



**TR90 DÜZEY 2 BÖLGESİ KALKINMA PROGRAMINDA YER ALAN İLLERDE  
FAALİYET GÖSTEREN İMALATÇI FİRMALARDA SERMAYE BÜTÇELEMESİ  
UYGULAMALARI**

**Hüseyin DAĞLI<sup>1</sup>**

**Kemal EYÜBOĞLU<sup>2</sup>**

**ÖZET**

Bu çalışmanın amacı; TR90 Düzey 2 Kalkınma Programında yer alan 6 ildeki (Artvin, Giresun, Gümüşhane, Ordu, Rize ve Trabzon) imalatçı firmaların sermaye bütçelemesi sürecindeki tutumlarını araştırmaktır. Bu amaçla anket formu hazırlanmış ve bu 6 ildeki toplam 71 imalatçı firmaya uygulanmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre; 6 ilde faaliyet gösteren imalatçı firmalar arasında yatırım projesi değerlendirmede en çok kullanılan yöntem; geri ödeme süresidir. Sermaye maliyeti hesaplanmasında firmaların en çok kullandığı maliyet; borç maliyetidir. Firmaların yatırım projesinin gelecekte sağlayacağı nakit akışını hesaplamada ise en çok satışların yüzdesi yöntemini kullandıkları belirlenmiştir. Yatırım projesi değerlendirmede riskin dikkate alınması hususunda olasılık analizi firmalarca en çok kullanılan analiz yöntemidir. Ayrıca yapılan istatistiksel analiz sonucu, eğitim düzeyi ile yatırım projesi değerlendirme yöntemlerinin kullanımı arasında anlamlı bir ilişki elde edilememiştir.

*Anahtar Kelimeler: Sermaye Bütçelemesi, Yatırım Projesi Değerlendirme Yöntemleri, Sermaye Maliyeti, Risk*

**CAPITAL BUDGETING PRACTICES IN MANUFACTURING FIRMS WHICH ARE  
INVOLVED IN TR90 LEVEL 2 DEVELOPMENT PROGRAMME**

**ABSTRACT**

The purpose of this study is analyzing the approach of firms' capital budgeting in 6 cities (Artvin, Giresun, Gümüşhane, Ordu, Rize and Trabzon) which are involved in TR90 Level 2 Development Programme. For this purpose a survey form has been prepared and applied to 71 manufacturing firms in these 6 cities. Findings from this study; commonly used method is payback period method for evaluating the investment project among these firms in 6 cities. Calculating the cost of capital, firms commonly use cost of debt. It is determined that firms are primarily using percentage of sales method for calculating the cash flow in the future from investment project. Evaluating the investment project, firms primarily use scenario analysis method for considering the risk. Also as a result of statistical analysis, it is identified that there isn't any meaningful relation among educational level and using the scientific project evaluating methods.

*Keywords: Capital Budgeting, Investment Project Evaluation Techniques, Cost of Capital, Risk*

<sup>1</sup> Prof. Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi – İİBF – İşletme Bölümü, e-mail: dagli@ktu.edu.tr

<sup>2</sup> Arş. Gör., Karadeniz Teknik Üniversitesi – İİBF – İşletme Bölümü, e-mail: keyuboglu@msn.com

## GİRİŞ

Firma değeri büyük ölçüde gerçekleştirilen yatırımlara bağlıdır. Bu değer mevcut ve gelecekte sağlanacak nakit akışlarına göre belirlenir. Dolayısıyla yapılması planlanan yatırımlar firmalarca dikkat edilmesi gereken önemli konular içerisinde yer alır.

Yatırım kararlarının alınmasında yatırımın tutarı, firmaya sağlayacağı nakit akışları, ekonomik ömrü, ekonomik ömrü sonundaki hurda değeri ve yatırımdan beklenen getiri oranı verilerine ihtiyaç duyulmaktadır.

Firmaların yatırım fırsatlarını sürekli olarak takip etmeleri ve değerlendirmeleri gerekir. Ancak firmaların her yatırım fırsatına ayıracak kaynağı bulunmayabilir. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, yatırım fırsatları arasından firma değerine en çok katkıyı yapacak yatırımların gerçekleştirilmesidir. Bu yatırımların gerçekleştirilmesi firmaya fayda sağlayacağı gibi yeni gelir akımı yaratarak büyümeye neden olması sebebiyle ülke ekonomisine de fayda sağlar. Bu yatırımlar ise yatırım projesi değerlendirme yöntemleri kullanılarak belirlenebilmektedir.

Yatırım projesi değerlendirme yöntemleri genel olarak, paranın zaman değerini dikkate alan ve dikkate almayan yöntemler olarak iki grupta ele alınır.

Paranın zaman değerini dikkate alan yöntemler, net bugünkü değer (NBD), iç karlılık oranı (İKO), karlılık endeksi (KE) ve indirgenmiş geri ödeme süresi yönteminden (İGÖS) oluşmaktadır. NBD yöntemi; yatırımın ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı nakit girişlerinin bugüne indirgenmiş değerleri toplamı ile yatırımın gerektirdiği nakit çıkışlarının belirli bir iskonto oranına göre bugüne indirgenmiş değerleri toplamı arasındaki farktır. Net bugünkü değeri sıfıra eşitleyen iskonto oranı ise İKO olarak adlandırılır. İKO ile bir yatırımın getirisi oran ile ifade edilir. KE yöntemi; yatırımın ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı nakit girişlerinin belirli bir iskonto oranı üzerinden bugünkü değerinin, yatırımın gerektirdiği nakit çıkışlarının bugünkü değerine oranlanması esasına dayanır. İGÖS yöntemi ise bir yatırımın bugüne indirgenmiş net nakit girişlerinin yatırım tutarını karşılayabilmesi için gerekli olan zaman süresini ifade eder.

