

## ULUSLARARASI YATIRIMLARDA SERMAYE BÜTÇELEMESİ VE KARŞILAŞILAN RİSKLER

Dr. Beyhan MARŞAP\*

Firmaların uzun vadeli yatırım kararlarının sonuçları, firma değerlerini uzun süre etkileyecek etmenlerden birisini oluşturduğundan, bu tür yatırımların etkili bir sermaye bütçeleme tekniği ile planlanması gerekir.

Sermaye bütçelemesi, herbir yatırım teklifi ile ilgili olmak üzere, yatırımın karşılayabileceği riskleri de dikkate alarak, yatırımın maliyeti ile yatırımdan beklenen nakit akımlarının karşılaştırılmasını kapsar. Bir projenin uygulanabilir olması için beklenen getirilerin şimdiki değeri, yatırım maliyetinin şimdiki değerinden daha büyük olmak zorundadır.

### 1. Sermaye Bütçelemesinin Amacı

Maddi duran varlıklara yapılacak yatırımların değerlendirilmesi, firmanın gelecekteki başarısı açısından büyük önem taşır. Çünkü firmanın fonları oldukça uzun bir süre belirli alanlara bağlanmakta ve gelecekle ilgili olabilecek olayların önceden tahmin edilememe riskini taşımaktadır. Bu durum ise karar alıcıların, karar alma esnekliğini sınırlandırmaktadır.

Ayrıca maddi duran varlıklara yapılacak yatırımların aşırı olması, firmanın gereksiz olarak ağır bir finansman ve sabit gider yükü altına girmesine, yetersiz olması ise firmanın yatırım alanını kısıtlamasından dolayı piyasa payını kaybetmesine yol açabilir.<sup>(1)</sup>

\* G.Ü. Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi, Muhasebe-Finansman Anabilim Dalı Araştırma Görevlisi.

(1) Öztin Akgüç, Finansal Yönetim, İ. Ü. Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 56, İstanbul, 1989, ss. 290-293.

Firma yöneticisi, firma değerlerini kendi ortakları için maksimum kılma yönünde politikalar izlerken, firmanın uzun vadeli kullanılabilir fon kaynaklarını, sabit varlık yatırımlarında kullanmak üzere yatırım seçeneklerini değerlendirmeye almak ve bu değerlendirmeyi yaparken de sermaye bütçeleme tekniklerinden yararlanmak durumundadır.

Finansman teorisi, bir sermaye bütçeleme tekniğinin özel kriterler taşıması gerektiğini belirtmektedir. Bu kriterler şu şekilde sıralanabilir:

- a) Kullanılan teknik, hisse senedi sahiplerinin servetlerinin maksimizasyonu amacı ile tutarlı olmalıdır.
- b) Paranın zaman değerini yansıtmalıdır.
- c) Riski dikkate almış olmalıdır.
- d) Alternatifler karşılıklı olarak tutarlı bir şekilde sıralanmış olmalıdır.
- e) Yönetici veya karar vericiye bilgi vermede yararlı olmalıdır.

## 2. Sermaye Bütçelemesinde Risk unsuru

Sermaye bütçeleme kararlarında süre uzadıkça belirsizlikler arttığı dolayısıyla risk büyüdüğü için finansal yöneticinin en fazla dikkate alması gereken unsur risktir. Risk unsuru, ülkenin genel ekonomik durumundan, enflasyon ortamında bulunmasından kaynaklanabileceği gibi firmanın ve daha spesifik olarak projenin kendisinden kaynaklanan risk de olabilir. Üstelik yapılacak yatırım ülke dışında ise, bütün bu risklere uluslararası risk de eklenmektedir. Bütün bu farklı risk kaynaklarının ortak noktası, projeden beklenen nakit akışlarını etkilemesidir. Bu risk unsurları projenin karar aşamasında dikkate alınıp tartışılırsa, firma bu risklere karşı önceden hazırlıklı olacaktır.

Yurtiçi yatırımlarda olduğu gibi yurtdışı yatırımlarda da aynı sermaye bütçeleme teknikleri kullanılmasına rağmen uluslararası

yapıdan kaynaklanan döviz kur değişiklikleri, politik farklılıklar ve ana şirketler ve proje açısından yatırımın verim oranının ayırt edilmesi gerekmektedir.

