizlik nedeniyle imkânsız veya fayda sağlamayacak ise birinci yatırım ikinci yatırımın önceden gerekli yatırımı olarak tanımlanmaktadır (Akgüç 1994, s.327.).

1.2.2.5. Modernizasyon (Rasyonelleştirme) Yatırımları

Mevcuttaki üretim tesisi ve bu tesis de kullanılan üretim metotlarını yeni teknolojiye uygun olarak ve çağdaş tesis ve metotlara çevrilmesi için yapılan yatırımlardır. Bu yatırımlar daha çok maliyetleri düşürerek üretim kapasitesini arttırmak amacıyla yapılan yatırımlardır. Bu tür yatırımlar teknolojiye uygun hale getirilerek personel sayısını azaltmak amacıyla da yapılmaktadır. Bunun yanında şirketler üretim araçları yıpranmamış olmamasına rağmen daha yararlı mal ve hizmet üretmek amacıyla da yapılabilmektedir (Sevil, Başar ve Metin 2013, s.71.).

1.2.2.6. Darboğaz Giderme Yatırımları

İşletmenin tesislerinde oluşan darboğazlar ve sorunlar nedeniyle ve kapasiteden %100 faydalanmak için yapılan yatırımlardır. Tesis de kullanılmakta olan ve mevcut kapasiteye yetmeyen bir makinenin değiştirilmesi veya bir tane daha alınarak ihtiyacın giderilip yaşanan sorunun ve darboğazın ortadan kaldırılmasıdır (Kabukçuoğlu 2002, s.7.).

1.2.2.7. Kalite Düzeltme Yatırımları

Teknoloji sürekli gelişmekte ve buna paralel olarak çok çeşitli ve yüksek kaliteli mallar üretilmektedir. Şirketlerin, teknolojinin bu hızlı değişiminden faydalanarak tesislerin ürettiği mal ve hizmetlerin kalitesini arttırmak ve bunun sonucu pazar payını da büyütme için yapmış olduğu yatırımlardır (Sevil, Başar ve Metin 2013, s.71.).

1.2.2.8. Entegrasyon Yatırımları

Mal ve hizmetler üreten tesisin, mevcut üretim hatlarında yapmış olduğu ileriye veya geriye doğru entegrasyona yönelik yapılan yatırımlardır. Entegre olan bu yatırımlar, birbiri ile bağlantılı olduğu için farklı bir iller arasında olması imkânsız olup özelliğine göre aynı il sınırındaki tesis bünyesinde yapılmaktadır (Kabukçuoğlu 2002, s.8.).

1.2.2.9. Finansal Kiralama Yatırımları

Finansal kiralama, bir yatırım malının mülkiyetinin finansal kiralama yapan şirkette kalarak, belirlenmiş olan kira bedeli ile malın kullanım hakkını kiracıya verilmesi ve eğer kiracı ister ise kira süresi dolduktan sonra sözleşmede belirlenmiş değer üzerinden mülkiyetinin geçmesini sağlayan bir yatırım türüdür. Finansal kiralama diğer bir ifade ile leasing, bir varlığın mülkiyetinden kaynaklanan tüm riskleri ile kira süresince faydalarının kiracıya devredilmesidir. Bu yöntem ile çok büyük ve kapsamlı yatırımlar yapma imkânı sağlanabilir. Kira süresince varlıklar kiralayan şirketin aktifinde yer almakta, dönem sonunda amortisman ayrılmakta ve işlemlerden dolayı kaynaklanan vergi ve faizler ise gider olarak gösterilebilmektedir (Ege, Topaloğlu ve Gizer 2012, s.162.).

1.2.2.10. Nakil Yatırımları

Mevcut tesisin hızlı şehirleşme nedeniyle çevreye vermiş olduğu zarar veya yerleşim alanını genişletmek için şehir dışında organize sanayi alanlarına taşınması için yapılan yatırımlardır. Bu tesisler ilk kurulum aşamasında uygun yerleşim bölgesinde iken ilerleyen yıllarda kentleşme ile birlikte şehir içinde kalmaktadırlar (Sevil, Başar ve Metin 2013, s.71.).

1.2.3. Yatırım Projesi Hazırlama Aşamaları

Proje; yapılacak bir konu hakkında düşünce yoğunlaştırması, konu ile ilgili sorunların çözüme kavuşturulması için detaylı düşünülmesi ve uygulamaya konulacak yöntem ve tekniklerin sistematik olarak belirlenip ortaya konulması olarak tanımlanmaktadır.

Yatırım projesi; bir yatırımın başlangıcından ekonomik ömrünün sonuna kadar, tüm geçen zaman içinde bulunacağı ve etkisinde kalacağı ekonomik, teknik, finansal, sosyal koşullar ve ortamlarda meydana gelen her türlü değişkenlerin nitel ve nicel yöntemlerle incelenmesi ve değerlendirilmesidir. Bir yatırım projesinden beklenenler;

- i. Yeni bir üretim tesisi kurmak, mevcut tesisi yenilemek, büyütme ve genişletmek
- ii. Yeni bir teknolojinin şirkete kullanılmasını sağlayacaktır. Bu teknoloji sayesinde hem maliyetler düşürecek hem de getiri sağlayacaktır
- iii. Yatırım projeleri ekonomide üretim faktörleri (emek, sermaye, doğal kaynaklar) kullanılacaktır (Kanan 2013, s.975.).

Yatırım projelerinin özellikleri;

- i. Yatırım projesinin amacı
- ii. Her yapılan yatırıma özgün bir sonuç
- iii. Yapılacak yatırım projesinde zaman, kaynak ve maliyetler çok iyi planlanıp bu plan doğrultusunda hareket edilmelidir (Şenel 2007, s.7.)

1.2.3.1. Proje Fikrinin Doğuşu ve Ön Eleme

Yatırım proje fikrinin doğuşu; girişimcinin belli bir ihtiyacın yetersiz ölçüde, düşük kalite ve yüksek maliyetle karşılanması sonucu tesisinde yatırım yapma kararı alır. Bu yatırım kararlarını alırken çok dikkatli hesaplamalar ve çalışmalar yapmaktadır. Yapılan bu çalışmalardan sonra yatırım kararları incelenerek içlerinden en gerekli, katma değeri en yüksek ve piyasada güçlü olmasını sağlayacak yatırımlar ön elemelerden geçirilerek gerekli olan yatırımlara karar verilmektedir (Şenel 2007, s.8.).

Yatırım kararları verilirken en önemli olan, ihtiyacın ortaya konularak buna göre pazar araştırması yapılmakta ve yatırımın kapsamına göre projeler gerçekleştirilmektedir. Bir yatırım projesinin doğuşuna neden olan faaliyetler;

- i. Faaliyet gösterdiği mevcut sanayi

- ii. Mevcut sanayilerinin girdi ve çıktıları. Çünkü bir sanayinin çözü diğerinin serveti olabilmektedir
- iii. Nüfus değişimi
- iv. Ekonomik gelişmeler ve buna bağlı olarak kalkınma planları
- v. Toplumsal değişim ve oluşumlar
- vi. Yeni yasalar ve teşvikler (çevre, halk sağlığı vb.) (Gedik, Akyüz ve Akyüz 2005, s.53.)

1.2.3.2. Ön Yapılabilirlik Çalışması (Ön Araştırma)

Ön araştırma; proje fikrinin doğuşu ile yapılan araştırmalardan sonra ön eleme yapılması ile fizibilite etüdü arasında yapılan bir çalışmadır. Ön araştırmada; piyasa araştırması, satış ve pazarlama, tesis ve tesis kapasitesi, üretim programı, malzeme girdileri, genel giderler, idari ve satış giderleri, mali analizler, proje masrafları ve yatırım finansmanı, üretim maliyetleri, ekonomik katma değer ve ticari kârlılıklar ortaya konulması gerekmektedir (Gedik, Akyüz ve Akyüz 2005, s.53.).

1.2.3.3. Fizibilite Etüdü

Bir ekonomik faaliyeti gerçekleştirmek için üretim tesisi için yapılmasına karar verilen yatırım için ayrılan kaynaklar ve ekonomik ömrü boyunca yaratacağı kaynakların karşılaştırılması için yapılan inceleme ve değerlendirme çalışmasıdır. Fizibilite etüdü; teknik, ekonomik ve mali incelemelerden oluşmaktadır (Şenel 2007, ss.8-9.).

1.2.3.3.1. Ekonomik Etütler

Ekonomik değerlendirme, projenin kârlılığı temel alınarak kullanılan kaynakların geliş ve gidişlerinin dikkate alınmayarak kabul ve ret edilmesidir. Projeden sorumlu girişimcinin ekonomik değerlendirmede amacı şunlardır;

- i. Ticari kârlılık analizi: Bu analizde projenin değerlendirilmesinde hem bireysel hem de özel kuruluşun çıkarları dikkate alınarak değerlendirilmektedir,
- ii. Toplumsal kârlılık analizi: Bu analizde toplum menfaatleri dikkate alınarak kamu adına değerlendirme yapılmaktadır (Aytekin 2005, s.62.).

1.2.3.3.2. Teknik Etütler

Teknik inceleme, yatırımın teknik ve mühendislik kısmını oluşturmaktadır. Projenin gerçekleştirilmesi için alternatif teknolojilerin araştırılması ve uygun teknolojinin seçilerek imalat için gerekli olan sabit sermaye miktarının belirlenmesi için çalışmalar bu etüt çalışması ile ortaya konulmaktadır.

Projenin teknik tanımını, üretim ve teknolojisi, üretilecek mamullerin ve yan ürünlerin artıklarının değerlendirilmesi, makine ve teçhizat seçimi, tesisin yerleşme planı, inşaat işleri, montaj işlemleri ve ekip seçimi, projenin uygulama planı proje teknik ekibi tarafından hazırlanmaktadır. Teknik etüt çalışmasında önemli konular şunlardır;

- i. Optimal üretim kapasitesinin seçimi
- ii. Üretim şekli ve iş akışı
- iii. Üretim programı
- iv. Makine ve teçhizatlar
- v. İşgücü planlaması
- vi. Üretimin örgütsel yapısı
- vii. Fabrika içi yerleşim ve bina ihtiyacı

1.2.3.3.3. Finansal Etütler

Finansal analiz, karar verilen projenin nakit giriş ve çıkışları, finansal kaynak ihtiyaçları, bu kaynakların nasıl sağlanacağı ve şirkete sağlayacağı katama değeri için yapılan analizdir. Bu analiz sonucu projenin yapılmasına veya yapılmamasına karar verilmektedir. Finansal etüt çalışmasında belirlenmesi gereken konular şunlardır;

- i. Yatırımın tutarı
- ii. İşletmenin gelir ve gider tahminleri
- iii. Finansal kaynak sağlama çalışması
- iv. Kârlılık ile ilgili analizler
- v. Organizasyon ile ilgili çalışma (Gedik, Akyüz ve Akyüz 2005, s.54.)

1.2.3.4. Projenin Değerlendirilmesi ve Yatırım Kararı

Projenin değerlendirilerek, yapılan masraflar ile yatırımın getirisi karşılaştırılarak bu yatırımın önerisinin çekiciliğine bakılarak karar verilmektedir. Bu değerlendirme çalışmasında proje hesaplama yöntemlerinden en uygun olanı seçilerek hesaplama yapılmaktadır (Şenel 2007, s.11.).

Proje değerlendirilmesinde farklı yöntemler ve bu yöntemlerden farklı sonuçlar ortaya çıkmaktadır. Dikkat edilmesi gereken seçilecek yöntemin sayısal değerlerle düzgün bir şekilde hesaplanarak çıkan sonucun iyi analiz edilmesi ve buna göre yatırıma karar verilmesidir. Bu yöntemler, statik ve dinamik yöntemler olmak üzere iki grupta toplanmaktadır. Statik yöntemler paranın zaman değerini dikkate almazken, dinamik yöntemler paranın zaman değerini dikkate almaktadır (Gedik, Akyüz ve Akyüz 2005, s.55.).

1.2.3.5. Kesin Proje

Yatırımına karar verilen projenin ön projeden kesin proje haline dönüşmesidir. Bu aşamada üretim tesisleri yapacağı yatırım ile ilgili yatırımın maliyetleri, ekonomik, finansal ve teknik hesaplamaları, yatırımın kapasitesi, yatırımın tutarı, yatırımı yapacak proje ekibi vb. tüm çalışmalar detaylı bir şekilde netleşmiş olarak ortaya konulmuştur.

1.2.3.6. Projenin Uygulamaya Konulması

Tüm çalışmalar sonucu kesinleşmiş olan projenin uygulamaya konması aşamasıdır. Bu aşamada yatırım hayata geçirilmesi için proje ekibi çalışmalarına başlamıştır. Projenin uygulama döneminde gerçekleşmekte olan tüm satın alma işlemleri, teknik çalışma ve fiziksel çalışmalar yapılmaktadır.

1.2.3.7. Deneme Üretimi

Yatırım tamamlandıktan sonra ilk devreye alındığında istenilen nitelikte ürün elde etmek mümkün olmayabilir. Bu yüzden hedeflenen standartlara ulaşıncaya kadar sürekli deneme üretim yapılmaktadır. Bu deneme üretimlerinde istenilen kalite ve standart yakalandıktan sonra ürün piyasaya sürülmektedir.

1.2.3.8. İşletmeye Alma

Yatırım projesinin son aşaması işletmeye alma aşamasıdır. Yapılan deneme üretim aşamasından sonra karşılaşılan tüm aksaklıklar ortadan kaldırılarak üretime geçilmektedir. Bu aşamada yapılmakta olan yatırım tamamlanmış ve istenilen standartta ürün üretmek için tesis devreye alınmaktadır. Muhasebe açısından ise artık yatırımın aktifleştirilmesi gerçekleştirilip ekonomik ömrüne göre duran varlık kalemlerine alınmaktadır (Gedik, Akyüz ve Akyüz 2005, ss.57-58.).

1.3. Sermaye Bütçeleme Hesaplama Yöntemleri

Sermaye bütçeleme, büyük sermayeli yatırımlar arasından değerlendirme yapıp getirisi büyük olan yatırımların, harcamalarını kontrol etme sürecidir. Uzun dönemleri kapsayan ve büyük nakit giriş ve çıkışlarına sebep olan bu projeler sermaye bütçeleme yöntemleri ile hesaplanmaktadır. Elde edilen getiri oranına göre projelerin kabul veya reddine karar verilmektedir (Wang 2010, s.48.).

1.3.1. Paranın Zaman Değerini Göz Önünde Bulundurmeyen Yöntemler

Bu yöntem, paranın zaman değerini göz ardı eden ve bir yatırımın bugünkü değeri “a” ise gelecekteki değerini de “a” olarak kabul eden statik yöntemlerdir. Statik yöntemler, hesaplaması kolay ve basit yöntemler olup projenin ekonomik ömrü ve hurda değeri de dikkate alınmamaktadır (Sevil, Başar ve Metin 2013, s.73.).

1.3.1.1.Geri Ödeme Dönemi Yöntemi

Geri ödeme süresi, yatırım projesinde başlangıç maliyetini kurtarmak için gereken süreyi ifade etmektedir. Sermaye bütçeleme kararlarında geri ödeme süresi kuralı, tüm bağımsız projelerde belirlenmiş süreden daha az geri ödeme süresini kabul edebileceğini belirtmektedir. Örneğin beş yıllık geri ödemesi olan bir projede geri ödeme süresi 4 yılda tamamlanabilmektedir (Wang 2010, s.50.).

Geri ödeme yöntemi, paranın zaman değerini göz önünde bulundurmeyen bir yöntem olduğu için her dönem nakit akımlarının sabit olduğu varsayılarak, projenin başlangıcında hesaplanmış olunan yatırım tutarının nakit akımlarına bölünmesi şeklinde tanımlanmaktadır.

Geri Ödeme Devresi (Süresi) = Yatırım Tutarı / Yıllık Net Nakit Girişi

Yıllık Net Nakit Girişi = Net Kâr + Amortisman

Şeklin de hesaplanmaktadır (Türko 1999, ss.317-318.).

1.3.1.2. Sermayenin Ortalama Kârlılığı Yöntemi

Sermayenin ortalama kârlılığı yöntemi Muhasebe Getiri Oranı yöntemi olarak da söylenmektedir. Bu yöntem basit muhasebe verileri kullanıldığı için hesaplanması basit ve anlaşılması kolay bir yöntemdir. Enflasyonun olduğu dönemlerde ekonomik ömür ve paranın zaman değerini göz ardı etmesi yöntemin ciddi bir eksikliği olduğunu ortaya çıkarmaktadır. Bu yöntem yeni yöntemler çıkana kadar oldukça çok kullanılmış bir yöntem olup yöntemler proje hakkında ön bilgi edinmek içinde kullanılmaktadır (Akkoç 2008, ss.95-96.).

Bu yöntem iki şekilde uygulanmaktadır.

- i. Yatırımın Sağlayabileceği En Yüksek Yıllık Kârın Yatırım Tutarına Oranı Yöntemi,

Yatırım Kârlılık Oranı = Yıllık Net Kâr / Yatırım Tutarı

Şeklin de hesaplanmaktadır. Net kâr denilen kısım vergi sonrası kâr olup içinde amortisman gibi giderlere yer verilmemektedir.

Yatırım tutarı, öz kaynaklar ve yabancı kaynaklarla da finanse edilmiş ise net kârda faizler yer almazken yabancı kaynaklar yatırımın içine dâhil edilmektedir. Bu durumda ise;

Yatırımın Kârlılık Oranı = $\frac{\text{Faiz ve Vergi Sonrası Yıllık Net Kâr}}{\text{Öz Kaynaklar Finanse Edilen Yatırım Tutarı}}$

Makroekonomiler yani yıllık ekonomi açısından yatırımın değerlendirilmesi gerekiyorsa;

Yatırımın Kârlılık Oranı = Veri ve Faiz Öncesi Yıllık Kâr / Yatırımın Tutarı

Şeklin de hesaplanmaktadır.

ii. Yatırımın Ortalama Kârlılık Oranı Yöntemi,

Yatırımın ortalama kârlılık oranı yönteminde; yatırımın yıllar itibari ile kârlılığının sabit kaldığını ve değişmediğini dikkate almamaktadır. Bu yöntem ise kârlılığın yıllar itibari ile değişebileceğini ve bunun yanında kullanılan amortisman yöntemine göre yıllık net kârın farklı olacağı için ortalama net kârın kullanılması gerektiğini belirtmektedir. Bunlar dikkate alındığında;

Yatırımın Ortalama Kârlılık Oranı = Ortalama Net Kâr / Yatırım Tutarı

Şeklinde hesaplanmaktadır (Türko 1999, ss.313-315.).

1.3.2. Paranın Zaman Değerini Göz Önünde Bulunduran Yöntemler

Paranın zaman değerini göz önünde bulunduran yöntemler, yatırımdaki nakit akışlarının dönemler itibari ile aynı kalmayıp değişebileceğini kabul eden dinamik yöntemlerdir. Bu yöntemlerde yatırımlarda kullanılan nakit giriş ve çıkışları belli varsayımlara göre hareket edilerek net bugünkü değere indirgenmiş olarak hesaplanmaktadır (Sevil, Başar ve Metin 2013, s.76.).

1.3.2.1. İç Getiri Oranı (IRR) Yöntemi

İç Getiri Oranı sermaye bütçelemesi yöntemlerinden olan NBD yöntemine çok benzemekte olup nakit giriş ve nakit çıkışlarını birbirine eşitleyen iskonto oranı olarak tanımlanmaktadır. NBD yönteminde belli bir verim oranı iskonto oranı olarak kabul edilip iskontolamaya gidilirken iç getiri oranında ise nakit giriş ve çıkışlarını eşleyen iskonto oranı bulunmaya çalışılmaktadır. Bunu yaparken deneme yanılma yöntemi kullanılmaktadır (Türko 1999, s.328.).

$$\text{İç Getiri Oranı (IRR)} = \sum_{t=0}^n \frac{NÇ_t}{(1+IRR)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{NG_t}{(1+IRR)^t} = 0$$

$NÇ_t$: t dönemindeki net nakit çıkışları

NG_t : t dönemindeki net nakit girişleri

IRR: İç getiri oranı

Şeklinde hesaplanmaktadır (Eroğlu 2015, ss.11-12.).

Yıllık net para girişi sabit olan yatırımlarda iç getiri oranı ise şu şekilde hesaplanmaktadır;

$$C = A \frac{1}{(1+r)^1} + \frac{1}{(1+r)^2} + \frac{1}{(1+r)^3} + \dots + \frac{1}{(1+r)^n}$$

$$C = A \frac{(1+r)^n - 1}{r(1+r)^n}$$

C: Yatırımın tesis döneminde gerektirdiği para çıkışı

A: Yatırımın işletme döneminde sağlayacağı yıllık net para girişi

n: Yatırımın ekonomik ömrü

r: İç getiri oranı (Akgüç 1994, s.346.)

Belirli bir anda süresiz olarak para girişi sağlayan yatırım projelerinde iç getiri oranının hesaplanması;

$$C = A (1 + r)^{-n}$$

Günümüzde ise NBD = 0 yapan “IRR” iskonto oranını daha kolay bir şekilde bulmak için yöneylem araştırma teknikleri olan doğrusal programlama, amaç programlama gibi teknikler kullanılmaktadır (Akgüç 1994, s.349.).

İç Getiri Oranı değerlendirilmesinde;

NBD= 0 bulunduktan sonra “IRR” iç getiri oranı, beklenen yatırımın kârlılık oranından yüksek ise proje kabul edilmektedir. Fakat küçük ise yatırım projesi tercih

edilmeme ihtimali bulunmaktadır. Yatırım projelerini bu yöntemle hesaplayan şirketler çıkan sonuca göre IRR yüksek olandan küçük olana doğru sıralayıp yüksek olan projeyi kabul etmektedir (Gedik, Akyüz ve Akyüz 2005, s.57.).

1.3.2.2. Düzeltilmiş İç Getiri Oranı (MIRR) Yöntemi

Düzeltilmiş iç getiri (MIRR) yönteminde hesaplama yapılırken yapılan proje yatırımın bugünkü değerini, nakit çıkışlarının proje ömrü sonundaki gelecek değerini eşitleyen iskonto oranını bulmaktır. Bulunan bu iskonto oranının faydası ise, kârlılık ve paranın zaman değeri ile alakalı olmasıdır.

$$\begin{aligned} \text{Düzeltilmiş İç Getiri Oranı (MIRR)} &= \sum_{t=0}^n \frac{NC_t}{(1+k)^t} \\ &= \frac{\sum_{t=0}^n NG_t(1+k)^{n-t}}{(1+MIRR)^n} \end{aligned}$$

Şeklinde hesaplanmaktadır.

Hesaplamanın sol tarafı yatırım maliyetinin bugünkü değerini gösterirken sağ tarafı ise her dönemdeki nakit girişlerinin “n” dönemi sonu itibariyle hesaplanan değerlerinin toplamının proje maliyetine eşitleyen MIRR’ ı göstermektedir (Eroğlu 2015, ss.12-13.).

$$\text{Maliyetlerin Bugünkü Değeri} = \frac{\text{Son deger}}{(1+MIRR)^n}$$

Şeklinde hesaplanmaktadır.

Düzeltilmiş iç getiri oranında, projenin beklenen getiri oranıyla yeniden yatırılan net nakit akımlarının devam eden değerini ve başlangıç yatırımının net bugünkü değerini sıfıra eşitleyen getiri oranıdır. Uygulamada IRR yöntemi daha çok tercih edilmesine rağmen MIRR yöntemini üstün yapan yeniden yatırım varsayımdır. Yani bu yöntem projenin sermaye maliyetiyle yatıracağını varsaymaktadır (Ergün 2008, ss.101-102.).

1.3.2.3. Kârlılık Endeksi (PI) - Fayda Maliyet Oran Yöntemi

Fayda-maliyet analizi, sermaye bütçelemesi kapsamında yapılacak yatırımlar için yapılan tüm maliyetler ve sağlanacak faydaların değerlendirilip ekonomik değeri en yüksek olan yatırımın seçilmesi sağlayan bir yöntemdir. Bu yöntem gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için önerilen yatırım projelerin makroekonomi politikaları için uygun olup olmadığını değerlendirmek içinde kullanılmaktadır (Ergen 2008, ss.116-117.).

Kârlılık Endeksi (PI) yöntemi NBD gibi nakit giriş ve çıkışlarına göre hesaplanmaktadır. Kârlılık Endeksi; yatırım projesinde kullanılan nakit girişlerinin (CI) bugünkü değerinin, nakit çıkışlarının (CO) bugünkü değerine bölünmesi ile bulunmaktadır.

$$\text{Kârlılık Endeksi (PI)} = \frac{\text{Nakit Girişlerinin Net Bugünkü Değeri}}{\text{Nakit Çıkışlarının Net bugünkü Değeri}}$$

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

Şeklinde hesaplanmaktadır.

$$PI > 1 (\text{Kabul})$$

$$PI < 1 (\text{Ret})$$

PI değerinin bir den yüksek olması yapılacak projenin istenen getiri oranı veya iskonto oranından daha fazla getiri sağladığı anlamına gelmektedir. Yapılan projelerde PI'sı en büyük çıkan yatırımın, en yüksek getiriye sahip olduğu kabul edilip o projenin seçilmesine karar verilmektedir (Sarıarslan 2003, ss.26-27.).

1.3.2.4. Net Bugünkü Değer (NPV) Yöntemi

Net Bugünkü Değer yöntemi, sermaye bütçesini oluşturan yatırımların karar verilmesinde kullanılan köklü ve rasyonel bir hesaplama yöntemi olup faydalı bir maliyet analizi yapılmaktadır. Hesaplama kullanılan iskonto oranı, tahmini ve

beklenen maliyetler ile beklenen faydaların riske göre ayarlanıp bugünkü değeri ile karşılaştırılarak oluşturulmaktadır. Bu yöntemde indirgenmiş nakit akım teknikleri kullanılması, kaynakların etkin kullanımı ve yüksek firma performansını garanti etmez ama kaynakların doğru ve daha etkin dağılımı sağlamaktadır. Bu yüzden yöneticiler harcamalardaki bilgi güvenliğinden dolayı yatırım bütçelemesi için ideal ekonomik bir yaklaşım olarak NBD yöntemini kabul etmektedirler. Ayrıca firmalar yatırımlar arasında parasal olarak karşılaştırma yapmada da zorlanmaktadırlar. Bu yönetime olan güvenlerinden dolayı yatırım tutarını net bugünkü değere indirgediği için ve paranın zaman değerini dikkate aldığı için karşılaştırmalarda bu yöntemi kullanmaktadırlar (Gordon ve Martin P. 2006, s.122.).

Bu yöntemin hesaplamasında, belirli bir indirgeme oranı (k) ile hesaplanan nakit girişlerinin (CI) bugünkü değerinin nakit çıkışlarının (CO) bugünkü değerinden çıkarılmasıyla bulunmaktadır. Değer;

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

Şeklinde hesaplanmaktadır.

NPV > 0 olduğu zaman kârlı bir yatırım olup istenen getirinin yatırıma eşit veya üstünde olduğunu yani sonuç olarak kabul edilebilir bir olduğunu ortaya koymaktadır.

NPV < 0 olduğunda ise kârlı bir yatırım olmayıp istenen getirinin yatırımdan düşük olduğunu yani bu yatırım projesi karar verilmeyip sonuç olarak reddedilme ihtimali yüksek olur (Sarıarslan 2003, s.23.).

1.3.2.5. Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemi

EVA 1770 yılından beri bilinen ve kavram olarak sermaye maliyeti üzerindeki fazla gelir olan “artık gelir”, “ekonomik kâr” anlamında olup zenginliği oluşturan bir ilke olarak görülmektedir. Performans ölçüm aracı olarak kabul edilen EVA mikro ekonomik literatür de kavramda da ortaya konduğu gibi kazanç ve servet yaratma olarak kabul edilmektedir.

Ekonomik Katma Değer yaratma, geliştirme ve verimlilik oluşturarak değer yaratmaktır. EVA servet yaratma ölçütü olarak, hissedarların kamu ve özel sektörde teşvik tazminat sistemi yaratacak kararlar için bilgi ve yüksek motivasyon sağlamak için faydalı bir araçtır.

EVA yenilikçi bir yaklaşım olarak şirketin mevcut ekonomik iş potansiyeli için bir ölçüm aracı ve mevcut durumu için de bir bakış açısı sağlamaktadır. Özellikle sermayenin maliyeti ve birçok muhasebe değişikliklerini dikkate alarak ekonomik katma değer yaratmaktadır. Ayrıca muhasebe kârı ekonomik kâra dönüştürmeyi sağlayarak EVA'ya ulaştırmaktadır (Ray 2012, ss.261-262.).

Ekonomik Katma Değer (EVA) Hesaplaması;

$EVA = NOPAT - \text{Toplam Sermaye} \times WACC$

$NOPAT = EBIT \times (1 - \text{Vergi Oranı})$

NOPAT: Vergi Sonrası Faaliyet Kârı

EBIT: Faiz ve Vergi Öncesi Kârı

$WACC = \text{Sermaye Maliyeti} + \text{Borçlanma Maliyeti}$

WACC: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Bu formülde borçların maliyetini hesaplamak için borçlanma faiz oranı kullanılmaktadır.

Öz kaynakların maliyetini bulmak için ortakların maruz kaldığı riske göre değişmektedir. Toplam sermaye tutarı aynı zamanda firmanın kullanmış olduğu varlıklarıdır.

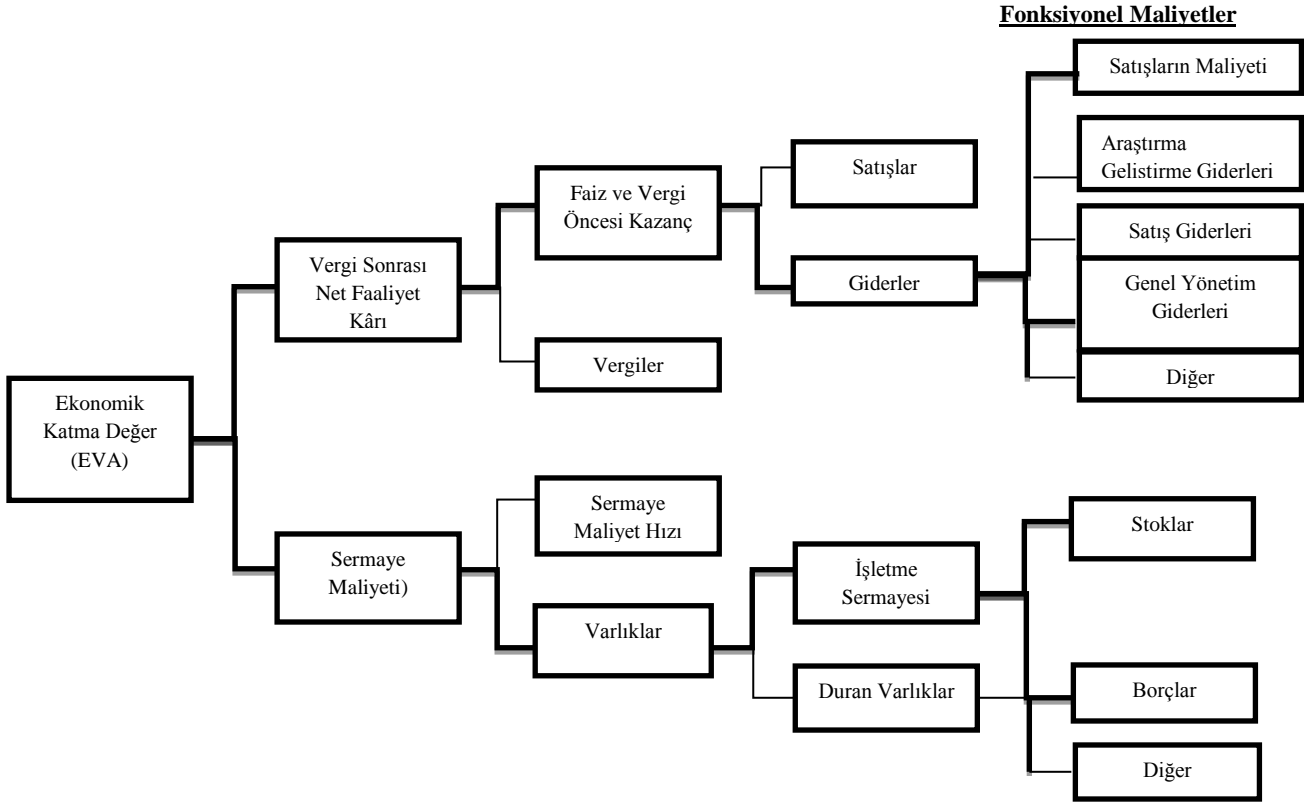
EVA en basit ve daha kolay şu şekilde hesaplanmaktadır

$EVA = NOPAT - WACC \times (\text{Toplam Varlıklar} - \text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar})$

Bu hesaplamalar sonucu bulunan EVA değeri pozitif ise, yapılan yatırımın sıfırdan büyük bir ek katkı yarattığı ortaya konulmaktadır. Bu durumda ise bu yatırım

mantıklı bir yatırım olup yapılmasına karar verilmektedir. EVA değeri negatif bir sonuç çıkar ise mevcut değerinin yok edildiğini yani şirket sermaye tüketen faaliyetlere yatırım yaparak değer kaybettiğini göstermektedir. Bu durumda yatırım yapılması mantıklı olmayıp başka yatırım kararları arasında tercih yapılması gerektiğini göstermektedir (Fındık 2013, ss.94-95.).

Şekil 4. EVA' ya Şematik Bakış



Kaynak: (Hacıüstemoğlu, Şakrak ve Demir 2013, s.8)

EVA, işletmenin vergi sonrası net faaliyet kârından, sermayenin maliyeti düşülerek bulunduğu Şekil 4'de şema olarak ortaya konulmaktadır. Ayrıca EVA, şirket hedeflerinin hesaplanmasında kullanılan stratejik planlama, bütçeleme, fiyatlandırma, teşvik sistemi, satış ve insan kaynaklarına kadar işletmenin tüm yapısını dikkate alan çok kapsamlı ve detaylı bir hesaplama yöntemidir. EVA şirketlerin tüm bölümlerini fonksiyonel maliyet açısından hesaplama veya bölümler arasında karşılaştırma yapma imkânı da sağlamaktadır. Bu sayede her bir bölüm ve ürünün işletme için yarattığı ve kaybettiği değeri net bir şekilde ortaya konulmaktadır. Ortaya koymuş olduğu tüm bu faydalar işletmenin geleceği açısından daha iyi bir

analiz yapmasına, kararlar almasına ve politikalar oluşturmaya neden olmaktadır (Hacırüstemoğlu, Şakrak ve Demir 2013, s.8.).

Şekil 5. Klasik Gelir Tablosu ile Değere Dayalı Gelir Tablosu Karşılaştırması

KLASİK GELİR TABLOSU	DEĞERE DAYALI GELİR
SATIŞLAR	SATIŞLAR
=	=
SATILAN MALIN MALİYETİ	SATILAN MALIN MALİYETİ
=	=
BRÜT KÂR	BRÜT KÂR
=	=
AMORTİSMAN, SATIŞ VE YÖNETİM GİDERLERİ	AMORTİSMAN, SATIŞ VE YÖNETİM GİDERLERİ
=	=
FAİZ VE VERGİ ÖNCESİ KÂR	FAİZ VE VERGİ ÖNCESİ KÂR * (NET FAALİYET KÂRI)
=	=
FAİZ	DÜZELTİLMİŞ VERGİLER **
=	=
VERGİ ÖNCESİ KÂR	Net Faaliyet Kârı Eksi Düzeltilmiş Vergiler (Net Operating Profits Less Adjusted Taxes- NOPAT)
=	=
VERGİLER	SERMAYE MALİYETİ
=	=
NET KÂR	EKONOMİK KATMA DEĞER (EVA)

*Faiz ve Vergi Öncesi Kâr ile işletmenin esas faaliyetlerine ilişkin net kârı ifade etmektedir.

** Faaliyet kârı üzerinden hesaplanan vergi ile Türkiye’de uygulanmakta olan düzenlemelere göre hesaplanan vergi farklılık göstermektedir. Ülkemizde uygulanmakta olan vergi uygulamaları faizi, faaliyet dışı gelirleri ve giderleri de hesaplamalara dâhil etmektedir. Bu amaçla faaliyet kârı üzerinden hesaplanan vergiye literatürde “Düzeltilmiş Vergiler – Adjusted Taxes” adı verilmektedir.

Kaynak: (Başaran 2004, s.362)

Şekil 5’de ise EVA klasik gelir tablosu ile EVA’sı hesaplanmış gelir tablosu karşılaştırmalı olarak gösterilmektedir. Karşılaştırmada görüldüğü gibi düzeltmeler ve sermayenin maliyeti dikkate alınarak EVA’ya ulaşılmaktadır (Başaran 2004, s.362.).

1.4. Sermaye Bütçeleme Hesaplama Yöntemlerinin Karşılaştırması

Sermaye Bütçelemesinde paranın zaman değerini dikkate almayan statik yöntemler ile paranın zaman değerini dikkate alan dinamik yöntemler kullanılmaktadır. Bu yöntemlerde değişik hesaplama teknikleri ve değişkenler dikkate alınarak hesaplama yapılmaktadır. Şirket ise bu yöntemlerden kendilerine en uygun olanı seçerek, yatırım projelerini hesaplayıp karar almaktadır. Hesaplama sonucu getirisi olan ve katma değer oluşturan sonuçlara göre projelerin kabul veya reddine karar verilmektedir.

1.4.1 Paranın Zaman Değerini Göz Önünde Bulunduran Yöntemler ile Göz Önünde Bulundurmayan Yöntemlerin Karşılaştırması

Paranın zaman değerini dikkate almayan yöntemler, 1950 yıllarının sonlarına kadar kullanılan hesaplaması oldukça kolay olup basit ve küçük projeler için kullanılan yöntemlerdir. Bu yöntemlerde çok fazla farklı değişkenler dikkate alınmadan hesaplanmaktadır. Bu yüzden bazı şirketler yatırım projelerine karar verirken ön görüş olması açısından bu yöntemleri kullanabilmektedir (Sarıarslan 2003, s.13.).

Paranın zaman değerini dikkate alan yöntemler;

- i. Faiz oranının tek bir oran üzerinden değil değişken bir oran olduğunu belirtmektedir.
- ii. Sermayeyi piyasaya sürenler ile piyasadaki sermaye ihtiyacını karşılayanlar hiç bir kısıtlama olmadan pazara rahat girebilmektedirler.
- iii. Bu yöntemlerde amaç fonksiyonu, sermaye piyasalarında kullanılan nakit giriş ve çıkışlarının bugünkü değerini en yükseğe çıkarmaya dayanmaktadır.
- iv. Sermaye sahipleri, kredi değerliklerine göre farklılaştırmaya gitmek zorunda değildir (Sevil, Başar ve Metin 2013, s.76.).