İkinci grupta yer alan paranın zaman değerini dikkate almayan yöntemlerden, yatırım ortalama karlılığı (YOK) ve geri ödeme süresi (GÖS) gibi yöntemler daha ziyade bir ön değerlendirme aracı olarak kullanılmaktadır. YOK yöntemi yatırım projelerinin

değerlendirmesinde kullanılan ve muhasebe karlılığını gösteren basit bir yöntemdir. Bu yöntem; bir yatırımın ortalama net karının söz konusu yatırımın ortalama defter değerine oranı olarak ifade edilir. GÖS yöntemi, bir yatırım için harcanan tutarın ne kadar süre içerisinde geri kazanabileceğini hesaplama esasına dayanır.

Yatırım kararlarında dikkat edilmesi gereken önemli bir konu da yatırım projesinin değerlendirilmesine kullanılacak sermaye maliyetinin (iskonto oranı) belirlenmesidir. Bu işlemde yapılacak yanlışlık, gerçekte firma değerine katkı yapan bir yatırım projesinin reddedilmesine veya firma değerine katkı yapmayan bir yatırım projesinin kabul edilmesine sebep olabilir.

Yatırım projesi değerlendirmede seçilen iskonto oranı ile nakit akışlarının tutarlı olması dikkat edilmesi gereken diğer bir önemli konudur. Sağlıklı bir değerlendirme için reel iskonto oranı kullanılacaksa reel nakit akışları; nominal iskonto oranı kullanılacaksa nominal nakit akışlarının kullanılması gereklidir. Tutarsız yapılan hesaplamalar yanlış yatırım projelerinin seçilmesine neden olabilmektedir (Dağlı, 2001: 344-345).

Bu çalışmada, imalatçı firmaların sermaye bütçelemesi sürecindeki uygulamaları detaylı bir şekilde incelenmiştir. TR90 Düzey 2 Kalkınma Programında\* yer alan 6 ildeki imalatçı firmaların yeni yatırımları değerlendirmede bilimsel değerlendirme yöntemlerini kullanıp kullanmadıkları, kullanıyor iseler en çok hangi yöntemi tercih ettikleri; sermaye maliyeti hesaplayıp hesaplamadıkları, hesaplıyor iseler, en çok hangi maliyeti yatırım değerlendirmede kullandıkları belirlenmeye çalışılmıştır. Ayrıca firmaların nakit akışlarını hesaplayıp hesaplamadıkları, enflasyon etkisini dikkate alıp almadıkları, belirsizlik ortamında risk faktörünü dikkate alıp almadıkları, alıyor iseler hangi yöntemin risk faktörü belirlemede daha çok tercih edildiği ve son olarak eğitim düzeyi ile yatırım projesi değerlendirme yöntemlerini kullanma arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki olup olmadığı incelenmiştir.

---

\* TR90 Düzey 2 Bölgesi Kalkınma Programı anlaşması ülkemiz ile Avrupa Komisyonu arasında 11 Temmuz 2006 tarihinde imzalanmıştır. Programın temel amacı bölgesel gelişmeye katkıda bulunarak bölgeler arası gelişmişlik farklarını azaltmak ve merkezi ve bölgesel düzeyde proje uygulama kapasitesini geliştirmektir. Program AB destekli diğer bölgesel kalkınma programları gibi (TR82, TR83, TRA1, DAKP, TRA2, TR72, TR52 ve TRB1) bir hibe programı olarak tasarlanmıştır.

## I. Literatür İncelemesi

Literatürde firmalarca yatırım projelerinin değerlendirilmesinde kullanılan yöntemleri belirlemeye yönelik birçok çalışma yapılmıştır. Amerika’da firmalarca kullanılan yatırım projesi değerlendirme yöntemlerini belirlemeye yönelik çalışmalarda; Klammer (1972), imalat sanayi firmalarının indirgenmiş nakit akımı yöntemleri, YOK, GÖS yöntemlerini kullandıklarını belirtmiş ve indirgenmiş nakit akımı yöntemlerinin zaman içerisinde kullanım oranı azalırken, YOK ile GÖS yöntemlerinin kullanım oranında artış olduğu sonuçlarını elde etmiştir. Gitman ve Forrester (1977), indirgenmiş nakit akımları yöntemlerinin firmalar tarafından daha çok kullanıldığını belirlemişlerdir. Schall vd. (1978), firmaların yatırım projesi değerlendirmede kullandığı yöntemlerin sırasıyla GÖS, İKO, YOK yöntemleri olduğunu belirlemişlerdir. Ross (1986), ise firmalarca daha çok kullanılan değerlendirme yöntemlerinin GÖS ve indirgenmiş nakit akımları yöntemlerinin olduğunu ortaya koymuştur. Klammer vd. (1991); Bruner vd. (1998), indirgenmiş nakit akımı yöntemlerinin firmalarca daha çok kullanıldığını ortaya koymuşlardır. Farragher vd. (1999) ile Graham ve Harvey (2001); (2002) çalışmalarında firmalarca tercih edilen yöntemlerin İKO, NBD ve GÖS yöntemleri olduklarını belirleyerek aynı sonuçları elde etmişlerdir. Ryan ve Ryan (2002), sırasıyla NBD, İKO ve GÖS yöntemlerinin firmalarca daha çok tercih edildiğini belirlemişlerdir.