Yurtdışına yatırım yapılırken vergi sonrası nakit akışları ve uygun bir verim oranı belirlenerek net şimdiki değeri pozitif olan projeler kabul edilir. Ancak burada karşımıza iki temel sorun çıkmaktadır. Bunlardan birincisi, nakit akışlarının proje açısından mı yoksa ana şirket açısından mı belirleneceğidir<sup>(2)</sup>. İkincisi ise yurtiçinde yapılan yatırımlarda karşılaşılan risklere ek olarak yurtdışına yatırım yapılmasından kaynaklanan ek risklerin ortaya çıkmasıdır.

## 3. Net Nakit Akımlarının Belirlenmesi

Uluslararası sermaye bütçeleme kararlarında vergi sonrası nakit akımlarının iki yönü bulunmaktadır. Birincisi proje açısından nakit akımları, diğeri ise ana şirket açısından nakit akımlarının durumudur.

Uluslararası yatırımların analizinde, proje açısından ve ana şirket açısından verimlilik oranları arasındaki farklılığı ayırt etmek zorunludur. Projenin finans edilme şekli, fonların geri dönüşü, vergilerin tarh edilmesi, döviz kurlarının değişmesi ve politik riskin yükselmesinden dolayı bu oran iki açıdan farklı olacaktır<sup>(3)</sup>.

Ana şirketler açısından verimlilik oranı, projeden beklenen vergiden sonraki net akımların miktarına, zamanına, beklenen net nakit akımlarının elde edilme zamanındaki döviz kuruna ve fonların ülke dışına çıkmasından dolayı maruz kalınan vergi yükümlülüklerine bağlıdır.

(2) George Pinches, *Essential of Financial Management*, Second Edition, Harper and Row Publishers, 1987, ss. 309-312.

(3) Lawrence V. Gitman ve diğerleri, *Managerial Finance* Harper and Row Publishers, New York, 1985, ss. 601-602.

Uluslararası yatırım projelerinde ana şirketler açısından net nakit akımları temettü ödemeleri, borç itfaları, lisans ücretleri ve diğer tamamiyle finansal olan nakit para akışlarını kapsamaktadır. Yatırım yapılan ülkede, para birimi ile sağlanan fonların net şimdiki değeri ne kadar yüksek olursa olsun, eğer fonlar bu ülkede bloke edilmişlerse veya devalüasyon nedeniyle beklenen fonlar değerini kaybetmişse, sağlanan gelirler hisse senedi sahiplerine yansımayacaktır.

#### 4. Uluslararası Yatırımlarda Risk Unsuru

##### a) Politik Risk:

Politik riskler beklenmedik olaylar ya da yerel politik güçlerin etkinliklerinden kaynaklanır. Politik risk, seçimler, kamu baskısı, ihtilal ya da iç savaşların neden olduğu olumsuz gelişmelerle ilgilidir. Yatırım yapılan ülkenin, gelecekte, ülkeden fon çıkışı zorlaştırma, döviz kurlarını kontrol etme ve hatta yatırımları kamulaştırma olasılığı ortaya çıkabilir.

Kamulaştırma riskini tahmin etmek ve hesaplamak zor olmasına rağmen sermaye bütçelemesi kararlarında dikkate almak zorunludur. Eğer kamulaştırma farklı yıllarda meydana gelirse, buna hazırlıklı olmanın yolu, olabilecek en kötü şartları dikkate alıp net şimdiki değeri hesaplamaktır.

Firmalar kamulaştırma riskini minimize etmek için çeşitli stratejiler oluşturabilirler. Genel olarak bu stratejiler iki kategoride toplanabilir<sup>(4)</sup>. Birincisi, riske girerek uzun vadeli bir ortaklık oluşturmak gibi pozitif yaklaşımları kapsar. İkincisi ise ana şirketin yatırımının sınırlandırılmasını veya hammadde, üretim veya satış sürecinin kontrolünü kapsar. Böylece bağlı şirketlerin faaliyet sonuçları tamamiyle ana şirkete bağımlı olur.