1.4.2. Sermaye Bütçelemesi Hesaplama Yöntemleri İle İlgili Görüşler, Eleştiriler, Avantajlar ve Dezavantajlar

i. Geri Ödeme Dönemi Yöntemi

Geri Ödeme Yönteminin avantajları;

- a. Karar vericiler kendilerine sunulan bilgileri kolayca anlamaktadır
- b. Hesaplaması çok kolay olduğu için hata olma ihtimali düşüktür.
- c. Bilgi gerçekçi ve düzgün olmadığı zaman detaylı analizlerde düzgün çıkmaya bilir. Bu yöntem basit ve hesaplaması kolay olduğu için çok büyük sorunlar çıkmaz.

Geri Ödeme Dönemi Yönteminin dezavantajları;

- a. Tüm nakit akışların da geri ödeme süresi için eşit ağırlık verilmektedir.
- b. Geri ödeme süreci nakit akışları dışında dikkate alınmamaktadır
- c. Geri ödeme süresinin ne zaman yapılacağı belirlemek kolay değildir (Wang 2010, s.51.).

ii. Sermayenin Ortalama Kârlılığı Yöntemi

Sermayenin Ortalama Kârlılığı Yönteminin Avantajları;

- a. Bu yöntemde basit muhasebe verileri kullanıldığından hesaplanması kolay bir yöntemdir.
- b. Proje şirketin maliyeti dışında genel kârını veya ne kadar kâr edebileceğini de dikkate alan bir yöntemdir.
- c. Performans indikatörü olarak kullanılan bu yöntem proje hakkında ön bilgi edinmeyi de sağlamaktadır (Akkoç 2008, ss.95-96.).

Sermayenin Ortalama Kârlılığı yönteminin sakıncaları ve ileri sürülen eleştiriler;

- a. En büyük sakıncası ve yapılan en büyük eleştiri paranın zaman değerini dikkate almamasıdır.

- b. Hesaplama da ayrılan amortismanın dikkate alınmaması nedeniyle yatırıma tahsis olunan sermayenin bu şekilde anlamlı olmayacağı düşünülmektedir.
- c. Bu yöntemin diğ er bir sakıncası yatırım projeleri arasından bir seçim, bir sıralama yaparken ekonomik ömrünün dikkate alınmamasıdır.
- d. Net kâr hesaplanırken, hesaplama döneminde ayrılan amortismanların gider yazılmasından dolayı seçilen amortisman yöntemine göre farklı net kâr hesaplanması olasılığı bulunmaktadır.
- e. Yatırımın sağlayacağı net kârlar yıllar itibari ile dalgalanmalar göstermesi durumunda hesaplamada kullanılan yıllık kâr olarak tek bir tutar alınması halinde doğru bir sonuç çıkmayacaktır ve anlam ifade etmeyecektir (Akgüç 1994, ss.336-337.).

iii. İç Getiri - Kârlılık Oranı Yöntemi

İç Getiri - Kârlılık Oranı Yöntemi için yapılan eleştiriler;

- a. Bazı yatırımlar için tek bir iç kârlılık oranı hesaplaması çok zor olup, tek bir iç kârlılık oranını bulabilmek için yatırımın sağlayacağı para akışının pozitif değ er aldıktan sonra ekonomik ömrünün sonuna kadar devam ettirmesi gerekmektedir.
- b. Yatırım projelerinden biri gerçekleşip diğ er yatırımlar arasından seçim yapılıp vazgeçilmesi gerekli olduğu durumlarda, iç kârlılık yöntemi hatalı seçim yapılmasına neden olabilmektedir.
- c. Bu yöntemin dayandığı temel varsayıma göre, yatırımın oluşturacağı fonların iç kârlılık oranı, en düşük olan yatırıma eşit olan yatırımın finansmanında kullanılmaktadır. Bu yöntem ise gelişmekte olan ülkeler için uygun olmayabilir. Çünkü firmalar kârlı yatırım projelerinin gerçekleştirip iç kârlılık oranı düşük çıkan yatırımları ise ileri ki yıllara ertelenmesine neden olmaktadır.
- d. İç kârlılık oranı yöntemine göre plan yapılırken tüm yatırım projelerinin aynı anda değ erlendirmeye alınıp, sıralama yapılması gerekmektedir. Eğer sıralama yapıldıktan sonra yeni yatırımlar çıktığı zaman, sıralama bozulmuş olmakta ve yanlış kararlar alınmasına neden olmaktadır.

- e. İç kârlılık oranı, tesis süresi ve ekonomik ömrü uzun olan bununla birlikte her yıl para girişinde dalgalanma olan yatırımlar için zaman alıcı bir hesaplamadır. Bu durum bütçeleme süresinin aksamasına ve uzamasına neden olabilmektedir (Akgüç 1994, ss.352-356.).

iv. Düzeltilmiş İç Getiri Oranının İç Getiri Oranına göre avantajı;

Düzeltilmiş iç getiri oranı iç getiri oranında yaşanan iki soruna çözüm sunmaktadır. Bunlar;

- a. Yatırım için kullanılan nakit girişlerinin sermaye maliyeti oranında tekrardan yatırıma dönüştürmesidir.
- b. İç getiri oranında büyükten küçüğe doğru bir sıralamaya göre birden fazla sonuç olup, bu sonuç üzerinden seçim yapılırken, düzeltilmiş iç getiri oranında ise tek sonuç vardır (Eroğlu 2015, s.19.).

v. Fayda-Maliyet Analizi Yöntemi

Fayda-Maliyet Analizinin Uygulamasında Ortaya Çıkan Sorunlar ve Sınırlılıkları;

- a. Taraflı olabilme tehlikesi taşıdığı, özellikle siyasal ve sosyal kaygılara açık bir teknik olduğu öne sürülmektedir. Fayda-maliyet analizi kamu kesiminde özellikle etkin kaynak tahsisinin başarılabilmesini sağlayacak kararlar alınmasını sağlayan bir yöntem olarak kabul edilmekle birlikte, siyasal ve sosyal kaygılara açık bir yöntem olarak kabul edilmektedir.
- b. Kamu kesiminde yapılan projelerde en uygun olanını seçerken, ekonomide kıt olan kaynaklardan toplum tercihlerini en iyi karşılayanı dikkate almak büyük önem taşımaktadır. Bu yüzden, bireysel tercihlerden çok çoğunluk kuralından dolayı kamu kesimindeki seçimler dikkate alınarak yapıldığı için alternatif projelerin seçilme şansı ortadan kalkmaktadır.
- c. Fayda maliyet analizi kamu kesimi politikacıları, hükümet ve bürokratlar için yatırım almaşıkları arasından seçim yapmak ve karar vermek için yol gösterici bir analiz olduğunu kabul etmek gerekir. Fakat yöntem etkin kaynak tahsisi

sağlayacak şekilde uygulansa dahi siyasi irade oylarını en üst düzeye çıkarmak ve iktidarlarını sürekli kılmak için kendi bütçelerini kollama ve yetkilerini genişletmek için hesaplama sonuçlarına göre hareket etmeyebilmektedir.

- d. Bu yöntem kullanmak istendiğinde en zor ve tartışmalı olan kısmı fayda ve maliyetin ölçülmesi aşamasıdır. Bazı yatırımlarda ve yatırım harcamalarında analiz yapılırken fayda maliyetin ölçülmesi çok olduğu gibi mümkünde olmayabilmektedir. Burada en temel eleştiri noktası gölge fiyatların kullanımı gerçek değerlerden koparma ihtimalinin olmasıdır.
- e. Bu yöntem hizmet üreten şirketlerde kullanıldığında projeleri gerektiği detayda analiz edememe riski taşımaktadır. Çünkü bir hizmet üretimi için mevcut olanaklardan ekonomik yönden en etkin olanaklar çok iyi araştırılarak bunun sonuçlarına göre projenin hazırlanması gerekmektedir. Çok sayıda yapılan projelerde yeterli maddi kaynak ve teknoloji bulmak çok zor olabileceği için gerçekleşmesi de olanaksız hale gelmektedir.
- f. Kamusal yatırımlar, çok büyük, uzun süreli, riskli ve belirsizlik sorununu da beraberinde getiren projelerden oluşmaktadır. Tüm bu olumsuzluklar ise bu yöntemle analiz yapmak istendiğinde karmaşık hale gelmesine neden olmaktadır (Ergen 2008, ss.126-127.).
- g. “ Fayda – maliyet analizinin bir diğer yetersizliği ise özellikle yarı-kamusal mal ve hizmetlerin içerdikleri kamusal fayda yanında bu mal ve hizmetleri tüketen bireylere yansıyan özel faydaları ve tamamen bireylerden bağımsız olarak, fiyat mekanizması dışında bir yolla üçüncü kişileri etkileyen dışsallıklar karşısında etkisiz kalmasıdır. Öyle ki yarı kamusal mal ve hizmetlerden yayılan dışsallıklar parasal değerlerle ifade edilememektedir.” (Ergen 2008, ss.126-127.)

vi. Net Bugünkü Değer Yöntemi

NBD için yapılan eleştiriler ve sakıncaları;

- a. Net bugünkü değer yönteminde kullanılan iskonto oranı yatırım hesaplamalarında çok önem arz etmektedir. Bu yöntemde kullanılan iskonto oranları hesaplamada farklı sonuçların çıkmasına neden olmaktadır.

Kullanılan iskonto oranı yüksek ise projenin ilk yıllarında yüksek nakit girişi sağlarken oran düşük olduğunda düşük nakit girişi sağlamaktadır. Bundan dolayı yatırım projelerinin sıralamasında önemli bir etken oluşturmaktadır.

- b. Net bugünkü değer yöntemine göre hesaplaması yapılan büyük tutarlı yatırımlar ile daha küçük tutarlı yatırımların karşılaştırmasında hangisinin daha kârlı bir proje olduğunu söylemek her zaman sağlıklı sonuç vermemektedir. Bu sebepten dolayı, yöntemin eksikliği yüzünden büyüklüğüne göre projelerin değerlendirilmesinde hesaplama tekniği olarak kârlılık endeksi yönteminin ortaya çıkmasına neden olmuştur.
 - c. Değerlemede kullanılan iskonto oranının, yani sermaye maliyetinin projenin ekonomik ömrü boyunca sabit kalıp değişmeyeceğini varsaymaktadır. Fakat piyasa sürekli değişim halinde olup bu değişimlere bağlı olarak otomatik olarak piyasa faiz oranları değişmektedir. Değişime bağlı olarak sermaye maliyeti sabit kalmaz ve değişmek zorundadır. Bu yüzden yatırımın sağlayacağı nakit akımının değerlendirilmesinde farklı bir iskonto oranı üzerinden NPV çevirme işlemi zor olmaktadır. Hesaplama yaşanan bu durum göz önüne alındığında gelecek yıllar için kullanılacak iskonto oranını tahmin etmek çok zor olacaktır.
 - d. Net bugünkü değer yöntemi yatırım projelerinin gerçek verim oranlarını göstermemekte, yapılan hesaplamalarda projelerin kârlılık oranlarının gerçek verim oranından daha yüksek olup olmadığına bakılmaktadır. Yapılan bu hesaplama şeklini eleştirenler gerçekçi bir karşılaştırma olarak görmemektedir. Bunun yerine iç verim oranının daha gerçekçi bir yöntem olduğu savunmaktadırlar (Türko 1999, ss.326-327.).
- vii. Ekonomik Katma Değer Yöntemi

EVA'nın avantajları;

- a. Etkinlik ve verimlilik; firmalar EVA ile yaptığı hesaplamalar sayesinde yöneticilere ve firmaya hedef olarak verimliliği işaret etmektedir. Bu sayede, az sermaye ile daha başarılı olmasını sağlamaktadır. Verimlilik, EVA için bir endişe olmayıp kullanılan sermayenin değeri nedir diye yargılama yapmasını sağlamaktadır.

- b. Yöneticinin teşvikleri; yıllık yapmış oldukları bütçeleri karşılaştırıp, pratik bir şekilde performans ölçmek için EVA'yı kullanmaktadırlar. Yöneticiler mali performanslarını EVA ile ölçerek finansal başarı elde etmektedir. Bu yüzden, yöneticilerin teşvik aracıdır.
- c. Uygulanabilirliği; EVA'nın diğer bir yararı uygulanabilirliğinin evrensel olmasıdır. Bu yöntem için mali tablolar grubunda yer alan bilanço ve gelir tablosu yeterli olup, şirketlerin sürekli kullandığı ve doğruluğu en yüksek olan iki tablo kullanılarak hesaplama yapılmaktadır.
- d. EVA karmaşık bir süreç olabilir ama temel noktalarda itiraz edilmesine uygundur (Rago 2008, ss.16-18.).
- e. EVA hesaplamasıyla değerlendirme yapılırken tüm finansman maliyetleri dikkate alınmaktadır. Yani şirketin borç kaynakları, öz kaynakları ve tüm finansman kaynaklarının maliyetleri kullanılmaktadır.
- f. Bu yöntem işletmeyi tüm işletme olarak değil işletmelerin bölümlerine göre hesaplama yapmaktadır. Bölümlere göre detaylı hesap yapma bölümler arasında kıyaslama yapmayı sağlamaktadır. Bölümler hakkında bulunan bu detaylı hesaplamalar bölümlerin yöneticileri için teşvik ve ödüllendirme sistemi olarak kullanılmasını da sağlamaktadır. Yöneticilerin EVA yaklaşımını bir ödül ve teşvik sistemi olarak kullanması, yöneticiler ile hissedarların çıkarlarının uyumlaştırmasına katkı sağlamaktadır.
- g. EVA yöntemi performans değerlemede işletmelerin hangi alan ve faaliyetlere yatırım yapması gerektiğinde katkı sağlamaktadır. Bu yatırımın genişleme, yenileme veya daraltma yatırımı olup olmamasına karar vermede yardımcı olmaktadır.
- h. Bu yöntem işletmenin tüm organizasyonu ve bölümleri için hesaplama yapabildiği gibi kademelerdeki birim ve çalışanların performansı açısından da hesaplama yapılabilir (Akbaş 2011, ss.125-127.).
- i. Bu yöntem, hissedarların mal varlığına bağlı olarak performans ölçümü içinde kullanılmaktadır. Hesaplama sonucu EVA'nın yüksek çıkması yüksek bir pazar fiyatı yönetimi öngörür.

- j. EVA değerlemesi finansal sistemin alt yapısı olan faaliyet bütçelemesi, sermaye bütçelemesi ve stratejik kararlara kadar detaylı bir yapı oluşturmaktadır.
- k. Bu yöntem yöneticiler açısından şirketin ortakları gibi hareket etmelerini sağlamaktadır (Hacıüstemoğlu, Şakrak ve Demir 2013, s.3.).

EVA'nın dezavantajları;

- a. Şirketler için uygunluğu; EVA her şirket için uygun olmayan bir hesaplama yöntemidir. Bu yöntemi ancak köklü ve detaylı olarak uzman bir ekiple inceleme yapan şirketler kullanmaktadır. Onlar bile bu yöntemi kullanırken bazı sermaye harcamalarına ulaşamamaktadır.
- b. Verimlilik Ölçümü; EVA'ya göre hesaplama yapan şirketler aynı değerler kullanarak hesaplama yaptığı zaman geri dönüşüm değerini bir yüksek hesaplarken diğerini düşük hesaplama yapabilmektedir. Bu ise karşılaştırmalarda verimlilik ölçümünde yanlışlığa sebep olmaktadır.
- c. Doğruluk; EVA hesaplamasının doğruluğu muhasebe ilkelerine dayalı finansal tablolara bağlıdır. Finansal tablolarda değişiklik yapıldığında eğer EVA hesaplamasında kullanılan değerlerde yapılmazsa bulunan değer gerçek EVA'yı göstermeyecektir.
- d. Kısa görüşlülük; Yöneticiler kısa ve uzun aralık, yöneticiler için performansları açısından çok önemlidir. Bu yöntem kısa dönemli bakış açısına sahiptir.
- e. Bir çözüm yapımcısı olarak kullanımı; sonuç odaklılık problemi. EVA köklere odaklanan, operasyonel yetersizliklere yardımcı olan bir araç olmadığı düşünölmektedir. Bu yüzden bir sonraki dönemin stratejileri yapılırken EVA değerleri arttırmak için küçük boyutta yardımcı rol üstlenmektedir (Rago 2008, ss.18-21.).
- f. EVA yönteminde belli finansal ölçüler olarak, geçmiş yıllara ait kârlılık oranı, yatırımın sermaye düzeyi, aktif devir hızları gibi değerlere ihtiyaç duyulmaktadır. Bu finansal ölçüler olmadan hesaplama yapılamamaktadır.

- g. Hesaplama yapılırken bazı değerlerin hesaplanmasında şirket büyük zorluk yaşayabilmektedir. Örneğin şirket, vergi sonrası faaliyet kârı, kullanılan sermaye maliyeti ve öz kaynak maliyeti hesaplamada zorlanabilmektedir.
- h. Bu yöntem manipülasyona açıktır.
- i. EVA'nın hesaplamasında, geleneksel muhasebe sonuçlarına göre bulunan rakamlar üzerinden değişiklikler yapıldığında, yanlış ve uygunsuz sonuçlara neden olabilmektedir.
- j. Hesaplama kullanılan öz sermaye maliyetin yüksek olması, şirketlerin EVA'yı arttırmak için yüksek tutarlarda borçlara girmesine neden olmaktadır.

Bu yöntemde işletmeler, tüm yapıyı hesapladığı gibi bölümlere kadar inilebildiğinden sermayenin maliyetini ve katlanılacak giderin hesaplanmasında zorluk çekilebilmektedir (Akbaş 2011, s.128.).

İKİNCİ BÖLÜM

2 . ÇOK ULUSLU İŞLETMELERDE SERMAYE BÜTÇELEMESİ

Finansal yönetimin en önemli süreçlerinden biri sermaye bütçelemesidir. Sermaye bütçelemesi ise daha çok karar verilecek projelerinin seçimi ile ilgilenmektedir. Northcott (1992) göre sermaye bütçelemesi; uzun vadeli yatırımların seçilmesi ve bunların hesaplanarak finansmanının planlanmasını içermektedir. Bir firmanın yönetim döngüsünün bir parçası olan sermaye bütçelemesi sermaye harcamalarının ve ilgili yatırımın nakit akışlarının kontrol edilmesidir.

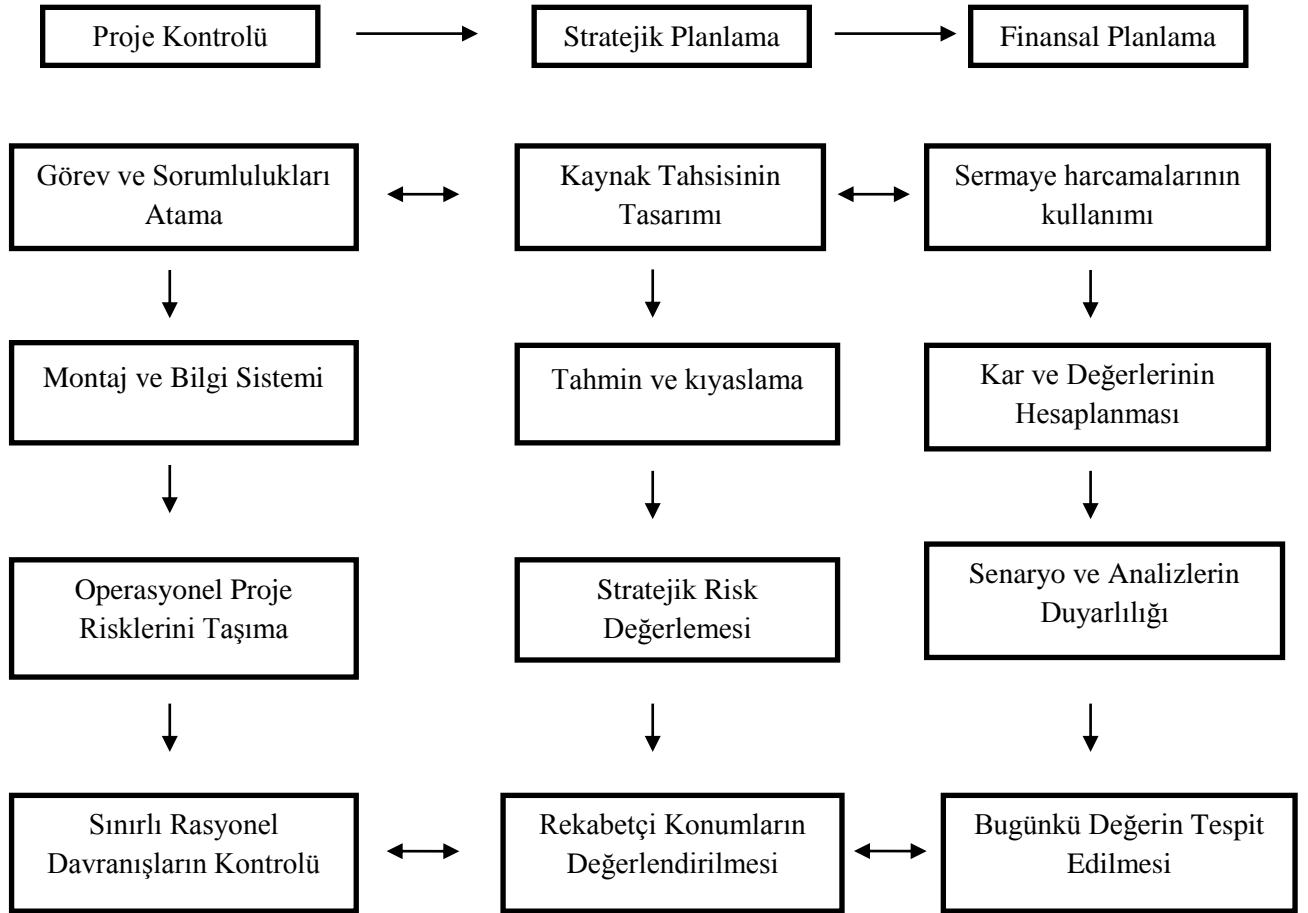
Ulusal sınırların dışında faaliyet gösteren çok uluslu şirketlerin organizasyon yapıları çok karışık ve büyüktür. Çok uluslu şirket kuralına göre, ana ülke kendisine bağlı diğer yabancı ülkelerdeki operasyonel birimleri yönlendirir. Bu bağlı şirketler deki bu operasyonel yapılar çoğu zaman iş ve fonksiyonel alan olarak normal sistemlerine göre yapılanmıştır. Çok uluslu şirketlerde sermaye bütçelemesi sadece yatırımların mali kontrolü değil, aynı zamanda personel ilişkilerin kontrolü, hedeflenen yerel stratejinin geliştirilmesi ve karmaşık finansla bilgi sistemlerinin oluşturulmasını kapsamaktadır. Çok uluslu şirketlerde sermaye bütçelemesi, şirketlerin dış paydaşları olan hükümet, tedarikçiler ve tüketicilerden etkilendiği gibi şirket içinde yer alan çalışanlar, yöneticiler ve hissedarlarından da etkilenmektedir. Her ne kadar tüm bu faktörler çok uluslu işletmelerin sermaye bütçelemesini etkilese de sermaye bütçelemesi bilgi sisteminin sürekli geliştirilmesi ve kazanılan deneyimler daha önemli faktörlerdir.

Çok uluslu firmalar genel olarak merkez ve bölgesel bağlı şirketlerden oluşmaktadır. Her şey genel merkezin kontrolünde olup denetlerken bağlı ortaklıkları yardımcı olur. Özellikle bağlı ortaklıklar kurumsal ölçek ve kapsam etkileri gerçekleştirmek amacıyla kendileri tarafından tüm yönetim fonksiyonlarında yer almamaktadır. Firma içi gruplaşmalar olup satış ortaklığı, üretim ortaklığı gibi yerel ortaklıkları da olabilmektedir. Bu şekilde oluşturulan bölümler böylece iş birimleri ve gruplaşmalara neden olmaktadır. Ayrıca coğrafi mesafelerde şirket içi etkileşimlerde müdahale edebilmektedir. Bu durum ise, bir kıta, bir bölge ya da bir il olsun bu gruptaki firmaların oluşmasına neden olmaktadır. Sonuç olarak, çok uluslu

firmaların içinde birden fazla gruplar bulunmaktadır. Sermaye yatırımlarında ise birçok genel ve uzmanlık isteyen ortak çabalar gerekmektedir. Bundan dolayı proje ekipleri ve operasyon da sürenin uzunluğuna ilişkin, fonksiyonel yapısı ve kişisel katılımına göre değişiklik göstermektedir. Bireysel görev ve sorumluluklar tanımlanmalıdır. Bu yüzden çok uluslu şirketlerde sermaye bütçeleme sistemleri oluşturulmaktadır.

Yukarıda anlatılan çok uluslu şirketlerin sermaye bütçeleme gelişmiş ülkelerde nasıl yapıldığı Şekil.6'da anlatılmaktadır (Gadella, Hall ve Westerman 2002, ss.2-7.).

Şekil 6. Çok Uluslu Şirketlerde Sermaye Bütçeleme Sistemi



Kaynak: (Gadella, Hall ve Westerman 2002, s.20)

Çok uluslu şirketlerin karar vermiş olduğu sermaye yatırımları özellikle şunlardan etkilenebilir;

- i. Piyasa riskleri
- ii. Fiyat riskleri
- iii. Teslimat riskleri
- iv. Nakliye riskleri
- v. Kur değişim oranları

Çok uluslu şirketlerde stratejik planlama açısından sermaye bütçeleme süreçlerine genel olarak bakıldığında kurumsal strateji sermaye yatırımları için itici bir güç olduğu görülmektedir. Yapılacak strateji, yerinde, anında ve sezgisel olarak yapılmalıdır. Bu yüzden bağlı şirketler açısından çevre kaynaklar tehdit oluşturabileceği için bulunduğu yerde bütçelenmesi ve hesaplanması daha doğru olacaktır. Sermaye bütçeleri, finansal planlama ve mali kontrol stratejik modellemeyi bağlayan performans raporlar ile doğrulamış olduğu finansal modelleme analizleri içermektedir. Şirketler finansal olarak iç ve dış en iyi uygulamaları hedeflemek ve tespit etmek için kıyaslama yapmaktadır. Daha sonra ise pazar geliştirme, ürün geliştirme ve çeşitlendirme gibi büyümeye odaklanmaktadır (Gadella, Hall ve Westerman 2002, ss.11-13.).

2.1. Çok Uluslu Şirketlere Genel Bakış

Teknoloji ve iletişim dünyasında artan hızlı gelişim beraberinde tüketicilerin hayatlarını kolaylaştıran ürünlere daha hızlı ulaşmasını sağlamaktadır. Bunun sonucu işletmeler, farklı bölgelerdeki beklentileri karşılamak için ürün şekillendirmesine gitmekte ve dünya pazarında benzer ürünlerin yayıldığı izlenmektedir. Uluslararası alanda faaliyet gösteren işletmelerin karşına ise iki model çıkmaktadır. Kullanılan üretim teknolojileri açısından değerlendirildiğinde;

- i. Küresel üretim modeli; üretilen ürün de dünyanın farklı bölgesinde ortaya çıkan beklentileri dikkate almadan ve ürün üzerinde hiçbir değişime gitmeden gerçekleştirilen üretim modeli.
- ii. Çok uluslu işletme modeli; Küresel üretim modelinin tersi bir yöntemle teknolojik özelliklere bağlı olarak ve ürünün özelliğine uygun bir şekilde yerel ve bölgesel özelliklerin üretim sürecine dâhil edildiği modeldir (Tağraf 2008, ss.3-7.).

Çok uluslu işletmeler uluslararası işletme modellerinden biri olup küresel işletmelerden farklılık göstermektedir. Küresel işletmeler faaliyetlerini büyük tek bir pazarda yaparken, küreselleşmeyle ortaya çıkan yerel ve kültürel özellikler çok fazla dikkate alınmamaktadır. Çok uluslu işletmeler tüm dünya genelinde çok yoğun iletişim içinde olup karar alma ve yönetim süreçlerinde küresel bir bakış açısı olan çok gelişmiş özelliğe sahip bir işletme türüdür.

Küreselleşme II Dünya Savaşı'nın da hız kazanmış ve bu değişim, Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası (WB), Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD) ve Avrupa Yatırım Bankası (EIB) gibi kuruluşların dünya çapında yapmış olduğu kaynak transferini kolaylaştırıp ülkelerarası ilişkileri arttırmıştır. 1980'li yıllarla birlikte dünyada meydana gelen finansal serbestleşme faaliyetleri ve beraberinde getirmiş olduğu sermaye hareketlerinin serbestleşmesi küresel ekonomiye ivme kazandırmıştır. Dünyada liberal ekonomik politikaların yükselmesi, piyasa ekonomilerindeki gelişmeler ve uluslararası üretim artması doğrudan yabancı sermaye (DYS) yatırımların artmasına neden olmuştur. Bu hareketlilik gelişmekte olan ülkelerin ihtiyacı olan sermayeyi doğrudan yabancı yatırımlar yoluyla karşılamalarını sağlamıştır. Tüm bu faaliyetler küresel ekonomi içerisinde bulunan birçok firmanın yatırım amacıyla farklı ülkelerde yatırım yapmasına ve "Çok Uluslu Şirketler (ÇUŞ) kavramının ortaya çıkmasına neden olmuştur. ÇUŞ'ler küresel ekonomi içerisinde uyum sağlamak için şirket politikalarında ve pazar stratejilerinde köklü birçok yenilik ve değişiklikler yapmış, aynı yenilik ve değişiklikleri yatırım yaptıkları ülkelere taşımışlardır (Kaymakçı 2013, ss.225-226.).

2.1.1. Çok Uluslu Şirketler Kavramı

Üretim ve tüketim süreçlerinin ülke kapsamında değil dünya çapında global olarak bakılması anlamındaki küreselleşme, küresel piyasa, küresel çarşı, küresel işyeri ve küresel finansman vb geniş çaplı bir süreç ve gelişimdir. Bu unsurların yönetimi ise dünya çapında bağlantıları olup faaliyet gösteren ve küreselleşmenin mimarı konumunda olan çok uluslu şirketler tarafından gerçekleştirilmektedir. Çok uluslu şirketler, kâr maksimizasyonu noktasında tüm dünyayı bir pazar ve hammadde kaynağı olarak görüp bu hedefleri gerçekleştirmek için girişim faaliyetlerinde bulunarak küreselleşme olgusunun gelişimini sağlayan kabiliyetli girişimciler

tarafından oluşmaktadır. Dünyada çok uluslu şirketlerin gelişimi sonucu ulusal çapta yapılan hesaplamalar yerini uluslararası ölçek hesaplamalarına bırakmıştır. Çok uluslu şirket gelişimi yalnızca gelişmiş ülkelerde değil gelişmekte olan ülkelerde de yabancı sermayenin girişi ve yayılımı sağlanmıştır (Balkanlı 2002, ss.14-15.).

Yabancı bir pazarda faaliyet göstermek isteyen bir firma bu pazara girmek için üç seçenek vardır. Birincisi ihracat yoluyla kendi ülkesinde ürettiklerini yabancı bir ülkede satması, ikincisi yabancı bir piyasaya girmek için kendi teknoloji ve marka ismini kullanma hakkı vermek, üçüncüsü doğrudan yabancı sermaye yatırımı ile yabancı piyasaya giriş yapmasıdır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı ile yabancı bir piyasada faaliyet gösteren, burada fiziki sermayeye sahip olan ve bu sermayeyi işleten şirkete çok uluslu şirket denilmektedir (Oksay 1998, s.1.).

En basit tanımı ile çok uluslu şirket, farklı coğrafyalar üzerine dağılmış, farklı hedefleri olan, farklı ulusları içeren, buralarda merkez büroları bulunan ve tüm faaliyet alanını kapsayan bir gruptan oluşan şirkettir.

Geniş anlamı ile çok uluslu şirket, farklı ülkelerde ve coğrafyalarda üretim faaliyetlerinde bulunan aynı zamanda bu ülkelerde yatırım faaliyetleri ve pazarlama faaliyetleri yapan bir organizasyondur. Yani değişik ülkelerde yavru şirketler ve bayilik yolu ile faaliyet gösteren ve bu faaliyetler sonucu toplam satışları, varlıkları veya işgücünün % 20'si bu ülkelerde bulunan bir işletmedir (Özcan 2011, s.2.).

2.1.2. Çok Uluslu Şirketler Teorisi

Çok uluslu şirketler teorisine göre örneğin; bir ülkede bir üretim alanında büyük ve kendi kendine yeten endüstriye sahiptir. Bu alanda üretilen ürün tüm iç piyasada satılmaktadır ve bu ürüne ait tüm parçaların üretimi ise yine aynı ülkede yapılmaktadır. Fakat bu ülkede bu ürünü üreten firmaların çoğu ise başka bir ülkenin bu ürünü üreten büyük firmalarına tabidir. Burada iki alternatif bulunmaktadır: birincisi üretim yapan firma diğer ülkenin büyük firmalar aracılığı ile üretim yapmak yerine büyük firmaların ülkelerinde üretim yapıp kendi ülkelerine ihraç etmek, ikincisi ise yerel kendi firmaları tarafından üretim yapmak. Burada şu soruyla karşılaşılmaktadır. O zaman neden doğrudan yabancı sermaye yatırımları yapılmaktadır?

Çok uluslu şirketlere ilişkin modern teoride göre iki teori ortaya çıkmaktadır;

- i. Lokasyon teorisi; üretim yapılacak yerin kaynaklar tarafından belirlenmesi. Örneğin Alüminyum madenciliği boksit madenlerinin bulunduğu yerlerde, alüminyumun işlenmesi ise elektriğin ucuz olduğu yerde yapıldığında ekonomik olacaktır. Yani bir ülkeye ihracat yapmak yerine, bu ülkeye doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapmaktır. Bu sayede hem daha ekonomik hem de daha az maliyetli olacaktır.
- ii. Uluslararasılaşma teorisi; Bir ülkenin yerel üreticileri bulunmamaktadır. Çok uluslu şirketler yatırım yaptıkları ülkede yavru şirketler kurmaktadır. Bu yavru şirketlerin çıktısı bir başka şirket için üretim girdisi olabilmektedir. Veya yatırım yaptığı ülkede geliştirilen teknoloji diğer ülkelerdeki şirketlerde de kullanılabilir. Ya da yöneticiler pek çok ülkede bulunan tesislerini faaliyetlerini çok rahat bir şekilde yönetebilirler. Tüm bu işlemler ise şirketleri birbirine bağlar ve çok uluslu şirketler, bu ilişkileri ve faaliyetleri yürütmek için vardır. Çok uluslu şirketler, söz konusu bu işlemleri ve faaliyetleri şirketler arasında yapmak yerine bir şirket bünyesi yani çok uluslu şirket çatısı altında gerçekleştirmektedir. Bu ise beraberinde kârlılığı gerçekleştirmektedir. Bunun yanında uluslararası teorisinin olumsuz ve zor yanları da bulunmaktadır. Teknolojik transfer olayında firma bu gelişmeleri hiçbir zaman yazılı değil bu işi yapan çalışanın bilgi dağarcığında bulunmakta olup patentleşip satılan bir mal olmamaktadır. Diğer olumsuzluk ise bir firma iyi bir mal üretiyor ve bu mal bir başka firma için girdi oluşturmaktadır. Bu iki firma piyasada monopol bir yapıya sahip ise biri fiyatı aşağı çekerken diğeri yukarıya çekince anlaşmazlıklar ortaya çıkacaktır. Bu durum ise arz ve talep dengesini bozup koordinasyon problemi yaşanmasına neden olacaktır (Oksay 1998, ss.2-4.).

2.1.3. Çok Uluslu Şirketlerin Özellikleri, Politikaları ve Uyguladıkları Stratejiler

Çok uluslu şirketlerin sermayesi birden fazla girişimcinin yapmış olduğu yatırımlardan oluşmakta olup birden fazla pazara hitap etmekte ve dünyanın çeşitli

bölgelerinde faaliyette bulunması sonucu dünya ekonomisinde önemli bir değişim aracı olması en önemli özelliğidir.

Çok uluslu şirketlerinin özellikleri şunlardır;

- i. Birden çok ülkede faaliyette bulunmaktadır
- ii. İleri teknoloji, hızlı iletişim ve güçlü finansman yapısına sahiptir
- iii. Uluslararası düzeyde üretim, dağıtım ve pazarlama yapısı olup doğrudan yatırım, teknoloji, yönetim ve organizasyon transferi yapmaları
- iv. Kendilerine bağlı şirketlerin faaliyetleri ve merkezi yönetim tarafından yapılmakta ve kontrol edilmekte, bu faaliyetler merkezin kararlarını da etkilemektedir.
- v. Uzmanlaşma şirketin bütünlüğü açısından uluslararası düzeyde yapılmaktadır
- vi. Çok uluslu şirketlerin ana vatan ile organik ilişkisi bulanmaktadır. Bu ilişki ise ortaklık veya ekonomik, mali ve politik destek şeklindedir.
- vii. En temel özelliği ise sermayeye dayalı olmasıdır
- viii. Şirket bütünlüğü ve kârlılığı dünya çapında bir maksimumlaşma ana ilkedir
- ix. Faaliyet alanları ile ilgili olarak rekabet şartlarını aralarında anlaşma yolu oluşturmaktadır.
- x. Çok uluslu şirketler gelişmişlik ve az gelişmişlik özelliğine bakmadan yatay ve dikey bir bütünleşme olup esnek ve dinamik bir organizasyon yapısı bulunmaktadır
- xi. Çok uluslu şirketlerin ulusal ve uluslararası istikrarsızlığı uzun dönem etkilenme durumu zayıftır.
- xii. Bütün şirket bölümleri birbiri ile uygun ve homojen bir yapıya sahiptir.

Çok uluslu şirketlerin birincil amacı, diğer ekonomik yapılanmalarda olduğu gibi bağlı oldukları şirketlerin refahını ve servetini maksimize etmektir. Bununla birlikte çok uluslu şirketler pazar alanlarını, pazar pay alanını ve kâr oranlarını arttırmak için az gelişmiş ülkelerde kamunun yetkilerini azaltarak yatırım yapmaktadırlar. Bu hedeflere ulaşmak için ise şu politikalar benimsemektedir;

- i. Hükümet garantili ödeme şekli
- ii. Enflasyon, devalüasyon ve döviz kuru değişimlerine karşı şirketlerinin korunması

- iii. Yapmış oldukları yatırımlarda garantili getiri
- iv. Tarifelerde otomatik artışlar veya bu artışları kendi sorumlulukları altına almak
- v. Gerçek rekabetin olduğu pazarlarda faaliyetlerde bulunmak
- vi. Kurmuş oldukları ortaklıklarda kontrolün kendi ellerinde olması
- vii. Peşin ödeme yapmama (Özcan 2011, ss.7-12.)