Avrupa ülkelerindeki çalışmalarda ise; Drury ve Tayles (1996) ile Arnold ve Hatzopoulos (2000), İngiltere’de GÖS, İKO ve NBD yöntemlerinin firmalarca daha çok kullanılan yöntemler olduklarını belirlemişlerdir. İngiltere’de yapılan bir diğer çalışmada Peel ve Bridge (1998), küçük ve orta ölçekli imalat sanayi firmalarında GÖS, YOK, İKO ve NBD yöntemlerinin kullanıldığı sonucuna ulaşmıştır. Sandahl ve Sjögren (2003) ile Holmen ve Pramborg (2005), İsveç’te firmaların GÖS ve NBD yöntemlerini daha çok tercih ettiklerini belirlemişlerdir. Lazaridis (2004), Kıbrıs’ta yaptığı çalışmada ise GÖS, YOK ve NBD yöntemlerinin firmalarca daha çok kullanılan yöntemler olduğu sonucuna ulaşmıştır. Dedi ve Orsag (2007), Hırvatistan’da firmaların İKO, GÖS yöntemlerini daha çok tercih ettiklerini ortaya koymuşlardır.

Diğer ülkelerdeki çalışmalarda ise; Freeman ve Hobbes (1991), Avustralya’da firmalarca en çok tercih edilen yöntemlerin NBD ve İKO yöntemleri olduğunu belirlemişlerdir.

Kester vd. (1997), tarafından yapılan çalışma Avustralya, Hong Kong, Endonezya, Malezya, Filipinler ve Singapur'u ülkelerini kapsamaktadır. Avustralya, Filipinler ve Singapur'da İKO, Hong Kong ve Malezya'da GÖS, Endonezya'da NBD yöntemlerinin ilk sırada kullanılan yöntemler olduklarını belirlemişlerdir. Payne vd. (2001), Kanada'da yapmış oldukları çalışmada firmalarca sırasıyla NBD, İKO ve GÖS yöntemlerinin en çok tercih edilen yöntemler olduklarını ortaya koymuşlardır. Pereiro (2006), Arjantin'de NBD, GÖS ve İGÖS yöntemlerinin daha çok kullanıldığı sonucuna ulaşmıştır. Lam vd. (2007), Hong Kong'da GÖS, YOK ve NBD yöntemlerinin tercih edildiğini belirlemişlerdir. Leon vd. (2008), Endonezya'da firmaların sırasıyla GÖS, NBD, İKO yöntemlerini tercih ettiklerini ortaya koymuşlardır. Truong vd. (2008), Avustralya'da firmalarca en çok tercih edilen yöntemlerin sırasıyla NBD, GÖS ve İKO yöntemleri olduklarını ortaya koymuşlardır. Verma vd. (2009), Hindistan'daki firmaların değerlendirmede İKO ve NBD yöntemlerini tercih ettiklerini belirlemişlerdir.

Dünyada firmaların sermaye bütçelemesi sürecinde hangi yöntemleri kullandığını belirlemeyi amaçlayan birçok çalışma yapılmasına rağmen; Türkiye'de bu konuda yapılan çalışmalar ise sınırlı sayıdadır.

Türkiye'de yapılan çalışmalarda; Kula ve Erkan (1999), Türkiye'deki firmaların NBD ve GÖS yöntemlerini ağırlıklı olarak kullandıklarını ortaya koymuşlardır. Yücel (2001), Manisa, İzmir ve Denizli illerinde faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli firmalarda; GÖS, İGÖS ve NBD yöntemlerinin daha çok kullanıldığını ortaya koymuştur. Arslan (2003), Ankara ilini kapsayan çalışmasında ise küçük ve orta ölçekli firmaların GÖS, İGÖS, NBD ve İKO yöntemlerini tercih ettikleri sonucuna ulaşmıştır. Yılgör ve Yücel (2008), Mersin ve Adana illerinde faaliyet gösteren imalat sanayi firmalarını kapsayan çalışmalarında; küçük ve orta ölçekli firmalar için GÖS, büyük ölçekli firmalar için ise nakit akım analizi yöntemlerinin en çok tercih edilen yöntemler olduklarını ortaya koymuşlardır.

Yatırım projelerinin değerlendirilmesinde kullanılacak sermaye maliyetinin belirlenmesine ilişkin yapılan çalışmalarda ise, literatürde genellikle ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM) kullanıldığı sonuçlarına ulaşılmıştır. Schall vd. (1978); Bruner vd. (1998) ile Ryan ve Ryan (2002), Amerika'da firmaların iskonto oranı olarak, AOSM kullandıklarını ortaya koymuşlardır. Kester vd. (1997), Hong Kong, Endonezya, Malezya ve Singapur'da her

bir proje için proje finansmanında kullanılan sermaye maliyetinin kullanıldığı, Avustralya’da AOSM üzerinden tek bir indirgeme oranının kullanıldığı ve Filipinler’de riske göre düzeltilmiş indirgeme oranının kullanıldığı sonuçlarını elde etmişlerdir. Lazaridis (2004), Kıbrıs’taki firmalarca iskonto oranı olarak borç maliyetinin ilk sırada kullanıldığını ortaya koymuştur. Block (2005), Amerika’da sektörlere göre yapmış olduğu çalışmada imalat sektöründeki firmalarca sermaye maliyeti hesaplamada ilk sırada AOSM’nin kullanıldığını belirlemiştir. Dedi ve Orsag (2007), Hırvatistan’daki firmaların iskonto oranı olarak AOSM’ini daha çok kullandığı sonucuna ulaşmıştır. Leon vd. (2008) Endonezya’da firmaların AOSM daha çok kullandıklarını ortaya koymuşlardır. Truong vd. (2008), Avustralya’daki firmaların büyük bir çoğunluğunun sermaye maliyeti hesaplamada AOSM’den yararlandıklarını belirlemiştir. Verma vd. (2009), Hindistan’daki firmaların sermaye maliyeti hesaplamada en çok borç maliyeti ve AOSM’den yararlandıklarını ortaya koymuşlardır.