(4) Pinches, a.g.e. ss. 293-294.

Politik risk, genellikle politik müdahalelerin ne zaman ve nasıl ortaya çıkabileceği hakkında çeşitli varsayımlar altında, projenin nakit akımlarını tahmin ederek sermaye bütçelemesinde dikkate alınmalıdır.

##### b) Döviz Kuru Riski:

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

İşletmenin net şimdiki değerini, iskonto oranındaki değişme de etkilemektedir. Yabancı ülkelerde faaliyette bulunan şirketlerin beklenen nakit akışlarının net şimdiki değerini hesaplamaları için, yatırım yapılan ülkenin parasının ana şirketin bulunduğu ülke parası karşısındaki değişme durumu dikkate alınır. Ana şirketin ülkesinin para birimi üzerinden, döviz kuru değişmeden önceki net şimdiki değeri aşağıdaki formülle hesaplanabilir<sup>(5)</sup>.

$$NŞD_{0AŞP} = \frac{(NA_c^{YÜP})_1 \cdot XK_{01}}{(1+r)} + \frac{(NA_0^{YÜP})_2 \cdot XK_{02}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{(NA_0^{YÜP})_n \cdot XK_{0n}}{(1+r)^n}$$

Bu formülasyonda, döviz kuru değişmeden önce;

$NŞD_{AŞP}$  = Ana şirket parası cinsinden net şimdiki değer

$NA^{YÜP}$  = Yabancı ülke parası cinsinden nakit akışları

$XK_0$  = Beklenen döviz kurları

$r$  = İskonto oranı

Eğer yabancı ülke parası, ana şirketin bulunduğu ülke parası karşısında değer kaybedecekse, bağlı işletmenin net şimdiki değeri yeniden belirlenir. Bu durumda düzeltilmiş net şimdiki değeri hesaplamak için aşağıda verilen formül kullanılır:

(5) Ali Bulent Pamukçu, Uluslararası İşletme Finansı, Güryay Matbaası, İstanbul, 1984, s. 105.

$$N\mathcal{S}D_d^{A\mathcal{S}P} = \frac{(NA_d^{YUP})_1 \cdot XK_{c1}}{1+r} + \frac{(NA_d^{YUP})_2 \cdot XK_{c2}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{(NA_d^{YUP})_n \cdot XK_{cn}}{(1+r)^n}$$

Formülasyonda döviz kuru değişmesinden sonra;

$N\mathcal{S}D_d^{A\mathcal{S}P}$  = Ana şirketin bağlı olduğu ülke parası üzerinden net şimdiki değer

$NA_d^{YUP}$  = Yabancı ülke parası üzerinden nakit akışları

$XK_{cj}$  = Beklenen döviz kurları

$r$  = İskonto oranı olarak

#### 4. Uluslararası Yatırımlarda Riskin Yok Edilmesi

##### a) Politik Riskin Yok Edilmesi:

Sermaye bütçelemesi kararlarında riskin gözardı edilmesi, nakit akışlarının beklenenin altında gerçekleşmesine neden olabilir. Yatırım planlamalarında ve faaliyetlerin yönetiminde ana şirketle ilgili riskin düşürülmesi için birçok kararlar alınabilir. Riske karşı kayıtsız davranışlar olayların olasılık dağılımını artırır ve yönetimi, yatırım kararında çekingen bırakabilir. Riskin yokedilme yolları, şu şekilde sıralanabilir<sup>(6)</sup>:

##### 1) Haberalma Ağının Oluşturulması

Yatırım yapılacak ülkedeki olayları anlamak için gerekli olan politik, sosyal ve ekonomik bilgileri hazırlayan haberalma ağının kurulmasını kapsar. Uluslararası alanda faaliyet gösteren büyük firmalar, ülke riski değerlendirmesi yapabilecek eğitimli kadrolara sahip bulunmalıdır. Merkezde bulunan bu kadrolar, yatırım yapılan veya yapılacak olan ülkedeki destek personelin değerlendirmelerini de dikkate alacak şekilde koordineli çalışmalıdırlar. Büyük petrol şirketleri gibi dünya çapında faaliyet gösteren firmalar ile şubeleri dünyanın dört bir yanına yayılmış

(6) Mark R. Eaker, Handbook of Modern Finance, Second Edition Warren, Harper and Lamond, Editor: Dennis E. Lague, Boston, 1990. Böl. 46, ss. 19-22.

olan bankalar için bilgi toplama süreci, haberalma ağlarının işletilmesi ile, yurtiçi süreçle aşağı yukarı aynı olabilmektedir.