Çok uluslu şirketler faaliyet göstermiş olduğu ülkelerde o ülkenin şartlarına ve kurallarına göre bağımsız stratejilerle hareket etmektedir. Çok uluslu şirketin çatısı altında bulunan bağlı şirketler temel konularda bağımsız hareket ederken finansal konularda genel merkez koordine ve kontrolü altında hareket etmektedir. Bu bağlı şirketler yapmış oldukları faaliyetlerde bağımsız stratejileri sonucu her biri ayrı bir kar merkezi konumundadır. Çok uluslu şirketler hazırlamış oldukları stratejilerini oluştururken, faaliyet gösterdikleri ülkenin tüketim alışkanlıkları, zevkleri, kültürel yapıları ve o ülkeye özgü diğer farklılıkları detaylı olarak ele almaktadırlar. Bunu yaparken dünyada küresel gelişmeler kapsamında oluşan stratejiler yerine çok uluslu şirket stratejilerini uygulamaktadır. Çünkü küresel stratejilerden çok uluslu stratejiler faaliyetlerine daha uyumlu olmaktadır. Küresel stratejiler sektörel düzeyde oluşturulduğunda büyük başarılarla ulaşırken, stratejilerini oluşturamayan sektörler ise başarısız sonuçlar alınmış ve çok uluslu şirket strateji uygulamalarını tekrar kullanmaya başlamışlardır. Bu konuya örnek verilecek olunursa Coca-Cola 1970-1980 yıllarda küreselleşme kapsamında 200 ülkede faaliyet göstermektedir. Bu faaliyet döneminde merkezileşme kapsamında standartlar oluşturup tüm bağlı şirketlerinde aynı stratejiyle hareket etmiştir. Bu dönemde ise küreselleşme ile birlikte dünyada yerel kültürel kimliği koruma eğilimleri artarak sosyal sorumluluk projeleri ve topluma karşı duyarlılık benimsenmiştir. Coca-Cola ise karar alma süreçlerinde, politikalarında ve stratejilerinde merkezileştiği için değişimlere karşı kendini kapatmıştı ve bu ise başarısızlığa neden olmuştur. Bunun üzerine şirket küresel stratejiden vazgeçip çok uluslu stratejiye dönmüştür. Bu stratejide yerel düşün yerel davran modelini ile bölgesel, yerel pazarlara odaklanıp toplumla birleşerek sosyal faaliyetlere başlamıştır.

Çok uluslu şirketlerin stratejisi iki ana tanıma göre belirlenmektedir;

- i. Dış otoritenin çok kaynaklılığı
- ii. Değerlerin çok belirleyiciliği

Çok uluslu şirketler bir ülkeye yatırım yapmadan önce ülke kaynaklarının çokluğuna ve bu kaynakların değerlerine bakmaktadırlar. Ayrıca yatırım yapacağı ülkedeki fırsatlara ve risklere de bakarak yatırım yapıp yapmayacağına karar vermektedir. Bu stratejik kararları vermeden önce çok iyi bir fizibilite çalışması ve marjinal fayda maliyet analizi yapıp çıkan sonuca göre değerlendirme yapması gerekmektedir. Bu yüzden çok uluslu şirketler araştırma ve geliştirme (AR-GE) faaliyetleri için büyük bütçeler ayırmaktadır. Çok uluslu şirketlerin izledikleri politikalar ve stratejiler, girdikleri ülkelere göre farklılık içermekte ve bu durum beraberinde çok hızlı büyümeyi getirmektedir. Ülkelerinde faaliyette bulunan çok uluslu şirketlerin bu hızlı büyümeleri ulus devletleri tehdit etmektedir (Aktaş 2010, ss.42-44.).

2.1.4. Çok Uluslu Şirketlerin Türleri

Dünyanın çeşitli ülkelerinde ekonomik faaliyetlerde bulunan ve bu ülkelerde doğrudan yabancı yatırımlar yoluyla çeşitli yatırımlar yapan çok uluslu şirketler yaptıkları bu faaliyetlere göre türlere ayrılmaktadır. Çok uluslu şirketler tür ayırımına giderken ana işletmeyle bağlı işletmenin birbiri ile olan yönetsel ve finansal ilişkileri dikkate alınmaktadır. Buna göre çok uluslu şirket türleri;

- i. Tek Merkezli Şirketler
- ii. Çok Merkezli Şirketler
- iii. Dünya Merkezli Şirketler (Ünlü 2010, s.33.)

Çok uluslu şirketler, hem ev sahibi ülkenin mahalli şartlarına ve ülkenin stratejik yapısına uyum gösteren çok merkezli yapıya hem de dünyanın çeşitli yerlerinde kurulmuş bağlı şirketlerin faaliyetlerini yöneten tek merkezli yapıya ihtiyaç duymaktadırlar (Tuan ve Sağlar 1998, s.27.).

2.1.4.1. Tek Merkezli Şirketler

Tek merkezli şirketler, grubun içinde yar alan şirketlerde karar verme organizasyonu tek bir yerde merkezileşerek kurulmakta ve tüm kararlar bu merkezde yer alan tek bir kişi tarafından alınmaktadır. Merkez şirkete bağlı şirketler ise merkez şirketin yönetim biçimi ve tekniklerini uygulamak zorundadır ve kendileri bağımsız hareket edememektedir. Bu durum ise yabancı ülkelerde bulunan bağlı şirketlerin sorumluluklarını azaltarak, stratejik ve yapısal bir sorunla karşılaştığında ana şirket daha fazla sorumluluk almaktadır. Dünyada yaşanan küresel gelişmeler; teknolojinin hızla ilerlemesine, teknik, stratejik ve iletişim alanında büyük çaplı değişimler yaşanması neden olmuştur. Bu değişim ise beraberinde çok uluslu şirketlerin tek merkezli bir yapıyı tercih etmelerine etken olmuştur (Tuan ve Sağlar 1998, ss.27-28.).

Tek merkezli şirketlerde şirket içi prosedürler, metotlar, politikalar, yönetim yapısı, organizasyon yapısı ana şirkete göre yapılmaktadır. Yavru şirketler muhasebe ve raporlama açısından ana şirkete bağlı olup her ay sonu rapor sunmak zorundadır. Ayrıca yavru şirketlerin üst düzey yönetici grubu ana şirkette yetişmiş ve ana şirket deneyimine sahip personeller tarafından oluşmaktadır. Çünkü ana şirket merkezi yönetim biçimlerini ve örgüt yapısını daha üstün gördüğü için yavru şirketlerde de ana şirket uygulamalarını yapmaktadır. Bu şirketlerin en büyük özelliklerinden biride ülke ismiyle yani Amerikan Şirketi, Fransız Şirketi gibi isimle hitap edilmektedir (Ünlü 2010, ss.33-34.).

2.1.4.2. Çok Merkezli Şirketler

Çok merkezli şirket modelinde genel merkeze bağlı birkaç yerel merkezler bulunmaktadır. Bu yerel merkezler ise, yönetim ve sorumluluk ürün çeşidine, pazar yerlerine ve coğrafik dallara göre oluşturulmuştur. Bu şekilde ayırım yapılması, bağlı şirketin bulunduğu ülkenin koşullarına, mevcut kaynaklarına ve belirsizlik durumunda verilecek nihai kararlarda anında karar vermesini sağlayacaktır. Eğer bağlı şirketler olmaz ise ana şirket sorunları çözme ve kararları verme açısından daha geç davranacağı için şirkete olumsuz etkileri olacaktır. Bu yapıda önemli olan büyük şirketlerin kendilerine bağlı bulunan bu yerel şirketlerle bir güven ortamı sağlamasıdır (Tuan ve Sağlar 1998, s.27.).

Bu şirketler, tek bir ülkeye ait şirket çatısı altında değil birçok ülkeyle özdeşmiş bir yapıya sahiptir. Yavru şirketler ana şirketten bağımsız, kendi ülke kurallarına göre yönetim biçimi ve pazarlama yöntemleri benimsemiş, kendi kararlarını kendi veren, o ülkede yetişmiş üst düzey yöneticilerle yönetilen ve yüksek bir performansa sahip bir yapıdadır. Yavru şirketler yapmış oldukları faaliyetlerle ana şirketin ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Tüm bu özellikler sonucu ana şirketler yavru şirketlere güvenle bakmaktadır ve rahat bir şekilde yetki devri yaparak şirketler arası açıklık politikası benimsemektedir (Ünlü 2010, s.34.).

2.1.4.3. Dünya Merkezli Şirketler

Dünya merkezli şirketler kendilerine bağlı ülkelere ait hiçbir şirketle ilişkisi olmayıp milliyetçilikten en uzak olan işletme tipi olup nihai olarak şirketin amaçlarına yönelmiş bir politikaya sahiptir. Bu çok uluslu şirket türünde en fazla anavatan dışından ve bulunduğu ülkenin insanlarından oluşan bir istihdama sahiptir. Ayrıca ana vatan dışında üretilen girdi oranlarının yüksek olduğu, üretim oranının ise ülke dışında gerçekleştiği ve yabancı sermayeye bağlı bir yapıya sahip olduğu görülmektedir. Bu ise beraberinde yabancı ülkelere bağlılığın arttığı bir şirket modelinin oluşmasına neden olmaktadır.

Şirketin milliyetçilikten uzaklaşması sonucu uluslararası farklılıklar ortadan kalkmıştır. Şirket kendi menfaati doğrultusunda hangi ülkede en iyi olanaklara ve pazarlama imkânlarına sahip ise o ülkeye yatırım yapmaktadır. Ana şirket ile yavru şirket çok yakın ilişkiler içinde olup ana şirket yavru şirketlere baskı yapmadan ortak iş birliği içinde ve evrensel bir yönetim şekliyle hareket etmektedir. En basit örnekle finans kurumları dünya merkezli şirket modeline sahiptir.

Bu şirket türünün en büyük özelliği ise; şirketlerin konularına ve sorunlarına bir bütün halinde bakılıp tüm dünyada ki bağlı şirketlerin sorunları ortak analiz edildikten sonra ana işletme tarafından bir karara bağlanmaktadır (Ünlü 2010, s.35.).

2.2. Çok Uluslu Şirketlerin Yatırım Yapmasını Etkileyen Faktörler

Çok uluslu şirketler kendi ülkelerindeki iç pazarların doymuşluğu nedeniyle satış ve kârlılığını arttırmak için yurt dışındaki fırsatları değerlendirmek, pazar alanını genişletme ve yeni pazarlara girmek istemektedirler. Ayrıca şirketlerin

büyümleri için ülke dışında da yatırım yapmaları gerekmektedir. Bunu yanında artan finansal imkânlarda şirketlerin ülke dışında da kaynak araştırmalarına teşvik etmektedir.

Çok uluslu şirketler genelde dört nedenden dolayı yatırım yapmaktadırlar. Bunlar;

- i. Doğal kaynaklara sahip olmak,
- ii. Yeni pazarlara ulaşmak
- iii. Dış üretimi yeniden yapılandırmak
- iv. Stratejik önemi olan kaynakları kullanmaktır

Bu dört nedenin ilk üçü aktif değerlendirmeyi, var olan aktifleri kullanarak ekonomik getiri elde etmeyi son neden ise aktiflere yenilerini eklemeyi amaçlamaktadır.

Çok uluslu şirketlerin diğer ülkelerde yatırım yapmaya karar verirken göz önünde tuttuğu çeşitli nedenler ve hedeflediği birçok çeşitli amaçlar bulunmaktadır. Bu nedenler ve amaçlar ise başlıklar halinde şunlardan oluşmaktadır;

- i. Kârı maksimize etmek
- ii. Uluslararası arbitraj olanaklarından faydalanmak
- iii. Çok uluslu olmanın getirdiği teknolojik imkândan dolayı yerel firmalar üzerinde avantajlı konuma geçmek
- iv. Birçok ülkede faaliyette olduğu için risk dağıtımını yapmak
- v. Küresel pazarda büyük bir güç olmak ve bunu korumak
- vi. Pazarda rekabet üstünlüğü sağlamak
- vii. Üretim maliyetlerini düşürmek
- viii. İş gücü maliyetini düşürmek ve verimliliği arttırmak
- ix. Gelişmekte ve kalkınmakta olan ülke piyasasına girmek ve piyasayı ele geçirmek
- x. Gelişmekte ve kalkınmakta olan ülke hammaddelerini sahip olmak ve bunu işleyerek dünya piyasasında satışını yapmak

Gelişmiş ülkeler rekabet gücünü arttırmak için, ucuz işgücü ve hammadde sağlamak, uygun yasal düzenlemeler ve vergi sistemini elde etmek için sermaye ve teknoloji transferi yapmaktadır.

Gelişmekte olan ülkeler ise sermaye ve teknoloji yetersizliği düşük satın alma gücü, döviz darboğazı ve iç tasarruflardaki eksiklikler yerli sanayinin gelişmesini ve rekabet gücünün düşmesine neden olmaktadır. Bu yüzden gelişmekte olan ülkelerin yatırım yapması için esnek mevzuat, ucuz iş işgücü ve diğer beklenen koşulları sağlamaktadır (Özcan 2011, ss.13-15.).

Geçmişte yabancı sermaye yatırımdan beklenenler;

- i. Ülkedeki sermaye açığını kapatmak
- ii. Üretimi arttırmak
- iii. İşsizliği çözmek ve yeni işgücü imkânları yaratmak
- iv. Maliyet kalemlerini düşürmek
- v. Ucuz hammadde sağlamak ve kullanmak
- vi. Döviz rezervlerini genişletmek

Günümüzde ise yabancı sermayeden beklenenler artmıştır. Bunlar ise;

- i. Ülkede sağlıklı rekabet ortamı sağlamak
- ii. Ülkeye yeni teknolojilerin girmesini sağlamak
- iii. Ülkeye Know-how sağlamak
- iv. Gelişmiş ülkelerin sermayesini sokarak politik ve ekonomik destek kazanmak
- v. Promosyon
- vi. Dışa açılmak
- vii. Sosyal sorumluluk ve çevreyi korumak
- viii. İnsan kaynaklarını yönlendirip gelişimini sağlamak

Sonuç olarak, çok uluslu şirketlerin tüm bu faktörlerden dolayı yapmış olduğu bu yatırımlar dünya ticaretinde önemli bir rol oynamaktadır. Ülkelerin ekonomisinin ve insan kaynaklarının gelişmesini sağlayarak refah düzeyinin artmasını sağlamaktadır (Oksay 1998, ss.4-5.).

2.3. Çok Uluslu İşletmelerde Sermaye Bütçelemesi

Firmalar sermaye bütçelemesi kararları, stratejik olarak ekonomik büyümeden dolayı sadece firmanın büyümesini kapsamaktadır. Bu büyümenin gerçekleşmesi içinde kendi üretim sistemlerini güçlendirmek ve yenilemekle gerçekleştirmektedir. Sermaye bütçelemesi kapsamında karar verilen bir proje çok büyük miktarda para harcanarak gerçekleştiği için mali ve ekonomik açıdan zor kararlardır. Sermaye bütçelemesi uygulamalarında yatırım kararları alma sürecinde en önemli girdileri yatırım projeleridir. Bu projelerin çok iyi bir şekilde incelenip, değerlendirilip ve çok iyi analiz edilmesi işletme açısından beklenen sonuca ulaşmasını sağlayacaktır. Sermaye bütçeleme uygulamalarında hissedarların sermayelerini arttırmak için yatırım kararları almaktadırlar. Bu kararları maddi duran varlık ve maddi olmayan duran varlık kalemleri olup uzun vadeli varlıklardan oluşmaktadır. Şirketler yatırım yapmalarındaki en büyük sebep ise sektörde en iyi olmak ve rekabet edebilmek ve bulunduğu pazarın dışında kalmamaktır. Sermaye bütçelemesi kalemlerini oluşturan her bir yatırımın kârlılık ve ekonomik açıdan geri dönüşü çok önemlidir. Bunun içinde sermaye bütçelemesi hesaplama teknikleri giderek önemini arttırmıştır. Hesaplama yöntemlerinde genel olarak iki grup olan geleneksel ve indirgenmiş nakit akımlarının temel alındığı teknikler kullanılmaktadır. Bu tekniklerde geri ödeme süresi, indirgenmiş nakit akımları, kârlılık endeksleri ve getiri oranları ortaya konmaktadır. Çok uluslu şirketlerde geleneksel yöntemlerde (Geri Ödeme Dönemi Yöntemi, Muhasebe Getiri Oranı Yöntemi) paranın zaman değeri dikkate alınmadığı için paranın zaman değerini dikkate alan indirgenmiş nakit akım yöntemleri (Paranın Zaman Değeri ve İskonto Oranı, Net Bugünkü Değer Yöntemi, Kârlılık İndeksi Yöntemi, İç Kârlılık Oranı Yöntemi ve Türevleri) tercih edilmiştir. Sermaye bütçelemesi yatırım kararlarında en önemli bilgi nakit akımlarının doğru tahmin edilmesi ve net bugünkü değerlerinin ise düzgün hesaplanmasıdır. Eğer ki doğru bir hesaplama yapılmadığında yatırıma ait tahmini nakit akışlarının beklentisi doğru olmayacak ve yanlış kararlar alınmasına neden olacaktır (Mbabazize ve Daniel 2014, ss.2-4.).

Çok uluslu işletmelerde sermaye bütçelemesi, geleneksel yapılan sermaye bütçelemesinde olduğu gibi yapılan uzun vadeli yatırım projelerine ait nakit giriş ve

çıkışlarına odaklanmaktadır ve aynı teorik yapı kullanılmaktadır. Fakat yerel sermaye bütçeleri daha sade iken uluslararası yatırım projelerine ait sermaye bütçeleme ise daha zor ve karmaşık bir yapıdadır. Bunun nedenleri ise;

- i. Ana şirkete ait nakit akımları ile projeye ait nakit akımlarının ayrılması gerekmektedir. Çünkü her iki nakit akımın farklı değerler için kullanılmaktadır
- ii. Ana şirkete ait olan nakit akımlar genelde finansman şekline göre hareket etmektedir. Bu yüzden yerel sermaye bütçelemeinde olduğu gibi projeyi oluşturan nakit akımları tamamen finansman kararlarından ayrılamamaktadır.
- iii. Bağlı şirketten ana şirkete aktarılan nakit akımlar açıkça belirtilmeli ve birbiri ile karıştırılmamalıdır. Çünkü bağlı şirketin vergi sistemi, yasal düzenlemeleri ve kurum kültürü farklılık göstermektedir. Bu farklılık bağlı şirketlerin ülke bazında her birinde farklılık göstermektedir.
- iv. Bağlı şirketten ana şirkete aktarılan nakit akımları finansal olmayan yani lisans ücretleri ve ithalatı kapsayan nakit akımlardan oluşmaktadır.
- v. Çok uluslu şirketlerde sermaye bütçeleme yapılrken ulusal enflasyon oranlarının farkı tahmin edilmesi gerekmektedir.
- vi. Döviz kurlarında oluşabilecek değişikliklerin etkilerinin bütçe yaparken göz önünde tutulması gerekmektedir.
- vii. Bölümlenen ulusal sermaye piyasasının kullanımını kazanç için bir fırsat oluşturabileceği gibi aynı zamanda maliyet arttırıcı etkide yapabilmektedir.
- viii. Ev sahibi ülkelere ait teşvik kredileri proje değerlendirmesinde iskonto faktörü olarak kullanıldığı için sermaye maliyetinin hesaplanmasında zorluk oluşturabilmektedir.
- ix. Politik olaylar nakit akımlara üzerinde risk oluşturabilmektedir.
- x. Projenin son değerini hesaplamada zorluk yaşanmaktadır. Çünkü potansiyel tüm alıcıları geniş açıdan projede yapacağı katkıyı hesaplamak çok güç olmaktadır (Akkoç 2008, ss.36-37.).

2.4. Uluslararası Sermaye Bütçeleme Literatürü

Verna, Gupta ve Batra'nın çalışmasından yararlanılarak ilgili literatür özetlenmiştir.

Sermaye bütçelemesi üzerine 1960 yıllarında, Miller (1960) ve Mao (1969) tarafından indirim olmayan sermaye teknikleri özellikle geri ödeme süresi üzerine çalışmalar yapmışlardır.

1970 yıllarda yapılan çalışmalarda Petty (1975), Chandra (1975), Porwal (1976), Schall, Sundem ve Geijsbeck (1978) ve Bhattacharya (1979) indirimli kullanıma yönelik nakit akışı yöntemleri özellikle IRR yöntemi üzerine çalışmalar yapmışlardır. Bu dönemde özellikle Hertz (1979) sermaye bütçelemesindeki risk faktörü üzerinde durmuştur.

1980 yıllarda Pandey (1989) geri ödeme süresi üzerine ardından ise en popüler yöntem olan IRR yöntemi ile ilgili çalışmalar yapmıştır. Daha sonra duyarlılık analizleri ve muhafazakâr tahminler, yatırım risk değerlendirmelerinde çok tercih edilen yöntemler olarak bulundu.

1990 yıllarda Ken Leonore ve U.Rao Cherukuri (1991) büyük ABD şirketlerinin sermaye bütçelemesi yöntemlerinden IRR ve NPV yöntemlerini daha çok tercih ettiği sonucuna varmışlardır. Drury, Braund ve Tayles benzer çalışmayı 300 üretim tesisi üzerine yaptıkları ankette yatırımların değerlendirilmesinde %86 geri ödeme süresi ve %80 IRR yöntemleri tercih edilmektedir. Petry ve Sprow (1993) firmaların yaklaşık %90 NPV ve IRR kullanırken yaklaşık %60'da geleneksel geri ödeme süresi yöntemini ikinci yöntem olarak kullandığını belirtmişlerdir. Babu ve Sharma (1995) nakit akımlarının hesaplanmasında iskonto oranının kullandığı görülmektedir. Dhanker (1995) yılında benzer bir çalışma yapmış ve bu çalışmada şirketlerin %16'sı nakit akışlarında geleneksel yöntemler olan geri ödeme süresi ve muhasebe getiri oranı (ARR) kullanıldığı belirtmiştir. Jog ve Srivastava (1995) ve Pike (1996) çalışmalarında Kanada ve İngiltere de en çok geri ödeme süresi yönteminin tercih edilen yöntem olduğunu bulmuşlardır. Cherukuri (1996) Hong Kong, Malezya ve Singapur'dan seçilmiş 300 üst sivil toplum şirketleri üzerine yapılan çalışmalarda sermaye bütçelemesi uygulamaları karşılaştırılmıştır. Bu çalışmada şirketlerin %51 IRR, %30 NPV ve %38 geri ödeme süresi ve ARR yöntemi kullandıklarını ortaya koymuştur. Cherukuri (1996) 74 Hint şirketinde yaptığı ankette ise yatırım değerlendirmesinde %51 IRR yöntemini kullandığını belirtmiştir. Chadwell-Hatfield ve diğerleri (1997) yıllarında yapmış oldukları

çalışmalarda, şirketlerin yatırım projelerini değerlendirme yöntemleri olarak %70 IRR ve %84 NPV tercih ettiklerini belirtmişlerdir.

Ayrıca 1990 yıllarda Stanley Block (1997)'un küçük işletmeler üzerine yapmış olduğu çalışmada, sermaye bütçeleme tekniklerinden %42,7 geri ödeme süresi ve %22,4 ARR yöntemlerinin en popüler olduğunu ortaya koymuşlardır.

Jain ve Kumar (1998) Hindistan'da Bombay Menkul Kıymetler borsasındaki 96 sivil hükümet şirketleri ve Güney Doğu Asya'da beş şirket üzerine yapmış olduğu çalışmada (%80 şirket) yatırımlarını değerlendirmede NPV ve IRR daha sonra geri ödeme süresi en çok tercih edilen yöntemler olduğunu belirtmiştir.

2000 yılların başında sermaye bütçeleme üzerine dönüm noktası olan çalışmalar yapılmıştır. Graham ve Harvey (2001) büyük firmalar üzerine yapmış oldukları araştırmalarda, yatırım maliyeti ve borç oranı yüksek projelerde CEO'lar nakit akımlarında sermaye bütçeleme yöntemi olarak IRR yerine daha çok riske göre ayarlanmış iskonto oranı kullanılan NPV yönteminin kullanılma olasılığı daha yüksek olduğunu göstermiştir.

Ryan ve Ryan (2002) tarafından Fortune 1000 şirket üzerine yapmış oldukları çalışmada, NPV en popüler ve tercih edilen yöntem arkasından ise IRR yöntemi takip ettiğini belirtmiştir. Büyük şirketler sermaye bütçelerinde NPV ve IRR tercih etme eğilimdedir. NPV ve IRR ile birlikte duyarlılık analizleri, senaryo analizleri, enflasyon ile düzeltilmiş nakit akışları, ekonomik katma değer ve artan IRR gibi popüler tamamlayıcı yöntemler kullanılmıştır. Ayrıca Graham ve Harvey (2001) yapmış oldukları çalışma ile Ryan ve Ryan çalışmasını doğrulamışlardır. Küçük firmalarda büyük şirketler gibi sermaye bütçelemeinde geri ödeme süresi yöntemi yerine daha çok riske göre ayarlanmış iskonto oranına göre hesaplama yapan NPV ve CAPM yöntemlerini kullanma olasılıkları artmıştır.

Parkash Singh ve Gaur (2004) yaptıkları çalışmada projelerin kabul/ret için karşılaştırılmalı olarak IRR ve NPV göre hesaplama yapmışlardır. Bu değerlendirmede farklı iki sonuç üzerinden NPV yönteminin fayda ve maliyet oranı çelişkisini önleme açısından daha yararlı bir yöntem olduğunu belirtmiştir.

Holmen (2005) yılında İsviçre firmaları üzerine yapmış olduğu çalışmada 2000 öncesi çalışmaları teyit etmiştir. Bu çalışmada büyük firmaların küçük firmalara göre daha çok NPV ve IRR yöntemlerini tercih ettiği belirtmiştir. Ankete göre örneklenen firmaların yaklaşık %79'u sermaye bütçeleme yöntemi olarak geri ödeme süresini tercih etmektedir.

Truong, Peat ve Partington (2007) sermaye bütçeleme yöntemleri üzerine Avustralya'da yapmış oldukları ankette ise NPV, IRR ve geri ödeme süresi en çok tercih edilen yöntemlerdir.

Brijlal, Pradeep (2008) Güney Afrika The Westwrn Cape Eyaleti'nde yapmış oldukları çalışmaya göre küçük, orta ve büyük ölçekli şirketlerde farklı boyut ve sektörlere göre geri ödeme süresi ve NPV yöntemleri tercih edilmektedir. Ayrıca ankete katılan işletmelerin %32'sinde iki veya üç teknik kullanırken %642'ün de ise tek yöntemle göre hesaplama yapmaktadır. Büyük işletmeler daha çok yöntem olarak NPV ve IRR yöntemini kullanırken küçük işletmelerin üçte iki NPV ve IRR yöntemini tercih etmektedir (Verna, Gupta ve Batra 2009, ss.2-4.).

2.5. Çokuluslu Şirketlerde Uluslararası Doğrudan Yatırımlarda Sermaye Bütçeleme Yöntemleri ve Geleneksel Net bugünkü Değer (NPV) ile Düzeltilmiş Bugünkü Değer (APV) Yöntemleri

Uluslararası doğrudan yatırım kararları alınırken ekonomik ve politik riskler ne kadar önemli ve dikkate alınması gerekiyorsa, nakit akış tahminlerinin yerel yatırımlardan daha fazla faktöre bağlı olarak tahminin yapılması gereği, döviz kuru değişimleri, ülkeye özgü vergi sistemleri ve oranları, yabancı ülkedeki, finansman olanaklarına bağlı olarak, ana şirket sermaye yapısından farklılaştırılarak finanse edilmesi gerekliliği dikkate alınmalıdır.

Sermaye bütçelemeinde, yerel yatırımlara bakıldığında hesaplama yöntemleri olarak net bugünkü değer, düzeltilmiş bugünkü değer, iç verim oranı ve geri ödeme dönemi yöntemleri kullanılırken uluslararası doğrudan yatırımlarda net bugünkü değer yöntemi yerine düzeltilmiş bugünkü değer yöntemi önerilmektedir. Bunun sebebi ise; ÇUŞ'ler de birçok ülkede faaliyette bulunduğu için yapının

büyükliğünden dolayı nakit akış tahminleri ve finansman kararları daha karmaşıktır. Bu karmaşık durum bugüne indirgenecek nakit akış düzeylerinin ve bugüne indirgemedede kullanılan iskonto oranının hesaplanmasında daha etkilidir. Ayrıca düzeltilmiş bugünkü değer yöntemi esnek yapısından dolayı bu karmaşıklığa en iyi cevap veren yöntemdir.

Shapiro (1978), bir projede ekonomik ve politik risk faktörlerinin sermaye maliyetleri üzerindeki etkisi yerine beklenen nakit akışlarındaki düzeltmenin daha önemli olduğunu vurgulamıştır. Lessard (1979) ise uluslararası yatırım projelerinin değerlendirilmesinde kullanılacak düzeltilmiş bugünkü değer yönteminin finansal olarak dikkate alınması gereken unsurları da kapsayacak şekilde gelişmesini sağlayarak ÇUŞ'lerin sermaye bütçelemesi kararları için teorik bir çerçeve oluşturmuştur. Both (1982) ÇUŞ'ler açısından düzeltilmiş bugünkü değer yönteminin kapsam ve sınırlarının çok iyi çizilip sermaye maliyeti gibi bazı düzeltmelerin yapılması gerektiğini belirtmiştir. Gerekli düzeltme yapılmadığı takdirde, karar verilecek projenin net bugünkü değerinin yanlış hesaplandığı gibi düzeltilmiş net bugünkü değer yönteminin geleneksel bugünkü değer yönteminden bile daha az güvenilir sonuçlar verileceği konusunda uyarıda bulunmuştur.

Klammer(1972), Schall, Sundem ve Geijsbeek (1978), şirketlerin sermaye bütçelemesinde, projeleri daha karmaşık ve ayrıntılı hesaplama tekniklerinin, kullanımının arttığını belirtmiştir. Gitman ve Forrester (1978), Oblak ve Helm (1980) ve Kim, Crick ve Kim (1986) ABD'deki ÇUŞ'ler de uluslararası doğrudan yatırımların değerlemesinde kullanılan başlıca sermaye bütçelemesi teknikleri üzerine yapmış oldukları çalışmalarda, sermaye bütçelemesi tekniğinin iskonto edilmiş nakit akışı analizi olduğu ve yatırımlarda genellikle düzeltilmiş iskonto oranının kullanıldığı bulgularına ulaşmışlardır. Tole ve Hand (1997) ise yatırımların değerlendirilmesinde net nakit akışlarının iskonto edilmesinin yanlış sonuçlar verebileceğini belirtmiştir. Çünkü nakit giriş ve çıkışlarının yapısı gereği farklı risk derecelerinin olabileceğini bu yüzden nakit giriş ve çıkışlarının buna göre düzeltilmiş bir iskonto oranı ile iskonto edilmesinin daha doğru sonuçlar vereceğini belirtmiştir.

Stanley ve Block (1984), ABD bulunan yerel firmalarla ÇUŞ'lerin yapmış oldukları sermaye bütçelemesi prosedürleri üzerine karşılaştırılmalı bir araştırma

çalışması yapmıştır. Bu çalışmada ÇUŞ'lerin yapmış oldukları sermaye bütçelemesi kapsamındaki yatırım projelerinin karar sürecinde, paranın zaman değerini dikkate alan daha karmaşık ve detaylı yaklaşımlara eğilimli olduklarını ortaya koymuştur. Ayrıca ÇUŞ'ler için çok önemli bir faktör olan riski, analizlerde dikkate alan daha gelişmiş tekniklerle değerlendirildiğini ve riskin dâhil edildiği düzeltilmiş teknikleri özellikle riske göre düzeltilmiş nakit akış tekniklerinin daha çok tercih edildiğini ortaya koymuştur. Bunun yanında uluslararası çerçevede sermayenin elde edilebilirliği ve sermayenin maliyetinin farklılaşmasında etkili olan faktörlerin yani sermayenin ağırlıklı ortalama maliyetinin içerisinde yer alması gerekliliğini de çalışmasında vurgulamıştır.

Hasani Shao ve Shao (1997), AB' deki ÇUŞ'lere bağlı 159 firmanın sermaye bütçelemesi stratejileri üzerine yapmış oldukları ampirik çalışmada, yapmış oldukları sermaye bütçelemesi tekniklerinde sahiplik düzenlemesi, aktif büyüklüğü, finansal kaldıraç gibi şirkete özgü faktörleri dikkate alıp almadıklarını araştırmışlardır. Yapılan çalışmada bağlı şirketin ana şirket içindeki büyüklük payı, borç-öz sermaye oranının büyüklüğü, kamuya açık olup olmadığı ve aktif büyüklüğü ile karmaşık sermaye bütçelemesi teknikleri arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Pereiro (2006), Ryan ve Ryan (2002), Shao (1994), yapmış oldukları çalışmada doğrudan yabancı yatırımların değerlendirmesinde kullanılan yöntemlerde iskonto edilmiş nakit akım yöntemlerinden net bugünkü değer yöntemini, Lessard (199) ise, düzeltilmiş bugünkü değer yöntemini uygun olduğunu ortaya koymuştur (Vural 2007, ss.563-565.).

2.5.1. Uluslararası Sermeye Bütçelemesi ve Geleneksel NPV (net bugünkü değer) Yöntemi ve Kullanılmama Nedeni

Brealey ve Myesr (2002), bir projenin net bugünkü değerini hesaplamak için, gelecekte beklenen nakit akışlarının sermaye piyasalarında mevcut eşdeğer bir yatırımın alternatif getiri oranı kullanılarak iskonto edilmesidir. Bu getiri oranı genellikle, fırsat maliyeti, sermaye maliyeti (OCC), ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC), engel oranı ya da riske göre ayarlanmış iskonto oranı (RADR). Klasik NPV yöntemi, yatırımcılar/karar vericiler uygun iskonto oranını seçmek için

yukarıdan aşağıya doğru denemelerle yatırımı değerlemede kullanılacak uygun getiri oranı seçilir. NPV yöntemi başlangıç da hazine ve şirket tahvilleri gibi finansal araçların değeri için geliştirilmiş daha sonra ise bu yöntem gerçek projelerin yatırım fırsatlarını değerlendirmek içinde geliştirilmiştir (Espinoza ve Morris 2013, ss.471-474.).

Bir yatırıma ait NPV, yatırımın ekonomik ömrü boyunca ortaya çıkacak nakit girişlerinin önceden hesaplanıp belirlenmiş bir iskonto haddi (yatırımdan beklenen asgari iç kârlılık oranı) üzerinden bugünkü değere indirgenmiş değerleri toplamı ile yatırımda kullanılacak nakit çıkışının bu belirlenmiş iskonto haddi üzerinden bulunan bugünkü değerlerinin toplamı arasındaki farktır.

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

C_t : Yatırımın yıllık para çıkışı

R_t : Yatırımın sağlayacağı yıllık para girişi

k : Önceden saptanmış iskonto haddini (yatırımından beklenen asgari iç kârlılık oranı)

n : Yatırımın ekonomik ömrü toplamı

$t = 1, 2, 3, 4 \dots n$

NPV göre bir yatırım projesinin kabul edilebilmesi için bulunan NPV değerinin pozitif olması gerekir.

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

Bir yatırıma ait hesaplamada NPV değerinin pozitif olarak bulunması, bu yatırımın iç kârlılık oranının, yapılan yatırımdan beklenen asgari iç kârlılık oranından daha yüksek olduğunu ortaya koyar. Bu durum ise yapılan yatırımın kârlı bir yatırım olduğunu ortaya koymaktadır. Bir yatırım projesinde kabul edilecek iskonto haddinin sermaye maliyetinden düşük olmaması gerekiyor. Firmanın yapmış olduğu yatırımın

iç kârlılık oranı sermaye maliyetine eşit olduğu notlaya kadar devam etmelidir. Eğer kaynak maliyeti üzerinde bir verim sağlamazsa, bu yatırımın yapılmasının firma açısından ekonomik anlamı yoktur. Uygulanacak iskonto haddi saptanırken şu faktörler göz önünde tutulabilir.

- i. Sermaye maliyeti
- ii. Benzer yatırımlardaki kârlılık oranı
- iii. Sermayenin alternatif kullanım alanlarındaki kârlılık oranı (sermayenin fırsat maliyeti)
- iv. Firmanın ortalama olarak genel kârlılık oranı
- v. Yatırımın taşıdığı risk
- vi. Firmanın ortaklarının veya potansiyel ortaklarının yatırımlarından beledikleri en düşük kâr oranı (Akgüç 1994, ss.356-360.).

NPV eşitliği;

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+K)^t} + \frac{TV_T}{(1+K)^T} - C_o$$

CF_t : t yılı için vergi sonrası beklenen nakit akışı

TV_T : vergi sonrası hurda/kalıntı değeri, çalışma sermayesi de proje dönemi sonunda tekrar bu tutara dâhil edilecektir

C_o : Başlangıç yatırım maliyeti

K: Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

T: Projenin yıl bazlı ekonomik ömrü

Bir projenin yatırım projesinin değeri gelecekte oluşacak nakit akışlarının bugünkü değerine bağlı olarak belirlenebilir. NPV kuralları gereği projenin sonucu; $NPV \geq 0$ kabul edilir, $NPV \leq 0$ reddedilir (Eun ve Resnick 2007, s.450.).

NPV yönteminin uluslararası sermaye bütçelemesi hesaplama yöntemi olarak kullanılamamasının nedenleri şunlardır;

- i. NPV yönteminde kullanılan nakit akışların ana ve yatırımın yapıldığı yabancı ülke açısından farklı olmasıdır.
- ii. İskonto faktörü olarak AOSM'nin kullanılamaması yani yabancı ülke açısından yapılacak olan yatırım projesinin risk derecesi ile buna uygun olan

iskonto oranının belirlenmesi sürecinde çeşitli sorunların ortaya çıkmasıdır (Vural 2007, s.565.).

2.5.1.1. Nakit Akışlarının Ana Ülke Açısından Farklı Olması

Doğrudan yabancı yatırım yoluyla yapılan yatırım projelerinin nakit akışlarının ana ülke ve proje bazında farklı hesaplanmasına neden faktörler bulunmaktadır. Bu nedenler ise;

- i. Elde edilen fonların bloke edilmesi
- ii. Fonların yabancı ülkeye transferine yasal kısıtlamaların olabilmesi
- iii. Ana ülke ile yabancı ülke arasında farklı vergi düzeyleri
- iv. Nakit akışlarının hangi ülke para birimi üzerinden analiz edilmesinin doğru olacağının karar verilmesidir. Ana ülke ile yatırım yapıldığı ülke açısından proje değerlendirilmesinde iki ülke arasındaki döviz kurları ve proje dönemi içerisindeki kur değişimleri.

Klasik NPV yöntemi tüm bu sorunları çözebilecek bir yapıya sahip değildir. Daha doğru bir değerlendirme yapmak ve uluslararası projenin nakit akışlarını etkileyen tüm faktörleri kapsayan APV yöntemi daha gerçekçi sonuç vereceği için bu yöntem ile hesaplama yapmak daha uygun olacaktır.

2.5.1.2. İskonto Faktörü Olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)'nin Kullanılmaması

NPV yönteminde proje değerlendirilmesinde kullanılan iskonto oranı olarak AOSM kullanılmaktadır. AOSM ise belirli bir finansman oranı (borç/sermaye oranı), sabit borç maliyeti, tek vergi oranı ve imtiyazlı borç bulma imkânının olmadığı varsayımlar olduğu durumlarda kullanılabilir. ÇUŞ'lerin doğrudan yabancı yatırım kapsamında yapmış olduğu her bir yatırım projesi için farklı borç ve öz sermaye maliyetleri, farklı borç kapasitesi, imtiyazlı kredi kullanma imkânı ve farklı vergi oranları kullanılmaktadır. Ayrıca bölümlenmiş piyasa yapısından dolayı her ülkeye ait farklı bir finansman yoluna gidildiği için sermaye maliyeti de azalmaktadır. Bunun yanında ülkeler doğrudan yabancı yatırımlarını ülkeye çekmek amacıyla teşvik kapsamında, daha ucuz finansman sunması yani imtiyazlı kredi kullandırması,

yabancı yatırım için uygun sermaye maliyetinin, yerel projelere ait sermaye maliyetinden farklı olmasına neden olmaktadır. Bu farklılık yerel yatırımların NPV yöntemi ile hesaplanmasında kullanılan iskonto oranı yani AOSM'nin uluslararası sermaye bütçeleme analizinde iskonto oranı olarak kullanılması, yapılacak yatırımın hesaplanmasında analizin yanlış yapılmasına neden olacaktır.

