

GÜNCEL GELİŞMELER IŞIĞINDA
DIŞ TİCARETTE SEĐİLMİŐ MUHASEBE VE
FİNANS KONULARI

Editör

Prof. Dr. Mehmet DEMİR

Yazarlar

Prof. Dr. Güven DELİCE
Prof. Dr. Mehmet DEMİR
Doç. Dr. Said Alpagut ŞENEL
Doç. Dr. Yakup ŐLKER
Doç. Dr. Zekai ŞENOL
Doç. Dr. Merve TUNCAY
Dr. Öğr. Üyesi Tuba GŐLCEMAL

Dr. Öğr. Üyesi Barış AKSOY
Öğr. Gör. Tuba SARIKAYA KARA
Öğr. Gör. Sultan CERAN CUNEDİOĞLU
Öğr. Gör. Mehmet Murat ŞENOL
Arş. Gör. İlknur CAN
Arş. Gör. Ömer KÖSE
Doktora Öğrencisi Sema BACAĞ

Paradigma Akademi



GÜNCEL GELİŞMELER IŐIŐINDA
DIŞ TİCARETTE SEŐİLMİŐ MUHASEBE VE
FİNANS KONULARI

Editör

Prof. Dr. Mehmet DEMİR

ISBN: 978-625-6957-27-5

Paradigma Akademi Yayınları

Sertifika No: 69606

Paradigma Akademi Basın Yayın Dağıtım

Fetvane Sokak No: 29/A

ÇANAKKALE

e-mail: fahrigoker@gmail.com

Yayın Sorumlusu

Nevin SUR

Dizgi&Kapak

Himmet AKSOY

Matbaa

Bulut Dijital Matbaa LTD. ŐTİ.

Sertifika No: 48120

Kitaptaki bilgilerin her türlü sorumluluđu yazarlarına aittir.

Bu Kitap T.C. Kùltür Bakanlığından alınan bandrol ve
ISBN ile satılmaktadır. Bandrolsüz kitap almayınız.

Aralık 2022

Paradigma Akademi



İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ..... iii

BİRİNCİ BÖLÜM

BİLGİ VE İLETİŞİM TEKNOLOJİLERİNDEKİ GELİŞMELERİN DIŞ TİCARET İŞLEMLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Prof. Dr. Güven DELİCE 1-24

İKİNCİ BÖLÜM

GÜNCEL GELİŞMELER IŞIĞINDA DIŞ TİCARETTE FİNANS YÖNETİMİ

Doç. Dr. Zekai ŞENOL 25-49

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DIŞ TİCARETTE UYGULANAN TEŞVİKLER VE DEVLET DESTEKLERİ

Doç. Dr. Merve TUNCAY 51-73

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI TİCARETTE KÜRESELLEŞME VE DIŞA AÇIKLIK

Dr. Öğr. Üyesi Tuba GÜLCEMAL 75-88

BEŞİNCİ BÖLÜM

DIŞ TİCARETTE BLOKZİNCİRİ TEKNOLOJİSİNİN VE KRİPTO PARALARIN KULLANILABİLİRLİĞİ ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME

Dr. Öğr. Üyesi Barış AKSOY 89-104

ALTINCI BÖLÜM

DIŞ TİCARETTE ÖDEME YÖNTEMLERİ VE AKREDİTİFİN TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜNDEKİ ÖNEMİ

Arş. Gör. İlknur CAN..... 105-122

YEDİNCİ BÖLÜM

DIŞ TİCARET ŞİRKETLERİNDE ÖNEM ARZ EDEN TÜRKİYE MUHASEBE STANDARTLARI (TMS/TFRS VE BOBİ FRS)

Doç. Dr. Said Alpagut ŞENEL

Öğr. Gör. Tuba SARIKAYA KARA 123-156

SEKİZİNCİ BÖLÜM

DIŞ TİCARET İŞLEMLERİNDE TÜRKİYE MUHASEBE STANDARTLARI (TMS/TFRS VE BOBİ FRS) KAPSAMINDA MUHASEBE UYGULAMALARI

Doç. Dr. Said Alpogut ŞENEL

Doktora Öğrencisi Sema BACAĞ 157-186

DOKUZUNCU BÖLÜM

DIŞ TİCARET KREDİLERİ VE MUHASEBE UYGULAMALARI

Doç. Dr. Yakup ÜLKER

Öğr. Gör. Mehmet Murat ŞENOL 187-225

ONUNCU BÖLÜM

DIŞ TİCARET İŞLETMELERİNDE DÖNEM SONU MUHASEBE İŞLEMLERİ

Doç. Dr. Yakup ÜLKER

Öğr. Gör. Sultan CERAN CUNEDİOĞLU 227-251

ONBİRİNCİ BÖLÜM

SERBEST BÖLGELER VE SERBEST BÖLGE FAALİYETLERİNİN MUHASEBELEŞTİRİLMESİ

Prof. Dr. Mehmet DEMİR

Arş. Gör. Ömer KÖSE 253-269

İKİNCİ BÖLÜM

GÜNCEL GELİŞMELER İŞİĞİNDA DIŞ TİCARETTE FİNANS YÖNETİMİ

Doç. Dr. Zekai ŞENOL

Sivas Cumhuriyet Üniversitesi, İİBF, Finans ve Bankacılık Bölümü,
zsenol@cumhuriyet.edu.tr, ORCID: 0000-0001-8818-0752

GİRİŞ

Günümüz modern anlayışında finans yöneticilerinin amacı firma değerini veya hissedar varlığını artırmaktır. İşletmeler bu kapsamda sahip oldukları finansman imkânlarını varlıklara dönüştürme ve bu süreci etkin yönetme becerileriyle değer maksimizasyonu amacını gerçekleştirmeye çalışmaktadırlar. Firma değerini artırma yurt içi işletme faaliyetleriyle olabileceği gibi yurt dışı faaliyetlerle de olabilmekte hatta yurt dışı faaliyetler firma değerlerinin daha da artmasına imkân verebilmektedir. Ulusal firmaların dış ticarete yönelmeleri yatırımlarının artmasına, satış gelirlerinin yükselmesine, nakit akışlarının çoğalmasına, maliyetlerin azalmasına böylece firma finansal performanslarının yükselmesine neden olabilmektedir.

Dünyada küreselleşme, entegre ekonomiler ve finansal serbestleşme ile birlikte ulusal firmaların uluslararası pazarlara açılmaları, çokuluslu firmaların yaygınlaşması ve dış ticaret hacimlerinde artış yaşanmıştır. Türkiye’de de özellikle 1980 ekonomik kararları ve 1996 gümrük birliği süreçleriyle birlikte ulusal firmaların yurt dışı operasyonları artmaya başlamıştır. Bugün birçok ulusal firmanın yabancı firmalarla yaptıkları ticari anlaşmalar, kurdukları ortaklıklar, iş ilişkileri ile yurt dışında bağlı kuruluşları ve iştirakleri bulunmaktadır.

Firmaların dış ticarete yönelmeleriyle birlikte finans yönetiminde bazı değişiklikler söz konusu olabilmektedir. Finansal planlamadan sermaye maliyetine, nakit akışından sermaye bütçelemesine, finansman kaynaklarından finansal risk yönetimine kadar birçok konuda dış ticaret firmalarında finans yönetimi ulusal firmalara göre farklılıklar gösterebilmektedir. Dış ticarete finans yönetimi uluslararası finans, çok uluslu firmalarda finansal yönetim, uluslararası finansal yönetim gibi geniş konu kapsamalarına uzanabilmektedir. Kitabın bu bölümünde Türkiye ve dünyadaki makro ve firma düzeyindeki veriler ve güncel gelişmeler ışığında firmaları dış ticarete yönelten sebepler, dış ticarete finansal sistem, dış ticaret firmalarında nakit akışları, sermaye bütçelemesi ve dış ticarete riskler konularına kısaca değinilmiş, güncel gelişmeler ve firma verileri doğrultusunda bazı temel finans teorileri değerlendirilmiştir.

1. İŞLETMELERİ DİŞ TİCARETE YÖNELTEN SEBEPLER VE SONUÇLARI

Uluslararası finansal yönetime ihtiyaç duyulmasının temel sebeplerinden birisi küreselleşme ve entegre uluslararası dünya ekonomisidir (Eun vd., 2012: 28). Bu çerçevede ülkeler arasındaki dış ticaret hacimleri, ihracat ve ithalat birim ve tutarları artmıştır. Bu durumu Türkiye’ye ait ihracat ve ithalat verileriyle açıklamak mümkündür.

Türkiye’nin 2021 yılı ihracat toplamı 225 milyar dolardır⁸. Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM), Nisan 2022 verilerine göre, ihracatın sektörel dağılımı sanayi %82, tarım %15 ve madencilik %3 şeklindedir. Sanayi ürünlerinde hazır giyim ve tekstil %15, otomotiv %13, kimyevi ürünler %13,

⁸ www.tuik.gov.tr Erişim: 16.10.2022

çelik %11, elektrik-elektronik %7, demir ve demir dışı metaller %6 oranlarıyla ön plana çıkmaktadır. Tarımsal ihracatta ilk sırada hububat ve bakliyat %5, daha sonra ise yaş meyve ve sebze %1,5 paya sahiptir.

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, 2021 yılında yapılan 271 milyar dolarlık toplam ithalatın içinde ilk sırayı 50,8 milyar dolar ile mekanik ve elektrikli makine ve cihazlar alırken, ikinci sırayı 50,7 milyar dolar ile mineral yakıtlar almaktadır. İthalat sıralamasında öne çıkan diğer ürünler demir ve çelik 27,6 milyar dolar, plastik ürünler 17,5 milyar dolar, motorlu kara taşıtları 15,6 milyar dolar şeklindedir.

TÜİK 2021 yılı verilerine göre en çok ihracat yaptığımız ilk on ülke Almanya, Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Birleşik Krallık, İtalya, İspanya, Irak, Fransa, Hollanda, İsrail ve Rusya Federasyonu olurken en çok ithalat yaptığımız ilk on ülke ise Çin, Rusya Federasyonu, Almanya, ABD, İtalya, Hindistan, Fransa, Güney Kore, İspanya ve Belçika şeklindedir.