Yatırım projelerinin değerlendirilmesinde diğer önemli bir konu risktir. Belirsizlik koşullarında oluşacak olan risk, dikkate alınmadığı takdirde yanlış kararların alınmasına yol açabilir.

Literatürde riskin dikkate alınmasında kullanılan yöntemlerle ilgili yapılan çalışmalarda Klammer (1972) ile Schall vd. (1978), Amerika’da istenen getiri oranını artırma yönteminin firmalarca risk konusunda en çok kullanılan yöntem olduğu sonucuna ulaşmıştır. Gitman ve Forrester (1977), Amerika’da istenen getiri oranını arttırmak ve belirlilik eşitliği yöntemlerinin firmalarca daha çok tercih edildiğini ortaya koymuştur. Klammer vd. (1991), Amerika’da duyarlılık analizi ve istenen getiri oranını arttırmanın riskin dikkate alınmasında en çok kullanılan yöntemler olduklarını ortaya koymuşlardır. Drury ve Tayles (1996), İngiltere’de duyarlılık analizi yönteminin risk konusunda en çok kullanılan yöntem olduğunu ortaya koymuştur. Kester vd. (1997), riski dikkate alma konusunda Endonezya, Filipinler ve Singapur’daki firmaların senaryo analizini; Avustralya, Hong Kong ve Malezya’daki firmaların ise duyarlılık analizini daha çok tercih ettiklerini belirlemiştir. Farragher vd. (1999), Amerika’da duyarlılık analizi ve senaryo analizi yöntemlerinin firmalarca en çok tercih edilen yöntemler olduğunu belirlemiştir. Arnold ve Hatzopoulos (2000), İngiltere’de riskin dikkate alınması konusunda firmaların en çok duyarlılık ve senaryo analizlerini kullandıkları sonucuna

ulaşmışlardır. Ryan ve Ryan (2002), Amerika’da duyarlılık analizi yönteminin en çok kullanılan yöntem olduğunu ortaya koymuştur. Block (2005), sektörler ayırarak yapmış olduğu çalışmada imalatçı firmaların en çok riske göre düzeltilmiş iskonto oranı yöntemini kullandıklarını belirlemiştir. Pereiro (2006), Arjantin’de firmaların riski dikkate almada en çok duyarlılık analizi yönteminden yararlandıklarını belirlemiştir. Dedi ve Orsag (2007), çalışmalarında duyarlılık analizi ve simülasyon analizi yöntemlerinin risk konusunda Hırvat firmaları tarafından daha çok tercih edildiğini ortaya koymuşlardır. Lam vd. (2007), Hong Kong’ta geri ödeme süresini kısaltma yönteminin firmalarca en çok kullanılan yöntem olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Leon vd. (2008), Endonezya’da firmaların senaryo analizini risk konusunda ilk sırada tercih ettiklerini belirlemişlerdir.

## II. Araştırma Örnekleme ve Yöntemi

İmalatçı firmaların sermaye bütçeleme sürecindeki tutumlarını belirlemek amacı ile yapılan bu çalışmada örnekleme, TR90 Düzey 2 Kalkınma Programında yer alan Artvin, Giresun, Gümüşhane, Ordu, Rize ve Trabzon illerinde faaliyet gösteren 71 imalatçı firma oluşturmaktadır.

Araştırma için gerekli olan verileri elde edebilmek için literatürdeki çalışmalar incelenerek bir anket formu oluşturulmuş ve bu anket formu yüz yüze görüşme ve e-posta yoluyla firmalara uygulanmıştır.

Firmalara uygulanan anket formlarının %35,3’si firma üst yöneticileri, %32,4’ü firma muhasebecileri, %18,3’ü firma sahipleri, %10’u finans müdürleri, %4’ü ise diğer bölüm müdürleri tarafından cevaplandırılmıştır.

Anket formunda firma özellikleri, yatırım projesi değerlendirme yöntemleri, sermaye maliyeti, nakit akışları ve risk faktörüne ilişkin toplam 23 soru yer almaktadır. Anket sorularında imalatçı firmalardan yatırım projesi değerlendirmede, sermaye maliyeti ve nakit akışı hesaplamada ve risk faktörünü dikkate almada kullandıkları yöntemleri kullanım durumlarına göre (her zaman, sık sık, bazen, nadiren, hiç) işaretlemeleri istenmiştir. Elde edilen veriler SPSS istatistik programı yardımı ile analiz edilmiştir.

Örnekleme yer alan imalatçı firmalara ait temel özellikler Tablo 1’de gösterilmiştir. Bu çalışmada Devlet Planlama Teşkilatı (2007) tarafından benimsenen çalışan sayısı açısından yapılan sınıflandırmaya göre kullanılan ölçüt esas alınmıştır. Bu sınıflamaya göre 1 ile 9 işçi çalıştıran firmalar mikro ölçekli, 10 ile 49 işçi çalıştıran firmalar küçük ölçekli, 50 ile 250 işçi çalıştıran firmalar orta ölçekli firmalardır. 250 ve üstü işçi çalıştıran firmalar ise büyük ölçekli firmalardır.