Birbiri ile entegre olmuş piyasalarda aynı riske sahip herhangi bir yatırım projesi için tüm firmalar aynı iskonto oranı üzerinden hesaplama yapacaktır. Bu şekilde yapılan hesaplama sonucunda aynı proje için farklı firmaların NPV ile yapmış oldukları hesaplamada sadece nakit akışları bazında farklılık olacaktır. Nakit akışlarındaki bu farklılık ise rekabet halindeki, kurumlar vergisindeki veya diğer işletme maliyetleri açısından kaynaklanan farklılıklar olacaktır. Kısmen bölümlenmiş piyasalar açısından ise projeler farklı firmalar için farklı istenen getirilere göre değerlendirilmesi yapılacaktır.

Fakat sermaye piyasalarında tam bir entegrasyon olması halinde, yerel projelerde alınan yatırım kararları uluslararası projelerin değerlendirilmesinde de kullanılacaktır. Fakat sermaye piyasalarına bakıldığında piyasa ne tam bir entegre olabilmiştir ne de tam bir bölünme söz konusudur. Bu durum ise şirket yatırımlarından beklenen getiri oranının ne olması gerektiği büyük bir sorun teşkil etmektedir. Bu yüzden uluslararası sermaye bütçelemesi yatırım kararlarında gerçek bir değerlendirme sonucu elde etmek için doğru bir iskonto oranı belirlenmesi gerekmektedir.

Diğer bir faktörde firmalar açısından yatırım projesinden beklenen getiri oranı farklılık göstermektedir. Bu farklılığın nedeni ise firmalar açısından yatırımın marjinal riski ve getirisi firmadan firmaya göre değişmesidir.

Risk açısından bakıldığında ülke riski ve döviz kuru riski çeşitlendirme ile etkisiz hale getirilebilen riskler olduğu için, iskonto oranı sistematik bir risk olarak etkili olmaktadır. Uluslararası ve global şirketler yapmış oldukları çalışma ile iyi bir risk çeşitlendirmesine gidebileceği için yerel şirketten daha düşük bir istenen getiriye sahip olacaktır.

Son olarak modern finansman teorisine göre iyi işleyen sermaye piyasalarında kurum çeşitlendirmesinin firma için değer yaratmayacağını belirtmektedir. Yatırımcılar açısından daha uygun ve daha kolay yatırım fonları sağlamak varken faaliyetlerini çeşitlendirerek her bir şirket için prim ödemek istemeyecektir. Bu yüzden bireysel projenin riske göre düzeltilmiş getiri oranının, şirketin yapacağı şimdi ve gelecekteki tüm projeleri kapsayan yatırım portföyünün kompozisyonundan etkilenmediği söylenmektedir. Fakat eksik piyasa koşullarında ve bölümlenmiş piyasalarda firmalar faaliyetlerinde uluslararası çeşitlenmeye gitmesi durumunda daha iyi bir risk-getiri değişimi sağlama imkânları olacaktır (Vural 2007, ss.565-567.).

2.5.2. Uluslararası Sermaye Bütçelemesinde Düzeltilmiş Bugünkü Değer Yöntemi (APV – Adjusted Present Value)

Çok uluslu şirketlerin sermaye bütçelemesi yöntemleri bazı konularda değerlendirme açısından bir değişime ihtiyacı olmuştur. Ülkeler arası vergi farklılıkları, hızlandırılmış amortisman kullanımı, yatırımlar kapsamında yapılan vergi indirimleri veya vergi ertelemeleri, çeşitli teşvikler normal iskonto edilmiş nakit akım yöntemleri uluslararası çapta tam değerleyemediği için bir düzeltmeye ihtiyaç olmuştur. Bunun sonucu Düzeltilmiş Bugünkü Değer (APV) yöntemi geliştirilmiştir. Bu model ülkeler arası farklılıkları dikkate alarak farklı hammaddeler, üretim aşamaları ve proje aşamasıyla birlikte beraber dikkate alınmaktadır (Akkoç 2008, ss.105-106.).

APV yaklaşımı ilk defa 1970'lerde Stewart Myers tarafından ortaya atılmıştır. Bu yöntemde yatırıma ait nakit akışları finansman etkisinden arındırılıp, sadece projeye ait iş riskini yansıtan bir oranla iskonto edilmektedir. Bu iskonto oranı iş riski için sermayenin maliyeti olarak bilinir ve projenin tamamen öz sermaye ile finanse edilmiş beklenen getiriyi göstermektedir (Vural 2007, ss.565-567.).

NPV eşitliği;

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+K)^t} + \frac{TV_T}{(1+K)^T} - C_0 \quad (I)$$

CF_t : t yılı için vergi sonrası beklenen nakit akışı ifade etmektedir. Burada firmanın toplam nakit akışındaki artışı gösterdiğini vurgulaması gerekmektedir.

$$CF_t = (R_t - OC_t - D_t - I_t)(1-T) + D_t + I_t(1-T) \quad (II.a)$$

$$CF_t = NI_t + D_t + I_t(1-T) \quad (II.b)$$

NI_t : Beklenen kâr(vergi sonrası hissedar kârı)

R_t : Projeden dolayı satışlarda meydana gelen artış

OC_t : Faaliyet giderleri

D_t : Amortisman

I_t : Faiz giderleri

T : vergi oranı

NOI : Net faaliyet kârı

$$CF_t = (R_t - OC_t - D_t)(1-T) + D_t \quad (II.c)$$

$$= NO I_t(1-T) + D_t \quad (II.d)$$

$$= (R_t - OC_t)(1-T) + TD_t \quad (II.e)$$

$$CF_t = OCF_t(1-T) + TD_t \quad (II.f)$$

= vergi sonrası faaliyet nakit akışını

TD_t : Amortisman giderinin vergi tasarrufu

NPV formülünde yer alan CF_t vergi sonrası beklenen nakit akışı iki kısma ayrılmıştır. Bu durum dikkate alındığında formül;

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{OCF_t(1-T)}{(1+K)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{TD_t}{(1+K)^t} + \frac{TV_T}{(1+K)^T} - C_o \quad (III)$$

Franco Modigliani ve Merton Miller (1963)'in kaldıraçlı (V_I) ve kaldıraçsız (V_u) firmaların pazar değerleri ile ilgili teorilerine göre formülize edildiği zaman değerlendirme;

$$V_I = V_u + TD_{ebt} \quad (IV.a)$$

V_I : Kaldıraçlı firmanın pazar değeri

V_u : Kaldıraçsız firmanın pazar değeri

$$\frac{NOI(1-T)}{K} = \frac{NOI(1-T)}{K_u} + \frac{TI}{i} \quad (IV.b)$$

i : Kaldıraçlı firmanın borçlanma oranı

I : İborç

K_u : Tamamı öz kaynakla finanse edilmiş firmanın öz sermaye maliyeti

$$K = (1 - \lambda) K_I + \lambda i (1-T) \quad (V.a)$$

K_I : Kaldıraçlı firmanın öz sermaye maliyeti

λ : Optimum borç oranı

Projenin sermaye yapısındaki borç kapasitesi/ borç oranı farklılıklarını

Modigliani ve Miller, projenin sermaye yapısındaki borç kapasitesi/ borç oranı farklılıklarını alternatif bir ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti formülü ise;

$$K = K_u [1 - T \lambda] \quad (V.b)$$

Bir firmanın sermaye maliyeti tamamen öz sermaye ile finanse edilmiş bir spesifik projenin sermaye maliyeti istenen getiri oranına eşit olur. Bu ise risksiz faiz oranı ile projenin özel riskine dayalı risk priminden oluşmaktadır. Sermaye Maliyeti Fiyatlandırma Modeli ile ilişki kurulduğunda K_u sistematik riski yansıtacaktır. Bu durumda proje riski, minimum istenen getiri oranını ve tüm pazarla olan ilişkisini yansıtacaktır. Ayrıca firmanın yapmış olduğu proje ait getirinin yapılan diğer yatırımların getiri ile ilişkilendirmem gerekmektedir.

$$\lambda = 0 \text{ ise } K=K_u \text{ ve } I=0, V_I = V_u$$

$\lambda > 0$ ise $K_u > K$ ve $I > 0$, $V_I > V_u$ olur

Modigliani ve Miller'in teorisinin temel sonucu; net faaliyet akışı eşit olan iki açılarından bakıldığında kaldıraçlı firmanın piyasa değeri borç faizinin vergi tasarrufundan dolayı daha yüksek olacaktır.

Modigliani ve Miller'in kaldıraçsız firma ile ilgili teorileri yukarıdaki (I-V) kullanılarak APV modelinin formülü;

$$APV = \sum_{t=1}^T \frac{OCF_t(1-T)}{(1+K_u)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{TD_t}{(1+i)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{TI_t}{(1+i)^t} + \frac{TV_T}{(1+K_u)^T} - C_o \quad (VI)$$

K_u belirli projelerin risklerine göre değişiklik gösterecektir. Projelerin beklenen bir getirisi olup, projenin riskine göre düzeltilmiş bir minimum getiri veya sermaye maliyeti, şirketin o anki veya ilerideki yatırım portföy kompozisyonundan tümünden etkilenmeyecektir.

OCF(Faaliyetin nakit akışı) ve hurda/kalıntı değer, yatırımın faaliyetine ait nakit akışlarının bir parçası olarak görüldüğü için, K_u ile iskonto edilirken, faizin vergi tasarrufu (TI_t) ve amortisman vergi tasarrufu (TD_t) vergi öncesi borç oranı ile iskonto edilmektedir. Amortismanın vergi tasarrufunun vergi öncesi borç oranı ile iskonto edilmesinin nedeni ise bu nakit akışlarına ait riskin faaliyete ait nakit akışlarından daha az riskli olmasındandır.

APV modeli ÇUŞ'lerin hem yerel sermaye bütçelemesinde hem de yabancı ülkedeki yan kuruluşunun yapacağı sermaye yatırım analizleri için önerilen bir modeldir.

$APV \geq 0$ ise proje kabul edilir

$APV \leq 0$ ise proje kabul edilmez (Eun ve Resnick 2007, ss.450-453.)

ÇUŞ'lerin yabancı ülkelerde yapmış oldukları yatırımların risk derecesi firmanın karşılaşacağı tüm risklerden düşük olabileceği gibi yüksekte olabilmektedir. Bu durumda iki metot uygulamaktadır;

- i. Riske Göre Düzeltilmiş İskonto Metodu; bu yöntemde firmanın bütünü dikkate alınarak projenin sistematik riskine göre uygun bir iskonto oranı yükseltilir ya da düşürülebilmektedir. APV yönteminde kullanılan iskonto oranı K_{ud} sistematik riski içermekte olup projenin sistematik riski firmanın karşılaşacağı bütün sistematik riskten farklı olursa K_{ud} 'nin düzeltilmesi gerekmektedir.
- ii. Kesinlik Katsayı Metodu; bu yöntemde riskli nakit akışları bunlara eşdeğer olan risksiz nakit akışlarına dönüştürülüp risksiz faiz oranı ile iskonto edilmektedir. Bu dönüştürme işleminde risksiz nakit akışları riskli nakit akışlarının kesin-eşit faktörü ile çarpılması elde edilmektedir. Genel olarak gelecekteki belirsizliklerden dolayı dönemlere nakit akışları daha riskli kabul edilmektedir.

Bu iki yöntem karşılaştırıldığında düzeltilmiş iskonto metodunda düzeltilmiş iskonto oranını tahmin etmek kesin eşitlik faktörlerini tahmin etmekten daha kolay olduğu belirtilmektedir (Vural 2007, s.570.).

2.5.3. APV ve Doğrudan Yatırım Analizlerinde Kullanılması

APV modeli bu hesaplama şekliyle çok uluslu şirket veya ana şirket açısından kendisine bağlı herhangi bir yan kuruluşun yabancı sermaye harcamalarının analizi için çok kullanışlı değildir. Aslında yapılan yatırım yan kuruluş açısından pozitif bir APV iken ana şirket açısından negatif bir APV sahip olması mümkündür. Örneğin ana ülkeye transfer edilecek belirli bir nakit akışı, yatırımın yapıldığı yabancı ülke tarafından yasal nedenlerden dolayı bloke edilmesi ana ülke açısından yatırımın negatif APV olma ihtimali yüksektir. Bunun yanında ana ülkenin marjinal vergi oranlarının yüksek olması ana ülkenin yatırım yapması da çok uygun olmayacaktır.

Donald Lessard (1985), APV yöntemini geliştirerek bu yöntemin çok uluslu firmaların yabancı sermaye yatırımlarının analizi için uygun hale getirmiştir. Modelde nakit akışları yabancı ülke para birimi ile gösterildiğini ve ana ülke parasına dönüştürülmesinin gerektiğini dikkate alarak nakit akışlarının yatırımın gerçekleştiği ülke para cinsinden dikkate alınması varsayılmaktadır. Ayrıca Lessard'ın modelinde,

proje gerçekleştirilmeden önceki durumuna göre nakit akışlarındaki artış ve azalışlarda dâhil edilmektedir.

Donald Lessard (1985), çok uluslu şirketlerin yabancı yatırımların analizi için geliştirdiği APV modeli;

$$APV = \sum_{t=1}^T \frac{\bar{s}_t OCF_t(1-T)}{(1+K_{ud})^t} + \sum_{t=1}^T \frac{\bar{s}_t TD_t}{(1+i_d)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{\bar{s}_t TI_t}{(1+i_d)^t} + \frac{\bar{s}_t TV_t}{(1+K_{ud})^T} - S_o C_o + S_o RF_o \\ + S_o CL_o - \sum_{t=1}^T \frac{\bar{s}_t LP_t}{(1+i_d)^t}$$

\bar{s}_t : t yılında kabul edilmiş spot döviz kuru

OCF: Ana ülkeye yasal olarak transfer edilecek faaliyet nakit akışı.

RF : Kısıtlanan fonların toplamı

CL_o: İmtiyazlı borçlar, krediler.

i_d : Ana ülkenin borç faizi oranı (Eun ve Resnick 2007, ss.449-453)

Yatırım yapılan ülkede tarafından yasal olarak transfer edilen faaliyet nakit akışlarının (OCF) bloke edilmesi sonucu bu nakit akışlar hissedarlara bir faydası olmayacağından dolayı analizde dikkate alınmaz. Yatırımın yapıldığı yabancı ülke, ekonomiyi geliştirip canlandırmak ve ülkeye doğrudan yabancı yatırımları çekmek ve bu faaliyetleri hızlandırmak için yatırım yapan ülkeye uygun şartlarda kredi ve piyasa faizinden daha düşük faiz oranı gibi imtiyazlı borçlar ve krediler (CL_o) sunabilmektedir (Vural 2007, s.571.).

$$S_o CL_o - \sum_{t=1}^T \frac{\bar{s}_t LP_t}{(1+i_d)^t} \text{ (Eun ve Resnick 2007, s.454.)}$$

Terimi ana firmanın yabancı ülkede yapmış olduğu yatırımdan dolayı yatırım yaptığı ülkenin kullandırmış olduğu imtiyazlı kredi sonucu elde ettiği faydadır. Yani imtiyazlı kullanılmış olan kredinin nominal değerinin o günkü spot döviz kuru çevriminden elde edilen ana ülkeye ait para cinsinden tutarı ile kullanılan imtiyazlı kredinin ödemelerinin (LP), ana ülkenin para cinsinden tutarlarının, ÇUŞ'in ana ülkesindeki borçlanma faiz oranı (i_d) ile iskonto edilmiş bugünkü değerleri toplamı arasındaki farktır. Bulunan bu fark ÇUŞ'lerin ana ülkenin yatırımlarını yatırım yaptığı ülkede genişletmesi ve yapması durumunda yatırım yapılan ülkenin yapmaya istekli olduğu parasal desteğin yani sübvansiyonun bir ölçüsüdür.

Lessard'ın APV modeli, ülkeler arası ekonomik-politik koşullardaki farklılık birlikte, döviz kuru dalgalanması, ülkeler arası finansal işlemler üzerinden hesaplanan vergiler ve vergi kısıtlamaları, imtiyazlı borç ve krediler, vergi kuralları ve vergi oranlarındaki farklar gibi unsurları da dikkate alacak bir yapıya sahiptir. Fakat bu faktörlerle birlikte tüm oluşabilecek tüm nakit akışları da değerlendirme yöntemine dâhil edilmemiştir. Fakat Lessard'ın APV modeline oluşabilecek yatırımla ilgili tüm nakit akışlarını modele eklenmesi de mümkündür.

APV modelinin uygulanabilmesi için geleceğe ait beklenen döviz kurlarının tahmin edilmesi gerekmektedir. Tahmin ederken satın alma gücü paritesi temel alınarak kolay tahmin edilebilir (Vural 2007, ss.571-572.).

T yılı için;

$$\bar{S}_t = S_o (1 + \bar{\pi}_d)^t / (1 + \bar{\pi}_f)^t$$

$\bar{\pi}_d$: Ana ülkede beklenen uzun döneme ait yıllık enflasyon oranı

$\bar{\pi}_f$: yatırımın yapıldığı ülkede beklenen uzun döneme ait yıllık enflasyon oranı (Eun ve Resnick 2007, s.456.)

2.6. Uygulamada Sermaye Bütçelemesi Yöntemleri

Sermaye bütçelemesi, firmaların uygun ve en kârlı yatırımların araştırılması ve bu yatırım projelerinin değerlendirmesi sürecidir. Şirketler sürekli kendilerini geliştirmek, büyümek ve pazarda var olmak için katma değeri yüksek yeni yatırım fırsatları arayışı içinde olup mali yapıları uygun olduğu sürece bu yatırımları gerçekleştirmeye çalışmaktadırlar. Bunun içinde firmaya değer katacak yatırımları seçerken en doğru sonucu veren yöntemler kullanılmalıdır. İşletmeler yatırım projelerini değerlendirmede farklı hesaplama yöntemleri kullanılabildiği gibi detaylı bir analiz yapmadan kişisel tecrübelerine dayanarak da yatırım kararları alınabilmektedir. Yatırım projelerini hesaplarken paranın zaman değerini dikkate alan yöntemler ve paranın zaman değerini dikkate almayan yöntemler kullanılmaktadır. Seçilen hesaplama yöntemine göre bulunan değerler yatırımların karar verilmesine, reddedilmesine, öncelik sıralığına ve ayrılacak yatırım tutarına

etkisi olmaktadır. Ayrıca sermaye bütçeleme kalemlerini oluşturan yatırım projelerinin değerlendirilmesi büyük ve küçük şirketlerde farklı yöntemlere göre hesaplaması yapılmaktadır. Türkiye’de yapılan çalışmalarda, Türkiye’deki firmaların genel olarak NBD ve GÖS yöntemlerini daha çok kullandıklarını ortaya koymuşlardır. KOBİ’ler GÖS yöntemini kullanırken büyük ölçekli firmalar ise nakit akım analizi yöntemlerini tercih ettikleri sonucuna varmışlardır (Dağlı, Eyüboğlu ve Sevim 2013, ss.93-94).

2.6.1. Büyük Şirketlerdeki Uygulamaları

Sermaye bütçeleme yöntemleri şirketlerde kullanılması çok eski yıllara dayanmaktadır. 1950’lerin sonlarına kadar geleneksel yöntemler olan geri ödeme dönemi ve muhasebe getiri oranı yöntemleri kullanılmış olup 1950’ler den sonra ise nakit akım yöntemleri, şirketler tarafından daha çok kullanılmaya başlamıştır.

Sermaye bütçeleme yöntemleri üzerine 1961 yılında Donald Istvan tarafından ilk ampirik çalışma yapılmıştır. Amerika Birleşik Devletleri’ndeki büyük firmalar üzerine yapmış olduğu bu çalışmada şirketlerin %82’si paranın zaman değerini dikkate almayan geleneksel yönleri yanı geri ödeme dönemi ve muhasebe getiri oranını %17’si ise indirgenmiş nakit akım yöntemlerini kullanarak yatırımlara karar verdiklerini sonucuna varmıştır. 1972 yılında Klammer tarafından yapılan çalışmada ise indirgenmiş nakit akımları yönteminin %57’ye çıktığını, Hendriks’in yaptığı çalışmada ise bu oranın %76’lara çıktığı ortaya konulmuştur. Bierman tarafından yapılan son araştırmada ise büyük şirketlerde ise indirgenmiş nakit akımları yönteminin %99’u bulunduğu gözükmektedir.

Yapılan çalışmalar sonucu şirketler son zamanlarda geleneksel yöntemleri ikinci plana atarak birinci derecede yatırım kararı alırken indirgenmiş nakit akımları yöntemini tercih etmektedir. Geleneksel yöntemleri kullanarak sermaye bütçeleme yapan şirketlerin oranı 1977 yılında Gitman ve Forester’in çalışmasında %41’deyken Hendricks’in 1983’deki çalışmasında %65, Bierman’ın 1995 yılındaki çalışmasında %84’ü bulmuştur. Şirketler ne kadar indirgenmiş nakit akımları yöntemini kullansa da geleneksel yöntemlere göre de farklı hesaplamalar yaparak karar almaktadırlar.

1991 yılında Klamer ve Wilner 500 büyük Amerika şirketi dikkate alınarak 1975, 1980 ve 1988 yıllarına baz alınarak yapmış oldukları araştırmada modernizasyon, yenileme, genişleme ve yeni yatırım türlerine göre indirgenmiş nakit akımları yöntemlerinin büyük şirketler tarafından kullanılma oranları Tablo 1’de gösterilmektedir (Sarıarslan 2003, ss.47-49.).

Tablo 1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemlerinin Yatırım Türüne Göre Büyük Şirketlerde Kullanılma Oranı

Yıllar	Modernizasyon Yatırım Projeleri (%)	Yenileme Yatırım Projeleri (%)	Genişleme Yatırım Projeleri (%)	Yeni Yatırım Projeleri (%)
1975	30	35	47	49
1980	55	55	75	71
1988	62	60	86	87

Kaynak: (Sarıarslan 2003, s.49)

Tablo 2. Yatırım Türüne Göre İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemlerinin Büyük Şirketlerde Kullanılma Oranı

Yıllar	Büyük Şirketlerde Kullanılma Oranı			
	Modernizasyon Projeleri (%)		Yenileme (%) Projeleri	
	NPV	IRR	NPV	IRR
1980	36	31	28	46
1984	43	35	38	52
1988	47	40	47	58
	Genişleme Projeleri (%)		Yeni Yatırım Projeleri (%)	
	NPV	IRR	NPV	IRR
	1980	31	41	34
1984	36	46	44	67
1988	44	54	55	74

Kaynak: (Sarıarslan 2003, ss.49-50)

Tablo 2'ye bakıldığında çıkan sonuçlarda genişleme ve yeni yatırım projelerinde IRR yöntemleri ön plana çıkmıştır. Şirketler NPV ve IRR yöntemlerini birlikte kullansalar da IRR yöntemi daha fazla tercih edilip kullanılmıştır. Sonuçlara bakıldığında modernizasyon yatırımlarında ise NPV yöntemi IRR yöntemine göre daha fazla kullanım oranına sahiptir (Sarıarslan 2003, s.49.).

2.6.2. Küçük Şirketlerdeki Uygulamalar

Küçük şirketler uzun vadeli yatırımlar yapmamaktadır. Çünkü bu yatırımlar çok büyük sermayeli olduğu için küçük şirketlerin sermaye yetersizliği ve finans kuruluşlarından uzun vadeli projeler için gerekli fon bulamadıklarından dolayı imkânsız hale gelmektedir.

Küçük şirketler paranın zaman değerini dikkate almayan küçük çaplı yatırımlar yapmaktadır. Paranın zaman değerini dikkate alan indirgenmiş nakit akımları yöntemleri ise son yıllarda küçük şirketlere nazaran büyük şirketler tarafından kullanılmaktadır (Akkoç 2008, s.118.).

Küçük şirketlerle ilgili Stanley Block, 1995 yılında bir araştırma yapmıştır. Bu araştırmada büyük şirketlere göre çok farklı sonuçlar ortaya koymuştur. Bu araştırmada 1964, 1967, 1972, 1980, 1983 ve 1995 yıllarına ait yöntemlerin kıyaslamasını yapmıştır.

Tablo.3 ve 4 sonuçları incelendiğinde küçük işletmelerin indirgenmiş nakit akım yöntemlerinin uygulanmasında oran düşüken geleneksel yöntemlerde ise bu oran çok yüksektir. Çünkü küçük şirketler uzun vadeli projeler yerine kısa sürede kendini geri ödeyecek ve likidite problemi yaşamayacağı projeleri tercih etmektedir. Bu tür projeler ise paranın zaman değerini dikkate almayan ve hesaplaması kolay olan geleneksel yöntemlerle hesaplanmaktadır (Sarıarslan 2003, ss.51-52.).

Tablo 3. Küçük Şirketler Tarafından Uygulanan Geleneksel Yöntemler

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

Kaynak: (Sarıarslan 2003, s.51)

Tablo 4. Küçük Şirketler Tarafından Uygulanan İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemleri

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

Kaynak: (Sarıarslan 2003, s.51)

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE SEKTÖRLERE GÖRE DAĞILIMI

Uluslararası (yabancı) sermaye; bir ülkenin sahip olduğu sermaye stokuna, sınırları dışındaki başka ülkelere ait kurum ve vatandaşlarına sahip olarak servet elde etmesi anlamına gelmektedir. Uluslararası sermaye hareketliliği, bir ülkenin vatandaşlarının ve kurumlarının yatırım yapmak amacıyla başka bir ülkeye ait kişi ve kurumlara fon transferi etmesi ile gerçekleşen fon akımları sonucu ortaya çıkmıştır. Bu fon akımları yatırım yapılan ülkeye alt yapı oluşturma, lisans ve patent hakları ve hizmetler sağlamıştır. Bu şekilde yapılan kaynak transferi, yatırımcı için sermaye ihracatı, yatırım yapılan ülke için sermaye ithalatı olmaktadır (Çetin 2008, s.3.).

Dünya ekonomisine bakıldığında genel olarak, uzun dönemli ya da ani değişimler yabancı sermaye yatırımlarının hacminde, nakış akışlarının hareketinde, yatırım yapılan sektörlerin tercihlerinde ve yatırımın çeşidinde çok büyük değişikliklere ve farklılıklara neden olmaktadır. Bu durum ise uluslararası ekonomide ve piyasa koşullarında çok önem arz etmektedir.

Yabancı sermaye yatırımlarının değişim ve yaygınlaşmasında en büyük payı çok uluslu şirketler oluşturmaktadır. Özellikle ithal ikamesi politikalarının yerini ihracata dayalı politikaların alması sonucu “sermayenin milleti” kavramının yerini “pazara yakınlık” kavramı almıştır. Bunun yanında yatırım yapılacak ülkelerin uyguladıkları teşvik tedbirleri yerine ülkenin siyasi rejimleri, pazarın büyüklüğü ve kazanç düzeyleri yatırım kararlarında daha etkili faktörler olmuştur. Ayrıca yatırım yapılan ülkedeki taşımacılık, iletişim ve sanayileşmede ulaşılan aşama yani alt yapı olanaklarında yatırımcıları dikkatini çeken konular arasına girmiştir.

Doğrudan yabancı yatırımlarda (DYY) çıkan değişiklikler özellikle 1980’li yıllarda küresel rekabet ve hızlı teknolojik değişimler sonucu emek ve sermaye yoğunluğunun avantajı azalarak bilgi yoğun ekonomiye kaymıştır. 1980’li yılların ortalarından sonra ise yatırımlar turizm, bilgi işlem, taşımacılık, telekomünikasyon gibi hizmet sektörlerinde yoğunlaşmaya başlamıştır.

Yabancı sermaye yatırımları gerek yatırımcı açısından gerekse yatırım yapılan ülke açısından çeşitli riskler taşımaktadır. Yatırımcı açısından incelendiğinde, yatırım yapılan ülkede oluşabilecek siyasi ve ekonomik istikrarsızlık sonucu ortaya çıkan likidite sıkıntısı nedeniyle yapılan yatırım yatırımcı için çok riskli bir hal almaktadır. Yatırım yapılan ülke açısından yaklaştığımızda, ülke ekonomisi üzerinde yapılan yabancı yatırımlar farklı etkiler oluşturmaktadır. Yapılan yatırım yüksek likiditeye sahip ise sermaye çıkışını kolaylaştırdığından, ülkede oluşabilecek herhangi bir istikrarsızlık durumunda o ülkede büyük çaplı krizlere neden olabilmekte veya bir kriz var ise de bu krizi daha da tehlikeli hale getirebilmektedir (Bayraktar 2003, ss.12-13.).

3.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Günümüzde dünyada büyük bir etki oluşturan küreselleşme dünya ekonomisini çok büyük etkilemekte ve ülkeler arası teknoloji transferi, liberalleşme, hızlı teknoloji ve sınırlar ötesi ticari faaliyetlerin oluşmasına neden olmaktadır. Bu faaliyetler uluslararası ticareti yaygınlaştırıp, emek ve sermayenin artmasına ve ülkeler arası ekonomik, siyasi ve sosya-kültürel olarak yakınlaşmalara neden olmaktadır. Bunun sonucu olarak sermayede hareketlenmeler yatırımların artmasına ve ülkeler arası büyük çaplı yatırımlar yapılmasına etkili olmuştur.

DYY, başka ülkelere doğrudan yatırım yaparak ülkedeki varlıkların sahiplerine teknoloji, tesis ve fabrika gibi yatırımlara sebep olmaktadır.

DYY miktar ve niteliği ülkelerin kalkınma seviyelerine göre farklılık göstermektedir. Ünelere giren bu yabancı sermaye yatırımları, sermayenin artmasına, ülkenin büyüyüp gelişmesine ve bulunduğu sektördeki piyasada var olmasına büyük katkı sağlamaktadır (Afşar 2015, ss.86-87.).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımı (DYSY), başka bir ülkede faaliyet gösteren yatırımcının o ülkeye ait bir firmanın en az %10 hissesine sahip olması şeklinde kabul edilmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) kalkınmaları için gerekli olan sermaye açığını kapatmak için en önemli faktör DYSY'yi ülkelerine çekmektir. DYY ülkelerde

meydana gelen siyasi ve ekonomik değişikliklerle yön bulmuş ve dönemler itibari ise farklı şekilde ve farklı türlerde etkilenmeler meydana gelmiştir. Dönemler itibari ile kimi zaman ucuz işçilik ve maliyet azaltma etkili olurken kimi zaman ülkelerin yaşamış olduğu siyasi değişimler farklı bölgelere ve farklı türde yatırım yapmaya yöneltmiştir (Koçtürk ve Eker 2012, s.37.).

3.1.1. Yabancı Sermaye Kavramı

Yabancı sermaye kavramı Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı'nın (OECD) tanımına göre, yabancı sermaye yatırımı yapan şirketlerin dağıtmadığı ve tekrar yatırım yapmak için kullandıkları kazanç payları, hisse ve borç senedi alımı, şirkete sağladıkları krediler, şirketten nakit dışı makine ve üretim hakları alımları, sağladıkları ticari ve diğer kredilerden oluşmaktadır.

Türkiye'de yabancı sermaye kavramı, konvertibl döviz ve efektif cinsinden nakdi sermaye, yabancı kuruluşların kâr, temettü, satış, tasfiye, lisans, know-how, çeşitli anlaşmalar karşılığında ödenecek tutarların dışı kredi anapara ve faiz ödemelerinin transfer edilebilir veya transfer edilen değerleri, hazine müsteşarlığının kabul etmiş olduğu diğer gerekli mallar, yurt dışında yerleşik bulunan kuruluşların hazine müsteşarlığının sermaye payı olarak kabul etmiş olduğu kambiyo mevzuatı gereği doğan alacakları, patent ve ticari marka gibi müsteşarlıkça kabul edilen haklar olarak tanımlanmaktadır (Bayraktar 2003, s.4.).

3.1.2. Doğrudan Yabancı Yatırımları

DYY, bir ülkeye ait kaynakların kişi ve kuruluşlar tarafından başka bir ülkeye taşınmasıdır. Bu transfer yapılırken aynı zamanda teknoloji, marka ve işletmecilik bilgi yani maddi olmayan varlıkların transferi de gerçekleşmektedir (Afşar 2015, s.87.).

DYY, ülkelerdeki sermayeyi arttırarak, kalkınmada engel teşkil eden döviz yokluğu ve tasarruf yetersizliğini azaltmak ve ülke ekonomisine rahatlık getirmek için yapılan ülkeler arası sermaye transferi olarak tanımlanmaktadır. Bunun sonucu, ülkeye yeni teknoloji, istihdamı arttırıcı etki, ekonomik büyümeye olumlu katkı, yönetim becerileri, pazarlamada uzmanlık, üretimde etkinlik ve üretim faktörlerinde

verimlilik artmaktadır. Aynı zamanda yerli sektöre girdi ve ara mallar sağlanarak endüstrileşme sağlanıp yerli yatırımların artması, rekabetin artması ve ödemeler dengesi üzerine olumlu katkıya neden olmaktadır (Çetin 2008, s.12).

3.2. Doğrudan Yabancı Yatırımların Özellikleri ve Belirleyici Faktörleri

DYY'ın ülkeye gelmesini etkileyen faktörler dönemler açısından farklılık oluşturmakta ve farklı özellikler içermektedir. II. Dünya Savaşı sonrası bakıldığında Gelişmiş Ülkeler (GÜ) hammaddelere sahip olmak için DYY önemli faktör oluşturmuştur. 70'li yıllarda DYY çekmede en önemli faktör ucuz işçiliktir.

DYY'in gideceği ülke açısından bakıldığında ise en önemli faktörü ekonomik etkiler oluşturmaktadır. Ekonomik faktörler, piyasanın büyüklüğü, doğal kaynakların zenginliği, işgücü maliyetlerindeki tasarruf belirleyici faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır. Ekonomik faktörlerin yanında tamamlayıcı politikalarda etkili olmuştur.

Son dönemlerde küreselleşme daha da etkili olmuş, rekabet ve kalkınma hızlarının artması DYY çekmede politik nedenler oluşturmuştur.

DYY'ın ülkeye gelmesinde belirleyici faktörler;

- i. Ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanması
- ii. Teşvik tedbirleri
- iii. Özelleştirme
- iv. Vergi düzenlemeleri
- v. Ülkenin rekabet politikaları

İşletmeler ekonomik faaliyetleri sonucu kâr elde etmek ve bu kârlılığın sürekliliğini sağlamayı amaçlamaktadır. Kârlılıktaki istikrarlığı sağlamak için DYY büyük boyutta çok uluslu şirketler aracılığı ile gerçekleşmektedir. Çok uluslu şirketler ise yatırım için tercih yaparken o ülkenin ekonomik ve siyasi alandaki istikrarına bakmaktadır. Bu yüzden siyasi ve ekonomik istikrar ile DYY arasında doğrusal bir ilişki bulunmaktadır.

DYY ülkeye gelmesinde en önemli faktör bu alanda ülkelerin yapmış oldukları hukuki ve teknik düzenlemelerdir. Bu amaçla ülkeler yatırım indirimleri,

gümrük vergilerinden muafiyet, ucuz krediler gibi yabancı sermayeyi özendirmeye yönelik çalışmalar yapmaktadır.

Ayrıca ülkelerin DYY kolaylaştırmak için idari prosedürler ve işlemler yani bürokratik işlemlerin çokluğu ve karmaşıklığı gibi engellerin ortadan kaldırılması olumlu katkı sağlamaktadır. Bununla birlikte etkin ve hızlı idari süreç sağlamak için ikili vergi anlaşmaları gibi uygulamalarda önemli bir etki oluşturmaktadır.

Tüm bunlara ilaveten özelleştirme uygulamaları, mülkiyetin el değiştirmesi yoluyla ekonomide rekabet ortamı oluşmasını sağlamıştır. DYY ülke ekonomisinde belirleyici bir başka faktörde rekabet politikalarıdır.

3.3.Doğrudan Yabancı Yatırımların Taraflara Sağladığı Olumlu ve Olumsuz Etkileri

Yabancı sermaye yatırımları ülkeler açısından yeterince önemsenmezken küreselleşmeyle birlikte, günümüzde kalkınma için çok önemli bir faktör haline gelmiş, GÜ ve GOÜ açısından ise ilgi odağı olmuştur. Küreselleşme ekonomiye liberalleşme getirdiği için sermayenin serbest dolaşımı ortaya çıkmıştır. Bu durum ise ticarete serbestleştirme getirmiş ve tüketicilere yansması sonucu tüketici alışkanlıklarında benzerlikler oluşmaya başlamıştır. Küreselleşme öncesi sanayi faaliyetleri bir bölgede toplanırken bu akım sayesinde sektörler hızlı bir şekilde etkilenecek yabancı sermaye yatırımları sınır ötesini aşarak işletmeler arasında işbirliği oluşmasına neden olmuştur. Tüm bu gelişmeler ülkeler arasındaki sınırları ortadan kaldırarak tek bir dünya pazarı haline getirmiştir. Firmalar bu pazardan pay almak için büyük bir rekabet içine girip daha kaliteli ve ucuz üretim yapma yollarını aramaya başlamışlardır.

GÜ yabancı sermaye yatırımlarında rekabet güçlerini arttırmak için ucuz işçilik, ucuz hammadde, kendi menfaatlerine uygun yasal düzenlemeler ve vergi sistemi sağlayacak şekilde sermaye ve teknoloji transferi yapma yoluna gitmiştir.

GOÜ açısından bakıldığında, en önemli faktör satın alma gücünde, iç tasarruflarda, dövizde, sermayede ve teknolojide yaşadıkları yetersizlik ve darboğazdır. Bu durumu aşmak içinde ülkelerine yabancı sermayeyi çekmek için esnek mevzuat, ucuz işçilik ve diğer faktörleri uygun hale getirmektedirler.

Sermayedeki açıklarını dış borçlanma ile değil yabancı sermaye yatırımlarını çekerek kapatma politikası gütmüşlerdir (Afşar 2015, ss.88-100.).