Bu verilerden anlaşılacağı üzere Türkiye’de yaşayan hane halklarının ihtiyaçlarını karşılayabilmeleri için başta petrol ürünleri olmak üzere elektrik ve mekanik ürünlerin ithalatına ihtiyaç duyulurken bu ürünlerin bedellerinin ödenmesi için tekstil, otomotiv ve tarımsal ürünlerin ihracatına ihtiyaç duyulmaktadır. Türkiye için ifade edilen süreç tüm dünya ülkeleri için geçerlidir. Bu çerçevede, Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü (UNCTAD) verilerine göre 2021 yılında küresel ticaret hacmi 22,3 trilyon dolara ulaşmıştır. Haliyle Türkiye için ifade edilen ihracat ve ithalat süreci ile dünya ticaret hacmi düzeyleri dış ticarete finans yönetimini ortaya çıkaran önemli etkenlerden birisidir.

Firmaları dış ticarete yönelten etkenleri mutlak ve karşılaştırmalı üstünlükler teorileriyle de ifade edebilmek mümkündür. Bu çerçevede Adam Smith tarafından mutlak üstünlükler ve David Ricardo tarafından karşılaştırmalı üstünlükler teorileri ortaya konulmuştur. Mutlak üstünlükler teorisinde iki farklı ülke (A ve B ülkesi) ve iki farklı ürün (X ve Y ürünü) üretiminde, ülkelerden birisi (A ülkesi) bir ürün üretiminde (X ürünü), diğeri (B ülkesi) ise diğer ürününün (Y ürünü) üretiminde üstünlüğe sahiptir. Bu çerçevede A ülkesi X ürünü, B ülkesi ise Y ürünü üreterek A ülkesi B ülkesine X, buna karşın B ülkesi de A ülkesine Y ürünü ihraç etmelidir. David Ricardo tarafından ortaya konulan karşılaştırmalı üstünlükler teorisinde bir ülke (A ülkesi) diğer ülkeye (B Ülkesi) göre her iki üründe de (K ve Z ürünü) mutlak üstünlüğe sahiptir (Seyidoğlu, 2003: 17-20). Buna karşın A ülkesi K ürünü 2Z birime üretebilirken, B ülkesi K ürünü 1/2Z birime üretebilmektedir. Dolayısıyla her iki üründe de mutlak üstünlüğe sahip olan A ülkesine karşın B ülkesi Z ürünüde karşılaştırmalı üstünlüğe sahiptir. Buna göre A ülkesinin K ürünü, B ülkesinin Z ürünü üretip ihraç etmesi gerekmektedir. Ülkeler arasındaki hem mutlak hem de karşılaştırmalı üstünlükler dış ticaretin gerçekleşmesindeki etkenlerdendir.

Tablo 1: Mutlak ve Mukayeseli Üstünlükler

Ülkeler	Günlük Üretim Kapasitesi		Günlük Üretim Kapasitesi	
	X Ürünü	Y Ürünü	K Ürünü	Z Ürünü
A Ülkesi	100 birim	20 birim	100 birim	50 birim
B Ülkesi	40 birim	50 birim	20 birim	40 birim

Kaynak: Seyidoğlu, 2003: 17-19 referans alınarak oluşturulmuştur.

Dış ticaret firmaların satış, gelir, maliyet, karlılık, finansal yapı ve piyasa değerlerini yani finansal performanslarını etkileyebilmektedir. Finansal performansı artırma dış ticaret için bir sebep oluşturabilir.

Tablo 2'ye göre BİST'te kayıtlı olup, piyasa değeri en büyük reel sektör firmalarının hepsinin yurt dışı faaliyetlerinden satış gelirlerinin olduğu görülmektedir. Türk Hava Yolları, Ford Otosan, Şişecam, Arçelik firmalarının yurt dışı satış oranlarının %50'lerin oldukça üzerinde Enka İnşaat ve Tofaş Otomobilin ise %50 civarında yurt dışı satış gelirlerinin oldukları görülmektedir. Dolayısıyla BİST'e kayıtlı piyasa değeri en büyük on reel sektör firmasından altısının yurt dışı satışlarının %50 ve üzerinde olduğu anlaşılmaktadır. Diğer dört firmanın da %11 - %31,4 arasında yurt dışı satış gelirleri olduğu dikkate alındığında piyasa değeri kriterine göre BİST'te en büyük olma sıralamasında yurt dışından gelir elde edebilmenin etkisi olduğu değerlendirilebilir.

Karlılıklarına bakıldığında Fort Otosan, Türk Hava Yolları, Şişecam ve Aselsan firmalarının özkaynak karlılıkları sektör ortalamalarının üzerinde, diğer firmalarda ise sektör ortalamalarına yakın seviyeler söz konusudur. 2021 yılı TÜFE oranının %36,08 olduğu göz önüne alındığında firmaların enflasyon karşısında özkaynaklarının bir miktar aşındığı anlaşılmaktadır (Tablo 2).

Piyasa çarpanlarına bakıldığında fiyatlamaların sektör ortalamalarına yakın gerçekleşirken, 2021 yılı BİST ortalama fiyat/kazanç oranı 7,40 ve piyasa değeri defter değeri oranı 1,44 piyasa çarpanlarına göre şirket çarpanlarının daha yüksek olduğu dolayısıyla şirketlerin BİST ortalamalarının üzerinde fiyatlandığı anlaşılmaktadır.

Tablo 2 verileri genel olarak değerlendirildiğinde BİST'te kayıtlı en büyük on reel sektör firmasının önemli oranda yurt dışı gelirlerine sahip oldukları, şirket fiyatlamalarının BİST fiyatlamalarının üzerinde, karlılıkların sektör ortalamalarında gerçekleştikleri dolayısıyla yurt dışından gelir elde edebilen firmaların mutlak ve karşılaştırılabilir değer bakımından büyük olma niteliklerine sahip olabildikleri söylenebilir.

Tablo 2: Borsa İstanbul'da Piyasa Değeri En Yüksek 10 Reel Sektör Firma Listesi

Şirket (1.000.000₺ düzeyinde)	Yurt Dışı Satışlar	Yurt Dışı Satışlar/ Toplam Satışlar (%)	ÖKO	Sektör ÖKO	Firma F/K	Sektör F/K	Firma PDDD	Sektör PDDD
Ereğli	14.038	20,5	25,4	28,53	6,13	7,84	1,40	1,65
Ford Otosan	54,515	74,7	102,3	80,9	9,49	11,06	8,23	6,77
Enka İnşaat	12.816	49,7	7,49	10,11	16,35	15,23	0,95	1,34
İskenderun Demir Çel.	6.944	24,1	21,1	28,53	10,42	7,61	1,72	1,57
Sasa Polyester	3.506	31,4	19,7	30,6	84,87	63,91	14,22	11,35
Tüpraş	34.450	29,0	22,8	30,6	11,65	9,18	2,20	2,06
Şişecam	13.789	67,4	29,6	24,6	4,49	4,49	1,04	1,04
Türk Havayolları	87.422	89,7	12,6	7,8	3,36	9,05	0,30	0,86
Aselsan	2.240	11,0	32,8	26,0	6,68	8,44	1,86	2,81
Arçelik	43.775	64,2	18,4	20,7	10,67	14,39	1,68	1,78
Tofaş Otomobil	14.643	49,3	64,2	80,9	11,54	11,06	6,59	6,77
Not 1: 2021 yılı verileri esas alınarak hesaplanmıştır. Not 2: 2021 yılı BİST100 PDDD 1,44; FK 7,40 ve TÜİK 2021 yılı TÜFE oranı 36,08'dir.								

Kaynaklar: KAP, Fastweb Mali Analiz, FxPlus ve TÜİK.

Yukarıda ifade edilen; (1) küreselleşme ve entegre ekonomi, (2) mutlak ve mukayeseli üstünlükler teorileri, (3) firmaların dış ticaret ile performanslarını artırma gibi sebeplerle 70'li yıllardan itibaren uluslararası toplam ticaret artmış, ihracatın GSYİH'e oranı yükselmiştir (Tablo 3 ve 4).

Tablo 3: Uluslararası Toplam Ticaret

(Milyar \$)	Yıllar									
	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2020	2021
Yunanistan	5,2	4,5	8,2	11	11,7	18,4	28	28,5	35	47
Türkiye	2,9	7,9	12,9	21,5	27,7	73,4	113,8	150,9	169,6	225
Brezilya	20	26	31	47	55	119	200	187	209	280
G. Kore	17,5	30,2	65	125	172	284	466	526,7	512,5	644,4
Almanya	192	184	421	523	552	971	126	1.326	1.382	1.632
Çin	18	27	62	149	249	762	1.577	2.273	2.590	3.364
ABD	225,5	218,8	393,5	584,7	781,9	901	1.278	1.502	1.425	1.755
G20	1.531	1.486	2.742	4.136	5.075	8.204	11.690	12.739	13.569	17.039
Dünya	2.036	1.953	3.490	5.168	6.454	10.510	15.302	16.556	17.645	22.283

Kaynak: Dünya Ticaret Örgütü (WTO)

Dünya genelinde uluslararası ticaret hacmi son 40 yılda 10,9 kat yükselmiştir (Tablo 3). 1980'de 2 trilyon dolar olan dünya ticaret hacmi 2021 yılında 22,2 trilyon dolara yükselmiştir. Bu artışta gelişmiş ülkelerin etkisi olmakla birlikte gelişmekte olan ülkelerin rolü daha büyüktür. Uluslararası ticaret son 40 yılda ABD'de 7,8; Almanya'da 8,5; Yunanistan'da 9; G20 ülkelerinde 11,1; Brezilya'da 14; Güney Kore'de 36,8; Türkiye'de 77,5 ve Çin'de 187 kat artmıştır. Türkiye'deki artışta 1980 ekonomik kararlarının, Çin'deki artışta ise uygulanan ekonomi politikalarındaki değişikliklerin etkili olduğu değerlendirilmektedir.