Örnekleme yer alan firmaların %8,5’ini mikro ölçekli firmalar oluştururken; %57,7’sini küçük ölçekli firmalar, %25,4’ünü orta ölçekli firmalar; %8,5’ini ise büyük ölçekli firmalar oluşturmaktadır.

İmalatçı firmaların faaliyet sürelerine göre dağılımında örneklemin %12,7’sini 1-5 yıl arasında faaliyet gösteren firmalar oluştururken, %15,5’ini 6-10 yıllık, %71,8’ini ise 10 yıldan fazla süredir faaliyet gösteren firmalar oluşturmaktadır.

Sektörlere göre; örneklemin %43,7’sini gıda-içecek sektörü oluşturmaktadır. Bu yüksek oran ülkemizdeki çay, fındık ve pestil üretiminin önemli bir kısmının bu illerde üretilmesinden ve bu illerdeki başlıca geçim kaynağı olmasından kaynaklanmaktadır. Makine-metal sektörü %14,1; mobilya-orman ürünleri %11,3; diğer %9,9; inşaat sektörü örneklemin %8,5’ini ve ayrı ayrı tekstil-giyim, enerji-petrol, kimyasal ürünler sektöründeki firmalar ise %4,2’şerlik yüzdeye sahiptirler.

Hukuki yapılarına göre örneklemin; %57,7’sini limited şirketler, %35,2’sini anonim şirketler, %5,6’sını şahıs firmaları ve %1,4’ünü kolektif- komandit şirketler oluşturmaktadır.

Ciro açısından imalatçı firmaların %29,6’sının geçen yıl 1 milyon TL- 5 milyon TL arasında, %21,1’inin 5 milyon TL- 25 milyon TL arasında, %19,7’sinin 1 milyon TL’den az; %14,1’inin ise 25 milyon TL’den fazla ciro yaptığı görülmektedir. Firmaların %15,5’i bu soruya cevap vermemiştir.

İhracatın ciro içindeki payı açısından ise imalatçı firmaların %71,8’inin %20’den az; %9,9’unun %60-80 arası; aynı şekilde %9,9’luk kısmının %80’den fazla ve %7’sinin %20-%40 arası ihracat yaptığı görülmektedir.



**Tablo 1: Çalışmada Yer Alan İmalatçı Firmaların Temel Özellikleri**

| <b>Sektör</b>                       | <b>Frekans</b> | <b>%</b> |
|-------------------------------------|----------------|----------|
| Gıda- İçecek                        | 31             | 43,7     |
| Mobilya- Orman Ürünleri             | 8              | 11,3     |
| Tekstil-Giyim                       | 3              | 4,2      |
| İnşaat                              | 6              | 8,5      |
| Makine- Metal                       | 10             | 14,1     |
| Enerji- Petrol                      | 3              | 4,2      |
| Kimyasal Ürünler-Plastik            | 3              | 4,2      |
| Diğer                               | 7              | 9,9      |
| <b>Faaliyet Süresi (yıl)</b>        |                |          |
| 1-5                                 | 9              | 12,7     |
| 6-10                                | 11             | 15,5     |
| 11 ve üstü                          | 51             | 71,8     |
| <b>Çalışan Sayısı</b>               |                |          |
| 1-9                                 | 6              | 8,5      |
| 10-49                               | 41             | 57,7     |
| 50-249                              | 18             | 25,4     |
| 250 ve üstü                         | 6              | 8,5      |
| <b>Hukuki Yapı</b>                  |                |          |
| Şahıs İşletmesi                     | 4              | 5,6      |
| Kolektif- Komandit                  | 1              | 1,4      |
| Limited                             | 41             | 57,7     |
| Anonim                              | 25             | 35,3     |
| <b>2009 Yılı Ciroosu (.000)</b>     |                |          |
| 1.000 TL'den az                     | 14             | 19,7     |
| 1.000 TL - 5.000 TL                 | 21             | 29,6     |
| 5.000 TL - 25.000 TL                | 15             | 21,1     |
| 25.000 ve üstü                      | 10             | 14,1     |
| <b>İhracatın ciro içindeki payı</b> |                |          |
| %20'den az                          | 51             | 71,8     |
| %20-%40                             | 5              | 7,0      |
| %40-%60                             | 1              | 1,4      |
| %60-%80                             | 7              | 9,9      |
| %80'den çok                         | 7              | 9,9      |

### III. Araştırma Bulguları

Bu bölümde araştırma örnekleminde alınan verilerin analizi sonucu elde edilen bulgular irdelenmiştir.

Yapılan anket çalışması sonucu elde edilen verilere göre imalatçı firmaların %45,1'i yatırım kararlarından sorumlu bir personele sahipken, %54,9'u yatırım kararlarından sorumlu bir personele sahip değildir. Yatırım kararlarından sorumlu personele sahip olmayan imalatçı firmaların %76,9'unda bu kararlar firma sahibi tarafından verilirken, %23,1'inde ise üst yönetim tarafından verilmektedir.

Bu çalışmanın en önemli amaçlarından biri imalatçı firmaların yatırım projesi değerlendirirken bilimsel yöntem kullanıp kullanmadıklarını belirlemektir. Anket sorularından elde edilen verilere göre imalatçı firmaların %76,1'i yatırım projesi veya projeleri arasında bir değerlendirme yaparken bilimsel değerlendirme yöntemlerini kullandıklarını ifade etmişlerdir (Şekil 1).