Geçmişte yabancı sermaye yatırımları için önemli faktörler;

- i. Ülkede oluşmuş sermaye açığını kapatmak
- ii. Üretimi arttırıcı faaliyetlerde bulunmak
- iii. İşsizliği ortadan kaldırmak
- iv. Üretim, işgücü, taşıma maliyetlerini azaltmak ve vergi avantajlarından faydalanmak
- v. Ucuz hammadde sağlamak ve kullanmak
- vi. Döviz rezervlerini genişletme

Günümüzde ise bunlara ek olarak;

- i. Ülke içi rekabet
- ii. Yeni teknoloji transferi
- iii. Know-how
- iv. Yatırım yapan ülkenin politik ve ekonomik katkıları
- v. Promosyon
- vi. Dış dünyaya açılma isteği
- vii. Sosyal sorumluluk kapsamında çevreyi korumak
- viii. İnsan kaynaklarını geliştirmek

Tüm bunlara ek olarak doğrudan yabancı sermaye yatırımları istihdamı arttırıp insan kaynaklarını etkilemekte, bu ise daha kaliteli, özellikli, eğitimli ve iyi yetişmiş personellerin çoğalmasına neden olmuştur. Bu değişim ise ülkedeki diğer şirketlerinde olumlu etkilenmesi açısından katkıda bulunmuştur (Oksay 1998, ss.4-5.).

3.4. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Yabancı Sermaye Yatırımları ve Uygulamaları

Ekonomilerin dışa açılması ile birlikte büyüyen ticaret hacmi ve ülkeler arası ilişkilerin artması nedeniyle GOÜ yatırımları çekmek ve GÜ'in kaynaklarından

faydalanmak için faaliyetlere başlamıştır. Bu amaçla GOÜ'nün birçoğu, ulusal kambiyo rejimlerini ve sermaye hesaplarını serbestleştirerek mali piyasalarını kurup, gelişmesi içinde çaba sarf etmişlerdir. Piyasalardaki bu değişimler ve gelişmeler sonucu bu yeni piyasalara girmek ve bu piyasalara giriş ve çıkışın kolaylaşması yatırımları bu yöne kaydırmıştır. Bu durumda beraberinde sermaye hareketlerinin artmasına ve hızlanmasına neden olmuştur.

GOÜ'ne yapılan yatırımların ülkelere olan katkıları her ülkede ve her dönemde sürdürülebilir olmamıştır. Bazı ülkelerde yatırımı finanse etmekten çok dönemler kısa dönemli ve ülkenin mevcut koşullarını kullanarak spekülasyon kazançlar elde etme şeklinde olup bu kazançlar elde edildikten sonra hemen ülke terk edilmiştir (Çetin 2008, ss.6-7.).

Son yıllarda yapılan doğrudan yabancı yatırım ile ilgili stratejilerinin temelini GOÜ'ne yapılan yatırımlar oluşturmaktadır. Küresel açıdan bakıldığında ise özellikle teknolojinin gelişmesi ile birlikte bu tür yatırımı ülkeler kendi ülkelerine çekmek istemekte ve ülkeler büyük bir rekabet içine girmiştir. Bu rekabette ise en büyük avantaj küresel dünyada merkez ve uydu ekonomilerin coğrafik yapılarıdır. Bunun yanında bu yatırımlardan dolayı yatırım yapılan ülkelerin vergi destekleri ve sübvansiyon sağlamalarında net kazançlarını azaltıcı etki oluşturduğu dikkate alınmalıdır (Narula, H.Dunning ve H.Keskin, Çev. 2008, s.417.).

3.4.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Etkileri

DYY, yatırım yapılan ülkeye teknolojik yenilikler, yeniden yapılandırma, ekonomik olarak büyüme ve kalkınmayı da beraberinde getirerek ülkeye çok büyük katkı sağlamaktadır. Bu yatırımlar ev sahibi ülkenin, istihdam, ödemeler dengesi, ihracat ve enflasyon gibi birçok ekonomik göstergeler üzerinde etki sağlamaktadır. Özellikle DYY'lar GOÜ açısından çok önemli olup çok iyi değerlendirilmesi gerekmektedir.

Ekonomik büyüme ve kalkınmanın en önemli faktörü olan yurt içi tasarruflar yeterli şekilde sağlanmaz ise bu açıklar yurt dışı tasarruflarla giderilmektedir. Yurt

dışı tasarruflar ise yabancı sermaye ile sağlanmaktadır. Bu yabancı sermaye ise ya mali yatırımla ya da DYY la ülkeye girmektedir.

DYY önceden GÜ’de yapılırken 1980’den sonra GOÜ’de yapılmaya başlamıştır. GOÜ’e kaymasında en büyük etken ise Sovyetler Birliği’nin dağılmasıyla birlikte liberalleşme hareketi ve bunun sonucu olarak ortaya çıkan piyasa fırsatlarıdır. Bu fırsatlar ve değişim, kaynakların GOÜ’e transfer edilmesinde DYY’ın uygun ve etkili bir araç olduğu görülmektedir. DYY’ı çekme konusunda bazı ülkeler diğerlerine göre daha istekli olup büyük çaba sarf edip daha başarılı olmuştur. Elde edilen başarıda en büyük faktör ise ülkenin kendine özgü yapmış olduğu ve DYY kolaylaştırıcı faktörlerdir (Lebe ve Ersungur 2011, ss.322-323.).

Tarihsel olarak bakıldığında yurtdışı yatırımlar GÜ tarafından gerçekleştirilen hızlı değişimler ve dinamikler sayesinde gelişmiştir. Küresel kriz bütün ülkelerin yurtdışı yatırımlarını olumsuz etkilese bile kriz sonrası GOÜ’e yatırımlar artmıştır. GOÜ 2001 mali kriz ve 2008 mali ve reel sektörde yaşanan krizler dışında kalan dönemlerde olumlu bir grafik çizmiştir. 2007 yılı ile birlikte GOÜ’de yurt dışı yatırımlar çok artmış, cari dengelerinde de olumlu yönde hareketlenmeler olmuş, birincil sektörler ve imalat sanayisinde hızlı yükselmeler olmuştur. 2008 krizinden sonra ise bu yatırımlar sayesinde ülke kazanımları ile birlikte cari dengeler standartların üzerine çıkmıştır. 2010 yılında, ilk defa GOÜ ve geçiş ülkelerine yapılan yatırımların payı toplam yurtdışı yatırımların %52’ sine ulaşmıştır.

Küresel Ekonominin canlanmasının ana koşulları;

- i. Finansal sektördeki istikrar
- ii. GOÜ kalkınmalarının devam etmesi ve süreklilik kazanması
- iii. GÜ’de teşviklerin sonuca ulaşması
- iv. GÜ’deki talebin canlanması ve hız kazanması.

GOÜ’in yabancı yatırımlara bakışı küreselleşme ile birlikte değişerek yurtdışı yatırımlar ülkeden sermaye çıkışı olarak algılanmamaya başlanmıştır. Tablo 5’de görüldüğü üzere GOÜ’in yurtdışı yatırımları ile ilgili dalgalanmalar üç dönem olarak

evrim değişimi başlıklar halinde anlatılmaktadır (DEİK; Yurtdışı Yatırımlar İş Konseyi Mart 2014, ss.23-29.).

Tablo 5. GOÜ Yurtdışı Yatırımları ve Küresel Ekonomik Evrim Değişimi

1. DALGA: 1960-1980'ler	2. DALGA: 1980-1990 ortaları	3. DALGA: 1990 sonrası
• İthal ikameci ticari ilişkiler	• İhracat odaklı ticari ilişkiler	• Küresel Değer Zincirine Entegrasyon
• Hammadde ve Pazar Arayışı • Ticaret ağlarının genişletilmesi	• Gelişmekte: Hammadde, Pazar ve ucuz işgücü • Gelişmiş: Pazar ve küçük boyutlarda stratejik aktif / varlık genişlemesi • Teknoloji, marka ve pazarlama kapasiteleri arttırma isteği	• Aktif / varlık genişlemesi • Pazar kontrolü ve pazar gücünü arttırma (özellikle ham madde) • Üretimde etkinliği arttırma • Ölçek ekonomisi hedeflemesi
• İmalat Sektörü	• Servis sektörleri (finans ve iş çözümleri)	• Bilgi yoğun sektörler
• Ağırlıklı olarak Latin Amerika	• Ağırlıklı olarak Asya ülkeleri	• Asya, Rusya, Latin Amerika ve Afrika
• Bölgesel: İç pazara ve bölgedeki diğer kalkınmakta olan ülkelere yönelik	• Bölge dışına açılım	• Gelişmekte olan ülkeler de dâhil olmak üzere daha global
• Hükümet güdümlü	• Hükümet yönlendirmeli	• Hükümet destekli / teşvikli

Kaynak: (DEİK; Yurtdışı Yatırımlar İş Konseyi Mart 2014, s.29)

Dünyada yurtdışı yatırımlar ve trendleri projeksiyonlarına bakıldığında 2014 yılında \$1,7 trilyon ve 2015'te \$1,8 trilyona ulaşılması beklenmektedir.

GOÜ'de yurtdışı yatırımlara ülkeler olarak bakıldığında; Hindistan, Polonya, Çin, Malezya, Güney Kore, Brezilya ve Rusya yer almaktadır. Bu ülkelerden Hindistan yeni bir güç olarak başı çekmektedir. Gelişmekte olan bölgeler açısından Hint yurtdışı yatırımları açısından stratejik önem arz etmektedir. 2025'e kadar Hint şirketlerinin gelişmekte olan bölgelere en fazla yatırım yapan şirketler olması beklenmektedir. Polonya, uluslararası fonlar için hem kaynak hem de geçiş noktası olması, Polonya'nın dış yatırımlarda çok etkili bir hale gelmesini sağlamıştır. Yeni Avrupa Birliği (AB) üye ülkeler arasında olan Polonya yurtdışı yatırımlarının büyüülüğü ve kaynağı ile lider konumundadır. Ayrıca Polonya devleti "Ulusal şampiyonlar" yaratarak belirli bir büyüklüğe ulaşan kurumları daha etkili rekabet üstünlüğü sağlamayı planlamıştır. Diğer bir güç olan Çin ise 1999'da başlatılan "Go Global Projesi" ile birlikte yurtdışı yatırımlarında artış olmuştur. Yapmış oldukları bu dış yatırımlar devlet güdümlü olarak gerçekleşmektedir. Büyük şirketlerin tamamına yakını devlet ortaklı bir yapıya sahiptir.

İleriye dönük GOÜ için yatırım öngörülere;

- i. 2011- 2025 yıllarında gelişmekte olan ekonomilerin büyüme oranı % 4,7 olarak öngörülmektedir.
- ii. Global Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla (GSYİH) ileriki yıllarda gelişmekte olan ekonomiler açısından % 36'dan % 45 seviyesine çıkması beklenmektedir
- iii. Brezilya, Hindistan, Güney Kore ve Endonezya'nın Çin'i yakalamaları ve ekonomik dinamizm, büyüklük ve küresel ekonomi açısından GÜ yakalamaları beklenmektedir.

Ayrıca GOÜ kaynak yatırımlarında %60'nı Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'in ağırlıklı olarak devam etmesi beklenmektedir. Dünya Bankası'nın yapmış olduğu araştırmalara göre küresel büyümede dengelerin GÜ'den GOÜ'e kaymakta olduğunu ve GOÜ'in önemli yatırım kaynakları ve dinamikleri haline geldiklerini göstermektedir (DEİK; Yurtdışı Yatırımlar İş Konseyi Mart 2014, ss.27-45.).

Çok Uluslu şirketlerin GOÜ'ü talep etmelerinin nedenleri;

- i. GOÜ'de düşük ücret politikası uygulamaları nedeniyle personel maliyetlerinin düşük olması. Öte yandan o ülke ekonomisinde faaliyet gösteren diğer firmalara göre karşılaştırıldığında yüksek olabilir.
- ii. Eğitimli ve vasıflı işgücü, özellikle GOÜ iyi yetişmiş personel imkânlarından dolayı, yabancı yatırımlı şirketleri tercih etmektedir. Beraberinde bu şirketlerinde bu personellere kattığı artı özellikler.
- iii. DYY çekmek amacıyla yerel hükümet tarafından uygulamaya konulan teşvikler. Bu teşvikler ise vergi ve yatırım indirimleri, Katma Değer Vergisi (KDV) muafiyetleri, gümrük muafiyetleri, hızlandırılmış amortisman, sübvansiyonlar, zarar indirimleri, ihracat gelirlerinin imtiyazlı kullanımı, altyapı hizmetleri
- iv. Serbest ticaret bölgeleri, ülkeler oluşturdukları bölgeler sayesinde her türlü üretim ve ticari faaliyetlerde kolaylık sağlamak ve yatırımları belli bir güvence vererek yatırımları çekmek

- v. Patent/ lisans kullanım hakları özellikle GÜ ve çok uluslu şirketler lehine olduğunu söylemek mümkündür. Çünkü gerçek anlamda rekabet artırıcı teknoloji transferine olanak sağlamaktadır (Gedikli 2011, ss.110-117.).

3.2.2. Türkiye’de Yapılan Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Etkileri

DYY, bir ülkenin ekonomisinin gelişmesinde, kalkınmasında ve küresel rekabette gücünün artmasında en önemli faktördür. Bu yüzden ülkeler DYY’a çok önem vermekte ve ülkeye çekmek için son yıllarda çok ciddi atılımlar yapmaktadır. Türkiye DYY çekme konusunda son yıllarda çok ciddi çalışmalar ve ilerlemeler yapmıştır. Türkiye’nin bu konuda ön plana çıkmasında ise en önemli faktörler, ekonomik ve siyasi performansı, coğrafi yapısı, geniş pazar imkânı ve Ortadoğu, Kafkasya ve Avrupa bölgesi için lojistik konumda olması etkili olmuştur.

Türkiye’nin DYY konusunda tarihi gelişimine bakıldığında 1980 öncesi içe dönük bir politika uygulanırken sonrası özendirmeye yönelik bir politika uygulanmaya başlanmış ve bu konuda düzenlemeler yapılmaya başlamıştır. 17 Haziran 2003 4875 “Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu” ile yabancı yatırımların yapılmasında, izin ve onay sistemi kaldırılarak bilgilendirme sistemine geçilmiştir. Yapılan bu değişim yatırımların önündeki bürokrasi engeli ortadan kaldırmıştır. DYY ile ilgili son yıllarda ilerleme sağlanarak ülkeye yapılan yabancı yatırımlarda büyük rekorlar kırılmıştır. Bu sonuç, ülkeye olan güven artışının bir göstergesidir.

Türkiye, 2007 tarihinde yayımlanan Dünya Yatırım Raporu’na göre 2006 yılındaki yaklaşık 20 milyon dolar DYY sermaye girişi ile dünyada 16. sırada, Batı Asya Ülkelerinin bulunduğu GOÜ sıralamasında ise birinci sırada yer almıştır. Bunun yanında 15,3 milyar dolarlık birleşme ve satın alma ile dünya sıralamasında 11. sırada yer alırken GOÜ içinde birinci sırada yer almıştır. Ayrıca 2007 yılında OECD tarafından yayınlanmakta olan Uluslararası Yatırım Perspektifleri 2007 Raporu’nda Türkiye, OECD ülkeleri içinde son 10 yılda DYY’ı çeken en başarılı 7 ülkeleri arasına girmiştir. Bu sonuç ise Türkiye’nin DYY konusunda göstermiş olduğu başarının göstergesidir (Lebe ve Ersungur 2011, ss.323-324.).

Tablo 6’da Türkiye’ye yıllar itibari ile giren DYY ve bu yatırımların sürekli artan bir grafik çizdiği görülmektedir. 2001 yılındaki krizden sonra bir düşüş yaşandığı gözükmemektedir. Fakat 2005 yılı ve sonrası yıllarda tekrardan yatırımların tutarının çok oranda arttığı gözükmemektedir.

Tablo 6. Türkiye’ye Giren DYY Yıllara Göre Miktar Olarak Dağılımı

Yıllar	DYY (Milyon Dolar)	Yıllar	DYY (Milyon Dolar)
1950	5	1993	636
1960	24	1994	608
1970	58	1995	885
1980	18	1996	722
1981	95	1997	805
1982	55	1998	940
1983	46	1999	783
1984	113	2000	982
1985	99	2001	3.352
1986	125	2002	617
1987	115	2003	737
1988	354	2004	1.092
1989	663	2005	8.134
1990	684	2006	16.982
1991	810	2007	18.393
1992	844	2008	14.860

Kaynak: (Lebe ve Ersungur 2011, s.324)

Bunun yanında 2012 yılında yurtdışı yatırımların %24’ü hizmet sektörüne %76’sı sınaî sektörüne yapılmıştır. 2013 yılında ise yurtdışı yatırımların %40 hizmet sektörüne yapılırken %60’ı sınaî sektörüne yapılmıştır (DEİK; Yurtdışı Yatırımlar İş Konseyi Mart 2014, ss.53-54.) (DEİK; Yurtdışı Yatırımlar İş Konseyi Ağustos 2013, s.45.).

Tablo 7’de Türkiye’nin yurtdışı yatırımlarının bölgesel dağılımına bakıldığında, 2011 ve 2012 yıllarında en çok yatırımlarını Avrupa ülkelerine yapmıştır. İkinci sırada ise Yakın ve Orta Doğu ülkeleri gelmektedir. 2013 yılına bakıldığında Avrupa ülkelerine olan yatırımlarda çok büyük oranda düşüş gerçekleşirken Afrika ülkelerinde ise büyük çaplı yatırımlar gerçekleşmiştir. Bu yükselişte en büyük etken Cezayir’e yapılan 1.737,3 milyon USD’lik yatırımlardan kaynaklanmaktadır (DEİK; Yurtdışı Yatırımlar İş Konseyi Ağustos 2012, s.50.)

(DEİK; Yurtdışı Yatırımlar İş Konseyi Ağustos 2013, s.44.) (DEİK; Yurtdışı Yatırımlar İş Konseyi Mart 2014, s.52.).

Tablo 7. Türkiye'nin 2011, 2012 ve 2013 Yurtdışı Yatırımların Bölgesel Dağılımı

Yurtdışı Yatırımların Yapıldığı Bölgeler	2011 Dağılımı (%)	2012 Dağılımı (%)	2013 Dağılımı (%)
Avrupa	75,2	81	47
Afrika	1,4	1	38
Asya	5,2	3	8
Amerika	2	4	4
Yakın ve Orta Doğu	12,4	10	3
Diğer	3,8	1	-

Kaynak: (DEİK; Yurtdışı Yatırımlar İş Konseyi Ağustos 2012, s.50)

(DEİK; Yurtdışı Yatırımlar İş Konseyi Ağustos 2013, s.44)

(DEİK; Yurtdışı Yatırımlar İş Konseyi Mart 2014, s.52)

Türk şirketlerinin yurtdışına yatırım yapmasında önemli faktörler;

- i. Pazarda önemli bir yer elde etmek
- ii. Hammaddelere ve ara girdilere erişim ve bunun sonucu ek maliyetleri azaltmak,
- iii. Çeşitli yatırım yaparak işgücü maliyetlerini azaltmak
- iv. İleri teknoloji
- v. Vergisel maliyetler ve vergi yükünü azaltma
- vi. Gümrük duvarlarını aşmak
- vii. Yerleşke çeşitliliği ile risk faktörünü azaltma
- viii. Türkiye'deki ekonomik istikrarsızlığını minimize etmek
- ix. Ulaşım sonucu oluşan maliyetleri azaltmak

Türkiye'nin ihracatına yönelik ileriye dönük stratejiler aşağıda belirtilmektedir.

T.C Ekonomi Bakanlığı İhracata Dönük Üretim Stratejisi;

Hedef: 2023'te dünya ticaretinde payımızı arttırarak ihracatı 500 milyon USD'ye çıkarmak.

Amaç; İhracat, Üretim, Yatırım, İstihdamı alanlarında etkili politikalarla birbirini destekleyerek daha etkili kullanmak.

Kapsam: İmalat sanayi ve hizmet sektöründe ihracata odaklanmak, sürdürülebilir ihracat artışları ve katma değeri yüksek ve ileri teknolojiye sahip sektörlerle geçilmesi.

Bu amaçla “İhracata Dönük Üretim Stratejisi Değerlendirme Kurulu” kurulmuştur.

“İhracata Dönük Üretim Stratejisi” kapsamında “Girdi Tedarik Stratejisi (GİTES)” oluşturulmuştur.

Amaç; İthalat bağımlılığını azaltarak, tedarikte sürekliliği ve güvenilirliği ile ihracatı artırarak küresel rekabet gücü sağlamak ve tedarik zincirinde daha fazla katma değer oluşturmaktır.

Öncelikli sektörler; Demir-Çelik ve Madencilik, Otomotiv ve Makine, Kimyasallar, Tekstil ve Tarım

Model alınan ülkeler; Çin, ABD ve AB (DEİK; Yurtdışı Yatırımlar İş Konseyi Mart 2014, ss.56-59.)

3.5. Dünya’da ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı

Dünya’da 2000 yıllardan sonra küreselleşme ivme kazanmaya başlamış ve ülkeler arası sermaye akımlarının etkisi ve önemi artmıştır. Günümüzde bu faaliyetler sonucunda küreselleşen ve gelişimini tamamlayan ülkeler DYY kendilerine çekmek için büyük bir çaba içine girmiştir. Bunun sebebi ise ülkeler yeni teknolojiyi, modern know-how, yönetim becerisi, pazarlama katkısı, ihracat imkânı, sermaye ve sektörde rekabette üstün hale gelmek gibi birçok faydaları bulunmaktadır.

GOÜ’de olduğu gibi Türkiye’de de sektörel yapısında değişim sayesinde ekonomik büyümede en etkili faktör sermaye olmuştur. Bunun sebebi ise ekonomik sistemlerde sınırlı kaynağı sermaye oluşturmaktadır. Sermayedeki bu yetersizlik

toplam sermayede olduğu gibi sermayenin niteliğinde de söz konusu olmuştur. GOÜ açısından sermayenin niteliğindeki yetersizlik ancak yabancı sermaye ile karşılanmaktadır. Yabancı sermayenin ekonomik büyümede olan etkisi gibi sektörel dağılımında önem kazanmaktadır. Sektörel açıdan DYSY bakıldığında yıllar ve ülkeler açısından farklılık göstermektedir (Şit ve Şit 2013, ss.36-37.).

Tablo 8’de GÜ ve GOÜ açısından sektörel çeşitliliğe göre 2012 yılında yapılan yatırımların yüzdesel dağılımı gösterilmektedir. Dağılıma bakıldığında finans sektörüne yapılan yatırımlar hem GÜ’ de hem de GOÜ’de ilk sırada yer almaktadır. Finans, Ticaret ve doğal kaynaklar yurtdışı yatırımlarında lokomotif sektörleri olarak konumlanmaktadır. GÜ inşaat sektörüne yatırım yapmazken, GOÜ ise kimyasal sektörüne yatırım yapmadığı gözükmektedir. GOÜ 2012 yılı itibari ile toplam 4,5 trilyon USD yatırım yaparken GÜ ise 18,6 trilyon USD yatırım yapmıştır (DEİK; Yurtdışı Yatırımlar İş Konseyi Mart 2014, s.33.).

Tablo 8. GÜ ve GOÜ Sektörlere Göre Yurtdışı Yatırımları-2012

Yatırım Çeşidi	GOÜ Dağılımı (%)	GÜ Dağılımı (%)
Finans	31	24
Gıda	1	4
Ticaret	9	8
Petrol ve D. Kaynaklar	11	9
Metal Ürünleri	1	4
Ulaştırma	2	2
İş Hizmetleri	6	5
İnşaat	1	-
Kimyasal	-	9
Elektronik Ürünler	1	6
Diğer	37	29

Kaynak: (DEİK; Yurtdışı Yatırımlar İş Konseyi Mart 2014, s.33)

Son yıllarda uluslararası yatırım endekslerinde ilerleme ve rekorlar gözlenirken Türkiye’nin potansiyelini yansıtmada uzak olduğu gözlenmektedir. Bunun nedeni ise ekonomik ve dış etmenlerdir. Ekonomik nedenler bakıldığında sebep olarak kronik enflasyon ve artan ekonomik istikrarsızlık gösterilmektedir. Ekonomi dışı nedenler ise DYY ile gelen yatırımların giriş ve maliyetlerinin yüksek olması (aşırı bürokrasi), kronik siyasi istikrarsızlık, iç çatışmalar (özellikle

güneydoğu sorunu), Osmanlı dönemine kadar uzanan yabancı yatırımlara karşı düşmanlık, sivil ve askeri bürokrasi içindeki yabancı politik ağırlık endişesi, DYY teşviklik eksiklik vb. faktörler oluşturmaktadır. Tablo 9’da Türkiye’nin almış olduğu DYY’ın sektörel dağılımı gösterilmektedir Ülkemizde en fazla yatırım; mali aracı kuruluşlar, ulaştırma, haberleşme ve depolama hizmetleri ve imalat sektörüne yapılmıştır (Lebe ve Ersungur 2011, ss.325-326.).

Tablo 9. Türkiye’nin Aldığı DYY Sektörel Dağılımı (Milyon USD)

Sektörler	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Tarım, Avcılık ve Ormanlık	1	4	5	5	5	26	16
Balıkçılık	-	2	2	1	3	19	1
Madencilik ve Taşocakçılığı	14	73	40	122	336	173	14
İmalat Sanayi (Toplam)	448	190	785	1866	4210	3228	196
Gıda Ürünleri ve İçecek İmalatı	249	78	68	608	766	1279	54
Tekstil Ürünleri	8	9	180	26	232	190	25
Kimyasal Madde ve Ürünlerin İmalatı	9	38	174	601	1109	202	25
B.Y.S. Makine ve Teçhizat İmalatı	17	6	13	54	48	223	22
Elektronik Optik Aletler İmalatı	4	2	13	53	117	243	27
Mot. Kara Taşıtı, Römork ve Y.Römork İmlt.	145	27	106	63	70	67	6
Diğer İmalat	14	30	231	461	1868	1624	37
Elektrik, Gaz ve Su	86	66	4	112	567	1053	972
İnşaat	8	3	80	222	285	720	114
Toptan ve Perakende Ticaret	92	72	68	1166	169	2073	139
Oteller ve Lokantalar	4	1	42	23	33	27	1
Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Hizmetleri	2	639	3285	6696	1116	169	56
Mali Aracı Kuruluşların Faaliyetleri	51	69	4018	6957	11662	5925	116
Gayrimenkul Kiralama ve İş Faaliyetleri	6	3	29	99	560	673	178
Sağlık İşleri ve Sosyal Hizmetler	23	35	74	265	177	150	3
Diğer Toplumsal, Sosyal ve Kişisel Hiz. Faaliyetler	10	33	103	105	13	59	19
TOPLAM	745	1190	8535	17639	19136	14895	1825

Kaynak: (Lebe ve Ersungur 2011, s.325)

3.5.1. Hizmet Sektörü

Hizmetler heterojen bir yapıya sahip ve tanımlanması oldukça güç olan faaliyetler olup “artakalan sektör” olarak tanımlanmaktadır. Bu tanımdan da anlaşıldığı gibi hizmet, tarım, madencilik ve imalat sektörü dışında kalan bütün faaliyetleri kapsamaktadır.

Son dönemlerde hizmet sektörü diğer sektörlerle göre en hızlı gelişen sektör olup ekonomilerdeki ağırlıkları giderek artmaktadır. Bu artış uluslararası ticarete de önemini arttırmıştır. Bu artışın sebebi ise insanların alım gücünün artması ve buna paralel olarak tüketici taleplerindeki değişmelerin hizmet yönüne kaymasıdır. Yani refah seviyesinde oluşan artış otomatikman gelirin bir kısmı seyahat, sanat, eğitim,

spor, eğlence, kişisel bakım ve dışarıda yiyip içmeye harcanmaktadır. Bu değişim sonucu bu hizmet sektöründe istihdamın genişlemesine neden olmuştur. İstatiklere göre ABD’de hizmet sektöründe çalışanlar, toplam istihdamın %77’sini oluşturmaktadır. Gayrisafi milli hâsılanın ise 570 hizmet sektöründen karşılanmaktadır. Gelecek on yıl içinde ise işletmelerin %90 ‘ını hizmet sektöründen oluşacağı tahmin edilmektedir.

İktisadi gelişmeye bakıldığında ilk yıllarda tarım sektörü, sonrası sanayi sektörü, günümüze gelindiğinde ise hizmet sektörünün payı artmıştır.

Tablo 10’da da görüldüğü gibi yıllar itibari ile tarım sektöründe azalma olurken sanayide kısmen artış olmakta ve hizmet sektöründe ise sürekli bir artış olmaktadır. Bunun nedeni ise gelişen ekonomilerde tarım ve sanayi sektöründe düşüş yaşanırken hizmet sektörünün payı giderek artmaktadır (Şit ve Şit 2013, ss.38-44.).

Tablo 10. Türkiye’de Ana İktisadi Faaliyet Kollarının GSYİH İçindeki Payları

	Tarım	Sanayi	Hizmet
2000	10,1	23,0	60,5
2001	8,8	22,4	62,9
2002	10,3	21,0	59,2
2003	9,9	20,9	58,2
2004	9,5	20,3	58,7
2005	9,4	20,3	63,3
2006	8,3	20,1	63,5
2007	7,6	20,0	64,3
2008	7,7	19,8	64,0
2009	8,3	19,0	63,8
2010	8,4	21,7	68,7
2011	8,1	22,6	68,2

Kaynak: (Şit ve Şit 2013, s.44)

Hizmet sektöründe en fazla yatırım çeken üç ana sektör, bankacılık, telekomünikasyon ve sigortacılıktır. Hizmet sektöründeki DYY miktarında görülen artışlar ise ulaştırma, haberleşme ve bankacılık alt sektöründeki hızlı gelişim ve kârlılık miktarının ise sürekli yükselmesi etkili olmuştur.

Telekomünikasyon alanında ise Türkiye'nin belirli bir avantajı olup Türkiye OECD ülkeleri arasında 15'inci pazar olarak gösterilmektedir.

Bir ülkeye gelen yabancı yatırımların yer seçiminde, nüfusun büyümesi, önceki yatırımlar, alt yapı, banka kredilerinin miktarı, yerel pazarın büyüklüğü ve yığılma ekonomilerinin rolü etkili olmuştur.

Türkiye'de hizmet sektöründe büyük ölçekli DYY çekmesinde en fazla etkili olan sektörler ise mali aracı kuruluşların faaliyetleri, ulaştırma, depolama-haberleşme, gayrimenkul kiralama ve iş faaliyetleridir.

Hizmet sektöründe liberalleşmesi ise 1994 yılında Uruguay'da yapılan toplantıda ele alınıp Hizmetler Ticareti Genel Anlaşması(GATS) kabul edilmiştir.

Tablo 11'de UNCTAD'ın 2008 "Dünya Yatırım Raporuna" göre hizmet sektöründeki global DDY girişleri stokunu 1990 ve 2006 yıllarında GÜ ve GOÜ açısından karşılaştırmalı analizi gösterilmektedir. UNCTAD'ın ise 2006 yılında GOÜ'de hizmet sektöründe yabancı yatırımlar için sınırlandırmaların ne boyutta olduğunu kapsayan çalışma yapılmıştır. UNCTAD, dünya yatırım raporu 2008 yılı verilerine göre, hizmet sektörü DYY stoku, 1990 yılında GÜ'de 780 milyar dolardan 2006 yılında 5.8 trilyon dolara yükselirken GOÜ'de 168 milyar dolardan 2006 yılında 1.8 trilyon dolara yükselmiştir (Gövdere 2009, ss.56-66.).

Tablo 11. Hizmet Sektöründe Global DYY Girişleri Stoku (Milyon USD)

	1990		2006	
	GÜ	GOÜ	GÜ	GOÜ
Hizmetler	780.054	168.796	5.838.666	1.784.601
Elektrik, Gaz ve Su	7.104	3.050	183.041	57.843
İnşaat	16.705	5.434	70.670	24.277
Ticaret	202.757	25.577	1.117.383	209.173
Otel ve Restoran	21.163	4.740	65.665	23.882
Ulaştırma, Depolama, Haberleşme	16.317	13.302	582.657	178.844
Finans	289.340	95.339	1.970.262	432.716
İş Faaliyetleri	122.855	16.514	1.229.987	792.117
Eğitim	94	-	146	84
Sağlık ve Sosyal Hizmetler	994	-	11.906	1.551
Sosyal ve Bireysel Hizmetler	13.359	20	37.011	10.428
Diğer Hizmetler	71.562	2.973	158.935	20.456

Kaynak: (Gövdere 2009, s.60)

Hizmet sektörünün alt kolu olan finansal sektörüne giren yatırımların bölgesel dağılımı açısından bakıldığında GOÜ ayrı bir önem taşımaktadır. Özellikle 1990'lı yılların ortalarından itibaren hızlı bir artış olmuş ve GOÜ'in DYY şeklinde finans piyasalarına yönelmelerinde en büyük etki ülkelerin yapmış olduğu yasal düzenlemeler sonucu finansal serbestleşmeyi kabul etmeleri ve uluslararası yatırımlar için bu şekilde daha uygun bir ortam meydana getirmeleri neden olmuştur. Finansal sektördeki en büyük payı ise bankacılık sektörü oluşturmakta olup GOÜ yapılan DYY'ın özellikle Latin Amerika, Merkezi ve Doğu Avrupa'daki bazı ülkelerin bankacılıktaki payı toplam bankacılığın önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Yani GOÜ'e önemli ölçüde banka girişi olmakta ve bu giriş tüm GOÜ için aynı ölçüde olmaktadır. Yabancı bankaların ülkeye girişi ile verimlilik ve istikrar etkisi oluşturmaktadır. Verimlilik etkisi bankaların mevcut yapıları gereği oluşmakta ve yapıları gereği en son teknoloji, en etkili yönetim ilkeleri ve en yeni ürünleri de beraberinde getirmektedir. Yabancı bankaların girişi ile otomatikman bir rekabet ortamında oluşmaktadır. İstikrar etkisi ise yabancı bankaların ulusal piyasalara katılımı sonucu daha istikrarlı bir kredi kaynağı yaratması ve ulusal sektördeki şoklara karşı direnç oluşturmalarıdır (Afşar 2015, ss.93-98.).

3.5.2. Turizm Sektörü

Turizm sektörü, sahip olduğu özelliklerden dolayı yatırımları ve ekonomik faaliyetleri sağlayacak, diğer birçok sektör içinde mevcut kapasitelerini arttıracak ve iş hacimlerini arttıracak bir yapıya sahiptir. Ayrıca bulunmuş olduğu bölge için gelir, istihdam, sosyal ve kültürel hayatı arttıracak, ulusal ve uluslararası boyutta tanıtımı sağlayacak şekilde çok yönlü bir etkisi de bulunmaktadır. Özellikle GOÜ açısından kalkınmada çok büyük fayda sağlamaktadır. Dünyada yaklaşık 300 milyon insanın çalışmış olduğu bu sektör ulusal ve uluslararası ölçekte istihdam imkânı da sağlamaktadır. Yapılan araştırmalara göre her 16 insanın bir tanesi turizm sektöründe çalışmakta olup uluslararası sermaye yatırımlarında %7'si bu alan yapılmaktadır. Tüm bu olumlu nedenlerden dolayı Dünya'da ve Türkiye'de turizm sektörü çok önem kazanmıştır.

Dünya Turizm Örgütü'nün (DTÖ) yapmış olduğu turizm 2020 Vizyon Raporuna göre, 2020 yılında turist sayısı 1,6 milyar ve harcamalar ise 2 trilyona

ulaşacağı öngörülmektedir. Tablo 12’de de görüldüğü üzere turizm sektörü yıllık olarak % 4,1 büyüme ile küresel ekonomide çok hızlı gelişme oluşacağı öngörülmektedir. Bu rapora göre en çok turist çeken üç bölge ise Avrupa, Doğu Asya ve Pasifik ile Amerika’dır. DTÖ 2020 raporuna göre Türkiye ise turizm stratejisi ile 2023 yılında dünyanın en çok turist çeken ve en fazla turizm geliri elde eden ilk 5 ülkeden birisi olmayı hedeflemektedir (DİKA - T.C Dicle Kalkınma Ajansı 2010, ss.10-11.).

Tablo 12. Dünya Turizm Örgütü Turizm 2020 Vizyonu

	Baz Alınan Yıl (Milyon)	Tahmini Gelecek Turist Sayısı (Milyon)		Pazar Payı (%)		Ortalama Yıllık Büyüme Oranı (%)
	1995	2010	2020	1995	2020	1995-2020
Dünya	565	1006	1561	100	100	4,1
Afrika	20	47	77	3,6	5,0	5,5
Amerika	110	190	282	19,3	18,1	3,8
Doğu Asya ve Pasifik	81	195	397	14,4	25,4	6,5
Avrupa	336	527	717	59,8	45,9	3,1
Orta Doğu	14	36	69	2,2	4,4	6,7
Güney Asya	4	11	19	0,7	1,2	6,2

Kaynak: (DİKA - T.C Dicle Kalkınma Ajansı 2010, s.11)

Turizm sektörünün çarpan etkisinden dolayı geniş kapsamlı olarak bir gelir etkisi bulunmaktadır. Çünkü turizm sayesinde turistler gittikleri ülkelerde yeme-içme, konaklama, ulaştırma, alış-veriş ve rekreasyon gibi bir çok harcamalar ile bu sektörlerinde kalkınmasına, büyümesine ve gelirinin artmasını da neden olmaktadır. Bu yüzden bu sektörde faaliyet gösteren işletmeler vermiş oldukları hizmetleri sürdürülebilirlik için turizmle bağlantılı diğer sektörlerden de mal ve hizmet alır veya bu sektörlerle de yatırım yapmaktadırlar. Turizm sektöründeki gelişmeler bunların dışında yatak sayısı arttığı için tekstil, pamuk, sunta vb. alanlarla birlikte konaklama ihtiyacını karşılamak içinde inşaat sektöründe çimento ve demire de ihtiyacı olacağı için bu alanlarda da talepler oluşacaktır. Yani tüm bu alanlarda oluşan ihtiyaçlar tüm ekonomiyi olumlu ve olumsuz etkileyerek zincirleme bir etki oluşturmaktadır.

Ekonomik büyüme ve kalkınmaya en büyük destek sağlayan sektörlerden biri olan turizm, döviz gelirlerini arttırmak için gelişmiş ve Az Gelişmiş Ülkeleri (AGÜ) özendirme ve teşvik etmek için çalışmalar yaptıkları bir alandır. Örneğin turizm bir

ülkede küçük ve orta ölçekli işletmelerin geliştirilmesinde de önemli yatırım kaynağıdır. Kalkınmakta olan ülkelerde sanayi için gerekli olan alt yapının oluşturulması turizm potansiyeli için de yarar sağlayacaktır.

Türkiye turizm sektörü yabancı yatırımlarına bakıldığında, ihtiyacı olan fonu sağlamak, yabancı sermaye ile kitle turizm için ihtiyaç duyduğu deneyim ve birikime sahip kurumlardan yararlanmak, sektördeki riski dağıtmak, döviz gelirini arttırmak ve kârlılık hedefini dış piyasalarda talepler oluşturmak için yabancı sermayeye ihtiyaç duymaktadır (Bahar 2010, ss.28-31.).