Tablo 4: Mal ve Hizmet İhracatının GSYİH'e Oranı

Ülke/Yıllar	Yıllar					
	1970	1980	1990	2000	2010	2020
ABD	5,6	9,8	9,3	10,7	12,4	10,1
Almanya	15,1	18,6	22,8	30,8	42,6	43,4
Çin	2,5	5,9	13,6	20,9	27,2	18,5
Brezilya	7	8	8,2	10,2	10,9	16,9
Yunanistan	7,9	19,3	14,8	23,7	21,8	32
G. Kore	11,4	28,4	25	33,9	47,1	36,4
Türkiye	4,4	5,2	13,4	19,9	21,2	28,7
Yüksek Gelirli Ülkeler	13,1	20,6	19	23	29,4	28,8
Orta Gelirli Ülkeler	10,7	19,3	18,1	25,8	27,3	22,6
Dünya	12,8	20,4	18,9	23,6	28,8	26,5

Kaynak: Dünya Bankası (WB), Dünya Kalkınma Göstergeleri

Tablo 4'te görüldüğü üzere GSYİH'e göre ihracatın payı son 50 yılda iki kattan daha fazla (2,07) artarak 12,8'den 26,5'e yükselmiştir. Bu durum dış ticaretin ekonomik faaliyetler içindeki payının arttığını göstergesidir. Tablodaki ülkeler arasında en yüksek artış Çin (7,4), sonrasında Türkiye (4,05) gelmektedir. Çin ve Türkiye örneklerinde ekonomi politikalarındaki değişikliğin ihracat oranlarını önemli ölçüde etkilediği anlaşılmaktadır.

Yukarıda ifade edilen sebepler ve bu sebeplere bağlı oluşan sonuçlar kapsamında günümüzde, işletmelerin kendilerini dış çevresel faktörlerden ve özellikle rekabetten soyutlama fikri ortadan kalkmıştır (Aydın vd. 2015: 524). Bu fikri ortaya çıkaran temel etken küreselleşme olmuştur. Günümüz koşullarında işletmeler için faaliyet alanı tüm dünya düzlemi olmuştur. İşletmelerin kendileri faaliyetlerini doğrudan farklı ülke piyasalarında yürütmeseler bile, farklı piyasalardaki işletmelerle yaptıkları anlaşmalar, kurdukları ticari ilişkiler, ortaklıklar, bağlı kuruluşlar gibi yapılarla dolaylı olarak faaliyet alanlarını dünya ölçeğinde genişletebilmektedirler. Bu süreçlere bağlı olarak küresel firmaların satışları, gelirleri, piyasa değerleri birçok ülkenin GSYİH'sini aşabilmektedir. 2020 yılı dünyanın en değerli şirketleri sıralamasının ilk beşinde bulunan şirketler

ve piyasa değerleri; Apple (2,2 trilyon dolar), Microsoft (2 trilyon dolar), Saudi Aromco (1,9 trilyon dolar), Amazon (1,7 trilyon dolar), Alphabet (1,5 trilyon dolar) şeklindedir. Görüldüğü üzere 2 trilyon dolar piyasa değerleriyle dünyanın en büyük şirketleri Dünya Bankasının (WB) dünyanın en büyük ekonomileri sıralamasındaki ilk 10 ekonomi hariç diğer ülkelerin GSYİH'lerinden daha yüksek değerlere sahiptirler.

2. DIŞ TİCARETE FİNANSAL SİSTEM

Finansal sistemlerin temel amacı fon arz edenler ile fon talep edenler arasındaki fon akımını sağlamaktır. Fon transferi genellikle pay senedi, tahvil, finansman bonusu gibi bir finansal araç üzerinden gerçekleşmekte ve bu transfer finansal piyasalar, borsalar genel çerçevesinde çoğunlukla aracı kurumlar, bankalar gibi finansal araçlar yoluyla yapılmaktadır. Finansal sistemler Türkiye, Almanya, ABD gibi ulusal düzeyde, Avrupa, Asya-Pasifik gibi bölgesel düzeyde ya da tüm dünyayı esas alan küresel finansal sistem üzerinden oluşabilmektedir.

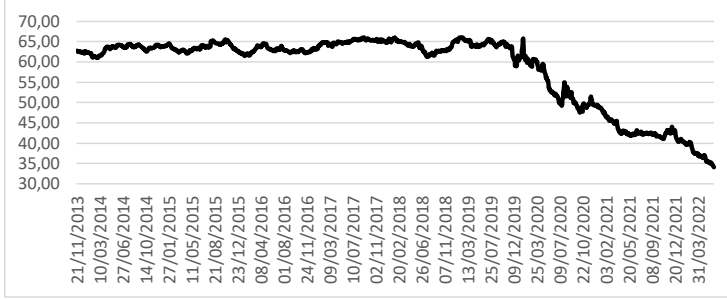
Reel sektör firmaları ve finansal kurumlar faaliyetleriyle ilgili fon arz ve talebini ulusal finansal sistemler üzerinden yapabildiği gibi bölgesel ya da küresel finansal sistem üzerinden de gerçekleştirebilmektedirler. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) verilerine göre 2022 Nisan ayı sonu itibariyle özel sektörün yurt dışından sağladıkları toplam kredi borcu 163,7 milyar dolardır⁹. Bunun 7,7 milyar doları kısa, 156 milyar doları uzun vadeli borçtur. 156 milyar dolar uzun vadeli borcun %39'u finansal kuruluşlardan %61'i finansal olmayan kuruluşlardan kaynaklıken 7,7 milyar dolarlık kısa vadeli borcun %81,4'ü finansal kuruluşlardan, %18,6'sı ise finansal olmayan kuruluşlardan oluşmaktadır. Özel sektörün yurt dışından sağladığı borç tutarı (163,7 milyar dolar) BİST'te işlem gören şirketlerin 2022 Mayıs ayı sonu değeri olan 146 milyar dolardan¹⁰ biraz daha yüksektir. Bu verilere dayanarak Türkiye'deki işletmelerin BİST yoluyla sağladıkları özkaynak tutarından daha fazla yurt dışı finansal piyasalardan borçlanarak kaynak sağladıkları söylenebilir. Haliyle Türkiye'de işletmelerin hem ulusal finansal sistemde hem de uluslararası finansal sistemde faaliyetlerinin oldukları anlaşılmaktadır.

Finansal yönetim geleneksel olarak iki temel fonksiyona ayrılmaktadır: fon sağlama ve sağlanan bu fonların kullanılması (Shapiro, 2010: 44). İlk fonksiyon genellikle finansman, ikincisi ise yatırım kararları olarak nitelendirilmektedir. Finansman kararlarında kaynak maliyetiyle birlikte fonların işletme açısından kullanımının uygunluğu önem taşımaktadır. İşletmeler fon sağlama bakımından sadece ulusal piyasalardan fon tedariki sağlamamakta uluslararası para ve sermaye piyasalarından da yararlanabilmektedirler. Aynı zamanda uluslararası sermaye akımları da yerli firmalara finansman imkanı sağlayabilmektedirler. Şekil 1'de görüldüğü üzere Borsa

⁹ <https://www.tcmb.gov.tr/> Erişim: 18.06.2022

¹⁰ <https://www.world-exchanges.org/> Erişim: 18.06.2022

İstanbul’da (BİST) yabancı takas oranları 2020 yılına kadar uzun zaman %50’nin üzerinde olmuştur. Dolayısıyla Türkiye’de BİST’te işlem gören şirketlerin özkaynak finansmanında yabancı portföy yatırımlarının önemli payları bulunmaktadır.

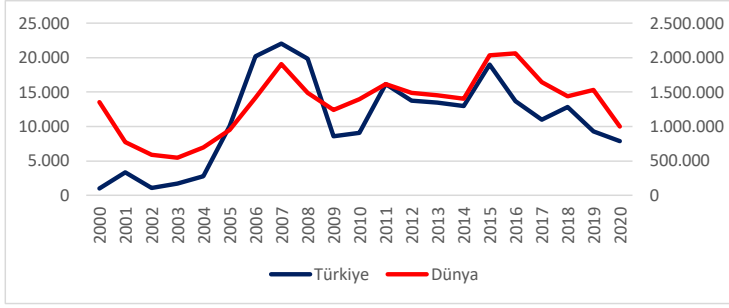


Şekil 1: BİST'te Yabancı Takas Oranları

Kaynak: Foreks FXPlus Veri Platformu

Finansal yönetimin ikinci fonksiyonu yatırım kararlarıdır. 1970’li yıllarda gelişmiş ekonomilerde, 1980’li yıllarda gelişmekte olan ülkelerde başlayan finansal serbestleşme ve küresel ekonomiye entegre olma süreçleriyle birlikte firmaların yatırım kararlarında tüm dünya yatırım seçeneği olarak ortaya çıkmıştır. Şekil 2’de Türkiye’de ve dünya genelindeki doğrudan yabancı sermaye (DYS) girişleri yani Türkiye’ye yönelik sabit sermaye yatırım kararları görülmektedir. Türkiye’ye yönelen DYS girişleri 2000’li yıllar sonrasında yaygınlaşan özelleştirme süreçleriyle birlikte 2007 yılında 22 milyar dolara ulaşırken, 2010-2020 döneminde ortalama olarak 12 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir. Dünya genelinde ise 2000-2009 döneminde 1 trilyon dolar civarında gerçekleşen DYS yatırımları 2010-2020 döneminde 1.5 trilyon dolar ortalama değerlerine ulaşmıştır.

Şekil 1’deki BİST’teki yabancı takas oranları yabancı pay senedi yatırımlarını, Şekil 2’deki DYS yatırımları ise Türkiye’ye yönelen yabancı sermaye akımlarını göstermektedir. Her iki veri de Türkiye’deki işletmelerin küresel finansal sistemden yararlanma derecesi ile ilgili önemli göstergelerdir.