**Şekil 1: İmalatçı Firmaların Yatırım Projesi Değerlendirmede Bilimsel Yöntem Kullanma Durumları**

Yatırım projesi değerlendirme yöntemlerini kullanmayan 17 imalatçı firma ise yöntemleri kullanmama nedeni olarak %70,6 oranında yöntemler hakkında bilgi eksiklikleri olduğunu, %11,8'si yöntemlerin sağlıklı sonuçlar verdiğini, %11,8'si yöntemleri kullanmak için veri elde etmede zorluk çektiklerini, %5,9'u ise yöntemleri kullanmak için yeterli vakitlerinin olmadıklarını ifade etmişlerdir.

Ayrıca imalatçı firmalardan yatırım projeleri arasında bir değerlendirme yapmaları söz konusu olduğunda proje değerlendirme yöntemlerini kullanım durumlarına göre (her zaman, sık

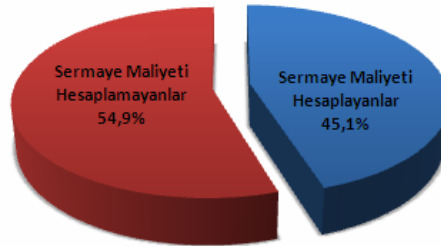
sık, bazen, nadiren, hiç) işaretlemeleri istenmiştir. Elde edilen bulgular Tablo 2’de gösterilmiştir.

**Tablo 2: İmalatçı Firmaların Yatırım Projesi Değerlendirme Yöntemlerini Kullanım Durumları**

| Yöntemler                     | Her Zaman  | Sık Sık   | Bazen     | Nadiren  | Hiç       |
|-------------------------------|------------|-----------|-----------|----------|-----------|
| Geri Ödeme Süresi             | 30(%42,3)  | 12(%16,9) | 7 (%9,9)  | -        | 22 (%31)  |
| İndirgenmiş Geri Ödeme Süresi | 7 (%9,9)   | 6 (%8,5)  | 9 (%9,9)  | 1 (%1,4) | 48(%67,6) |
| İç Karlılık Oranı             | 20 (%28,2) | 11(%15,5) | 2 (%2,8)  | 1 (%1,4) | 37(%52,1) |
| Net Bugünkü Değer             | 14(%19,7)  | 12(%16,9) | 5 (%7,0)  | 1 (%1,4) | 39(%54,9) |
| Karlılık Endeksi              | 20(%28,2)  | 11(%15,5) | 4 (%5,6)  | -        | 36(%50,7) |
| Yatırımın Ortalama Karlılığı  | 21(%29,6)  | 9 (%12,7) | 5 (%7,0)  | -        | 3 (%50,7) |
| Düzeltilmiş İç Karlılık Oranı | 4 (%5,6)   | 3 (%4,2)  | 8 (%11,3) | 3 (%4,2) | 53(%74,6) |

Tablo 2’ye göre imalatçı firmaların yatırım projesi değerlendirmede göre en çok tercih ettikleri yöntem %42,3 ile GÖS yöntemidir. GÖS yönteminden sonra en çok tercih edilen yöntem ise %29,6 ile YOK yöntemidir. KE ve İKO yöntemleri %28,2 ile firmalar tarafından en çok tercih edilen üçüncü yöntemlerdir. Çalışmaya katılan firmalarca proje değerlendirmede en az tercih edilen yöntem ise DİKO yöntemidir (%74,6).

Çalışmadaki amaçlardan biri de imalatçı firmaların yatırım projesi değerlendirirken sermaye maliyeti hesaplayıp hesaplamadıklarını belirlemektir. Anket sorularından elde edilen verilere göre imalatçı firmaların %45,1’i yatırım projesi değerlendirirken sermaye maliyeti hesaplamaktadır (Şekil: 2).



**Şekil 2: İmalatçı Firmaların Yatırım Projesi Değerlendirmede Sermaye Maliyeti Hesaplama Durumları**

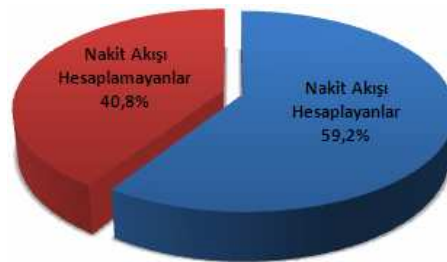
İmalatçı firmaların yatırım projesi değerlendirmede sermaye maliyeti hesaplarken dikkate aldıkları maliyetlerin kullanım durumlarına (her zaman, sık sık, bazen, nadiren, hiç) ilişkin bulgular Tablo 3'te gösterilmiştir.

**Tablo 3: İmalatçı Firmaların Sermaye Maliyeti Hesaplamada Kullandıkları Maliyetler**

| Maliyetler             | Her Zaman  | Sık Sık    | Bazen    | Nadiren  | Hiç        |
|------------------------|------------|------------|----------|----------|------------|
| Borcun Maliyeti        | 19 (%26,8) | 5 (%7,0)   | -        | -        | 47 (%66,2) |
| Özsermaye Maliyeti     | 10 (%14,1) | 10 (%14,1) | 5 (%7,0) | 1 (%2,8) | 45 (%63,4) |
| AOSM                   | 8 (%11,3)  | 7 (%9,9)   | 3 (%4,2) | 2 (%2,8) | 51 (%71,8) |
| Fırsat Maliyeti        | 8 (%11,3)  | 7 (%9,9)   | 4 (%5,6) | 1 (%1,4) | 51 (%71,8) |
| Tecrübeye göre Kişisel | 6 (%8,5)   | 6 (%8,5)   | 5 (%7,0) | 1 (%1,4) | 53 (%74,6) |

Tablo 3'e göre imalatçı firmaların yatırım projesi değerlendirmede en çok borç maliyetini (%26,8) sermaye maliyeti olarak kullandıkları görülmektedir. İmalatçı firmalarca yatırım projesi değerlendirmede en çok kullanılan ikinci maliyet ise (%14,1) özsermaye maliyetidir. Özsermaye maliyetinden sonra ankete katılan firmalarca en çok kullanılan yöntemler (%11,3) AOSM ve (%11,3) fırsat maliyetidir. İmalatçı firmalarca yatırım projesi değerlendirmede sermaye maliyeti olarak en az kullanılan yöntem ise (%74,6) tecrübeye göre kişisel tahmindir.