##### 2) Önceden Tahmin Etme Politikası

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

##### 3) Koşullara Uyum Sağlama

Uluslararası faaliyetlerde yasal, politik, sosyal ve ekonomik koşullardaki farklılıklara uyum sağlamak ekstra bir çaba gerektirir.

Yabancı bir ülkede yatırım yapmak için seçilebilecek yolların ilki, yerli bir ortak edinmektir. Yerli bir ortağa sahip olmak, hem bağlı şirketin yabancılik karakterini azaltır hem de sermaye yatırımları üzerinden kazanılan bir kısım karların ülkede kalacağı beklentisini artırır. Bütün bu olumlu yanlarına rağmen uluslararası faaliyet gösteren firmaların çoğunluğu yerli ortak alarak riske girmeyi istememektedir. Çünkü bugün için teknolojik ve fiyatlama bilgilerine sahip olan bu ortakların, gelecekte firma için rakip olabileceği endişesi taşınmaktadır.

Riski düşürmede izlenebilecek diğer bir yol ise yatırımı sigortalamaktır. ABD'de bu konuyla ilgili sigorta şirketleri bulunmaktadır<sup>(7)</sup>. Bunlardan Oversease Private Investment Cor-

(7) Eaker, a.g.e., böl. 46, s.22.

poration ve Lloyd şirketleri Amerikan şirketlerinin yurtdışı yatırımlarını savaş, kamulaştırma ve paranın konvertibl olma yeteneğinin yok olmasına vb. karşı sigorta etmektedir.

#### b) Döviz Kuru Riskinin Yok Edilmesi:

Yurtdışına yatırım yapmanın sonucu ortaya çıkan döviz kuru risklerinden korunmak için, geleneksel teknikler dışında, hedging tekniği de kullanılabilir. Cross-Hedging ( çapraz risk transferi) ve Currency (para) Swap ile uzun dönemli riskler hedge edilebilir.

1) **Cross Hedging:** Sermaye piyasasında forward sözleşmeleri yapılmayan yabancı paraların, kur riskini azaltmak için forward ve future pozisyonlarının kullanılması mümkün kılabilir. Cross-Hedgingin etkiliği, şu faktörlerin varlığı ile ölçülebilir:

- Varlıklar arasındaki gerçek korelasyon katsayısı,
- Riski minimize edici hedge oranı tahmininin doğruluğu
- Hedge oranının zaman içerisindeki tutarlılığı

2. **Currency (para) Swapları:** Swaplar genellikle doğrudan ya da üçüncü bir döviz ödemesiyle, ana paraya ait borç yükümlülüklerini karşılıklı üstlenmeyi ifade etmek üzere kullanılmaktadır. Swap tekniği kullanılarak bir firma, bir ülke para birimine ait borç ödemelerini, başka bir ülke parasıyla yerine getirebilir veya sabit faiz yükümlülüklerini değişken faizli ile değiştirebilir.

#### SONUÇ

Sermaye bütçeleme kararlarında riskin etkisini en aza indirebilmek için yöneticiler, genel ekonomik durumdan ve projeden kaynaklanan riskleri dikkate almak zorundadırlar.

Sermaye bütçelemesinin uluslararası yönü ana şirket açısından önemli olmaktadır. Uluslararası yatırımları risk unsurundan korumak amacıyla geliştirilen teknikler yatırımların değerlendirilmesinde kullanılmaktadır. Kuşkusuz risklerden daha iyi korunmak için yeni teknikler geliştirilecektir. Finansal yönetim için amaç, daima, firmanın değerini hisse senedi sahipleri için maksimum kılmak olacaktır.