Şekil 2: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (Milyon Dolar)

Kaynak: UNCTAD, Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü <https://unctad.org/> Erişim: 27.05.2022

Günümüzde Türkiye'deki şirketlere bağlı olarak yurt dışında faaliyette bulunan birçok işletme mevcuttur. Bunlar ulusal firmaların yurt dışı yatırım kararları şeklinde nitelendirilebilir. Şişecam¹¹ üretim faaliyetlerini 10 ülkede sürdürmekte, Arçelik¹² 9 ülkede faaliyette bulunmakta, Vestel¹³ firmasının yurt dışında 16 şirketi bulunmaktadır. Shapiro ve Sarin'e göre (2009:493) farklı ülkelerde faaliyette bulunmanın ortaya çıkarabildiği arbitraj fırsatları olabilmektedir: Bunlardan ilki vergi arbitrajıdır. Firmalar yüksek vergilendirmenin buldukları uluslardan daha düşük vergilendirmenin bulunduğu ülkelere faaliyetlerini alarak vergi arbitrajı yapabilmektedirler. Diğeri, finansal piyasalar arbitrajıdır. Firmalar bağlı birimleri arasında fon transferleri yaparak döviz kontrollerinden kaçınma, daha yüksek getirili fonlara ulaşabilme, daha düşük maliyetli fon kaynaklarını sağlama yoluyla finansal piyasa arbitrajı yapabilmektedirler. Sonucusu ise hükümet, düzenleme otoriteleri ve birliklerden kaynaklı yasa ve yönetmeliklerden ortaya çıkan, işletme faaliyetlerine olumsuz etkisi olabilecek, maliyetleri artırıcı, gelirleri azaltıcı düzenlemelere karşı farklı ülkeler arbitraj imkânı sunabilmektedir. Bu arbitrajlara bağlı olarak firmalara dış ticaret, uluslararası işletme olma yolları açılabilir.

Eun ve Resnick (2009:17) küresel ölçekte faaliyette bulunmanın dış ticaret firmalarına ölçek ekonomisinden yararlanmada bazı avantajlar sağladığına dikkat çekmektedir. Bunlardan ilki, araştırma ve geliştirme giderleri ile reklam maliyetlerinin küresel satışlar için dağıtılmasıyla ortaya çıkmaktadır. İkincisi, küresel satın alma gücü tedarikçiler üzerinde yoğunlaştırılmaktadır. Sonucusu ise, küresel pazarlar genişledikçe teknolojik ve yönetimsel bilgi birikimi yoluyla birim maliyetlerde azalma olabilmektedir. Ortaya çıkan bu durumlar dış ticaret firmalarının varlıklarının büyümesine, satışlarının artmasına, çalışan sayılarının yükselmesine neden olabilmektedir.

¹¹ <https://www.sisecam.com.tr/tr/> Erişim: 16.06.2022

¹² <https://www.arcelikglobal.com/tr/sirket/yatirimci-iliskileri/yatirimci-iliskileri/> Erişim: 16.06.2022

¹³ <http://www.vestelyatirimciiliskileri.com/> Erişim: 16.06.2022

Tablo 3'te dünyanın finansal olmayan en büyük 100 şirketinin varlıkları, satışları ve çalışan sayılarına ait veriler yer almaktadır.

Tablo 1: Dünyanın Finansal Olmayan En Büyük 100 Şirketinin Uluslararası İstatistikleri

Varlıklar (Milyar USD)	Yıllar		
	2018	2019	2020
Yabancı	9.334	9.403	9.639
Yerli	6.711	7.869	8.286
Toplam	16.045	17.272	17.924
Yabancı/Toplam	58	54	54
Satışlar (Milyon USD)			
Yabancı	5.937	5.843	5.535
Yerli	3.899	4.491	4.158
Toplam	9.836	10.333	9.493
Yabancı/Toplam	60	57	56
Çalışanlar (Bin Kişi)			
Yabancı	9.544	9.339	9.076
Yerli	8.571	10.431	10.495
Toplam	18.115	19.770	19.571
Yabancı/Toplam	53	47	46

Kaynak: World Investment Report (WIR), 2021, UNCTAD

Tablodan görüldüğü üzere, firmaların sahip oldukları varlıkların ve yaptıkları satışların yarısından fazlasının yabancı ülkelerde gerçekleştiği anlaşılmaktadır. Bu şirketlerde çalışanların da yaklaşık yarısının yabancılardan oluştuğu görülmektedir. Bunlara bağlı olarak yurt dışı ve küresel ölçekte faaliyette bulunmanın şirketleri dünyanın en büyük şirketlerinin listesine girmesinde önemli bir etken olduğu söylenebilir.

Tablo 3'teki 2021 yılı Dünya Yatırım Raporuna (WIR) göre 2020 yılında enerji ve ağır sanayi sektörlerinin yurt dışı faaliyetlerinde önemli azalışlar meydana gelmiştir. Ağır sanayi ve inşaat firmalarının yurt dışı satış gelirleri 2020 yılında %15'in üzerinde azalış göstermiştir. Aynı şekilde COVID-19 salgın döneminde petrol fiyatlarındaki azalışa bağlı olarak petrol ve gaz şirketlerinin yurt dışı satış gelirlerinde %30 oranında azalışlar meydana gelmiştir. Yazılım ve bilgi teknolojileri sektörlerinde COVID-19 salgın döneminde faaliyetlerinde artışlar görülse de ABD ile Çin arasında yaşanan ticari ve ekonomik gerilime bağlı olarak ABD'li teknoloji şirketleri Apple ve Intel'in Çin'deki varlıklarında azalışlar meydana gelmiştir. 2020 yılında yurt dışı faaliyetlerdeki azalışlara rağmen dünyanın en büyük firmalarında yurt dışı faaliyetlerin önemli düzeylerde olduğu, küresel ölçekte faaliyette bulunmanın firmaların dünya genelinde büyükler sıralamasında yer almalarına katkı yaptığı ortaya çıkmaktadır.

3. DIŞ TİCARETTE NAKİT AKIŞ YÖNETİMİ

Nakit, işletme faaliyetlerinin yürütülmesinde kullanılan, yetersizliği halinde faaliyetlerin aksamasına yol açan, fazlalığı halinde fırsat maliyeti bulunan önemli bir işletme varlığıdır. İşletmelerde nakit yönetimi, işletme faaliyetlerinin gereği olarak ortaya çıkacak nakit hareketlerini tahmin edip, muhtemel nakit açık ve fazlalarına karşı nakit dengesi ortaya koyarak nakdin etkin yönetilmesini sağlama amacını taşımaktadır. Daha önce Şişecam, Arçelik ve Vestel örneklerinde ifade edildiği gibi, işletmeler bağlı kuruluşları yoluyla birden fazla ülkede faaliyette bulunabilmektedirler. Nakit açık ve fazlalıklarının bağlı kuruluşlar nezdinde yönetilmesi çerçevesinde bağlı kuruluşlar arasında nakit akışları söz konusu olabilmekte ve bu işlemin yurt dışı bir fon transferi olması nedeniyle işlem maliyetleri ortaya çıkabilmektedir. İşlem maliyetlerinin azaltılmasında netleştirme sistemi kullanılabilir. Bu kısımda bağlı kuruluşları yoluyla dış ticaret ve uluslararası faaliyetlerin yapılmasında bir örnek yardımıyla netleştirmeye dayalı nakit yönetim sistemi açıklanmıştır.

A Şirketinin¹⁴ merkezi Türkiye olmak üzere Almanya, ABD ve Rusya¹⁵'de bağlı kuruluşları bulunmaktadır. Tablo 4'de A Şirketinin bağlı kuruluşları da dâhil olmak üzere bir aylık toplam nakit hareketleri görülmektedir.

Tablo 2: Ana Kuruluş ile Bağlı Kuruluşlar Arasındaki Nakit Tahsilat ve Ödemeler (1.000\$)

Ülkeler	Türkiye	Almanya	ABD	Rusya	Topl. İçsel	Dışsal Nakit Girişi	Toplam Nakit Girişi
Türkiye	-	100	125	150	375	450	825
Almanya	80	-	105	120	305	410	715
ABD	90	140	-	160	390	530	920
Rusya	110	145	150	-	405	485	890
Toplam İçsel	280	385	380	430	1.475	-	-
Dışsal Nakit Çıkışı	425	520	500	550	-	-	1.995
Toplam Nakit Çıkışı	705	905	880	980	-	1.875	5.345

Türkiye'de bulunan ana firma, bağlı kuruluşunun olduğu Almanya'dan 100.000\$, ABD'den 125.000\$ ve Rusya'dan 150.000\$ olmak üzere toplam 375.000\$ içsel nakit akışı, buna karşın 450.000\$ dışsal nakit girişi olmak üzere toplam 825.000\$ nakit girişi sağlamaktadır. Aynı firma 80.000\$ Almanya'ya, 90.000\$ ABD'ye ve 110.000\$ Rusya'ya olmak üzere toplam 280.000\$ içsel

¹⁴ Bu örnek, Eun, Resnick ve Sabherwal (2012: 482-485) kaynağındaki Teltrex Şirketi örneği referans alınarak yazar tarafından geliştirilmiştir.

¹⁵ 2021 TÜİK verilerine göre Almanya ve ABD en fazla ihracat, Rusya ise en fazla ithalat yaptığımız ülkelerdendir.

nakit ödemesi, buna karşın 425.000\$ dışsal nakit ödemesi olmak üzere toplam 705.000\$ toplam nakit çıkışı yapmaktadır. Dört firmanın bir aylık süreçte toplam içsel nakit girişi 1.475.000\$, dışsal nakit girişleri 1.875.000\$, dışsal nakit çıkışları 1.995.000\$ ve giriş ve çıkış olmak üzere toplam nakit hareketi ise 5.345.000\$'dır. Dışsal nakit girişleriyle nakit çıkışları arasında 120.000\$ (1.995.000\$ - 1.875.000\$) net nakit çıkışı söz konusudur.

A şirketi örneğinde ana firma dahil olmak üzere dört farklı ülkede dört firma bulunmaktadır. Böyle bir durumda netleştirme olmaksızın ana firma ve bağlı kuruluşlar arasında 12 adet döviz transfer işlemi gerçekleşmektedir. Aralarında transfer yapılacak firma sayısı N ise, bu durumda en fazla $N(N-1)$ sayısı kadar yani $4(4-1)=12$ adet döviz transfer işlemi yapılmaktadır.