Yatırım projesi değerlendirmede dikkat edilmesi gereken önemli bir diğer konu yatırım projesinin gelecekte sağlayacağı nakit akışlarıdır. Anket sonucu elde edilen verilere göre çalışmaya katılan imalatçı firmaların %59,2'si yatırım projesinin gelecekte sağlayacağı nakit akışlarını hesaplamaktadır (Şekil 3).



**Şekil 3: İmalatçı Firmaların Yatırım Projesi Değerlendirmede Nakit Akışı Hesaplama Durumları**

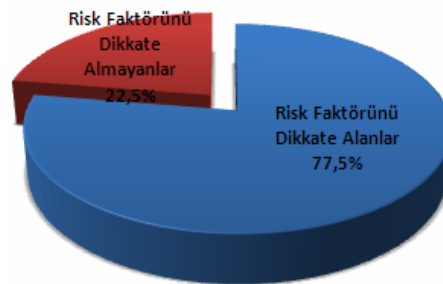
İmalatçı firmaların nakit akışı hesaplarırken dikkate aldıkları yöntemlerin kullanım durumlarına (her zaman, sık sık, bazen, nadiren, hiç) ilişkin bulgular Tablo 4’te gösterilmiştir.

**Tablo 4: İmalatçı Firmaların Nakit Akışı Hesaplamada Kullandıkları Yöntemler**

| Yöntemler                     | Her Zaman  | Sık Sık    | Bazen    | Nadiren  | Hiç        |
|-------------------------------|------------|------------|----------|----------|------------|
| Matematiksel Modeller         | 8 (%11,3)  | 3 (%4,2)   | 2 (%2,8) | 4 (%5,6) | 54 (%76,1) |
| Satışların Yüzdesi            | 21 (%29,6) | 10 (%14,1) | 2 (%2,8) | -        | 38 (%53,5) |
| Trend Analizi                 | 8 (%11,3)  | 4 (%5,6)   | 3 (%4,2) | 2 (%2,8) | 54 (%76,1) |
| Duyarlılık Analizi            | 8 (%11,3)  | 5 (%7,0)   | 4 (%5,6) | 2 (%2,8) | 52 (%73,2) |
| Senaryo Analizi               | 6 (%8,5)   | -          | 5 (%7,0) | 4 (%5,6) | 56 (%78,9) |
| Tecrübeye göre Kişisel Tahmin | 20 (%28,2) | 6 (%8,5)   | 1 (%1,4) | 4 (%5,6) | 40 (%56,3) |

Tablo 4’e göre imalatçı firmaların yatırım projesinin gelecekte sağlayacağı nakit akışını hesaplamada en çok kullandıkları yöntem %29,6 ile satışların yüzdesi yöntemidir. Tecrübeye göre kişisel tahmin %28,2’lik oranla çalışmaya katılan firmalarca nakit akışı hesaplamada en çok kullanılan ikinci yöntemdir. İmalatçı firmaların yatırım projesinin gelecekte sağlayacağı nakit akışlarını hesaplamada en az kullandıkları yöntem ise %78,9 ile senaryo analizidir.

Yatırım projesi değerlendirme sürecindeki bir diğer önemli konu ise yatırım projesinin gerçekleştirilmesi aşamasında ortaya çıkabilecek olumsuz durumların değerlendirmesi yani risk faktörüdür. Çalışmaya katılan imalatçı firmalardan elde edilen verilere göre; imalatçı firmaların %77,5’i yatırım projesi değerlendirirken risk faktörünü dikkate almaktadır (Şekil 4).



**Şekil 4: İmalatçı Firmaların Yatırım Projesi Değerlendirmede Risk Faktörünü Dikkate Alma Durumları**

İmalatçı firmaların risk faktörünü dikkate almada kullandıkları yöntemlerin kullanım durumlarına (her zaman, sık sık, bazen, nadiren, hiç) ilişkin bulgular Tablo 5’te gösterilmiştir.

**Tablo 5: Firmaların Yatırım Projesi Değerlendirirken Riski Dikkate Almada Kullandıkları Yöntemler**

| Yöntemler                 | Her Zaman  | Sık Sık    | Bazen     | Nadiren  | Hiç        |
|---------------------------|------------|------------|-----------|----------|------------|
| Duyarlılık Analizi        | 17(%23,9)  | 8 (%11,3)  | 3 (%4,2)  | 2 (%2,8) | 41 (%57,7) |
| Olasılık Analizi          | 18(%25,4)  | 14 (19,7)  | 5 (%7,0)  | 2 (%2,8) | 32 (%45,1) |
| Senaryo Analizi           | 8 (%11,3)  | 6 (%8,5)   | 7 (%9,9)  | 2 (%2,8) | 48 (%67,6) |
| Simülasyon Analizi        | 6 (%8,5)   | 3 (%4,2)   | 5 (%7,0)  | 2 (%2,8) | 55 (%77,5) |
| Karar Ağacı               | 8 (%11,3)  | 6 (%8,5)   | 4 (%5,6)  | 2 (%2,8) | 51 (%71,8) |
| GÖS Kısaltmak             | 16 (%22,5) | 11 (%15,5) | 8 (%11,3) | 1 (%1,4) | 35 (%49,3) |
| İskonto Oranını Arttırmak | 7 (%9,9)   | 10 (%14,1) | 2 (%2,8)  | 2 (%2,8) | 50 (%70,4) |