3.5.3. Tarım Sektörü

Tarım sektörüne yapılan yatırımlar üretim, istihdam ve kırsal alanların gelişmesine ve kalkınmasında çok etkili olmasına rağmen DYY yaparken daha kısa sürede daha yüksek kârlılığa kavuşacakları alanlara kaymalarına neden olmaktadır. Bu sektörler ise finans ve gayrimenkul gibi piyasanın çok hızlı geliştiği ve dünya ile bütünleştiği sektörler yatırımcılar tarafından daha çok tercih edilmektedir.. Bunun yanında tarım sektörü ile ilgili risk ve belirsizlik, milli gelir içindeki payı ve dünya ekonomisi ile entegrasyonu gibi yapısal sorunlarında çözümlenmesi gerekmektedir. Bu sorunların çözümü ise tarım sektörüne yapılacak DYY çekmek için çeşitli yasal düzenlemeler ve teşvikler gerekmektedir. Ayrıca bölgeler arası karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olduğu ürünlerin üretim, işleme ve pazarlamasına yönelik yatırımlar yapılmalıdır. Bu sayede tarım sektöründe daha çok kâr ve katma değer elde edilmiş, istihdam sağlanmış ve kırsal kalkınmanın gerçekleşmesi sağlanmış olacaktır.

Türkiye’de tarım sektörüne yapılan DYY 1980-2006 yılları arasında bakıldığında toplam yatırım tutarı 635 milyon dolar düzeyindedir. Bu tutara göre bakıldığında Türkiye’de yapılan tüm DYY yatırımların tarım sektörüne düşen payı %1 (%1,2) civarındadır.

Tarım sektörüne yapılan DYY, tutarları mutlak ve oransal olarak her yıl bir düşüş görülmektedir. Bu düşüşün nedeni ise temel yapısal sorunlar, yatırımların geri dönüşlerinin uzun dönemi kapsamı, belirsizlikler, risk faktörleri ve tarım sektörünün dünya tarım sektörü ile bütünleşmedeki yaşamış olduğu sıkıntılardır.

Tüm bu sebeplerden daha önemlisi ise son yıllarda hizmet sektörünün çok hızlı gelişme ve DYY'in hizmet sektörüne kaymasıdır.

Tablo. 13'de de görüldüğü gibi yıllar itibari ile Türkiye'de tarım sektörü sürekli bir düşüş yaşadığı ve DYY yatırımların toplamındaki payının giderek azalmasıdır. Bu nedenle bu sektörde ilerleme kaydedilmesi için çok büyük düzenlemeler, teşvikler ve çalışmalar yapılması gerekmektedir (Terin ve Yıldırım 2008, ss.5-8.).

Tablo 13. Türkiye'de Tarım Sektörüne Yapılan DYY Miktarları (Milyon USD)

	DYY	Basit İndeks	Zincirleme İndeks	Toplamdaki Payı (%)
1980-1995 ort.	17,72	100	-	1,70
1996	64,10	362	362	1,67
1997	12,22	69	19	0,73
1998	5,75	32	47	0,35
1999	16,19	91	282	0,95
2000	59,74	337	369	1,95
2001	134,38	758	225	4,92
2002	32,82	185	24	2,88
2003	7,73	44	23	0,44
2004	6,00	34	78	0,20
2005	7,00	40	116	0,07
2006	6,00	34	86	0,02

Kaynak: (Terin ve Yıldırım 2008, s.6)

Dünya'nın en büyük tarım ve enerji projelerinden biri Türkiye'de yapılan GAP projesidir. Bu proje Dicle bölgesinde tarım sektörüne hayat vermiştir. Yıllar itibari ile de bu projeye sürekli destek verilerek ve stratejik ürünler seçilerek daha hızlı yol aldığı, seçilen ürünlerin işlenmesinde de cazip koşulların test edilip uygulanması daha etkili olmuştur.

21. yüzyılın en önemli girdisi ise artık arazi değil GÜ'in topraksız alanda bitki için uygun yetişme şartları oluşturması ile klasik tarıma göre çok daha fazla katma değer ve verimli sonuçlar elde edilmiştir. Tüm sektörlerde olduğu gibi tarım sektöründe de teknolojik gelişmeler sağlanarak modern tarım yöntemlerinin uygulanması ve tarımsal araştırmaların yapılması sektörün gelişmesini sağlayacaktır (DİKA - T.C Dicle Kalkınma Ajansı; 2010, s.7.).

3.5.4. Sanayi Sektörü

Ülkelerin refah seviyeleri arttırmada en önemli ekonomik etken olan sanayinin gelişmesi, iletişim ve bilgi teknolojisinde meydana gelen gelişmeler, ulaştırma, taşımacılık ve lojistik alanlarının imkânlarının artması etken oluşturmaktadır. Sanayi sektörü Dünya Ticaret Örgütü, Avrupa Birliği gibi uluslararası kurumların uygulamış oldukları politikalar ve ticaretin serbestleşmesi sonucu Çin ve Hindistan gibi ucuz iş gücüne sahip ülkeler nedeniyle küresel rekabetin giderek arttığı bir alan olmuştur. Sanayi sektöründeki yeni süreçler nedeniyle, emek yoğun, sermaye yoğun, teknoloji yoğun ve bilgi yoğun sanayilerin üretim ve katma değerlerinde değişimler meydana gelmiştir. Bu değişimler ise ülkelerin sanayileşmiş, sanayileşen ve sanayileşme potansiyeli olan ülkeler şeklinde ayrılmasına ve dünya ekonomisinde büyük bir rekabetin yaşanmasına ortam hazırlamıştır. Bu rekabet ortamında ayakta durabilmek ve rekabette üstün olabilmek artık sadece üretim verimliliği ile olmamaktadır. Ülkelerin bilim, teknoloji politikaları, Ar-Ge, inovasyon, satış ve pazarlama gibi faktörlerde çok büyük etkili olmaktadır. Özellikle 1990 yılından itibaren sanayi sektörü emek yoğunundan bilgi yoğun sektöre doğru kaydığı gözükmektedir. Bilgi yoğun sektörde katma değer oluştururken emek yoğun sektöre göre teknoloji kapasitesi daha yüksek, kaliteli işgücü ve tüm bunlardan dolayı yüksek rekabetin yaşandığı bir sektör oluşmuştur. Ülkelerin sanayileşmiş ülkeler konumuna gelmeleri için emek ve sermaye yoğun sektör payının az olup teknoloji ve bilgi yoğun sektörün payının daha fazla olması gerekmektedir.

Dünya imalat sanayisine bakıldığında GÜ olduğu gibi GOÜ açısından da bir artış gözükmektedir. GÜ'de imalat sanayisinde istihdam oranı azalırken GOÜ'de artış göstermektedir. GÜ'in imalat sanayi yatırım maliyetleri daha düşük ve daha uygun imkânlarda ara mal üretmek ve farklı pazarlara girmek için GOÜ yatırım yapmaktadır. Bunun sonucu GÜ'in imalat sanayi ihracat ve ithalat payları azalırken GOÜ'in payları daha da artmaktadır. Tüm bunların sonucu ise sanayi üretiminde yeni rekabetçi ülkeler ortaya çıkmış ve emek yoğun sektör GOÜ'de bilgi ve teknoloji yoğun sektör ise GOÜ'de yoğunlaşmıştır. Ayrıca GOÜ'in imalat sanayi DYSY 'ların artış yaşanırken biri diğerinin tedarikçisi olan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin

birbirine bağımlılığı artmaktadır. Bununla birlikte GOÜ ülkeler bu gelişmeler sonucu küresel ekonomi ile entegre olmakta ve artık maliyete bağlı değil bilgiye dayalı bir teknolojik rekabet oluşturarak sanayi sektöründe işletmelerin kapasitesini arttıracak şekilde bir etki oluşturmaktadır.

Günümüze sanayi sektörüne bakıldığında GOÜ düşük ve orta düşük teknolojiye göre yatırım yaparken GOÜ ise orta yüksek ve yüksek teknolojiye göre yatırım yapılmaktadır. Buna ek olarak son dönemlerde etkili olan diğer bir faktörde sürdürülebilir büyüme olup sosyal sorumluluk kapsamında çevreye zarar vermeyecek şekilde bir sanayi üretimi benimsenmektedir.

Türkiye'nin imalat sanayisine bakıldığında düşük ve orta düşük teknolojiye göre bir sektör oluşmuştur. Geleneksel sektörler olan gıda, içki ve tütün ile tekstil gibi alt sektörlerinde emek yoğun ve katma değeri artmayan veya az artan bir sektörden oluşmaktadır. İmalat sanayi ihracatında ise yüksek teknolojinin az yer tuttuğu, Ar-Ge ve inovasyon çalışmalarının yetersiz olduğu görülmektedir (DİKA, T.C Dicle Kalkınma Ajansı 2010, ss.5-6.).

Tablo 14'de görüldüğü üzere Türkiye'nin 2014 yılı yatırımlarına bakıldığında listede sanayi sektörüne ait imalat ilk sırada yer alırken enerji sektörü de üçüncü sırada yer almaktadır. İkinci sırada ise hizmet sektörüne ait finans ve sigorta sektörü bulunmaktadır. Bu üç sektör toplam içinde %66'lık bir pay almaktadır. Türkiye imalat ve enerji sektörlerinde çok büyük tutarlarda DYY girişleri sağlayarak bu alanlarda tüm sektörler içinde ağırlığını ortaya koymuştur. Özellikle ABD, Avrupa ülkelerinin yanı sıra Asya ülkelerinden de Türkiye'ye olan ilginin artması, yapılan birleşme ve satın almalar sonucu uluslararası yatırımlarda önemli bir artışın oluşmasına neden olmuştur. Türkiye'de adet olarak en çok yatırım yapan ülkeler açısından bakıldığında AB ve ABD ülkeleri her zaman ağırlığını korumaktadır (Teşvik Uygulama ve Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü; 2015, ss.11-12.).

Tablo 14. Türkiye’deki Sektörlere Göre Uluslararası doğrudan Yatırım Girişleri-2014 (Milyon USD)

Sıra	Sektör	Sermaye Girişi	Oran(5)
1	İmalat	2.894	33,2
2	Finans ve Sigorta	1.535	17,6
3	Enerji	1.322	15,2
4	Toptan ve Perakende Ticaret	1.165	13,4
5	Madencilik	449	5,2
6	İnşaat	232	2,7
7	Gayri Menkul	226	2,6
8	Telekomünikasyon	211	2,4
9	Sağlık	200	2,3
10	Ulaştırma ve Depolama	142	1,6
	Diğer	332	3,8
	Toplam	8.708	100,0

Kaynak: (Teşvik Uygulama ve Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü; 2015, s.12)

3.5.5. İnşaat Sektörü

İnşaat sektörü ülke ekonomisi açısından çok önemli bir sektördür. Türkiye ekonomisinde önemli bir şekilde endüstriye dayanmakta, çok büyük çaplı bir istihdama sahip olup başta imalat sektörü olmak üzere birçok sektör içinde hem girdi hem de çıktı oluşturarak yapmış olduğu yurtdışı faaliyetlerden dolayı döviz sağlama özelliği de bulunmaktadır. İnşaat sektörü yapısı gereği yavaş değişen, emek yoğun, çok parçalı ve dağınık bir sektördür.

İnşaat sektörü, sanayi tesisi, bina inşaatı, alt yapı faaliyetleri, elektrik, sıhhi tesisat, ısıtma, havalandırma gibi donanım tesisleri gibi birçok faaliyet alanları inşaat sektörünün alt sektörünü oluşturan yatırımlar olarak görülmektedir.

Sektör ülke ekonomisine olan katkısı yanında uluslararası yapılan projeler sayesinde de ülke ekonomisine büyük katkı sağlamaktadır. Ekonomik olarak gerek özel gerekse kamu kesiminde dönemler itibari ile sektörde duraksamalar olsa bile yurtdışında inşaata yüklenen müteahhit firmaları ülkeye yapmış oldukları döviz transferi, işçilerin ülkeye gönderdiği dövizler, makine ve teçhizat malzemelerin ihracatı yolu ile ülke ekonomisine büyük katkı sağlamaktadır (Vizyon 2023 Teknoloji Öngörüsü Projesi; 2003, ss.10-11.).

Ekonomide meydana gelen değişimler dünya inşaat sektöründe olduğu gibi Türkiye performansını da doğrudan etkisi altına almaktadır. Sektör, ekonomide meydana gelen büyümeye paralel olarak daha hızlı bir şekilde büyüme olmaktadır ve tam tersi durumda ise ekonomi küçülmeye başlayınca da ondan daha hızlı bir şekilde küçülme meydana gelmektedir.

1999 yılından bugüne kadar inşaat sektöründeki büyüme GSYH'nın büyüme eğrisine paralel bir şekilde ve dalgalı bir seyir izlemiştir. Küresel krizin yaşandığı dönemlerde sektör dibe vururken özellikle 2008 ve 2009 yıllarda sektör dibe vururken 2012 dönemde durgunluk ve 2013 dönemde toparlanma devam etmiştir. 2014 yılında ise düşüş yaşanmıştır. Ekonomide yaşanmış olan yavaşlama ve kamu yatırımlarındaki azalmalar otomatik olarak inşaat sektöründe de olumsuz etkiler oluşturmaktadır.

GSYH oluşan büyüme oranı oranına paralel inşaat sektörü daha yüksek büyüme oranı yaşanmıştır. Kriz dönemlerinde meydana gelen düşüşe paralel olarak da daha fazla düşmeye yaşandığı rakamlarla ortaya konulmuştur (Türkiye Müteahhitler Birliği; 2015, ss.12-13.).

Tablo 15. GSYH- Türkiye İnşaat Sektörü Büyüme Hızları

Yıllar	GSYH (%)	İnşaat Sektörü(%)
2004	9.4	14.1
2005	8.4	9.3
2006	6.9	18.5
2007	4.7	5.7
2008	0.7	-8.1
2009	-4.8	-16.1
2010	9.2	18.3
2011	8.8	11.5
2012	2.1	0.6
2013	4.2	7.4
2014	2.9	2.2

Kaynak: (Türkiye Müteahhitler Birliği; 2015, s.13)

Tablo 15'de görüldüğü üzere Türkiye inşaat sektörü büyüme oranı ile GSYH büyüme oranları verilmiştir. İnşaat sektörü GSYH büyüme oranlarına göre daha büyük oranda büyüme göstermiştir. 2008 ve 2009 yıllarında ise büyüme oranı olarak

yaşanan krizden dolayı daha büyük oranda büyümede düşüş yaşamıştır. Bu durum ise sektörün genel yapısından ve emek yoğun bir sektör olmasından kaynaklanmaktadır (Türkiye Mütcaahhitler Birliği; 2015, s.13.).

Türkiye'nin yurt dışı inşaat yatırımlarına bakıldığında 2014 yılında Irak ve Libya pazarlarında daralmalar meydana gelmiştir. Bu ise sektörü olumsuz yönde etkilerken Rusya ekonomisinde yaşanan ekonomik daralmalar ve buradaki yatırımlarda olumsuz yönde etkilenmiştir. 2015 yılı verilerine göre Türk şirketleri 11 ülkede toplam 2,8 milyar USD ve 23 proje üstlenmiştir. Türk mütcaahhitleri, havalimanı, metro, endüstriyel tesisler, doğalgaz-petrol rafineri, otoyol ve enerji santralleri gibi birçok projeler alınmıştır. Bunun firmalar sahip oldukları finansal kapasite, teknik yapıları, gelişmiş ve büyüklüklerine göre projelerin ölçeği de değişmektedir.

Dünya inşaat sektörüne bakıldığında 2014 yılının ikinci yarısında jeopolitik risklerde artışların meydana gelmesi ve Orta Doğu'da yaşanan karışıklıklar ile Rusya ve Ukrayna arasındaki gerginlikler küresel ekonomi üzerinde baskı yaratmıştır. ABD ekonomisinde diğer GÜ ekonomilerine göre daha güçlü toparlanmalar yaşanmıştır. Avro bölgesinde genel olarak yavaş bir büyüme ve düşük enflasyon süreçleri devam etmektedir. Ayrıca GOÜ'in ekonomileri daha yavaş bir seyir izlerken dünyanın en büyük ikinci ekonomisine sahip olan Çin ekonomisinde de büyüme ivme kaybetmeye başlamıştır. Ekonomik faaliyetlere ilişkin en büyük risk ise petrol fiyatlarında yaşanan sert düşüşlerdir (Türkiye Mütcaahhitler Birliği; 2015, ss.1-3.).

Tablo 16'ya göre son üç yıla ait reel büyüme oranları beklentilerin altında daha az bir eğilimde toparlanma gerçekleşmiştir. GÜ'de küresel krizin etkileri sonucu daha az bir büyüme performansı gözükürken GOÜ'de büyüme oranı daha yüksek oranlarda gerçekleşmiştir. Tüm bu etkiler inşaat sektörüne olan sermaye yatırımlarının da olumsuz gerçekleşmesine neden olmaktadır (Göksun Şat Sezgin ve Aşarkaya 2015, s.11.).

Tablo 16. Dünya İnşaat Sektörü

Küresel Ekonomik Aktivite	2013	2014	2015
Reel Büyüme (%)			
Global	3,4	3,4	3,5
Gelişmiş Ülkeler	1,4	1,8	2,4
ABD	2,2	2,4	3,1
EURO Alanı	-0,5	0,9	1,5
Japonya	1,6	-0,1	1,0
Gelişmekte olan Ülkeler	5,0	4,6	4,3
Ticaret Hacmindeki Değişim (%)	3,5	3,4	3,7
Enflasyon (%)			
Gelişmiş Ülkeler	1,4	1,4	0,4
Gelişmekte Olan Ülkeler	5,9	5,1	5,4

Kaynak: (Göksun Şat Sezgin ve Aşarkaya 2015, s.11)

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. TÜRKİYE'DE FAALİYET GÖSTEREN ÇOK ULUSLU BİR İŞLETME ÜZERİNE KARŞILAŞTIRMALI ANALİZ

Merkezi yurtdışında olup uluslararası lider konumunda olan bir çimento grubunun Türkiye'de ki çimento fabrikalarından birinde yapmış olduğu gerçek bir yatırımın, rakamları değiştirilerek oluşturulan örnek bir çalışmadır. Gelişmiş Avrupa Ülkelerinden birine ait olan bu çok uluslu işletme, Türkiye çimento sektörüne ise özelleştirme kapsamında yapmış olduğu doğrudan yabancı yatırım sonucu giren ilk şirkettir. Şirket yapacağı yatırım projelerinde karar verirken EVA yöntemini kullanmaktadır. Bu çalışmada kullanılacak örnek yatırım projesi, paranın zaman değerini göz önünde bulunduran yöntemlere göre hesaplaması yapılacaktır. Ayrıca bulunan bu tutarların karşılaştırması yapılarak farklılıkları ortaya konulmaktadır.

4.1. Çimento Sektörüne Genel Bakış ve Güncel Sektör Raporu

Çimento sektörü yapmış olduğu faaliyetler ve yapısı gereği inşaat sektörüne bağlı olarak büyümekte ve gelişmektedir. Ülkemizde ise kentsel dönüşüm ve altyapı faaliyetlerine dayalı olarak büyüme göstermektedir. Sektörde yer alan şirketlerin beklentileri, son dönemlerde özellikle devletin yapmış olduğu büyük alt yapı faaliyetlerine dayalı olarak artış göstermektedir. İleri günlerde üçüncü havaalanı, üçüncü köprü, kentsel dönüşüm ve çeşitli altyapı projeleri planlanmakta ve bu planlardan faaliyete geçmiş durumda olanlarda olup çimento talebinin yükselmesinde çok büyük katkı sağlamaktadır.

Çimento üretiminin dünyada dağılımına bakıldığında ilk beş sıralamayı Çin, Hindistan, ABD, İran ve Türkiye oluşturmaktadır. Global çimento tüketiminde Batı Avrupa %6, Orta ve Doğu Avrupa %3, Kuzey Amerika %3, Güney ve Orta Amerika %4, Afrika %5, Hindistan %8, Orta Doğu %5, Güney Asya %5, Kuzey Asya %60 ve Avustralya %1 pay almaktadır.

Türkiye'de çimento üretiminin en fazla yapıldığı bölge Marmara Bölgesi olup bu bölgede Akçanca, Aslan Çimento, Bolu Çimento, Limak ve Nuh Çimento faaliyet göstermektedir. Çimento üretiminin iç pazardaki yüzdesel dağılımına

bakıldığında %23 Marmara Bölgesi, %18 İç Anadolu ve %16 Akdeniz Bölgesi yer almaktadır.

TC Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından yayınlanmış olan 2013/2 Çimento Sektör Raporunda yer alan Çimento Sektörünün 2013–2023 projeksiyonlarına göre 2023 yılında çimento üretiminin 99,8 milyon tona ve tüketiminin ise 78,9 milyon tona ulaşacağı tahmin edilmektedir.

Türkiye çimento sektöründe büyümeyi destekleyebilecek gelişmeler;

- i. Enerji ve yakıt maliyetlerinin azalması
- ii. Devam eden yatırım projeleri
- iii. Olumlu hava koşulları (Çimento sektörü mevsime göre faaliyet gösterdiği için çok önemli bir faktördür)
- iv. 2015 yılı genel seçimleri (Seçim dolayısı ile kamu altyapı projelerinde canlılığın devam etmesine yönelik beklenti)

Sektörde beklenen yatırım projeleri;

- i. Üçüncü köprü
- ii. Üçüncü havaalanı
- iii. Kentsel dönüşüm projeleri
- iv. Kanal İstanbul Projesi
- v. Kuzey Marmara otoyolu
- vi. Baraj projeleri
- vii. İstanbul metro projeleri

Çimento sektöründe oluşabilecek olası riskler;

- i. Konut sektöründe yeniden balon oluşması
- ii. Faizlerde oluşabilecek artışlar ve konut kredisine olan talebin düşmesi
- iii. Hammadde (kalker, kil, tras, mam) fiyatlarının artma ihtimali
- iv. Büyük çaplı altyapı projelerinde finansman sıkıntısı yaşanma ihtimali
- v. Irak ve Rusya’da yaşanan jeopolitik ve ekonomik risklerden dolayı yapılan ihracata olumsuz yansımaları

Sonuç olarak çimento sektörü 2015 yılında iç talebe bağlı olarak %4,50'nin üzerinde bir büyüme beklenmektedir. Bu büyüme oranına göre sektör gelecek için umut vaat etmektedir ve çimento sektör hisselerinden 16 tanesi Borsa İstanbul Endeksinde işlem görmektedir (ATIG Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2015).

4.2. Çimento Sektöründe Yapılan Yatırım Faaliyetleri, Çeşitleri, Değerleme Ölçütleri ve Yatırım Trendleri

Türk çimento sektörünün karşılaşmış olduğu her türlü sorunları çözmeyi amaç edinmiş ve sektör faaliyetlerini yöneten birlik Türkiye Çimento Müstahsilleri Birliği (TÇMB) olup 1957 yılında Çimento Müstahsilleri Birliği olarak kurulmuştur. Birlik daha sonra 13 Kasım 1975 tarih ve 7/10930 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile "Türkiye" ön adını alarak Türkiye Çimento Müstahsilleri Birliği (TÇMB) olarak isim değiştirmiştir. TÇMB, faaliyetlerini idari, teknik ve eğitim (ulusal ve uluslararası eğitimler) alanında da sürdürmektedir. Aynı zamanda Avrupa Çimento Birliği'nin (CEMBUREAU) üyesi olup tüm uluslararası ilişkileri de yürütmektedir. Bunun yanında kendisine bağlı olan AR-GE enstitüsü ile sektörün ihtiyacı olan inceleme, analiz ve araştırma faaliyetlerini yerine getirmektedir. TÇMB, çimento sektörü ile ilgili uluslararası seminer, konferanslar ve sempozyumlar vererek kamu kurum ve kuruluşları ile kamuoyunun çimento ürünleri ve ilgili ürünler konusunda bilgilendirme yapmaktadır. Türkiye'de şuan 18 öğütme paketleme tesisi, 40 entegre çimento fabrikası (32'si TÇMB üyesi) olmak üzere toplam 58 çimento üreticisi kuruluş faaliyet göstermektedir. 2004 yılında 5 adet yatırım izni ve teşvik belgesi verilmiştir. 1986 yılında başlayan özelleştirme kapsamı ile Türkiye, yabancı yatırımcıları ülkeye çekmiştir. İlk yabancı yatırım Fransız şirketi olan Lafarge Grubu ile başlamıştır. Beraberinde İtalya ve Belçika sermayesinin katılımı ile yatırımlar devam etmiştir. Şuan sektörde, yabancı sermayenin payı %25 civarındadır. Bu özelleştirme sonucu yabancı yatırımcılar, sektörde maliyetleri azaltacak şekilde büyük çaplı modernizasyon, iyileştirme, genişletme, kapasite arttırımı, entegre tesis, çevre yatırımı vb yatırımlar yapmışlardır ve halen devam etmektedir (Dünya İnşaat Dergisi 2015).

Çimento sektöründe yapılan yatırımlar şunlardır;

Trakya Çimento Fabrikası A.Ş.; 1997-1998-1999 yılında yoğun yatırım programları ile 2. hat prekalsinasyon ve modernizasyonu tamamlamış, bilgisayar destekli proses otomasyonu ve kalite kontrol otomasyonu kurmuştur. 29.488 metrekaresi kapalı alan olmak üzere toplam 313.861 metrekaresel bir alan üzerine kurulmuştur (Çimento Endüstrisi İşveren Sendikası - ÇEİS 2015).

Bursa Çimento Fabrikası A.Ş.; Paketleme Tesisi Döner Kantar, Çelik Silo ve Depo Çadır Yatırımı/Laboratuar Otomasyon Sisteminin Yenilenmesi ve Modernizasyonu Yatırımı /Gelişen Teknolojiye Uyum ve Verimliliğin Arttırılmasına Yönelik İdame Yatırımları (2014), Atık Isıdan Elektrik Enerji Tesisi Yatırımı (2010 - 2013), Atıktan Türetilmiş Yakıt Tesisi Yatırımı (ATY – 2010/Ekim 2011), Elektro Filtrelerinin Torbalı Filtreye Dönüştürülmesi Yatırımı (ESP/2009-2012), Hazır beton Tesis Yatırımı /Baca gazı Emisyon Analiz Cihazı Yatırımı/Döner Fırınlar ve Çimento Değirmen Yatırımları/Vibrasyon Ölçüm Cihazı Yatırımı (2010) (Bursa Çimento Fabrikası A.Ş - Yatırımlar 2015).

Lafarge Çimento Grubu; Fransız şirketi olan Lafarge, Türkiye ile ilk ilişkileri yetmişli yıllarda Çitosan ile mühendislik seviyesinde kurmuştur. Türkiye 1984 yılında çimento fabrikalarını özelleştirmeye başlamıştır. İlk özelleştirdiği tesis ise 1910 yılında Türkiye'nin ilk çimento fabrikası olan Darıca'da ki Aslan Çimento Fabrikasıdır. Lafarge, 1989 yılında doğrudan yabancı yatırım ile Aslan çimento Fabrikasını Grubuna katarak Türkiye çimento sektörüne giren ilk yabancı sermayeli yatırımdır. 1992 yılında Ereğli Çimento, 1994 yılında ise Yibitaş Holding ile %50 ortaklıkla Yibitaş Lafarge Orta Anadolu Çimento AŞ (YLOAÇ) bünyesine katmıştır. YLOAÇ grubunda Sivas, Çorum, Yozgat Çimento fabrikaları ile Samsun, Nevşehir ve Hasanoğlan öğütme tesisleri ve hazır beton ve agrega tesislerinden oluşmaktadır. Lafarge, Şubat 2007 yılında YLOAÇ grubunu dünya sekizincisi olan CİMPOR'a satmıştır. 2008 yılında ise Orascom Çimento Grubunu satın almıştır. Van Çimento fabrikası Orascom bünyesinde olup bu satın alma ile Lafarge'ye geçmiştir. 2009 yılında Aslan Çimento'yu OYAK grubuna, Van çimento ise Aşkale çimento Grubuna ve 2015 yılında ise Ereğli Çimento'yu Sanko Holding'e satarak Türkiye çimento sektöründen çıkmıştır (Çimento A.Ş. Ereğli 2015).

CİMPOR Grubu; CİMPOR Aralık 2007 yılında yapmış olduğu anlaşma ile Türkiye’de bulunan YLOAÇ (Çorum, Yozgat, Sivas çimento fabrikaları ve Samsun, Nevşehir Hasanoğlan öğütme tesisi) grubunu 535 milyon EUR’ra dünya devi olan Lafarge Çimento grubu satın almıştır. Bunun yanında Türkiye çimento sektöründe büyümek ve rekabet gücünü arttırmak için Ankara Hasanoğlan öğütme tesisine 100 milyon EUR’lık klinker yatırımı yapma kararı almıştır. Bu yatırım 2009 yılında tamamlanmış olup Hasanoğlan öğütme tesisini 1.000 ton fırın kapasiteli çimento fabrikası haline getirmiştir. Bu sayede klinkerde dışarıya olan bağımlılığını ortadan kaldırarak tüm klinker ihtiyacını kendisi üretir hale gelmiştir (Munyar 2007).

Votorantim Çimento Grubu; Votorantin 21 Aralık 2012 yılında Cimpor Çimento grubunda yer alan 7 ülkedeki (İspanya, Türkiye, Fas, Tunus, Hindistan, Peru ve Çin) varlıklarını satın almıştır. 24 ülkede faaliyet gösteren şirket bu alım ile birlikte Türkiye çimento, beton ve agrega sektörüne girmiştir. Sektördeki sürdürülebilirliği sağlamak için en büyük çimento şirketlerini bir araya getiren ve global bir forum olan Çimento Sürdürülebilirlik Girişimi (CSI)2nin kurucularından birisidir. Ayrıca sürdürülebilir kalkınma ve şirket öncelikleri çerçevesinde, gelişen teknolojileri kullanarak yatırımlarını planlamakta ve uygulamaktadır. Planlanan büyük yatırımlar, Votorantim teknik Merkezi ile beraber çalışılarak uygulamaya geçirilmektedir. Yapmış olduğu yatırımlar ise; Çevre yatırımları, İş Sağlığı ve İş Güvenliği ile ilgili yatırımlar, Müşteri memnuniyeti amaçlı yatırımlar, Klinker üretimi ve çimento öğütme kapasite artırımı kapsamındaki yatırımlar, Teknik Performansların iyileştirilmesi kapsamındaki yatırımlar, Alternatif Yakıt Kullanma kapsamındaki yatırımlar (Votorantim Çimento Grubu 2015).

Akçansa Grubu - SABANCI; Türkiye’nin lider yapı malzemeleri şirketi olan Akçanca 29 Mayıs 2013 temeli atılan 3. Boğaz Köprüsü projesi için özel beton ve çimento üretmiştir. Üretmiş olduğu çimento, her türlü fiziksel ve kimyasal etkiye dayanıklı ve proje ömrü 100 yıl ve üzeri olan betonu yapma özelliğine sahiptir. 2014 yılında yapmış olduğu konsolide yatırım harcamaları ise 113,7 milyon TL’dir.

Büyükçekmece Fabrikasında; Türkiye’deki çimento fabrikalarında bir ilk olan İş Sağlığı ve Güvenliği Eğitim Merkezi yatırımı (2014), Kömür stok sahası ve hammadde stok sahasının tamamen kapatılması yatırımı (2014 – 2015), 2 ve 3 no.lu

klinker üretim hatlarındaki baca gazı fanlarının değişimi yatırımı (2014), Fabrikanın hammadde giriş kapısının değişimi yatırımı (2014), sisteminin yenilenmesi yatırımı 2014, Personel giriş kapısına LED bilgilendirme ekranı konma yatırımı (2014), SLC Tip Kalsinatör' de Atıktan Türetilmiş Yakıt ve Endüstriyel Plastiklerin Yakılması ile kömür Kullanımının Azaltılması Projesi (2014), 2 no.lu klinker üretim hattında fırın giriş sızdırmazlık arıtma çamurunun ek yakıt olarak kullanılması projesi (2011 – 2012), çimento torbalama sistemi yatırımı 2012, elektro filtrelerin torbalı filtrelere dönüştürülmesi projeleri, Çatalca taş ocaklarının çıkışında otomatik yıkama sistemi yatırımı, 1 ve 2 no.lu çimento öğütme değirmenlerinde kapasite arttırmaya yönelik yatırımlar, alternatif yakıt besleme sisteminin modifiye edilmesi ve ilave yama kapasitesi ile ilgili yatırım, klinker stok hollerinden ve yükleme noktasında kaynaklanan problemlerden dolayı yapılan yatırım projeleri bulunmaktadır.

Çanakkale Fabrikasında; İş Sağlığı ve Güvenliği Akademisi yatırımı (2014), 1.Hat soğutma sisteminin yeni nesil Polytrack tipi soğutmayla yenilemesi yatırımı (2014), Kulede siklonlar, 1 no'lu klinker üretim hattındaki elektro filtrelerin torbalı filtreye dönüştürülmesi projesi, alternatif yakıt besleme yatırımı, yenilenebilir enerji yatırımları projesi 2011, atı, intikal ve rampa modifiye yatırımı (2014), Fırın ITECA tipi sızdırmazlık ile değiştirme yatırımı (2014), 1 ve 2 Fırın alev borularının Novaflam alev boruları ile değiştirme yatırımı (2014), Yeni Tip (ASTM C-150 TYPE I-II/Low Alkali)Çimento üretimi deneme amaçlı gerçekleştirilmesi (2014) , Isı geri kazanımı enerji santrali projesi 2011, Liman tesislerindeki mevcut iskelenin uzatılması yatırımı yapılmıştır.

Ladik Fabrikasında; Çimento değirmenlerinin ikinci kamaralarında modifikasyon yatırımı (2014), 154 kV Enerji nakil hattı ve Salt Tesisi kurulum yatırımı (2014), Elektro Filtre olan proses filtreleri yerine tornalı filtre yatırımı (2014), Kapalı kömür stok holü yatırımı(2014), Otomatik Silobus 2011 yıkama sistemi kurulum yatırımı (2014), Otomatik Kamyon lastiği yıkama sistemi kurulum yatırımı (2014), 2015 yılı ikinci yarısında İş Güvenliği Eğitim Merkezi yapılması ile ilgili yatırım planlaması, Baca gazı fanı ve kömür dozajlama sistemi yatırımı (2011), Ladik TEİAŞ besleme trafosunda bara ayırımı yapılarak enerji kalitesi iyileştirme

yatırımı, Kömür Değirmeni sıcak hava fanı yatırımı yapılmıştır (AKÇANCA; 2014, S.17) (AKÇANSA 2013, s.25.) (AKÇANSA 2012, s.23.).

Limak Çimento Grubu; 2008 yılında Bitlis, 2009 yılında Mardin Çimento, 2011 yılında Set-Italcement ait Ankara, Balıkesir, Trakya ve Ambarlı bulunan dört çimento fabrikası ve 12 hazır beton tesisini bünyesine almıştır.

Limak Çimento 2013 Yatırımları; Limak Trakya Çimento’da, 2012 yılında başlayan ve 2014 yılında tamamlanması hedeflenen mevcut hattın kapasite artırımı ve yeni üretim hattı yatırımı 2013 yılı boyunca hızla devam etmiştir. Balıkesir Çimento Fabrikası’nda, yine 2012 yılında başlayıp bu faaliyet yılında da devam eden kapasite artışı yatırım faaliyetleri. Ege Çimento, 02.04.2013 tarihinde satın alınarak Grup bünyesine dâhil edilmiştir. Balıkesir Fabrikası ile Ege Bölgesi’nde mineral katkı içeriği ile çevreye duyarlı ve yüksek beton performansı özelliklerine sahip LİMAK CEM-PLUS+ patentli özel ürün lansmanı yapılarak Temmuz 2013’te piyasaya sürülmüştür. Ayrıca Ankara Çimento ve Doğu Grubu fabrikalarında üretilmesi planlanan yeni bir ürünün ARGE çalışmaları da tamamlanma aşamasındadır (Limak Çimento Grubu; 2013, ss.95-96).

Limak Çimento 2014 Yatırımları; Trakya Çimento’da başlatılan prekalsinasyon ve yeni hat yatırımları 2014 yılı içerisinde tamamlanmıştır. Balıkesir Çimento’da modernizasyon ve kapasite artırma çalışmalarının 2015 yılının ilk çeyreğinde tamamlanması planlanmaktadır. Yeni Limak Ankara Entegre Çimento Fabrikası için EPC kontratı imzalanmıştır. Proje çalışmaları ve finansman süreci devam etmekte olan yatırımın, 2016 yılında devreye girmesi hedeflenmektedir. Uluslararası pazarlarda söz sahibi olmak için Afrika kıtasında, Fildişi ve Mozambik’te olmak üzere iki yeni öğütme paketleme tesisi kurmayı hedefleyen grup, bu amaçla her iki ülkede de Ortaklık Anlaşmalarını tamamlamıştır. Yatırımların 2016 yılı başına kadar gerçekleştirilmesi planlanmaktadır. Kilis’te BİMS Üretim Tesisi kurma kararı alınmış olup fizibilite çalışmaları yapılarak 2014 yılı içerisinde yatırım faaliyetleri başlatılmıştır. Tesisin 2015 yılında devreye alınması planlanmaktadır. Limak-Cem Plus+mineral katkılı ürününü piyasaya sürmüş olup, hâlihazırda 3 fabrikada üretimini yapmaktadır (Limak Çimento Grubu 2014, ss.55-56).

ÇİMENTAŞ A.Ş; Endüstriyel atık düzenli depolama sahasına yönelik yatırımlar(2012), evsel atık yönetimi yatırımı (2012), çevre ve modernizasyon yatırımları (2012), RDF/SRF besleme ve klor by-pass yatırımı (2012), İzmir ve Trakya tesisinde atık analiz laboratuvarı yatırımı, İzmir tesisinde 2 fırın için elektro filtrenin torbalı filtrelere dönüşümü yatırımı (2011-2012), kömür vincinin etrafının kapatılması yatırımı (2012, kapalı kömür stok holü yatırımı (2012) yapılmıştır. 2013 yılında, İdame ve yenileme yatırımları, 4 fabrikada su kirliliği kontrolü yönetmeliği gereği yapılan yatırımlar, İzmir fabrikasında 1 numaralı kömür dozlama sistemi ve modernizasyon yatırımı, Trakya, Kars ve Elazığ tesislerinde kapalı klinker stok holü yatırımları yapılmıştır. 2014 yılında, İdame ve yenileme yatırımları, Kars ve Elazığ fabrikalarında, EU normlarına uygun torbalı filtre yatırımı, İzmir tesisinde, 1 fırın ve 6 numaralı çimento değirmeni modernleştirme yatırımı, İzmir fabrikasında, kömür stok holü kapatılması projesi, Trakya ve Kars fabrikalarında, kapalı klinker stok holü yatırımları, 4 fabrikasında yüzey suları toplama projeleri yapılmıştır. 2015 yılı yatırımları İş sağlığı güvenliği ve çevre ağırlıklı olacaktır (ÇİMENTAŞ 2012, s.17.) (ÇİMENTAŞ 2013, s.19.) (ÇİMENTAŞ 2014, s.17.).

ÇİMSA Çimento Grubu; Modernizasyon ve yenileme yatırımları (2011), yurtdışında Alicante (İspanya) terminal yatırımı projesi (2011), sürdürülebilirlik ve çevre yatırımları (2011), Mersin fabrikasında, atık fırın gazlarından elektrik üretimi tesisi, Eskişehir fabrikasında, 2. üretim hattında atık besleme ve atık enerji geri kazanım yatırımı, Mersin’de, kalsinatörlerden OTL besleme sistemi, Mersin ve Eskişehir’de farın/fırın elektro filtrelerinin torbalı filtrelere dönüşümü ve ilave tozsuzlaştırma sistemleri yatırım projeleri yapılmıştır. Mersin fabrikasında, atık gazdan elektrik üretimi tesisi (2012), Kayseri fabrikasında, farın/fırın elektro filtrelerinin torbalı filtrelere dönüşüm yatırımı, Eskişehir fabrikasında, beton yol projesi ve tozsuzlaştırma yatırımı (2012) (ÇİMSA Çimento Grubu 2012, ss.36-37.) (ÇİMSA Çimento Grubu 2013, ss.32-33.).