A Şirketi ve bağlı kuruluşları arasında 1.475.000\$'lık fon transferinden dolayı işlem maliyeti ve bakiyelerden kaynaklı fırsat maliyeti söz konusudur. Döviz transferinde %0,5 işlem maliyet oranı olduğu varsayıldığında 7.375\$ (1.475.000\$*0,005) işlem maliyeti ortaya çıkmaktadır.

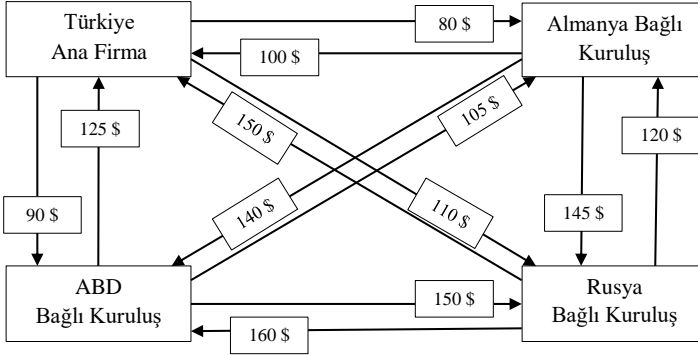
Netleştirme Sistemi

Netleştirme sisteminde amaç ana firma ile bağlı kuruluşlar arasındaki nakit giriş ve çıkışı arasındaki farklardan net giriş ve net çıkışa ulaşarak nakit transfer tutarını azaltarak işlem maliyetlerinin düşürülmesidir. Netleştirmenin iki taraflı netleştirme ve çok taraflı netleştirme olmak üzere iki türü bulunmaktadır.

Tablo 3: Ana Kuruluş ile Bağlı Kuruluşlar Arasındaki Net Nakit Tahsilat ve Ödemeler (1.000\$)

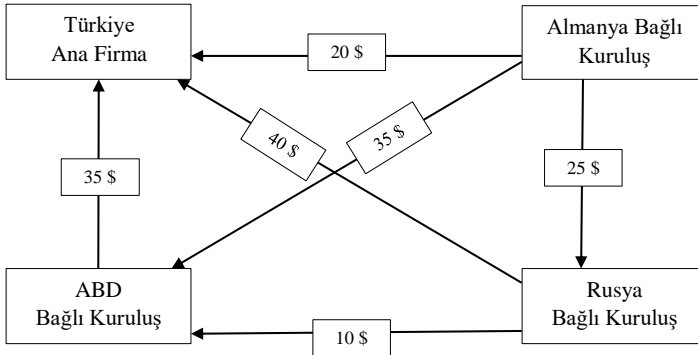
Ülkeler	Türkiye	Almanya	ABD	Rusya	Topl. Nakit Girişleri	Net
Türkiye	-	100	125	150	375	95
Almanya	80	-	105	120	305	(80)
ABD	90	140	-	160	390	10
Rusya	110	145	150	-	405	(25)
Toplam Nakit Çıkışları	280	385	380	430	1.475	0

İkili netleştirmede iki kuruluş arasındaki nakit giriş ve çıkış tutarı arasındaki fark alınarak net giriş veya net çıkış tutarında para transfer işleminin yapılmasıyla işlem maliyetinin azaltılması amaçlanmaktadır. Tablo 5 ve Şekil 3'de görüldüğü üzere Türkiye'deki firmadan Almanya'daki firmaya 80.000\$, Almanya'daki firmadan Türkiye'deki firmaya ise 100.000\$ para transferi söz konusudur. İkili netleştirmede bu transferler arasındaki net tutar yani 20.000\$'ın Almanya'dan Türkiye'deki firmaya transferi söz konusudur. İki netleştirme işlemi neticesinde yapılan transferler Şekil 4'de görülmektedir. İkili netleştirme toplam işlem tutarı 165.000\$ (20.000\$ + 25.000\$ + 10.000\$ + 35.000\$ + 40.000\$ + 35.000\$) olmaktadır.



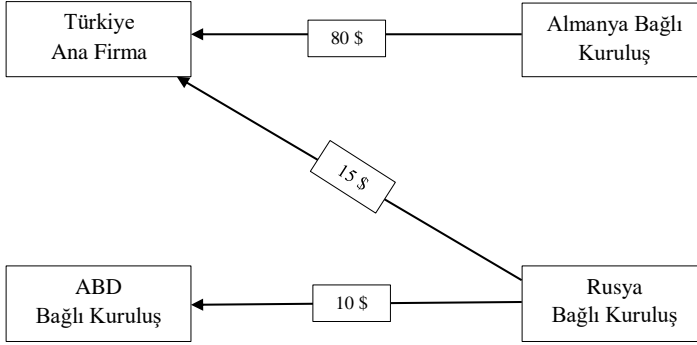
Şekil 3: Ana Kuruluş ve Bağlı Kuruluşlar Arası Döviz İşlemleri (1.000\$)

İkili netleştirme ile işlem tutarı 1.475.000\$'dan 165.000\$'a azalırken para transfer işlem tutarı ise 7.375\$'dan 825\$'a ($165.000 \times 0,005$) düşmüş, böylece işlem maliyetinden dolayı 6.550\$ ($7.375 - 825$) tasarruf sağlanmıştır.



Şekil 4: Ana Kuruluş ve Bağlı Kuruluşlar Arası İki Taraflı Netleştirme

Ana kuruluş ve bağlı kuruluşlar arasında para transfer işlem maliyetini azaltmanın bir diğer şekli çoklu netleştirmedir. Türkiye'deki ana kuruluşa bir aylık sürede 375.000\$ toplam nakit girişi, aynı sürede 280.000\$ nakit çıkışı ve bu nakit giriş ve çıkışından net 95.000\$ nakit girişi gerçekleşmiştir (Tablo 5). Net giriş ve çıkışlara bakıldığında ABD'deki firmaya 10.000\$ net giriş, Almanya'daki firmadan 80.000\$ ve Rusya'daki firmadan 25.000\$ net çıkış gerçekleşmiştir. Çoklu netleştirme işlemi neticesinde sadece toplam net nakit girişi ya da çıkışı kadar toplam nakit transfer işlemi gerçekleştiğinden işlem yapılacak toplam nakit tutarı 105.000\$ şeklinde gerçekleşmektedir (Tablo 5 ve Şekil 5). Böylece toplam işlem masrafı 525\$ ($105.000 \times 0,005$) oluşmaktadır. Çoklu netleştirme ile netleştirme olmaksızın yapılan para transferine göre 6.280\$ ($7.375 - 525$), ikili netleştirme işlemine göre 300\$ ($825 - 525$) işlem tasarrufu sağlanmaktadır (Tablo 6).



Şekil 5: Ana Kuruluş ve Bağlı Kuruluşlar Arası Çoklu Netleştirme

Netleştirme işlemleriyle sadece para transfer maliyetlerinde azalma meydana gelmemekte aynı zamanda döviz kur riski de düşmektedir. Firmaların tuttıkları nakit döviz pozisyonları ve döviz nakit akışları azaldığı için döviz kur riskinde de azalışlar meydana gelmektedir.

Tablo 4: Nakit Akış Sonuçları

	Toplam Nakit Transferi	Transfer İşlem Oranı	Transfer İşlem Maliyeti
Netleştirme Olmaksızın Tutarlar	1.475.000	0,005	7.375
İkili Netleştirme Tutarları	165.000	0,005	825
Çoklu Netleştirme Tutarları	105.000	0,005	525

4. DIŞ TİCARETTE SERMAYE BÜTÇELEMESİ

Günümüz dünyasında işletmelerin en önemli amacı, firma değerini artırmak, hissedar varlığını yükseltmektir. Yatırım getirilerinin bugünkü değerlerinin yatırım maliyetinden büyük olması halinde hissedar varlığı artmakta, firma değeri yükselmektedir. Yatırımlar işletmelerin üretim kapasitelerinin artmasına, ürün çeşitliliğinin çoğalmasına, kalitenin artmasına, maliyetlerin düşmesine sebep olabilmektedir. Bu çerçevede yatırımlar satış artışı, maliyetlerde azalma gibi sonuçlarla finansal raporlarda yer alarak işletmelerin finansal performanslarının artmasına neden olabilmektedir.

Sermaye bütçelemesi finans literatüründe Dean ve Lutz ile başlamış, Bierman ve Smidt çalışmalarıyla gelişmiştir. Bierman ve Smidt literatürde yaygın olarak kullanılan geri ödeme dönemi, muhasebe getiri oranı, net bugünkü değer ve iç getiri oranı yöntemlerini analiz ederek net bugünkü değer yönteminin daha üstün bir yöntem olduğunu vurgulamıştır (Baker, 1998'den aktaran Yalçınmer, 2012: 358).

Sermaye bütçelemesi ile ifade edilen sabit tesis yatırımları yani uzun vadeli yatırımlardır. Bu yatırımların sağlayacakları nakit akışlarını tahmin etmek, nakit akışlarının bugünkü değerlerini hesaplayabilmek, yatırımın karlılığını belirlemek, yatırımın geri ödeme koşullarını tespit etmek

oldukça zordur. Sebebi ise yatırımla ilgili veri elde edilmesine ilişkin süreçlerin geleceğe yönelik olması, uzun vadeli ve belirsiz bir süreci kapsamasıdır. Dış ticaret firmalarında ve çok uluslu firmalarda yatırım kararlarını etkileyen faktörlerin artması, iç piyasadan uluslararası pazarlara yönelmenin ortaya çıkaracağı belirsizlikler yatırım kararlarının verilmesini zorlaştırmaktadır. Sermaye bütçelemesi kararlarında yaygın olarak kullanılan yöntemlerden birisi net bugünkü değer (NBD) yöntemidir.

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

I_0 = yatırım maliyeti

X_t = net nakit akışları

k = yatırım projesinin sermaye maliyeti

n = yatırım dönemi

NBD yöntemi iskonto edilmiş nakit akış yöntemi olarak bilinmektedir. NBD yatırım projesinin sağlayacağı iskonto edilmiş nakit akışları ile yatırım harcaması arasındaki fark şeklinde ifade edilebilir. NBD yönteminin kabul koşulu NBD'nin pozitif olması, negatif olmamasıdır. Birden fazla yatırım projesinin değerlendirilmesinde daha yüksek pozitif NBD'yi sağlayan proje kabul edilmektedir.

NBD muhasebe karlarından ziyade nakde odaklanmakta ve paranın fırsat maliyetini vurgulamaktadır. Böylece hissedar değerinin maksimum olacağı değerlendirilmektedir (Shapiro, 2010: 601). Bunların yanında NBD paranın zaman değerini ve sermaye maliyetini de dikkate almaktadır.

Net nakit akışları yatırım projesinin gelecekte sağlayacağı vergi sonrası nakit akışlarını ifade etmektedir. NBD'nin hesaplanmasında önem taşıyan noktalardan birisi iskonto oranı yani yatırım projesinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir (WACC). WACC özkaynak ve yabancı kaynak maliyetlerinin ağırlıklı ortalaması olmakla beraber yatırım projesiyle ilgili finansal, ticari, ülke, üretim, faaliyet gibi riskleri kapsamaktadır. WACC hesaplamada yabancı kaynak maliyetini hesaplamak kısmen kolaydır. Ancak özkaynak maliyetini hesaplamak zordur. Yabancı kaynak maliyeti bellidir, özkaynak maliyeti ise projenin taşıdığı riskler nedeniyle belirsizlik göstermektedir. Özkaynak maliyeti yatırımcıların beledikleri getiri oranına eşittir. Bu getiri literatürde genellikle Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) ile tahmin edilmektedir (Eun vd., 2012: 438).

CAPM'e göre piyasa fiyatları toplam işletme risklerinden ziyade sistematik risklerle ilgilidir. Proje riskleri genel olarak piyasa getirileriyle ilişkilidir, proje riskleri toplam işletme risklerini göz ardı etmektedir (Shapiro, 2010: 607). Model'e göre özkaynak maliyeti piyasa portföyü getirisiyle risksiz faiz oranı arasındaki farkın $(r_m - r_f)$ beta ile çarpımından ortaya çıkan değer riskli faiz oranına eklenmesiyle aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$k = r_j + \beta (r_m - r_f)$$

k = özkaynak maliyeti

r_j = riskiz faiz oranı

β = beta, sistematik risk ölçütü

r_m = piyasa portföyü beklenen getirisi

Dış ticarete NBD'nin yerine düzeltilmiş net bugünkü değer yöntemi (DNBD) kullanılabilir. DNBD yöntemi Donald Lessard (1985) tarafından çokuluslu firmaların yabancı sermaye harcamalarının analizinde kullanılmak üzere geliştirilmiştir. DNBD yöntemi yabancı para cinsinden olan uluslararası nakit akışlarını dikkate almakta ve yabancı projelerin analizinde yaygın şekilde kullanılmaktadır (Eun ve Resnick, 2009: 447). DNBD yöntemi iskonto oranını finansman etkisinden arındırarak sadece yatırım projesindeki iş riskini yansıtmaktadır (Doğukanlı, 2012: 209).

$$\text{DNBD} = \begin{array}{l} \text{Faaliyetlerden} \\ \text{kaynaklı nakit} \\ \text{akışlarının BD} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Faiz vergi} \\ \text{kalkanının} \\ \text{BD} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Faiz} \\ \text{sübvansiyonunu} \\ \text{BD} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Yatırım} \\ \text{harcamasının} \\ \text{BD} \end{array}$$

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

T_t = vergi tasarrufu

S_t = vergi öncesi faiz sübvansiyonlarının yerli para cinsinden değeri

i_d = yerli ülke para cinsinden vergi öncesi borç maliyeti

Dış ticarete sermaye bütçeleme konusuna örnek oluşturması adına 2021 yılı verilerine göre toplam satışlar içinde yurt dışı satış oranı %50'nin üzerinde olan Arçelik (64,2) ve Ford Otosan (%74,7) firmalarının 2017-2021 dönemine ait beş yıllık verileri çerçevesinde sermaye bütçeleme yapılmaya çalışılmıştır. Bu çerçevede NBD yöntemi kullanılmış, iskonto oranları ise CAPM'ye göre elde edilmiştir.

Tablo 5: Arçelik Firması için İskonto Oranı Hesaplama

	Yıllar				
	2021	2020	2019	2018	2017
Risksiz Faiz Oranı (10Y Tahvil)	0,23	0,15	0,12	0,19	0,13
BETA	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92
BİST100 Yıllık Getirisi	0,25	0,28	0,26	-0,19	0,48
Özkaynak Maliyeti (CAPM'e Göre)	0,25	0,27	0,25	0,57	0,45
Diğer Riskler	0,04	0,05	0,05	0,05	0,03
İskonto Oranı	0,29	0,32	0,30	0,62	0,48

Notlar: 1. Risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık devlet tahvili faiz oranı alınmıştır. 2. Şirket Betaları her yıl ayrı ayrı hesaplanmamış, 2021 yılı betaları diğer yıllar için de kullanılmıştır. 3. Özkaynak maliyeti Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeline (CAPM) hesaplanmıştır. 4. İskonto oranının tespitindeki diğer riskler yazar tarafından varsayılmıştır.

Kaynaklar: BİST, KAP, TCMB, Foreks FxPlus

Yukarıda NBD teorisinde görüldüğü üzere, iskonto oranının hesaplanması önem arz etmektedir. İskonto oranının olması gerekenden fazla ya da düşük olması yatırım projesinin kabul veya red koşullarını doğrudan etkileyebilmektedir. İskonto oranının yani ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin özkaynak maliyeti CAPM'den elde edilmiştir. Risksiz faiz oranı olarak kullanılan 10 yıllık devlet tahvili faiz oranlarının 2018 ve 2021 yıllarında arttığı görülmektedir (Tablo 7 ve 8). Arçelik firmasının betası 0,92; Ford Otosan firmasının betası 1,25'dir. Her iki şirkette toplam piyasa riskine yakın hareket etmekle beraber 1,25 betaya sahip olan Ford Otosan'ın sistematik riskinin Arçelik'ten daha yüksek olduğu görülmektedir. Sistematik risklerin dışındaki diğer riskler yazar tarafından varsayılmıştır. Her iki firmanın iskonto oranları birbirine yakındır. 2017 yılında yüksek ve pozitif BİST100 getirisi ile 2018 yılındaki negatif ve düşük BİST100 getirileri sistematik risklerin artmasına neden olmuştur.

Tablo 6: Ford Otosan Firması için İskonto Oranı Hesaplama

	Yıllar				
	2021	2020	2019	2018	2017
Risksiz Faiz Oranı (10Y Tahvil)	0,23	0,15	0,12	0,19	0,13
BETA	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
BİST100 Yıllık Getirisi	0,25	0,28	0,26	-0,19	0,48
Özkaynak Maliyeti (CAPM'e Göre)	0,26	0,31	0,30	0,57	0,57
Diğer Riskler	0,04	0,05	0,05	0,05	0,03
İskonto Oranı	0,30	0,36	0,35	0,62	0,60
Notlar: 1. Risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık devlet tahvili faiz oranı alınmıştır. 2. Şirket Betaları her yıl ayrı ayrı hesaplanmamış, 2021 yılı betaları diğer yıllar için de kullanılmıştır. 3. Özkaynak maliyeti Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeline (CAPM) hesaplanmıştır. 4. İskonto oranının tespitindeki diğer riskler yazar tarafından varsayılmıştır.					

Kaynaklar: BİST, KAP, TCMB, Foreks FxPlus

Arçelik ve Ford Otosan firmalarına ait NBD hesaplamaları Tablo 9 ve 10'da görülmektedir. Normal koşullarda yatırım harcamaları cari yılda veya yatırım tesis süresinin bir yıldan uzun olması halinde yatırım harcamaları bir yıldan daha fazla zamana yayılabilir. Burada proje bazlı yatırım harcaması verilerine ulaşamadığından finansal raporlardaki maddi ve maddi olmayan duran varlıklardaki artışlar yatırım olarak değerlendirilmiştir. Arçelik firmasının 2021 yılında yatırım harcamasında önemli artış görülmektedir.

Tablo 7: Arçelik Firması İçin NBD Hesaplama

(1000₺ düzeyindedir)	Yıllar				
	2021	2020	2019	2018	2017
Yatırım Harcaması	10.784.240	2.089.140	2.234.070	1.865.610	795.210
Yıllık Kar	3.251.009	2.878.989	953.026	855.841	845.303
Amortismanlar	1.845.682	1.221.994	1.054.934	690.414	548.187
Yıllık Net Nakit Girişi	5.096.691	4.100.983	2.007.960	1.546.255	1.393.490
Yatırım Harcamasının B. D.	3.037.638	688.967	1.019.694	710.871	536.579
Yıllık Net nakit Girişinin B. D.	1.435.604	1.352.442	916.491	589.184	940.277
Net Bugünkü Değer	-1.602.033	663.475	-103.203	-121.687	403.698
NBD Toplam	-759.750				
Notlar: 1. Yatırım harcaması bilançodaki maddi ve maddi olmayan duran varlık artışından elde edilmiştir. 2. Yıllık net nakit girişleri, yıllık net kara amortismanların eklenmesiyle elde edilmiştir.					

Kaynaklar: KAP, Fastweb Mali Analiz Programı

Yıllık net nakit girişleri dönem net karlarına amortismanların eklenmesiyle elde edilmiştir. Amortismanlar nakit çıkışı gerektirmedüğinden finansal raporlarda nakit girişi olarak değerlendirilmektedir. Hesaplamanın nasıl olduğu Arçelik'e ait 2021 verileriyle gösterilmiştir.

$$\text{Arçelik NBD}_{2021} = \frac{5.096.691}{(1+0,29^{16})^5} - \frac{10.784.240}{(1+0,29)^5} = (1.435.604 - 3.037.638) = -1.602.033$$

2017-2021 dönemi net nakit girişleri toplamıyla yatırım harcamaları arasındaki fark aşağıda görüldüğü gibi -759.750₺'dir.

$$\text{Arçelik NBD} = 5.233.998 - 5.993.749 = -759.750$$

NBD yönteminin kabul koşulu NBD'nin pozitif (NBD>0) olmasıdır. Bu veriler çerçevesinde Arçelik NBD sonucu negatif çıkmıştır. Dolayısıyla bu sonuca göre red kararı verilmektedir.