OYAK Çimento Grubu; Aslan Çimento A.Ş; 2010 yılında yapılan yatırımlar, çevreye duyarlılık kapsamında gerçekleştirilen ve planlanan yatırımlar, Online emisyon izleme sistemi, alternatif enerji kaynaklarının kullanımını destekleyici projeler (ömrünü tamamlamış lastik yakma tesisi, kurutulmuş çamur yakma tesisi,

atıktan türetilmiş yakıt hazırlama tesisi)- 2011,2012 yılında yapılan yatırımlar, atıktan türetilmiş yakıt (ATY) hazırlama tesisi hayata geçirilmiştir. Hava kalitesinin korunmasına ilişkin yasal düzenlemelerle uyumlu fırın /farin değirmenleri için torbalı filtrenin devreye alınmıştır. Çevre mevzuatına uygun fırın bacaları ile ilgili yatırımlar, kömür depolama sahası yatırımı, enerji kullanımı verimliliğini arttırmaya yönelik yatırımlar ve müşteri memnuniyeti ile ilgili yatırımlar, modernizasyon ve çevreye yönelik yatırımlar devam etmektedir. 2013 yılında başlayan baca gazı atık ısısından elektrik üretimi yatırımı 2014 yılında tamamlanmış ve faaliyete geçmiştir. Fabrikaya alternatif yol projesi 2014 yılında tamamlanmış ve kullanıma açılmıştır. Alternatif yakıt kullanımımızı desteklemek amacıyla altyapı sistemlerinin proje ve uygulamalarına devam edilmiştir. 2015 İlk altı aylık dönemde klinker soğutma yenilenmesi, lastik doğrama tesisi ve hammadde stok holünün güçlendirilmesi ile ilgili yatırımlar yapılmıştır (OYAK Aslan Çimento A.Ş 2012) (OYAK Aslan Çimento A.Ş 2013) (OYAK Aslan Çimento A.Ş 2014) (OYAK Aslan Çimento A.Ş; 2015).

Adana Çimento A.Ş; 2013 yılında, atıktan türetilmiş yakıt (ATY) hazırlama ve besleme sistemi yatırımı, güneş enerji sistemi kurulum yatırımı, 4. döner fırın sistem torbalı filtresi yatırımı, iş sağlığı ve güvenliği ile ilgili yatırımlar, hazır beton araç ve gereç alımı yatırımı, döner fırınlar için refrakter temini yatırımı, atık laboratuvarı kurulum yatırımı, cüruf yükleme istasyonu yatırımı, Ar-ge laboratuvarı kurulum yatırımı yapılmaktadır. 2014 yılında, Arazi ve bina satın alınması , Yakma Ünitelerinin Doğalgazlı Sisteme Dönüştürülme yatırımı, 4.Döner Fırın Torbalı Filtre yatırımı, İsk-2 Tesisi Akışkan Yataklı Kömür Kazanı yatırımı, 4.Döner Fırın Klinker Soğutma yatırımı, İskenderun Tesisi Sling-Bag Kapalı Stok Alanı yatırımı, Paketleme Ünitelerinin Modernizasyonu yatırımı, 154 kV Trafo Düzenlemesi yatırımı, İş Sağlığı ve Güvenliği Kapsamında Yapılan yatırımlar, Sevkiyat Yönetim Sistemi yatırımı, 3.Döner Fırından 4.Çimento Değirmenine Sıcak Gaz Hattı Çekilmesi yatırımı, Güneş Enerji Santrali 1MWp projesi yapmıştır. 2015 yılında verimlilik sağlayıcı ve kapasite arttırıcı yatırımlara devam edilmiştir. Yakma Ünitelerinin Doğalgazlı Sisteme Dönüştürülmesi yatırımı, 4.Döner Fırın Torbalı Filtre Dönüşümü yatırımı, 4.Döner Fırın Klinker Soğutma yatırımı, 3 ve 4.Döner Fırınlara NOx İndirgeme Sistemi yatırımı, Sevkiyat Yönetim Sistemi yatırımı,

İnsansız Torba Yükleme Sistemi yatırımı, Paketleme Ünitelerinin Modernizasyonu yatırımı, İsk-1 ve 2 Tesisi Akışkan Yataklı Sıcak Hava Ocağı yatırımlarına devam edilmiştir (OYAK Adana Çimento A.Ş 2013, s.5.) (OYAK Adana Çimento A.Ş 2014, s.11.) (OYAK Adana Çimento A.Ş 2015, s.10.).

Bolu Çimento A.Ş; 2013 yılında, atık ısı enerji santrali yatırımı, klinker stok holü yatırımı, alternatif yakıt kullanımı (ATY) hazırlama tesisi yatırımı yapmıştır. 2014 yılında, Ankara Fırın Yatırımı, Atık Isı Enerji Santrali Yatırımı, Klinker Stok holü Yatırımı, Merkez Fabrika Değirmen Yatırımı yapılmıştır. 2015 yılında, Ankara Fırın Yatırımı ve Merkez Fabrika Değirmen Yatırımı devam etmiştir (OYAK Bolu Çimento A.Ş 2013, s.5.) (OYAK Bolu Çimento A.Ş; 2014, s.8.) (OYAK Bolu Çimento A.Ş 2015, s.5.).

Mardin Çimento A.Ş; Yapımına 05/04/2012 yılında başlanan 154 kV' lık Şalt Tesisi yatırımı 19/07/2013 tarihinde devreye alınmıştır. 01/01/2014–31/12/2014 döneminde II.Döner Fırın Torbalı Sistem Filtresi Torbalı filtre, mekanik ve elektrik işleri tamamlanarak 13 Ekim 2014 tarihinde devreye alınmıştır. Ayrıca II.Döner Fırın Klinker Soğutma Yatırımı mekanik ve elektrik montajları tamamlanarak 13 Ekim 2014 tarihinde devreye alınmıştır. 2015'de önemli bir yatırım gerçekleşmemiştir (OYAK Mardin Çimento A.Ş 2013, s.26.) (OYAK Mardin Çimento A.Ş 2014, s.11.).

Ünye Çimento A.Ş; 2013 yılında, Atıktan Türetilmiş Yakıt (ATY) Kurutma Tesisi yatırımı, Adet 2400 Ton Kapasiteli Çimento Silosu ve Müştemilatının Kurulum yatırımı yapılmıştır. Bu yatırımlar 2014 yılında da devam etmiştir. 2015 yılında Sevk Otomasyon ve Dökme Çimento Dolum İstasyonu, Azot Gazları (NOx) indirgeme Tesisi (SNCR) (OYAK Ünye Çimento A.Ş 2013, s.6.) (A.Ş, OYAK Ünye Çimento 2014, s.10.) (OYAK Ünye Çimento A.Ş; 2015).

Yukarıdaki şirketlerin yapmış olduğu yatırımlara bakıldığında yatırım faaliyet çeşitleri ve yatırım trendleri şunlardır;

- i. Teknolojik gelişmeye ve piyasada var olmak için yapılan modernizasyon, yenileme, genişletme, iyileştirme ve geliştirme yatırımları
- ii. Kapasite arttırımı ve ilave tesis yatırımları

- iii. Sosyal sorumluluk kapsamında yapılan çevre yatırımları
- iv. Maliyet düşürücü alternatif yakıt sistemi ve enerji tasarrufu yatırımları
- v. Müşteri memnuniyetine yönelik yatırımlar
- vi. Arazi, Arsa, Bina, Binek oto ve Demirbaş gibi yatırımlar
- vii. AR-GE ve Proses yatırımları
- viii. Tüm dünyada birinci öncelik olan İş sağlığı ve güvenliği yatırımları
- ix. Yeni tesis ve üretim hattı ile ilgili büyük çaplı yatırımlar
- x. Altyapı yatırımları
- xi. Çalışan personele özgü sosyal amaçlı yapılan yatırımlar
- xii. Tüm bunların dışında yapılan birçok küçük çaplı idame yatırımlar

4.3. Uluslararası Bir Çimento Şirketinin Türkiye’deki Bir Çimento Fabrikasında Yapmış Olduğu Çimento Değirmeni Yatırımı

Örnek uygulamada kullanılan şirket, özelleştirme kapsamında doğrudan yabancı yatırım ile dünyanın lideri ve çok uluslu bir şirkete satılmıştır. Şirket Türkiye piyasasına girer girmez yapmış olduğu dev yatırımlar ile sürekli kendini yenileyerek piyasada söz sahibi olmuştur. Yapılacak uygulama ise şirketin Anadolu’da faaliyet gösteren çimento fabrikasında yapılan gerçek bir yatırım projesi olup rakamları değiştirilerek örnek bir çalışma şekline getirilmiştir. Tüm çözümler çimento sektörünün yapmış olduğu hesaplama teknikleri baz alınarak ve yatırım hesaplama teknikleri kullanılarak yapılmıştır. Örnek çalışmada paranın zaman değerini dikkate alan yöntemler kullanılarak hesaplamalar yapılmaktadır. Çıkan sonuçlara göre karşılaştırmalı olarak analiz yapılmaktadır.

Ayrıca örneği kullanılan şirket Türkiye ve dünyadaki tüm şirketler grubunda yatırım hesaplama tekniği olarak “Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemi“ kullanmaktadır. Yatırım faaliyetleri ile sorumlu personeli ise, EVA eğitimleri almış olup EVA sertifikasına sahiptir. Yapmak istediğini bir yatırım projesinde yatırım ekibi ile EVA yöntemine göre hesaplamasını yapıp çıkan sonuca göre karar vermektedir.

Ayrıca örnek uygulamadaki şirket 2015 yılında 140 milyon euro (420 milyon) yatırımla fabrikasının kapasitesini 0,5 milyon tondan 1,8 milyon tona çıkaracaktır. Bu yatırım tesisin bugüne kadar gördüğü en büyük yatırım projesi olacaktır.

Örnek Uygulama;

Yıllık satış miktarı 500.000 ton olan bir çimento fabrikasında iki adet çimento değirmeni açık devre olarak çalışmakta ve saatte $48+17=65$ ton/h CC/CK (Çimento/Klinker) oranı 1.30 olan KÇ (Katkılı Çimento) 32.5 tipi çimento üretmektedir. Fabrika yönetimi TÇ (Traslı Çimento) 32.5 tipi çimento üreterek katkı oranını CC/CK =1.50 ye çıkarmayı ve üretim kapasitesini 75 ton/h'e yükseltmeyi istemektedir.

Yapılan mühendislik çalışmaları sonucunda iki değirmeni bir adet seperatörle kapalı devre haline dönüştürerek bu amaçlara ulaşılacağı düşünülmektedir. Ayrıca istenirse dönüşümden sonra küçük değirmen yine bağımsız olarak açık devre çalıştırılıp bir başka tip çimento üretmeye devam edebilecektir. Proje için 2,4 MUSD (Milyon Dolar) harcanacaktır. Amortisman süresi 10 yıldır. Yıllık yatırım maliyetinin %11 ve yıllık indirim oranının % 9 olduğu varsayılmaktadır. Vergi oranı % 20'dir.

Klinker fiyatının 24 USD/ton, katkı maliyetinin 10 USD/ton ve çimento satış fiyatının 42 USD/ton olduğu düşünülürse projenin yaratacağı katma değeri Paranın Zaman Değerini Dikkate Alan Yöntemlere göre hesaplayınız.

- i. İç Getiri Oranı (IRR) Yöntemi
- ii. Düzeltilmiş İç Getiri Oranı (MIRR) Yöntemi
- iii. Kârlılık Endeksi (PI) - Fayda Maliyet Oranı Yöntemi
- iv. Net Bugünkü Değer (NPV) Yöntemi
- v. Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemi

4.3.1.Yatırım Projesinin Konusu, Amacı ve Bütçesi

Yatırımın Konusu : Bir çimento fabrikasında çimento değirmeni yatırımı

Amaç : Üretilen çimento tipini değiştirerek KÇ (Katkılı Çimento) tipi çimento yerine TÇ (Traslı Çimento) 32.5 tipi çimento üreterek katkı oranını CC/CK=1.30 dan 1.50 ye çıkarmak ve üretim kapasitesini 65 ton/h'ten 75 ton/h'e yükseltmek.

Bütçe : 2,4 MUSD harcama planlanmaktadır.

4.3.2. Firmanın Türkiye'deki Fabrikasına Ait Teşvik Kapsamı

Atık baca gazı ısısından elektrik enerji üretimi ile ilgili olarak yatırım teşvik belgesi bulunmaktadır. Teşvik belgesine göre gümrük vergisi muafiyeti, faiz desteği, sigorta primi işveren hissesi desteği, indirimli vergi oranı ve KDV istisnasından yararlanılmaktadır. 5510 sayılı SGK kanunu çerçevesinde Sosyal Sigortalar Kurumu (SSK) primlerinden %5 indirim alınmaktadır.

4.3.3. Bu Yatırım Sonucu Şirketin Türkiye'deki Fabrikası İçin Kazanımları ve Kendisine Olan Yansıması

- i. Üretilen çimento tipini değiştirerek KÇ (Katkılı Çimento) tipi çimento yerine TÇ (Traslı Çimento) 32.5 tipi çimento üreterek katkı oranını CC/CK=1.30 dan 1.50 ye çıkarmak ve üretim kapasitesini 65 ton/h'ten 75 ton/h'e yükseltmek.
- ii. Ayrıca bu değişimler sonucu maliyetlerini düşürerek tasarruf sağlamaktır. Bu yatırımla şirket yapmış olduğu hesaplamalar sonucu maliyet tasarrufu 700.000 USD hesaplanmıştır.

4.3.4. Paranın Zaman Değerini Göz Önünde Bulunduran Yöntemlere Göre Hesaplanması

Örnek uygulamanın değerlendirilmesinde sermaye bütçelemesi hesaplama yöntemlerinden paranın zaman değerini dikkate alan yöntemler kullanılacaktır.

Paranın zaman değerini dikkate alan yöntemler ise;

- i. İç Getiri Oranı (IRR) Yöntemi
- ii. Düzeltilmiş İç Getiri Oranı (MIRR) Yöntemi

- iii. Kârlılık Endeksi (PI) – Fayda Maliyet Oran Yöntemi
- iv. Net Bugünkü Değer (NPV) Yöntemi
- v. Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemi

Bu çalışmada APV yöntemine göre hesaplama yapılmayacaktır. Çünkü sermaye bütçelemesinde, yerel yatırımlarda hesaplama yöntemleri olarak paranın zaman değerini dikkate alan yöntemler ve paranın zaman değerini dikkate almayan yöntemler kullanılırken uluslararası doğrudan yabancı sermaye yatırımlarda ise düzeltilmiş bugünkü değer (APV) yöntemi kullanılmaktadır. Örnek çalışma çok uluslu bir şirketin Türkiye de faaliyet gösteren bağlı şirketinin kendi yönetim ekibi ile Türkiye'deki fabrikasında yapmaya karar vermiş olduğu bir yatırım faaliyetidir.. Bu yatırım APV hesaplama yöntemine uygun değildir. APV yöntemi, ÇUŞ' in merkezinde karar alınıp kendisine bağlı başka bir ülkedeki şirketinde yapacağı ülkeler arası yatırım projelerinde kullanılmaktadır. Bu tür yatırım faaliyeti çok büyük olduğu için nakit akış tahminleri ve finansman kararları daha karmaşıktır. Bu karmaşık durum karşısında bugüne indirgenecek nakit akış düzeylerinin ve bugüne indirgemede kullanılan iskonto oranının hesaplanmasında APV yöntemi daha etkilidir.

PARAMETRELER

Klinker (Yarı Mamul) Fiyatı (USD/ton) : 24

Katkı Maliyeti (USD/ton) : 10

Kontribüsyon/Katkı payı (USD/ton) : 1,40

Hesaplama Şekli 1:

cc/ck = 1,30 olduğunda çimento maliyeti;

$$24*0,70+10*0,30 = 15,4 + 3 = 19,8 \text{ USD/ton}$$

cc/ck = 1,50 olduğunda çimento maliyeti;

$$24*0,50+10*0,50 = 11 + 5 = 17 \text{ USD/ton}$$

Maliyet tasarrufu = 19,8 USD/t – 17 USD/t = 2,80 USD/ton (2 değirmen için)

Nihai Tasarruf = 2,80 / 2 = 1,40 USD/ton (bir değirmen açık devre çalışarak başka tip çimento üretebileceğinden)

Hesaplama Şekli 2:

Kontribüsyon = (Klinker Fiyatı USD/ton – Katkı Maliyeti USD/ton)

Katkı Maliyeti USD/ton

= (24-10) / 24

= 1,40 USD/ton

Yıllık Satış Miktarı (ton) : 500.000

Maliyet Düşüşü / Tasarruf (USD) : 700.000

Maliyet Tasarrufu = Kontribüsyon * Yıllık Satış Miktarı

= 1,40 USD/ton * 500.000 ton

= 700 USD

Yatırım Tutarı (USD) : 2.400.000

Amortisman Süresi (yıl) : 10

Yıllık Amortisman Tutarı = Yatırım Tutarı / Amortisman Süresi

= 2400 / 10

= 240 (her yıl için)

İskonto Faktörü : %9

Yıllık Yatırım Maliyeti : %11

Yukarıda verilmiş olan parametrelere baz alınarak hesaplamalar yapılmaktadır. Kontribüsyon, maliyet tasarrufu ve amortisman hesaplamaları detaylı gösterilmektedir.

4.3.4.1. İç Getiri Oranı (IRR) Yöntemi İle Hesaplama

İç Getiri Oranı (IRR) yöntemi, nakit giriş ve çıkışlarını birbirine eşitleyen iskonto oranıdır. Bu yöntemde hesaplama yaparken nakit giriş ve çıkışlarını eşleyen iskonto oranı bulunmaya çalışılmaktadır.

Parametreler

Yatırım Harcaması	: 2.400 kUSD
Amortisman Süresi	: 10 Yıl
Amortisman Tutarı	: 240 kUSD/yıl
Elde Edilecek Tasarruf	: 700 kUSD/yıl

$$\begin{aligned}\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr/Zarar} &= \text{Brüt Faaliyet K/Z} - \text{Amortisman Gideri} \\ &= 700 - 240 \\ &= 460 \text{ (1 yıl için)}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Vergi (Nakit Çıkışı)} &= \text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr / Zarar} * \text{Vergi Oranı} \\ &= 460 * \% 20 \\ &= 460 * 0,2 = 92 \text{ (Yıllık)}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Yıllık Net Nakit Girişi ve Çıkışı (USD)} &= \text{Nakit Girişleri} - \text{Nakit Çıkışları} \\ &= 700 - 92 = 608 \text{ (Yıllık)}\end{aligned}$$

Yukarıda yapılan hesaplama ilk yıla ait olup diğer yıllarda aynı şekilde hesaplanmaktadır.

Yıllık net para girişi eşit olan yatırımlarda iç kârlılık oranının hesaplanması aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır. Örnek uygulamada yıllık net para girişi eşittir.

$$C = A \frac{1}{(1+r)^1} + \frac{1}{(1+r)^2} + \frac{1}{(1+r)^3} + \dots + \frac{1}{(1+r)^n}$$

$$C = A \frac{(1+r)^n - 1}{r(1+r)^n}$$

$$2.400 = \frac{608}{(1+IRR)^1} + \frac{608}{(1+IRR)^2} + \frac{608}{(1+IRR)^3} + \frac{608}{(1+IRR)^4} + \frac{608}{(1+IRR)^5} + \frac{608}{(1+IRR)^6} + \frac{608}{(1+IRR)^7} + \frac{608}{(1+IRR)^8} + \frac{608}{(1+IRR)^9} + \frac{608}{(1+IRR)^{10}}$$

$$2.400 = 608 * \frac{(1+IRR)^{10} - 1}{IRR * (1+IRR)^{10}}$$

İç Getiri Oranı (IRR) = %22

İç kârlılık oranını formülde 0,21811036515269 küsurat üzerinden hesaplanınca 2.400 eşit olduğu hesaplanmış oluyor.

$$2400 = 608 * \frac{(1+0,22)^{10} - 1}{0,22 * (1+0,22)^{10}}$$

$$2.400 = 608 * (6,19/1,56)$$

2.400 = 2.400 (Nakit girişi nakit çıkışına %22 IRR ile eşitlenmiştir)

Yapılan yatırımın İç Getiri Oranı (IRR) %22 olarak hesaplanmış olup bu yatırımın şirkete getirisi %22'dir. Şirket bu değer üzerinden diğer hesaplama yöntemlerinden çıkan sonuçları da dikkate alarak karşılaştırma yapıp ona göre yatırım kararı verecektir.

Tablo 17. İç Getiri Oranı (IRR) Yöntemi İle Hesaplama Tablosu

GELİR TABLOSU		Yıl 0	Yıl 1	Yıl 2	Yıl 3	Yıl 4	Yıl 5	Yıl 6	Yıl 7	Yıl 8	Yıl 9	Yıl 10
Tasarruflar (Nakit Girişi)			700	700	700	700	700	700	700	700	700	700
Brüt Faaliyet Kârı/Zararı			700	700	700	700	700	700	700	700	700	700
Amortisman			240	240	240	240	240	240	240	240	240	240
Faiz ve Vergi Öncesi Kâr/Zarar			460	460	460	460	460	460	460	460	460	460
Vergi (Tax)	%20		92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
Yatırım Toplam Tutarı (Nakit Çıkışı)		2400										
Net Nakit Girişleri ve Çıkışı (USD)		-2400	608	608	608	608	608	608	608	608	608	608
İç Getiri Oranı (IRR)		%22										

4.3.4.2. Düzeltilmiş İç Getiri Oranı (MIRR) Yöntemi İle Hesaplama

Düzeltilmiş iç getiri (MIRR) yönteminde hesaplama yapılırken yapılan yatırımın bugünkü değerini, nakit çıkışlarının proje ömrü sonundaki gelecek değerini eşitleyen iskonto oranı bulunmaya çalışılmaktadır.

Parametreler

Yatırım Harcaması : 2.400 kUSD

Amortisman Süresi : 10 Yıl

Amortisman Tutarı : 240 kUSD/yıl

Elde Edilecek Tasarruf : 700 kUSD/yıl

Birikim (İskonto) Faktörü : %9

Faiz ve Vergi Öncesi Kâr/Zarar = Brüt Faaliyet K/Z – Amortisman Gideri

$$= 700 - 240: 460 \text{ (1 yıl için)}$$

Vergi (Nakit Çıkışı) = Faiz ve Vergi Öncesi Kâr /Zarar * Vergi Oranı

$$= 460 * \% 20 = 460 * 0,2 = 92 \text{ (Yıllık)}$$

Net Nakit Girişi ve Çıkışı (USD) = Nakit Girişleri - Nakit Çıkışları

$$= 700 - 92 = 608 \text{ (Yıllık)}$$

Yukarıda yapılan hesaplama ilk yıla ait olup diğer yıllarda aynı şekilde hesaplanmaktadır.

$$\begin{aligned} 2400 * (1 + \text{MIRR})^{10} &= 608(1 + 0,09)^1 + 608(1 + 0,09)^2 + 608(1 + 0,09)^3 + \\ &608(1 + 0,09)^4 + 608(1 + 0,09)^5 + 608(1 + 0,09)^6 + \\ &608(1 + 0,09)^7 + 608(1 + 0,09)^8 + 608(1 + 0,09)^9 + \\ &608(1 + 0,09)^{10} \end{aligned}$$

$$2400 * (1 + \text{MIRR})^{10} = 10.068,66$$

$$(1 + \text{MIRR})^{10} = 10.068,66 / 2.400$$

$$(1 + \text{MIRR})^{10} = 4,1953$$

$$(1 + \text{MIRR}) = 1,15$$

Düzeltilmiş İç Getiri Oranının Bugünkü Değeri (MIRR) : %15

Yapılan yatırımın Düzeltilmiş İç Getiri Oranının Bugünkü Değeri MIRR değeri %15 olarak hesaplanmış olup kârlı bir yatırım olarak gözükmektedir. Şirket bu değer üzerinden diğer hesaplama yöntemlerinden çıkan sonuçları da dikkate alarak karşılaştırma yapıp ona göre yatırım kararı verecektir.

Tablo 18. Düzeltilmiş İç Getiri Oranı (MIRR) Yöntemi İle Hesaplama Tablosu

GELİR TABLOSU		Yıl 0	Yıl 1	Yıl 2	Yıl 3	Yıl 4	Yıl 5	Yıl 6	Yıl 7	Yıl 8	Yıl 9	Yıl 10
Tasarruflar (Nakit Girişi)			700	700	700	700	700	700	700	700	700	700
Brüt Faaliyet Kârı/Zararı			700	700	700	700	700	700	700	700	700	700
Amortisman			240	240	240	240	240	240	240	240	240	240
Faiz ve Vergi Öncesi Kâr/Zarar			460	460	460	460	460	460	460	460	460	460
Vergi (Tax) (Nakit Çıkışı)	%20		92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
Yatırım Toplam Tutarı(Nakit Çıkışı)		2400										
Nakit Girişleri ve Çıkışı		-2400	608	608	608	608	608	608	608	608	608	608
Birikim (İskonto Oranı) Faktörü	%9	1	1,09	1,188	1,295	1,412	1,539	1,677	1,828	1,993	2,172	2,367
Nakit Girişlerinin Gelecekteki Değeri		-2400	663	722	787	858	935	1020	1111	1211	1321	1439
Düzeltilmiş İç Getiri Oranı (MIRR)		%15										

4.3.4.3. Kârlılık Endeksi (PI) - Fayda Maliyet Oran Yöntemi İle Hesaplama

Kârlılık Endeksi (PI) yöntemi projenin ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı nakit girişlerinin net bugünkü değerinin nakit çıkışlarının net bugünkü değerinin yüzde kaç kadar olduğunu ortaya koymaktadır. Bu yöntemle göre hesaplama yapıldığında çıkan sonucun bire eşit veya birden büyük çıkması halinde projenin kârlı bir yatırım olduğu sonucu çıktığından kabul edilmektedir. Fakat birden küçük çıkması halinde ise proje ise yapılacak yatırımdan zarar edileceği sonucu çıkmakta

ve ret kararı verilmektedir. Örnek olayda yapılan hesaplamaya göre PI değeri bir ve birden büyük çıkar ise yapacağımız yatırımın kârlı olduğunu ortaya koyacaktır.

Parametreler

Yatırım Harcaması : 2.400 kUSD

Amortisman Süresi : 10 Yıl

Amortisman Tutarı : 240 kUSD/yıl

Elde Edilecek Tasarruf : 700 kUSD/yıl

İskonto Faktörü : %9

Faiz ve Vergi Öncesi Kar/Zarar = Brüt Faaliyet K/Z – Amortisman Gideri

= 700 – 240: 460 (1 yıl için)

Vergi (Nakit Çıkışı) = Faiz ve Vergi Öncesi Kâr/Zarar * Vergi Oranı

= 460 * % 20

= 460 * 0,2

= 92 (Yıllık)

Yıllık Net Nakit Girişleri ve Çıkışı (USD) = Nakit Girişleri - Nakit Çıkışları

= 700- 92

= 608 (Yıllık)

İskonto faktörü : %9

İskonto Oranı = 1 (başlangıç için 1 alınır) / (1+ İndirim oranı)

= 1/ (1+0,09)

= 0,92 (1 yıl)

$$= 0,92 / (1+0,09)$$

= 0,84 (2 yıl * sonraki yıllarda da aynı yöntem ile hesaplanıyor)

**İskonto Edilmiş Nakit Girişleri ve Çıkışı (USD) = Net Nakit Girişleri ve Çıkışı
* İskonto Oranı**

$$= 608 * 0,92$$

$$= 558 (1 yıl)$$

Yukarıda yapılan hesaplama ilk yıla ait iskonto edilmiş nakit çıkış değeri olup diğer yıllarda aynı şekilde hesaplanmaktadır.

Kârlılık Endeksi (PI)

Kârlılık Endeksi (PI) = İskonto Edilmiş Nakit Giriş Toplamı

Nakit Çıkışı

İskonto Edilmiş Nakit Girişlerinin Toplamı = 558 + 512 + 469 + 431 + 395 + 363 +

$$333 + 305 + 280 + 257$$

$$= 3.902$$

$$= 3.902 / 2.400$$

Kârlılık Endeksi (PI) = 1,63

Yapılan yatırımın PI değeri 1,63 olarak hesaplanmış olup birden büyük çıktığı için bu yatırımın şirkete getirisi kârlıdır. Şirket bu değer üzerinden diğer hesaplama yöntemlerinden çıkan sonuçları da dikkate alarak karşılaştırma yapıp ona göre yatırım kararı verecektir.

Tablo 19. Kârlılık Endeksi (PI) - Fayda Maliyet Oran Yöntemi İle Hesaplama Tablosu

GELİR TABLOSU		Yıl 0	Yıl 1	Yıl 2	Yıl 3	Yıl 4	Yıl 5	Yıl 6	Yıl 7	Yıl 8	Yıl 9	Yıl 10
Tasarruflar (Nakit Girişi)			700	700	700	700	700	700	700	700	700	700
Brüt Faaliyet Kârı/Zararı			700	700	700	700	700	700	700	700	700	700
Amortisman			240	240	240	240	240	240	240	240	240	240
Faiz ve Vergi Öncesi Kâr/Zarar			460	460	460	460	460	460	460	460	460	460
Vergi (Tax)	%20		92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
Yatırım Toplam Tutarı (Nakit Çıkışı)		2400										
Net Nakit Girişleri ve Çıkışı (USD)		-2400	608	608	608	608	608	608	608	608	608	608
İndirim (İskonto Faktörü) Oranı	%9	1	0,92	0,84	0,77	0,71	0,65	0,60	0,55	0,50	0,46	0,42
İskonto Edilmiş Nakit Girişleri ve Çıkışı (USD)		-2400	558	512	469	431	395	363	333	305	280	257
Kârlılık Endeksi (PI)		1,63										

4.3.4.4. Net Bugünkü Değer (NPV) Yöntemi ile Hesaplama

Parametreler

Yatırım Harcaması : 2.400 kUSD

Amortisman Süresi : 10 Yıl

Amortisman Tutarı : 240 kUSD/yıl

Elde Edilecek Tasarruf : 700 kUSD/yıl

İskonto Faktörü : %9

Faiz ve Vergi Öncesi Kâr/Zarar = Brüt Faaliyet K/Z – Amortisman Gideri

$$= 700 - 240: 460 \text{ (1 yıl için)}$$

Vergi (Nakit Çıkışı) = Faiz ve Vergi Öncesi Kâr / Zarar * Vergi Oranı

$$= 460 * \% 20 = 460 * 0,2 = 92 \text{ (Yıllık)}$$

Yıllık Net Bugünkü Değer (NPV) = Nakit Girişleri – Nakit Çıkışları

$$= 700 - 92 = 608 \text{ (Yıllık)}$$

İskonto faktörü : %9

İskonto Oranı = 1 (başlangıç için 1 alınır) / (1+ İndirim oranı)

$$= 1/ (1+0,09)$$

$$= 0,92 \text{ (1 yıl)}$$

$$= 0,92/ (1+0,09)$$

= 0,84 (2 yıl * sonraki yıllarda da aynı yöntem ile hesaplanıyor)

İskonto Edilmiş NPV = Yıllık NPV * İndirgeme Oranı

$$= 608 * 0,92 = 558 \text{ (1 yıl)}$$

Yukarıda yapılan hesaplama ilk yıla ait olup diğer yıllarda aynı şekilde hesaplanmaktadır.

NPV Bugünkü Değeri = İskonto Edilmiş Değerlerin Toplamı

$$= 1502 \text{ K\$}$$

NPV bugünkü Değeri 1502 K\$ bulunmakta olup şirket bu değer üzerinden diğer hesaplama yöntemlerinden çıkan sonuçları da dikkate alarak karşılaştırma yapıp ona göre yatırım kararı verecektir.

Tablo 20. Net Bugünkü Değer (NPV) Yöntemi İle Hesaplama Tablosu

GELİR TABLOSU		Yıl 0	Yıl 1	Yıl 2	Yıl 3	Yıl 4	Yıl 5	Yıl 6	Yıl 7	Yıl 8	Yıl 9	Yıl 10
Tasarruflar (Nakit Girişi)			700	700	700	700	700	700	700	700	700	700
Brüt Faaliyet Kârı/Zararı			700	700	700	700	700	700	700	700	700	700
Amortisman			240	240	240	240	240	240	240	240	240	240
Faiz ve Vergi Öncesi Kâr/Zarar			460	460	460	460	460	460	460	460	460	460
Vergi (Tax) (Nakit Çıkışı)	%20		92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
Yatırım Toplam Tutarı(Nakit Çıkışı)		2400										
Net bugünkü Değer		-2400	608	608	608	608	608	608	608	608	608	608
İndirim (İskonto Faktörü) Oranı	%9	1	0,92	0,84	0,77	0,71	0,65	0,60	0,55	0,50	0,46	0,42
İskonto Edilmiş Net Bugünkü Değer		-2400	558	512	469	431	395	363	333	305	280	257
NPV Bugünkü Değeri		1502 K\$										

4.3.4.5. Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemi ile Hesaplama

Parametreler

Yatırım Harcaması : 2.400 kUSD

Amortisman Süresi : 10 Yıl

Amortisman Tutarı : 240 kUSD/yıl

Elde Edilecek Tasarruf	: 700 kUSD/yıl
İskonto Faktörü	: %9
Yıllık Yatırım Maliyet Oranı	: %11
Yıllık Ekonomik Katma Değer	= NOPAT – Yıllık Yatırım Maliyeti
NOPAT	= EBİT - Vergi (%20)
EBİT (Faiz Öncesi Kâr/Zarar)	= Brüt Faaliyet K/Z – Amortisman Gideri
	= 700 – 240 : 460 (1 yıl için)
NOPAT	= 460 – (460* 0,2)
	= 460-92: 368 (1 yıl için)
Yatırım Maliyeti	= Dönem Başı Yatırım Tutarı * Yatırım Maliyet Oranı
	= 2400 * 0,11 : 264 (1 yıl için)
	= (2400-240) * 0,11
	= 2160 * 0,11: 238 (ikinci yıl için)
Yıllık EVA	= NOPAT – Yıllık Yatırım Maliyeti
	= 368 – 264 : 104 (1 yıl için)
Bugünkü EVA	= Yıllık Ekonomik Katma Değer * İndirim oranı
İndirim Oranı	= 1 (başlangıç için 1 alınır) / (1+ İndirim oranı)
	= 1/ (1+0,09) = 0,92 (1 yıl için)
	= 0,92/ (1+0,9) = 0,84 (sonraki yıllarda da aynı yöntem)
Bugünkü EVA	= 104 * 0,92 : 95 (1 yıl için)

Yukarıda yapılan hesaplama ilk yıla ait olup diğer yıllarda aynı şekilde hesaplanmaktadır.

Bugünkü Ekonomik Katma Değerler (EVA) =1311 K\$

Bu değer çimento değirmen yatırımının Bugünkü EVA değeri olup şirket bu değer üzerinden diğer hesaplama yöntemlerinden çıkan sonuçları da dikkate alarak karşılaştırma yapıp ona göre yatırım kararı verecektir.

Tablo 21. Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemi ile Hesaplama Tablosu

GELİR TABLOSU		Yıl 0	Yıl 1	Yıl 2	Yıl 3	Yıl 4	Yıl 5	Yıl 6	Yıl 7	Yıl 8	Yıl 9	Yıl 10
Tasarruflar			700	700	700	700	700	700	700	700	700	700
Brüt Faaliyet Kârı/Zararı			700	700	700	700	700	700	700	700	700	700
Amortisman			240	240	240	240	240	240	240	240	240	240
Faiz ve Vergi Öncesi Kâr/Zarar (EBIT)			460	460	460	460	460	460	460	460	460	460
Vergi (Tax)	%20		92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
Net Kâr (NOPAT)			368	368	368	368	368	368	368	368	368	368

Dönem Başı Yatırım Tutarı			2400	2160	1920	1680	1440	1200	960	720	480	240
Yatırım Toplam Tutarı(Nakit Çıkışı)		2400										
Amortisman			240	240	240	240	240	240	240	240	240	240
Dönem Sonu Yatırım Tutarı			2160	1920	1680	1440	1200	960	720	480	240	0
Yatırım Maliyeti	%11		264	238	211	185	158	132	106	79	53	26

YILLIK Ekonomik Katma Değer			104	130	157	183	210	236	262	289	315	342
------------------------------------	--	--	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------

İndirim(İskonto) Oranı	%9		0,92	0,84	0,77	0,71	0,65	0,60	0,55	0,50	0,46	0,42
Bugünkü Ekonomik Katma Değer			95	110	121	130	136	141	144	145	145	144
TOPLAM Bugünkü EVA Değeri		1311 K\$										

4.3.5. Hesaplama Sonuçlarının Karşılaştırmalı Analizi

Örnek uygulamada şirket yapacağı bu yatırım ile hedefi üretilecek çimento tipini değiştirip katkı oranını yükselterek üretim kapasitesini 65 ton/h'ten 75 ton/h'e yükseltmektir. Bunun yanında tüm bu değişimler ile maliyet tasarrufu sağlamaktır. Bu yatırımla şirket yapmış olduğu hesaplamalar sonucu maliyet tasarrufu 700.000 USD hesaplamıştır.

Yapılan uygulama çalışmasında sermaye bütçelemesi hesaplama yöntemlerinden paranın zaman değerini dikkate alan yöntemler;

- i. İç Getiri Oranı (IRR) Yönetimi
- ii. Düzeltilmiş İç Getiri Oranı (MIRR) Yöntemi
- iii. Kârlılık Endeksi (PI) - Fayda Maliyet Oranı Yöntemi
- iv. Net Bugünkü Değer (NPV) Yöntemi
- v. Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemi

Göre hesaplamalar yapılmıştır. Bu hesaplamalardan çıkan sonuca göre yapılan yatırımın getirisi kârlı olup şirket için faydalı bir yatırımdır. Hesaplamalarda IRR, MIRR ve PI 'ya göre yatırım yüzde kaçlık getirisi olduğu ortaya konulmuştur. Bu üç grup yüzdesel bir sonuç çıkardığı için öncelikle bu üç grubun tablosuna göre karşılaştırmalı analizi yapılarak yöntemlerin olumlu ve olumsuz yönleri ortaya konulacaktır. EVA ve NPV yöntemine göre ise yatırımın getirisi tutar olarak ortaya konulmuştur. Bu iki grupta ayrı bir tablo ile karşılaştırmalı analizi yapılacaktır. Yöntemlerin olumlu ve olumsuz yönleri ortaya konularak hangi yöntemin daha avantajlı ve daha gerçeğe yakın olduğu belirtilecektir.