Tablo 8: Ford Otosan Firması İçin NBD Hesaplama

1.000 ₺	2021	2020	2019	2018	2017
Yatırım Harcaması	1.430.120	35.470	513.990	510.560	372.510
Yıllık Kar	4.090.244	4.194.913	1.959.484	1.683.196	1.489.983
Amortismanlar	1.054.264	916.575	775.988	569.203	473.624
Yıllık Net Nakit Girişi	5.144.508	5.111.488	2.735.472	2.252.399	1.963.607
Yatırım Harcamasının B. D.	392.666	10.292	211.246	194.544	233.183
Yıllık Net nakit Girişinin B. D.	1.412.521	1.483.205	1.124.257	858.253	1.229.175
Net Bugünkü Değer	1.019.855	1.472.913	913.011	663.709	995.992
NBD Toplam	5.065.480				
Notlar: 1. Yatırım harcaması bilançodaki maddi ve maddi olmayan duran varlık artışından elde edilmiştir. 2. Yıllık net nakit girişleri, yıllık net kara amortismanların eklenmesiyle elde edilmiştir.					

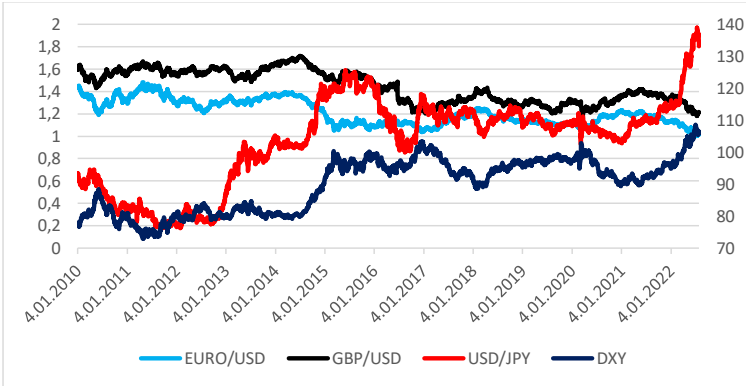
Kaynaklar: KAP, Fastweb Mali Analiz Programı

¹⁶ İskonto oranındaki yuvarlamalardan kaynaklı hesaplamalarda küçük farklılıklar çıkabilmektedir. Örneğin 2021 yılı iskonto oranı 0,2884'den 0,29'a yuvarlanmıştır.

Ford Otosan NBD'si 5.065.480€'dir. Pozitif olduğu için Ford Otosan NBD sonucu kabul edilmektedir. Buradaki gibi iki sonuçtan birisi negatif diğeri pozitif olması halinde ise pozitif olan sonuç kabul edilebilmektedir.

5. DIŞ TİCARETE FİNANSAL RİSKLER

Dış ticaret faaliyeti yani ihracat-ithalat yapan firmalar, yurt içinde faaliyette bulunan firmalara göre daha fazla risklere maruz kalmaktadırlar. Dış ticaretle uğraşma işletme faaliyetlerinin farklı ülkelerde, farklı döviz kurlarıyla, farklı yasal düzenlemelerle, farklı çalışma koşullarında yapılmasına neden olmakta ve bunun neticesinde belirsizliklerin artmasına ve maruz kalınan risklerin çeşitleri ve şiddetleri yükselebilmektedir. Dış ticaret firmaları yurt içinde faaliyette bulunan firmalara göre daha fazla rekabet, müşteri istek ve ihtiyaçlarında daha fazla çeşitlilik, farklı ekonomik ve finansal koşullara uyum sağlayabilme, ulaşım ve tedarik zincirindeki problemler, daha fazla ülkenin politik risklerine maruz kalma ve ön önemlisi de daha fazla kur riskiyle karşılaşılmasına neden olmaktadır. Dış ticarete riskler konusu oldukça geniş bir konudur. Burada sadece bu riskler içinde en fazla karşılaşılan kur riskinden kısaca bahsedilmiştir. Şekil 6'da Dolar endeksi¹⁷ ve ABD Doları karşısında Euro, Sterlin ve Yen'in 2010 yılından günümüze olan grafikleri görülmektedir.



Şekil 6: Gelişmiş Ekonomiler Döviz Kurları

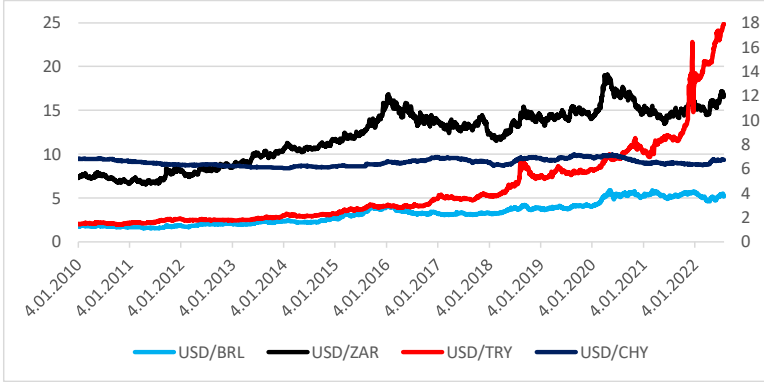
Kaynak: Refinitive Eikon & Datastream

Not: Euro Avrupa Birliği para birimi, USD ABD doları, GBP İngiltere Sterlini, JPY Japonya Yeni ve DXY Dolar endeksidir.

¹⁷ Dolar endeksi Bretton Wood's sisteminin çökmesinden sonra ABD Dolarının diğer para birimleri karşısındaki değerinin belirlenmesi amacıyla oluşturulmuştur. Dolar endeksi Japonya Yeni, Kanada Doları, Euro, İngiliz Sterlini, İsveç Kronu ve İsviçre Frangı olmak üzere altı para birimi ile hesaplanmaktadır. <https://www.gcmyatirim.com.tr/forex/yatirim-araclari/yabanci-borsa-endeksleri/dolar-endeksi> Erişim:9.8.2022

Dolar endeksinin 80'li seviyelerden 100'ün üzerine çıktığı görülmektedir. Dolar endeksi yaklaşık %37 oranında değer artışı söz konusudur. 2010-2022 döneminde genel olarak ABD Doları Euro, Sterlin ve Yen'e karşı değer kazanmıştır.

ABD Doları gelişmekte olan ülke para birimlerinden Brezilya Reali, Türk Lirası ve Güney Afrika Zarına karşı değer kazanırken Çin Yuan'ına karşı küçük bir değer azalışı yaşamıştır (Şekil 7).



Şekil 7: Gelişmekte Olan Ekonomiler Döviz Kurları

Kaynak: Refinitive Eikon & Datastream

Not: BRL Brezilya Reali, ZAR Güney Afrika Zarı, TRY Türk Lirası, CHY Çin Yuan'ıdır.

Döviz kurlarındaki riski gösteren standart sapmalara bakıldığında ise yüksekte düşüğe doğru Japon Yeni, Dolar endeksi, Türk Lirası ve Güney Afrika Zarı görülmektedir (Tablo 11). Döviz kurları fiyat grafiklerine, fiyat değişimlerine ve standart sapmalara bakıldığında 2010-2022 döneminde döviz kurlarının önemli düzeyde riskler taşıdığını görülmektedir. Bu veriler dış ticarete firmaların karşı karşıya kaldıkları kur riskini net bir şekilde ortaya koymaktadır.

Tablo 9: Döviz Kurları

Döviz Cinsi	Tarih		FARK (%)	Standart Sapma
	4.01.2010	9.08.2022		
EURO/USD	1,44	1,02	-29,08	0,11
USD/JPY	92,55	134,90	45,76	13,86
GBP/USD	1,61	1,21	-24,72	0,15
DXY	77,53	106,18	36,96	8,29
USD/BRL	1,72	5,11	196,94	1,27
USD/TRY	1,47	17,96	1.119,03	3,40
USD/ZAR	7,28	16,58	127,72	3,15
USD/CHY	6,83	6,75	-1,12	0,28

Kaynak: Refinitive Eikon&Datastream ve yazarın kendi hesaplamaları

Döviz kurları hem dış ticaret firmalarını hem de dış ticaret yapmayan firmaları etkileyebilmektedir. Tablo 12’de Türkiye ekonomisinde ve BİST’te sahip oldukları değer, büyüklük ve üretim gücü olarak önemli yere sahip dört firma ve bu firmalara ilişkin yabancı para pozisyonları ile yabancı paraların bazı etkileri görülmektedir. Arçelik ve Ford Otosan firmalarının satıları içinde yurt dışı satışlar sırasıyla %64,2 ve %74,7 olduğundan toplam satış gelirleri içinde yüksek ihracat geliri sağladıkları, buna karşın Ereğli ve Aselsan firmalarının %20,5 ve %11 yurt dışı satışlar ile toplam satış gelirleri içinde düşük ihracat gelirleri sağladıkları anlaşılmaktadır. Dört firmanın da bilanço toplamaları içinde önemli derecede yabancı para varlık ve yabancı para yükümlülüklerine sahip oldukları, buna karşın net yabancı para pozisyonlarında ise Arçelik ve Ereğli’nin sırasıyla -0,04 ve 0,03 oranlarıyla düşük, Ford Otosan ve Aselsan’ın ise sırasıyla -0,17 ve 0,17 oranlarıyla diğerlerine göre bilançolarında nispeten yüksek kur riski taşıdıkları görülmektedir. Yabancı para net pozisyonlarından riskten korunma (Hedge) amaçlı türev ürünlerin düşülmesinden sonra ise Arçelik ve Ereğli firmalarındaki kur riskinin bir miktar daha azaldığı anlaşılmaktadır. Ford Otosan ve Aselsan firmalarının kur riski yönetiminde türev ürün kullanmadıkları görülmektedir.

Tablo 10: Firmalarda Yabancı Para Pozisyonları ve Sonuçları (2021 Yılı)

(1.000₺ Düzeyindedir)	Arçelik	Ford	Ereğli	Aselsan
Yurt Dışı Satılar/Toplam Satışlar (%)	64,2	74,7	20,5	11
Yabancı Para Varlıklar	25.180.708	14.815.976	16.525.285	18.088.943
Yabancı Para Yükümlülükler	28.596.052	21.893.287	13.106.542	10.328.338
Net pozisyon	-3.415.344	-7.077.311	3.418.743	7.760.605
Türev Enstürümanlar Net Pozisyonu	2.021.214	0	-1.788.390	0
Yabancı Para Net Pozisyonu (YPNP)	-1.394.130	-7.077.311	1.630.353	7.760.605
Varlıklar Toplamı	85.078.606	42.792.853	126.442.297	46.413.298
Piyasa Değerleri (12.08.2022)	46.422.527	118.677.762	98.630.000	55.996.800
Kur Riski (Net Pozisyon/Toplam Varlıklar)	-0,04	-0,17	0,03	0,17
Kur Riski Yönetimi (YPNP/Top. Varlıklar)	-0,02	-0,17	0,01	0,17
Döviz Kurlarındaki %10 Artışın Etkisi	139.413	59.287	163.034	856.077
Kur Farkı Giderleri/Finansman Giderleri	0,95	0,58	0,71 (net)	0,89
Kur Farkı Gelirleri/Finansman Gelirleri	0,81	0,62		0,56

Kaynak: KAP, Fastweb Mali Analiz ve yazarın kendi hesaplamaları.

Kur risklerinin bu düzeylerde kalmalarında hedge amaçlı türev ürün kullanımının dışında bilanço içi yöntemler başta olmak üzere firmaların uyguladıkları risk yönetim politikalarının sonuçları etkili olmaktadır. Şirketlerin 2021 yılı faaliyet raporlarından elde edilen bilgilere göre; Ford Otosan bilançoda net döviz pozisyonunun özsermaye oranının %10'da kalması politikasını benimsemektedir. Arçelik kur riskinin yönetilmesinde sıfıra yakın net döviz pozisyonu politikası izleyerek kur dalgalanmalarını etkisini en aza indirmektedir. Aselsan döviz açığı ve fazlasını asgari seviyede tutarak döviz kurlarındaki dalgalanmaların etkisini en aza indirmeyi hedeflemektedir¹⁸.

Kur riskinin ortaya çıkardığı etkiler bu dört firma için Tablo 12'nin son üç satırında net şekilde görülebilmektedir. Duyarlılık analizine göre döviz kurlarında meydana gelebilecek %10'luk artışın ortaya çıkardığı tutarlar Arçelik'te 139 milyon ₺, Ford Otosan'da 59 milyon ₺, Ereğli'de 163 milyon ₺ ve Aselsan'da 856 milyon ₺'dir. Finansman giderleri içinde kur farkı giderlerinin oranı Arçelik'te %95, Ford Otosan'da %58 ve Aselsan'da ise %89'dur. Aynı firmaların finansman gelirleri içinde kur farkı gelirleri sırasıyla %81, %62 ve %56'dır. Ereğli firmasında ise kur farkının net etkisi kur farkı gideri olarak %71'dir. Kur etkilerinin firmalarda bu kadar yüksek düzeyde çıkmasında Türkiye'de 2021 yılında gerçekleşen yüksek döviz kuru volatilitésinin etkili olduğu değerlendirilmektedir. Ayrıca döviz kurlarındaki artış firmalardaki döviz cinsine göre farklılık gösterebilmektedir. Örneğin Ford Otosan'da ABD dolarındaki artış ABD Doları cinsinden net döviz yükümlülüğü olduğundan giderleri artırırken, Euro'daki artış ise Euro cinsinden net döviz varlıkları olduğundan gelirleri yükseltmektedir¹⁹. Özellikle Türkiye'nin ithalatının ağırlıklı olarak ABD Doları, ihracatının ise çoğunlukla Euro para birimini kullanan Avrupa Birliği ülkelerine olması nedeniyle Euro/Dolar paritesindeki Euro yönündeki artışlar ihracatı, Dolar yönündeki artışlar ise ithalatı artırabilmektedir.

Bu sonuçlar Türkiye'nin önde gelen firmalarında net kur pozisyonlarını düşük düzeyde tutma çabalarına rağmen kur risklerinin ve kur farklarından ortaya çıkan gelir ve giderlerin özellikle de kur farkı giderlerinin ne kadar önemli düzeyde olduğunu işaret etmektedir.

SONUÇ

Günümüz finans anlayışında firma amacı değer artırma olarak nitelendirilmektedir. Firma değerinin artırılması genellikle firma performansına, yani karlılık, nakit akışı, yatırımlar, uygun finansman koşulları, etkin yönetim, risk yönetimi gibi firma içi etkenlere ve faiz, kur, enflasyon gibi sistematik faktörlere bağlıdır. Firma amaçlarının sağlanması ulusal koşullardaki faaliyetlere bağlı olduğu gibi uluslararası koşullara da bağlıdır.

¹⁸ <https://www.kap.org.tr/>

¹⁹ Ford Otosan 2021 yılı faaliyet raporları

Dünya ticaret hacmi 2000 yılında 6,4 trilyon dolarken 2021 yılında 22,3 trilyon dolara ulaşmıştır. Aynı dönemde Türkiye'nin ticaret hacmi 27,7 milyar dolardan 225 milyar dolara ulaşmıştır. Bu veriler 2000 yılı sonrasında dünya ticaretinin arttığını Türkiye'deki firmaların bu artışın daha üzerinde bir ticaret hacmi artışı ile küresel ticarete rol oynadıklarını göstermektedir. Buradan Türk firmalarının yurt dışı faaliyetlerinin arttığı ortaya çıkmaktadır.

Dış ticaret finans yönetiminde ulusal ölçekte faaliyette bulunmaya göre bazı farklılıklar ortaya çıkarmaktadır. Firmaların finansman ihtiyaçları artmakta, finansman konusunda alternatifler çoğalabilmekte, faiz oranları, döviz kurları, enflasyon gibi sistematik risklerde artışlar olabilmekte, tabi olunan yasa, kural ve uygulamalar farklılaşabilmekte, finansal planlamayı etkileyen faktörlerin sayısı artmakta, yatırım kararlarının belirleyicileri çoğalabilmektedir.

Bu bölümde dış ticaretin sebep ve sonuçları dünya geneli, gelir gruplarına ülkeler, seçili ülkeler ve Türkiye örnekleri üzerinden verilerle açıklanmaya çalışıldıktan sonra dış ticarete nakit akış yönetimi netleştirme üzerinden ifade edilmiştir. Dış ticaret firmalarında sermaye bütçelemesi Arçelik ve Ford Otosan firmaları üzerinden, dış ticaretteki finansal riskler ise kur riski üzerinden Arçelik, Ford Otosan, Ereğli ve Aselsan firma örnekleriyle incelenmiştir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- Aydın, Nurhan, Başar, Mehmet ve Coşkun, Metin (2015). *Finansal Yönetim*. 2. Baskı. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Baker, James (1998). *International Finance, Management, Markets and Institutions*. Prentice Hall. New Jersey.
- Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü (UNCTAD). <https://unctad.org/> Erişim: 27.5.2022.
- Borsa İstanbul (BİST). <https://www.borsaistanbul.com/> Erişim: 27.5.2022.
- Doğukanlı, Hatice (2012). *Uluslararası Finans*. Gözden Geçirilmiş Üçüncü Baskı. Adana: Karahan Kitabevi.
- Dünya Borsalar Federasyonu (WFE). <https://www.world-exchanges.org/> Erişim: 18.6.2022.
- Dünya Bankası (WB), <https://www.worldbank.org/> Erişim: 18.6.2022
- Dünya Ticaret Örgütü (WTO). <https://www.wto.org/> Erişim: 18.6.2022
- Eun, Cheol. S. ve Resnick, Bruce G. (2009). *International Financial Management*. Fifth Edition. Mc Grow Hill.
- Eun, Cheol S., Resnick, Bruce G. ve Sabherwal, Sanjiv (2012). *International Finance*. Sixth Edition. New York: Mc Grow Hill.
- Fastweb Mali Analiz <https://www.fwmanaliz.com/> Erişim: 12.8.2022.
- Foreks FXPlus Veri Platformu

GCM Yatırım <https://www.gcmyatirim.com.tr/> Erişim: 9.8.2022.

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP). <https://www.kap.org.tr/> Erişim: 10.8.2022.

Seyidoğlu, Halil (2003). *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama*. Gözden Geçirilmiş 15. Baskı. İstanbul.

Shapiro, Alan C. (2010). *Multinational Financial Management*. International Student Version. Ninth Edition. John Wiley & Sons.

Shapiro, Alan C. ve Sarin, Atulya (2009). *Foundations of Multinational Financial Management*. Sixth Edition. USA: John Wiley & Sons.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB). <https://www.tcmb.gov.tr/> Erişim: 18.06.2022

Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM). <https://tim.org.tr/> Erişim: 25.5.2022.

Türkiye İstatistik Kurumu (TUİK). <https://www.tuik.gov.tr/> Erişim: 25.5.2022.

UNCTAD (2021). World Investment Report (WIR).

Yalçın, Kürşat (2012). *Uluslararası Finansman*. Gözden Geçirilmiş İkinci Baskı. Ankara: Detay Yayıncılık.

<http://www.vestelyatirimciliskileri.com/> Erişim: 16.06.2022

<https://companiesmarketcap.com/> Erişim: 10.06.2022

<https://www.arcelikglobal.com/tr/sirket/yatirimci-iliskileri/yatirimci-iliskileri/> Erişim: 16.06.2022

<https://www.sisecam.com.tr/tr/> Erişim: 16.06.2022