Tablo 10. da görüldüğü üzere yapılan hesaplamalara göre IRR %22, MIRR %15 ve PI 1,63 olarak bulunmuştur. Bu üç yönteme göre, yapılacak yatırım kârlı bir yatırım olup yatırımın yapılmasına karar verilebilir.

Tablo 22. IRR, MIRR ve PI Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analiz Tablosu

HESAPLAMA YÖNTEMLERİ	Karlılık Oran
İç Getiri Oranı (IRR)	0,22
Düzeltilmiş İç Getiri Oranının Bugünkü Değeri (MIRR)	0,15
Kârlılık Endeksi (PI)	1,63

Tablo 22’de IRR, MIRR ve PI sonuçlara göre;

IRR yöntemi; projenin gelecekte sağlayacağı dönemsel net nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamını, projenin yatırımın tutarının bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranıdır. Bir projede iç getiri oranının yüksek olması, o projenin sağladığı nakit akımlarının bugünkü değere eşitlemek için daha yüksek bir iskonto oranı kullanılması gerektiği anlamına gelmektedir. Bir projenin nakit akımlarının büyük olması ise o projenin olumlu değerlendirilmesini ve kabul edilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. İç getiri oranı yükseldikçe projenin net bugünkü değeri azalmaktadır. Hesaplamaya göre iç getiri oranı %22 olarak bulunmuştur. Bu sonuca göre bu yatırım kabul edilebilir bir yatırımdır. Ayrıca IRR yöntemi en çok tercih edilen bir yöntemdir. Bunun temel nedeni ise iskonto oranının bilinmediği durumlarda bile iç karlılık oranının hesaplanmasıdır. Ayrıca sermaye maliyetinin hesaplanmasının mümkün olmadığı durumlarda en çok bu yöntem kullanılmaktadır. Ancak, sadece iç karlılık oranına göre değerlendirildiğinde daha gerçekçi sonuç vermediği için yatırım değerlendirme açısından riskli olduğu savunulmaktadır. Fakat hesaplamasının çok karmaşık olmaması ve yüzdesel sonuç çıkartması nedeniyle finansal kökenli olmayan kişilerinde, rahatlıkla anlayacağı ve kullanacağı bir yöntemdir. Örnek uygulamada da hesaplama yapılırken sermayenin maliyeti dikkate alınmadığı gibi iskonto oranı da kullanılmamıştır. Sonuçta bu faktörler dikkate

alınmadan yapılan değerlemeye göre sonuç kârlı bir yatırım olduğunu ortaya koymaktadır.

MIRR yöntemi ise; yapılan yatırımın bugünkü değerini nakit çıkışlarının proje sonundaki gelecekteki değerine eşitleyen iskonto oranıdır. Bu iskonto oranı ise kârlılık ve paranın zaman değeri ile bağlantılıdır. Yapılan hesaplamada iskonto oranı kullanılarak nakit girişlerinin bugünkü değeri hesaplanarak MIRR değeri bulunmuştur. Bulunan değere göre, bu yatırım işletmeye %15'lik bir getiri sağlamaktadır. IRR yöntemine göre daha düşük değer bulunmuştur. Sebebi ise; IRR yönteminde iskonto (birikim) faktörü kullanılmazken MIRR yönteminde bu oran kullanılarak nakit girişlerinin bugünkü değeri bulunmuştur. Ayrıca MIRR yöntemi sermayenin maliyetine göre de hesaplama yapılabilmektedir. MIRR yöntemi IRR göre hesaplanması daha zor olduğu için daha az tercih edilmektedir. Sonuç olarak %15 getiri oranından dolayı, kabul edilebilir ve kârlı bir yatırımdır. IRR yöntemine göre ise daha gerçekçi bir hesaplamaya sahiptir.

PI yöntemi; yapılan yatırımda kârlılık endeksine göre 1,63 hesaplanmış olup kârlı bir getiriye sahip olduğu gözükmemektedir. PI yöntemi, projenin ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı nakit girişlerinin net bugünkü değerinin nakit çıkışlarının net bugünkü değerinin yüzde kaç kadar olduğunu ortaya koymaktadır. Bu yöntemle göre, bir projenin kabul edilmesi için kârlılık endeksinin bire eşit veya birden büyük olması koşulu aranmaktadır. Yani endeksin 1'den büyük olması yatırım projesinin kârlı olduğunu, 1'den küçük olması projeden zarar edileceğini ortaya koymaktadır. PI değeri birden büyük bulunmuştur. Bu ise yapılan yatırımın net bugünkü değerinin sıfırdan büyük olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla bu sonuca göre, bu yatırım olumlu, kârlı ve kabul edilebilir bir yatırım olduğunu göstermektedir. Bu yöntem, daha çok kamusal kesimin yapmış olduğu yatırımlarda kullanılmaktadır.

Örnek olayımızda IRR, MIRR ve PI yöntemlerine göre yapılacak çimento değirmen yatırımının hesaplama sonuçlarını, yüzdesel olarak ortaya koymuştur. Bu sonuçlara göre, her üç yöntem için yatırımın getirisi kârlı olup kabul edilebilir bir yatırım projesidir. MIRR ve PI yöntemlerinde, piyasaya göre belirlenmiş bir iskonto oranı olan %9 dikkate alınarak hesaplanırken, IRR yönteminde bu iskonto oranı kullanılmamıştır. Bu yüzden, MIRR değeri IRR değerine göre yüzdesel olarak daha

düşük sonuç çıkarmaktadır. Örnek uygulamada da görüldüğü gibi IRR %22 iken MIRR %15 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca üç yöntemin hesaplamasında nakit girişleri ve nakit çıkışı temel alınarak yapılmıştır.

Tablo 23. NPV ve EVA Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analiz Tablosu

HESAPLAMA YÖNTEMLERİ	Nakit Çıkışı	Yıl 1	Yıl 2	Yıl 3	Yıl 4	Yıl 5	Yıl 6	Yıl 7	Yıl 8	Yıl 9	Yıl 10	TOPLAM
NPV	-2400	558	512	469	431	395	363	333	305	280	257	1502
EVA	-	95	110	121	130	136	141	144	145	145	144	1311

Tablo 23’de görüldüğü üzere Çimento Değirmen yatırımında Ekonomik Katma Değer (EVA) yöntemi ve Net Bugünkü Değer (NPV) yöntemi ile yüzdesel olarak değil tutar olarak bir sonuç elde edilmektedir. Bu yüzden, NPV ve EVA yöntemleri ayrı olarak karşılaştırması yapılmaktadır. Yapılan hesaplamada, hemen hemen birbirine yakın değerler bulunmuştur. EVA yönteminde, yatırımın değerlendirilmesinde sermayenin maliyeti dikkate alınarak hesaplama yapılmıştır. Sermayenin maliyetini de dikkate aldığı için bu yüzden arada fark oluşmasına neden olmuştur. NPV yönteminde ise değerlemede nakit girişleri ve nakit çıkışları kullanılmıştır. Yatırımın EVA’sı ve NPV’si hesaplanırken piyasaya göre belirlenmiş olan indirgeme oranı hesaplamada yer almaktadır. EVA yönteminde dönemsel sermaye maliyeti dikkate alınarak hesaplama yapılmakta ve dönemsel ekonomik katma değer net bugünkü değerini görmemize olanak sağlamaktadır. Ayrıca hesaplamada birçok faktörü dikkate aldığı için daha detaylı hesaplama imkân sağlamaktadır. Fakat bu kadar detaylı olarak hesaplamalar yapmak yatırımcıları bu detaylara elde etme bakımından zorlayabilmektedir. Bu detayları elde ettiği sürece sadece finansal açıdan değil personel, satış ve pazarlama alanlarında yapacağı yatırımlar içinde EVA hesaplayarak değişik türlerde yatırım yapmalarını da sağlamaktadır. NPV yönteminde sermaye maliyetini hesaplamaya katmadan nakit giriş ve çıkışlarını belli bir indirgeme oranı dikkate alınarak hesaplandığı için EVA’ya göre daha kolay hesaplaması yapılmaktadır. NPV yöntemi nakit girişleri ve

çıkışları temel alındığı için EVA gibi daha farklı yatırımların hesaplamasında kullanılmamaktadır. Fakat hesaplaması kolay olduğu için piyasada en çok tercih edilen yöntemlerdendir. Sonuç olarak yapılacak çimento yatırımında hem EVA hem de NPV göre kabul edilmesi için sıfırdan yüksek bir değer çıkması gerekmektedir. Hesaplamaya göre EVA göre 1311 K\$, NPV ise 1502 K\$ olarak sonuç elde edilmiştir. Bu değerlere göre bu yatırımın getirisi kârlı olduğu için yapılmasına karar verilmektedir.

Örnek uygulamada, çimento değirmen yatırımı, paranın zaman değerini dikkate alan yöntemlere (IRR, MIRR, PI, NPV ve EVA) göre hesaplamaları yapılmış olup hepsinde olumlu sonuçlar bulunmuştur. Gerek yüzdesel gerekse tutar olarak bulunan tüm değerler, bu yatırımın kârlı olduğunu ortaya koymaktadır. EVA yöntemi, yapılacak yatırımın sermaye maliyetini dikkate aldığı için daha detaylı hesaplarken, IRR yöntemi iç getiri oranını dikkate almadığından daha kolay hesaplama yapmaktadır. Gerek detaylı gerekse dar kapsamlı hesaplama göre yapılacak çimento değirmen yatırımı, kârlı gözükmektedir. Şirket yöntemlerden birini tercih ederken, kendileri için en uygun olan yöntem hangisi ise ona göre hareket etmesi gerekmektedir. Eğer detaylı olarak hesaplamak isteniyorsa EVA yöntemi, daha kolay hesaplama yapılması isteniyorsa IRR ve NPV yöntemleri kullanılabilir. IRR yönteminde iç getiri oranı kullanılmadığı için iç kârlılık oranı gerçeği yansıtmadığı düşünülüyorsa, MIRR yöntemi tercih edilebilmektedir.

Örnek Uygulamadaki Şirketin EVA'yı Tercih Etme Sebepleri;

Günümüzde artan rekabetten dolayı şirketler pazar odaklı yönetim anlayışı yerine maliyet odaklı yönetim anlayışını göre hareket etmektedir. Bu anlayış ise değer odaklı performans ölçüm sistemlerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Performans hesaplamalarında doğru hesaplama yapılması için sermayenin maliyeti dikkate alınması gerekmektedir. Değer tabanlı performans ölçümlerinde işletmelerin sermaye maliyetini dikkate alan ve hesaplaması en kolay olan yöntem EVA yöntemidir. Bu yöntem, değer tabanlı ölçütler kullandığı için kaynakların doğru ayrılmasına, işletmelerin kendilerini başka şirketlerle kıyaslama yapmasına, sermaye maliyetlerini açıklayarak yatırım kararlarına odaklanmayı sağlamaktadır. Ayrıca sermaye maliyeti dikkate alınarak hesaplama yapıldığı için dönemsel ekonomik

katma değerin net bugünkü değerinin görölmesine imkân sağlamaktadır. Bu nedenle, Şirketlerin stratejik kararları açısından gelecekteki beklentilerinin dölensel etkilerini görmesi diğer kararların alınması açısından da etkili olmaktadır. EVA yöntemi yapmış olduğu hesaplamalar sayesinde, yöneticilere etkinlik ve verimliliği işaret etmektedir. Kullanılan sermayenin değeri nedir diye yargılama yaparak verimliliği işaret etmektedir. Bu yöntem, evrensel olup mali tablolar grubundaki bilanço ve gelir tablosuna göre hesaplama yaptığı doğru ve güvenilir hesaplama yapmaktadır. EVA yöntemi, yatırımları daha detaylı değerlendirdiği için işletmenin tüm organizasyonu ve bölümleri için hesaplama yapılarak birimlerin ve çalışanların performans açısından Şirkete olan katma değerini hesaplayabilmektedir. Uygulamadaki Şirket ise, bu sebeplerden dolayı Türkiye ve dölnyadaki tüm tesislerinde yapmış oldukları yatırımlarını EVA yöntemine göre hesaplayarak kararlar almaktadır. Ayrıca yatırım faaliyetleri ile sorumlu personellerine EVA eğitimleri aldırarak uzman bir kadro oluşturmuştur. Bu durumdan da anlaŐılacaęı üzere Şirketin sermaye bütelemesine ne kadar önem verdiğini göstermektedir.

Sonuç olarak, Şirketler yapmış oldukları yatırım projelerini çok yüksek maliyetlerle gerçekleŐtirdikleri için hesaplamalarını çok iyi yaparak doğru kararlar almayı hedeflemektedir. Yapılan başarılı yatırımlar Şirketler açısından çok önemli olup sektörde var olduğunu ortaya koymaktadır.

SONUÇ

Değişen dünya ile birlikte işletmeler dünya piyasasında var olmak için sürekli kendisini yenileyerek ileri teknolojiye uygun değişik türlerde birçok büyük çapta yatırımlar yapmaktadırlar. Şirket faaliyetleri dönemler itibari ile bakıldığında bir yılı kapsayan ve küçük sermayeli yatırımlar işletme bütçesini oluştururken bir yıldan uzun dönemi kapsayan, yüksek sermaye maliyeti ile yapılan ve şirketin geleceğine yön veren yatırımlar ise sermaye bütçelemesini oluşturmaktadır.

Sermaye bütçelemesi, şirketlerin geleceğine yön veren yatırım projeleri olup bu projelerin sermaye bütçelemesi hesaplama yöntemlerine göre değerlendirilerek karar verildiği bir süreçtir. Bu projeler uzun ömürlü olup nakit akışlarını yıllara yayarak amorti etmektedir. Karar vericiler kararlarını çok dikkatli ve detaylı inceleyerek vermesi gerekmektedir. İleriki dönemlerde karar verilen yatırımdan vazgeçilmesi halinde, çok yüksek sermayelerle yapıldığı için şirkete olan yansıması olumsuz yönde olacaktır.

Yatırımlar değerlendirilirken paranın zaman değerini göz önünde bulunduran yöntemler ve bulundurmayan yöntemler kullanılarak hesaplanmaktadır. Paranın zaman değerini göz ardı eden yöntemlerde bir yatırımın bugünkü değeri ne ise gelecekteki değerinde aynı olacağını kabul eden statik yöntemlerdir. Paranın zaman değerini dikkate alan yöntemlerde ise yatırımdaki nakit akışlarının dönemler itibari ile aynı kalmadığını ve yıllar itibari ile değişebileceğini kabul eden dinamik yöntemler olup nakit giriş ve çıkışlarını belli kriterlere göre hareket edip bugünkü değere indirgenmiş olarak hesaplamaktadır.

Ulusal sınırların dışında faaliyet gösteren çok uluslu şirketlerin organizasyon yapıları, dünya ekonomisi, yatırım yapılan ülkenin siyasi ve politik kuralları ve ülkelerarası vergi mevzuatları gereği yapılan yatırımlar ise çok uluslu sermaye bütçelemesini oluşturmaktadır. Çok uluslu firmalar genel olarak merkez ve bölgesel bağlı şirketler topluluğundan oluşmaktadır. Şirket yönetimi merkezin kontrolü altında olup yapılacak büyük yatırımlar genel olarak merkezden karar verilmektedir. Çok uluslu şirketler yatırım kararı verirken, piyasa, fiyat, teslimat, nakliye ve kur değişim oralarına ait riskleri dikkate alması gerekmektedir.

Çok uluslu sermaye bütçelemesinde hissedarlar sermayelerini arttırmak için ülkelerarası yatırım kararları almaktadır. Şirketlerin yatırım yapmalarındaki en büyük sebep ise sektörde en iyi olmak, rekabet edebilmek ve bulunmuş olduğu pazarın dışında kalmamaktır. Bu amaçla yapmış oldukları yatırımların kârlı, katma değeri yüksek ve ekonomik açıdan geri dönüşü çok önemli olmaktadır. Bu yüzden sermaye bütçelemesi hesaplama teknikleri giderek önemini arttırmıştır. Bu alanda ulusal ve çok uluslu şirketler temel alınarak çok çeşitli ve farklı sektörler göz önünde bulundurularak araştırmalar yapıp yöntemlerin avantaj ve dezavantajları ortaya konulmuştur. Ayrıca yapılan bu araştırmalarda büyük ve küçük şirketler açısından hangi yöntemlerin daha uygun olduğunda ortaya konulmuştur.

Çok uluslu şirketlerde sermaye bütçelemesi hesaplama yöntemlerinde geleneksel yöntemlere paralel olarak ülkelerarası kurallar gereği APV yönteminin gerekliliği ortaya çıkmıştır. Doğrudan yapılan yabancı yatırımlarda, ülkelerarası vergi kuralları, vergi indirimleri ve ertelemeleri, hızlandırılmış amortisman kullanımı, iskonto edilmiş nakit akım yöntemleri gibi kıstaslar gereği APV yöntemi daha detaylı ve uluslararası boyutta değerlendirme yapmaktadır.

Günümüzde dünyada büyük bir etki oluşturan küreselleşme dünya ekonomisini çok büyük etkileyerek uluslararası ticareti yaygınlaştırıp doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının artmasına neden olmuştur. Özellikle gelişmiş ülkelere doğru büyük çapta sermaye transferleri gerçekleşmiştir. Sektörel olarak yansıması ise farklılık gösterip özellikle son dönemde hizmet sektöründe büyük atılımlar olmuştur. Doğrudan yabancı yatırımlarda inşaat sektöründe önemli bir alt sektör olan çimento sektöründe ise dünyada ve Türkiye’de farklı kapasitede, değişik türde ve uluslararası boyutta birçok yatırım faaliyetleri yapılmaktadır.

Yapılan çalışmada, çok uluslu işletmelerde sermaye bütçelemesi ve hesaplama yöntemleri kapsamında paranın zaman değerini dikkate alan yöntemler, çimento sektörüne ait bir uygulama ile karşılaştırmalı analizi yapılarak, şirket tarafından Ekonomik Katma Değer (EVA) yönteminin kullanılma nedenleri ortaya konulmuştur.

KAYNAKÇA

A.Ş, OYAK Ünye Çimento. unyecimento.com.tr. 12 31, 2014. <http://www.unyecimento.com.tr/tr/yatirimci-kosesi/faaliyet-raporlari> (accessed 07 31, 2015).

Afşar, Muharrem. "Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Bankacılık Sektörü." Edited by Anadolu Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü. Online Dergi/makale dosyaları, 2015: 85-101.

Akbaş, Halil Emre. "Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı ve Hissedar Değeri." İSMMM - Mali Çözüm, Temmuz,Ağustos 2011: 115-132.

AKÇANCA;. akcansa.com.tr. 2014. <http://www.akcansa.com.tr/yatirimci-merkezi/finansal-raporlar-ve-istatikler/faaliyet-raporlari> (accessed 07 29, 2015).

AKÇANSA. Akcansa.com.tr. 2013. <http://www.akcansa.com.tr/yatirimci-merkezi/finansal-raporlar-ve-istatikler/faaliyet-raporlari> (accessed 07 29, 2015).

—. Akcansa.com.tr. 2012. <http://www.akcansa.com.tr/yatirimci-merkezi/finansal-raporlar-ve-istatikler/faaliyet-raporlari> (accessed 07 29, 2015).

Akgüç, Öztin. Finansal Yönetim. 6. İstanbul: Muhasebe Enstitüsü, 1994.

Akkoç, Emrah. "Çok Uluslu İşletmelerde Sermaye Bütçelemesi." Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008.

Aktaş, Hacı Murat. "Küreselleşme Sürecinde Çokuluslu Şirketlerin Rolü: Soğuk Savaş Sonrası Dönem." İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010.

ATIG Yatırım Menkul Değerler A.Ş. "Çimento Sektörü Raporu-2015." 2015.

Aytekin, Alper. "Yatırım Projelerinin bilgisayar Paket Programı İle Değerlendirilmesi." ZKÜ Bartın Orman Fakültesi Dergisi (ZKÜ Bartın Orman Fakültesi) 7 (2005): 62-71.

Bahar, Ozan. "Turizm Sektörüne Sağlanan Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının (DYSY) Ekonomik Büyüme Üzerine Olan Etkisi: Türkiye Örneği (1986-2006)." Turizm Araştırmaları Dergisi 21, no. 1 (2010): 27-40.

Balkanlı, A.Osman. "Küresel Ekonominin Belirleyici Faktörleri Üzerine." Uludağ Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi (Uludağ Üniversitesi) XXI, no. 1 (2002): 13-26.

Başaran, Öztürk M. "Finansal Performansın Ölçülmesinde Alternatif Bir Yöntem "Ekonomik Katma Değer"." Niğde Üniversitesi (İktisadi İdari Bilimler Dergisi) 18, no. 3-4 (09 2004): 352-368.

Bayraktar, Fulya. Dünyada ve Türkiyede Doğrudan Yabancı sermaye Yatırımları. Genel Araştırmalar, Ankara: Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Araştırma Müdürlüğü, 2003.

Bursa Çimento Fabrikası A.Ş - Yatırımlar. bursacimento.com.tr. 2015. <http://www.bursacimento.com.tr/yatirimlar.html> (accessed 07 28, 2015).

Çetin, Muhammed Şükrü. "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Olası Etkileri: Türkiye Örneği." Isparta: T.C Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı, 2008.

ÇİMENTAŞ. cimentas.com.tr. 2012. http://www.cimentas.com.tr/assets/catalogue/pdf/new_12/cimentas2011tur.pdf (accessed 07 30, 2015).

—. cimentas.com.tr. 2013. <https://e-sirket.mkk.com.tr/esir/Dashboard.jsp#/belge-goruntuleme/10728> (accessed 07 30, 2015).

—. cimentas.com.tr. 2014. <https://e-sirket.mkk.com.tr/esir/Dashboard.jsp#/belge-goruntuleme/10728> (accessed 07 30, 2015).

Çimento A.Ş. Ereğli, Lafarge. lafarge-eregli.com. 2015.
<http://archive.is/www.lafarge-eregli.com.tr> (accessed 07 28, 2015).

Çimento Endüstrisi İşveren Sendikası - ÇEİS. ceis.org.tr. 2015.
<http://www.ceis.org.tr/fabrika/trakya-cimento-fabrikasi-39.html> (accessed 07 28, 2015).

ÇİMSA Çimento Grubu. cimsa.com.tr. 2012. www.cimsa.com.tr (accessed 01 13, 2013).

—. cimsa.com.tr. 2013. www.cimsa.com.tr (accessed 01 13, 2013).

Dağlı, Hüseyin, Kemal Eyüboğlu, and Eğür Sevim. "Yurtdışında Sermaye Bütçelemesi Uygulamaları: Türk İnşaat Firmaları Örneği." Atatürk Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Dergisi, 2013: 93-108.

Dayananda, Don, Richard Irons, Steve Harrison, John Herbohn, and Patrick Rowland. Capital Budgeting- Financial Appraisal of Investment Projects. New York: Cambridge University Press, 2002.

DEİK; Yurtdışı Yatırımlar İş Konseyi. Dünya'da ve Türkiye'de Yurt Dışı Doğrudan Yatırımlar. İstanbul: Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu / Strateji ve İş Geliştirme Müşavirliği, Mart 2014.

DEİK; Yurtdışı Yatırımlar İş Konseyi. Dünya'da ve Türkiye'de Yurt Dışı Doğrudan Yatırımlar. İstanbul: Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu / Strateji ve İş Geliştirme Müşavirliği, Ağustos 2013.

DEİK; Yurtdışı Yatırımlar İş Konseyi. Dünya'da ve Türkiye'de Yurt Dışı Doğrudan Yatırımlar. İstanbul: Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu / Strateji ve İş Geliştirme Müşavirliği, Ağustos 2012.

DİKA - T.C Dicle Kalkınma Ajansı. Turizm Mevcut Durum Raporu. T.C Dicle Kalkınma Ajansı, 2010.

DİKA - T.C Dicle Kalkınma Ajansı;. Dicle Bölgesi Tarım Sektörü Raporu. T.C Dicle Kalkınma Ajansı, 2010.

DİKA, T.C Dicle Kalkınma Ajansı . Sanayi Sektörü Mevcut Durum Raporu. T.C Dicle Kalkınma Ajansı, 2010.

Dilan, Karatepe, and Fetih Yıldırım. "Yatırım Projelerinin Net Bugünkü Riske Maruz Değer Göstergei Kullanılarak Karşılaştırılması." Çankaya University Journal of Science and Engineering 7, no. 2 (2010): 155-167.

Dünya İnşaat Dergisi. [dunyainsaat.com.tr](http://www.dunyainsaat.com.tr). Edited by Hüseyin Sönmez. Dünya Süper Veb Ofset A.Ş. 2015. <http://www.dunyainsaat.com.tr/dergioku.php?haberid=556> (accessed 07 29, 2015).

Ege, İlhan, Emre Esat Topaloğlu, and Zeynep Gizer. "Finansal Krizlerin Türk Bankacılık Sistemindeki Leasing ve Factoring İşlemlerine Etkisi." Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi 4, no. 1 (2012): 159-169.

Ergen, Zuhale. "Kamu Kesimi Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesinde Fayda-Maliyet Analizi Tekniği ve Türkiyede Uygulanabilirliği." Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 2 (2008): 115-132.

Ergün, Murat Evren. "Sermaye Bütçelemesi ve Türk Sanayi İşletmelerinde Uygulaması." Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008.

Eroğlu, Egemen. Sermaye Bütçelemesi. 02 02, 2015. <http://cevdetkizil.brinkster.net/cevdetchess/tr/admin/editor/sayfalar/sermayebut27092007.pdf> (accessed 02 02, 2015).

Espinoza, David, and Jeremy W.F Morris. "Decoupled NPV: a simple, improved method to value infrastructure investments." Construction Management and Economics 31, no. 5 (2013): 471-496.

Eun, C.S, and B.G Resnick. International Capital Budgeting. Fourth Edition. Vol. 4. McGraw Hill U.S.A, 2007.

Fındık, Hakkı. Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi 8, no. 5 (05 2013): 90-105.

Gadella, Jan, John Hall, and Wim Westerman. "Multinational Capital Budgeting Systems on the Move." w.westerman@bdk.rug.nl. January 2002. <http://www.slideshare.net/khanyasmin/multinational-capital-budgeting-systems-on-the-move>.

Gedik, Tarık, Kadri Cemil Akyüz, and İlker Akyüz. "Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi (İç Karlılık Oranı ve Net Bugünkü Değer Yöntemlerinin İncelenmesi)." ZKÜ Bartın Orman Fakültesi Dergisi 7, no. 7 (2005): 51-61.

Gedikli, Ayfer. "Çok Uluslu Şirketler ve doğrudan Yabancı Yatırımların Gelişmekte Olan Ülkelerin Kalkınması Üzerine Etkileri." Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi 6, no. 1 (2011): 97-146.

Gordon, Lawrence A., and Loeb Martin P. "Budgeting process for information security expenditures." Budgeting Process For Security Investment. Vol. 49. no. 1. New York, USA: Communications of the ACM and University of Maryland, January 2006. 121-125.

Göksun Şat Sezgin, Aslı , and Ahmet Aşarkaya. İnşaat Sektörü. Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırma bölümü, 2015.

Gövdere, Bekir. "Türkiye'de Hizmetler Sektöründe Doğrudan Yabancı Yatırımlar." Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 14, no. 1 (2009): 53-68.

Hacırüstemoğlu, Rüstem, Münir Şakrak, and Volkan Demir. archive.ismmmo.org.tr. 2013. <http://www.google.com.tr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&ved=0CCkQFjAA&url=http%3A%2F%2Farchive.ismmmo.org.tr%2Fdocs%2Fmalicozum%2F59MaliCozum%2F06%2520->

%252059%2520RUSTEM%2520HACIRUSTEMOGLU.doc&ei=9LLOUvi6HOeQ7AaOuYHoCg&usg=AFQjCNFPK3vhqJu (accessed 01 10, 2013).

Kabukçuoğlu, M.Serdar. "Herkes İçin Fizibilite." Ankara: Kırıkkale Ticaret ve Sanayi Odası, 2002.

Kanan, Nilay Özeler. "Binalarda enerji Verimliği Konusunda Kamu Projeleri-Binalarda Enerji Performansı Belirlenmesi; 100 Kamu Projesi Örneği." 11.Ulusal tesisat Mühendisliği Kongresi,Binalar Enerji Performansı Senpozyumu. İzmir, 04 17-20, 2013. 973-979.

Kaymakçı, Oğuz. "Küresel Ekonomide Çok Uluslu Şirketler ve Türkiye'deki Yansımaları." CBÜ Sosyal Bilimler Dergisi 11, no. 1 (Nisan 2013): 224-249.

Koçtürk, O.Murat , and Meral Eker. "Dünyada ve Türkiye'de doğrudan Yabancı sermaye Yatırımları ve Çok Uluslu Şirketlerin Gelişimi." Tarım ekonomisi Dergisi 18, no. 1 (2012): 35-42.

Lebe, Fuat, and Ş.Mustafa Ersungur. "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımını Etkileyen Ekonomik Faktörlerin Ampirik Analizi." 10. Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu (Atatürk Ü.İİBF Dergisi) Özel Sayı (2011): 321-339.

Limak Çimento Grubu. www.limak.com.tr. 2014.
http://www.limak.com.tr/holding/faaliyet-raporlari (accessed 07 30, 2015).

Limak Çimento Grubu;. limak.com.tr. 2013.
http://www.limak.com.tr/holding/faaliyet-raporlari (accessed 07 30, 2015).

Mbabazize, Peter Mbabazi, and Twesige Daniel. "Capital Budgeting Practices In Developing Countries: A Case Of Rwanda." (Researchjournali's Journal of Finance) 2, no. 3 (March 2014): 2348-0963.

Munyar, Vahap. emlakkulusi.com. Vers. Cimpor: 535 milyon EUR ile geldik 100 milyon EUR daha yatırıyoruz. 11 10, 2007. http://emlakkulusi.com/cimpor-535-milyon-euroyla-geldik-100-milyon-euro-daha-yatiriyoruz/1618 (accessed 07 28, 2015).

Narula, Rajneesh, John H.Dunning, and H.Keskin, Çev. "Endüstriyel Kalkınma, Küreselleşme ve Çok Uluslu Şirketler: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Yeni Gerçeklikler." Süleyman demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari bilimler Fakültesi Dergisi 13, no. 2 (2008): 415-443.

Oksay, Suna. "Çokuluslu Şirketler Teorileri Çerçevesinde, Yabancı sermaye Yatırımlarının İncelenerek, Değerlendirilmesi." Edited by Dış ticaret Dergisi. 1998. http://edoc.bibliothek.uni-halle.de:8080/servlets/MCRFileNodeServlet/HALCoRe_derivate_00005981/oksay3.pdf.

OYAK Adana Çimento A.Ş. [adanacimento.com.tr](http://www.adanacimento.com.tr). 2014. <http://www.adanacimento.com.tr/tr/yatirimci-kosesi/faaliyet-raporlari> (accessed 07 31, 2015).

—. [adanacimento.com.tr](http://www.adanacimento.com.tr). 2015. <http://www.adanacimento.com.tr/tr/yatirimci-kosesi/faaliyet-raporlari> (accessed 10 01, 2015).

—. [oyakcimento.com](http://www.adanacimento.com). 2013. <http://www.adanacimento.com.tr/tr/yatirimci-kosesi/faaliyet-raporlari> (accessed 07 31, 2015).

OYAK Aslan Çimento A.Ş. [aslancimento.com.tr](http://www.aslancimento.com.tr). 2012. <http://www.aslancimento.com.tr/tr/yatirimci-kosesi/faaliyet-raporlari> (accessed 07 31, 2015).

—. [aslancimento.com.tr](http://www.aslancimento.com.tr). 2013. <http://www.aslancimento.com.tr/tr/yatirimci-kosesi/faaliyet-raporlari> (accessed 07 15, 2015).

—. [aslancimento.com.tr](http://www.aslancimento.com.tr). 2014. <http://www.aslancimento.com.tr/tr/yatirimci-kosesi/faaliyet-raporlari> (accessed 07 31, 2015).

OYAK Aslan Çimento A.Ş.; [aslancimento.com.tr](http://www.aslancimento.com.tr). 2015. <http://www.aslancimento.com.tr/tr/yatirimci-kosesi/faaliyet-raporlari> (accessed 07 31, 2015).

OYAK Bolu Çimento A.Ş. Faaliyet Raporu-2013. 12 31, 2013.
<http://www.bolucimento.com.tr/tr/yatirimci-kosesi/faaliyet-raporlari> (accessed 07 31, 2015).

— Faaliyet Raporu-2015. 09 30, 2015.
<http://www.bolucimento.com.tr/tr/yatirimci-kosesi/faaliyet-raporlari> (accessed 10 01, 2015).

OYAK Bolu Çimento A.Ş.; Faaliyet Raporu-2014. 12 31, 2014.
<http://www.bolucimento.com.tr/tr/yatirimci-kosesi/faaliyet-raporlari> (accessed 07 31, 2015).

OYAK Mardin Çimento A.Ş. mardincimento.com.tr. 12 31, 2013.
<http://www.mardincimento.com.tr/tr/yatirimci-kosesi/faaliyet-raporlari> (accessed 07 31, 2015).

— mardincimento.com.tr. 12 31, 2014.
<http://www.mardincimento.com.tr/tr/yatirimci-kosesi/faaliyet-raporlari> (accessed 07 31, 2015).

OYAK Ünye Çimento A.Ş. unyecimento.com.tr. 12 31, 2013.
<http://www.unyecimento.com.tr/tr/yatirimci-kosesi/faaliyet-raporlari> (accessed 07 31, 2015).

OYAK Ünye Çimento A.Ş.; unyecimento.com.tr. 09 30, 2015.
<http://www.unyecimento.com.tr/tr/yatirimci-kosesi/faaliyet-raporlari> (accessed 10 01, 2015).

Özcan, Talha Erhan. "Çok uluslu şirketlerde Stratejik Planlama." İstanbul: Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2011.

Özkan, Turgut. "Giderek Artan ve Maksimizasyon Sonrası Giderek Azalan nakit Çıkış ve Girişlerine Sahip Yatırım Projelerinin Analitik Analizi ve Bir Örnekleme." C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi 5, no. 2 (2004): 69-86.

Rago, Michael. "Economic Value Added." Honors Program of Liberty University. Liberty University, 2008.

Ray, Sarbapriya. "Efficacy of Economic Value Added Concept in Business Performance Measurement." Advances in Information Technology and Management (AITM) (World Science Publisher/Shyampur Siddheswari Mahavidyalaya, University of Calcutta, India.) 2, no. 2 (2012): 260-267.

Sarıarslan, A.Sinan. "Sermaye Bütçeleminde Risk Analizi Yöntemleri ve Değerlendirilmesi." Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003.

Seval, Belkıs, Ahmet Köse, Murat Kıyılar, and Vedat Sarıkovanlık. Finansal Yönetim ve Mali Analiz. SPL Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş., 2014.

Sevil, Güven, Mehmet Başar, and Coşkun Metin. Finansal Yönetim II. 1. Edited by Nurhan Aydın. Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Web Ofset Tesisleri, 2013.

Şenel, S.Alpagut. "Turizm Sektöründe Yatırım Kararları." Selçuk Üniversitesi Karaman İ.İ.B.F Dergisi, no. 12 (06 2007): 1-12.

Şenel,, Said Alpagut. II Bölüm Sermaye Bütçeleme. 2014. <http://mimoza.marmara.edu.tr/~burakarzova/SermayeBut.rtf> (accessed 02 02, 2015).

Şit, Mustafa , and Ahmet Şit. "Türkiye^de Doğrudan Yabancı Sermayenin Sektörel Dağılımı: Hizmet Sektörü Üzerine Bir Değerlendirme." Sosyal Bilimler Dergisi 3, no. 5 (2013): 36-54.

Tağraf, Hasan. "Küresel Stratejilerde Çokuluslu Stratejilere Geçiş: Küresel Düşün Yerel Davran." KİMÜ İİBF Dergisi 1, no. 14 (06 2008).

Terin, Mustafa , and İbrahim Yıldırım. "Türkiye'de Tarım Sektörüne Yapılan Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Gelişim Seyri." Edited by 2. Ulusal İktisat Kongresi. 2. Ulusal İktisat Kongresi. İzmir: DEÜ İİBF İktisat Bölümü, 2008.

Teşvik Uygulama ve Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü;. Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2014 Yılı Raporu. T.C. Ekonomi Bakanlığı, 2015.

Tuan , A.Kadir, and Jale Sağlar. "Çok uluslu şirketlerin Muhasebe Yapıları ve Muhasebe Uygulamalarını Etkileyen Yapısal Faktörler." (Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi) 5, no. 5 (1998): 25-43.

Türkiye Mühendisler Birliği;. "İnşaat Sektörü Analizi." 2015.

Türko, R. Metin. Finansal Yönetim. 1. Edited by Mümin Sekman. Erzurum: Alfa Yayınları, 1999.

Ünlü, Özgür. "Çokuluslu İşletmelerde Nakit Yönetimi ve Kurumsal Bir Uygulama." Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı, 2010.

Verna, Satish, Sanjeev Gupta, and Roopali Batra. "A Survey Of Capital Budgeting Practices In Corporate India." The Journal of Business Perspective 13, no. 3 (July-September 2009): 1-17.

Vizyon 2023 Teknoloji Öngörüsü Projesi;. "İnşaat ve Altyapı Paneli." 2003.

Votorantim Çimento Grubu. vceaa.com.tr. 2015.
<http://www.votorantimcementos.com.tr/kurumsal/yatirimlar> (accessed 07 28, 2015).

Vural, Gamze. "Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Bu Yatırımların Değerlendirilmesinde Model Seçimi." Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 16, no. 1 (2007): 561-580.

Wang, Xin. "Implementing Capital Budgeting For The Multinational Corporation." Edited by P.J.W Pelle. Nelson Mandela Metropolitan University, March 2010.

ÖZGEÇMİŞ

13 Mayıs 1971 yılında Sivas'da doğdum. İlk, Orta ve Liseyi Sivas'da okudum. Anadolu Üniversitesi (Örgün Öğretim), İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümünden 1996 yılında, Anadolu Üniversitesi (Açık Öğretim) Dış Ticaret Bölümünden 2006 yılında mezun oldum. 2014 yılında Beykent Üniversitesi, İşletme Yönetimi Anabilim Dalında tezsiz yüksek lisans yaptım. 1996 yılında Yibitaş Lafarge Sivas Çimento Fabrikası, muhasebe müdürlüğünde çalışmaya başladım. 2007 yılında Lafarge YLOAÇ grubunu, Portekizli çimento grubu olan Cimpor'a satımı ile 2007 yılından itibaren Cimpor Yibitaş Sivas Çimento A.Ş. olarak çalışmaya devam ettim. 2009 yılında Cimpor'dan ayrılarak THY A.O Muhasebe ve Mali Kontrol Başkanlığında çalışmaya başladım ve halen çalışmaktayım. 2015 yılında Beykent Üniversitesi, İşletme Yönetimi Anabilim Dalında tezli yüksek lisans eğitimine başladım.

Özel ilgi alanlarım, maliyet muhasebesi, üretim stok yönetimi ve faaliyet bütçesi, yatırım bütçesi ve duran varlık süreçleri, yönetim muhasebesi, mali analiz, Oracle ve SAP sistemi, koçluk yönetimi ve performans sistemidir.

Yabancı dilim İngilizce olup, bekâırım.

Aday: Miyase KARABULUT