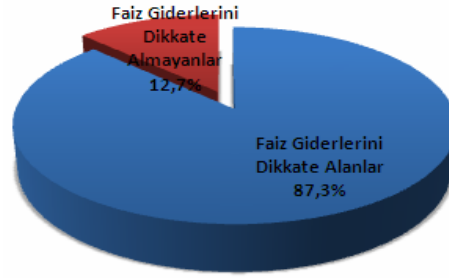
Tablo 5’e göre çalışmaya katılan firmaların yatırım projesi değerlendirirken risk faktörünü dikkate almada en çok kullandıkları yöntem %25,4 ile olasılık analizidir. Olasılık analizinden sonra firmalarca en çok kullanılan yöntemler %23,9 ile duyarlılık analizi ve %22,5 ile GÖS’nin kısaltılmasıdır. Çalışmaya katılan imalatçı firmalarca riskin dikkate alınmasında en az kullanılan yöntem ise %77,5 ile simülasyon analizidir.

Yeni bir yatırım projesinin hayata geçirilmesi, firmanın mevcut yatırımları üzerinde olumlu veya olumsuz etkiler ortaya çıkarabilir. Dışsallık adı verilen bu durum yatırım projesi değerlendirmesinde dikkat edilmesi gereken önemli bir konudur. Anket sorularından elde edilen verilere göre çalışmaya katılan imalatçı firmaların %73,2’si yatırım projesi değerlendirirken dışsallıkları dikkate aldıklarını belirtmişlerdir (Şekil 5).



**Şekil 5: İmalatçı Firmaların Yatırım Projesi Değerlendirmede Dışsallıkları Dikkate Alma Durumları**

Yatırım projesi değerlendirmede dikkat edilmesi gereken bir konu da faiz giderleridir. Elde edilen bulgulara göre firmaların %87,3'ü yatırım projesi değerlendirmede faiz giderlerini dikkate almaktadır (Şekil 6).



**Şekil 6: İmalatçı Firmaların Yatırım Projesi Değerlendirmede Faiz Giderlerini Dikkate Alma Durumları**

Yatırım projesi değerlendirmede sağlıklı bir değerlendirme yapabilmek için enflasyon etkisi göz ardı edilmemelidir. Nakit akışları ile iskonto oranı arasındaki tutarlı ilişkiye dikkat edilmelidir. Nominal nakit akışları için nominal iskonto oranı ve reel nakit akışları için reel iskonto oranı kullanılmalıdır. Aksi takdirde hatalı sonuçlar elde edilir.

Anket sorularından elde edilen verilere göre imalatçı firmaların %71,8'i (51) yatırım projesi değerlendirmede enflasyonu dikkate almaktadır. Enflasyonu dikkate alan firmaların 41'i sermaye maliyetinde enflasyona göre düzeltme yaparken; 39'u ise nakit akışlarında enflasyona göre düzeltme yapmaktadırlar.

Son olarak çalışmada; yatırım kararlarından sorumlu personelin eğitim durumu ile firmaların yatırım projesi değerlendirmede bilimsel yöntem kullanmaları arasında bir ilişki olup olmadığı incelenmiştir.

**Tablo 6: Ki-Kare Testi Analiz Değerleri**

|                              | Value | df | Asymp. Sig. |
|------------------------------|-------|----|-------------|
| Pearson Chi-Square           | 0,501 | 3  | 0,919       |
| Likelihood Ratio             | 0,540 | 3  | 0,910       |
| Linear by Linear Association | 0,183 | 1  | 0,669       |
| N of Valid Cases             | 71    |    |             |

Tablo 6’da elde edilen değerler gösterilmiştir. Yapılan ki-kare analizi sonucu, yatırım kararlarından sorumlu personelin eğitim durumu ile imalatçı firmaların yatırım projesi değerlendirmede bilimsel yöntem kullanmaları arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki elde edilememiştir.

## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Bu çalışmada; TR90 Düzey 2 Bölgesi Kalkınma Programında yer alan illerdeki imalatçı firmaların sermaye bütçeleme sürecindeki tutumları araştırılmıştır.

Çalışmadan elde edilen bulgulara göre programda yer alan 6 ilde faaliyette bulunan imalatçı firmaların yatırım projesi değerlendirmede en çok GÖS yöntemini tercih ettikleri belirlenmiştir. Bu sonuç literatürdeki çok sayıdaki çalışmayla örtüşmektedir. Ülke içi ve farklı ülkelere yönelik çalışmalarda firmalarca yatırım projelerinin değerlendirilmesinde en çok GÖS yönteminin tercih edildiği görülmektedir.

Sermaye bütçeleme sürecinde önemli olan bir konu da kullanılacak iskonto oranıdır. Elde edilen bulgulara göre çalışmaya katılan 6 ildeki imalatçı firmaların sermaye maliyeti olarak borç maliyetini daha çok dikkate aldıkları ortaya çıkmıştır. Borç maliyetinin daha çok dikkate alınması ödenen faizlerin vergi matrahından indirilmesine imkan vermesinden dolayı karlı firmalarda borç maliyetini borç dışı kaynaklara göre daha ucuz kılmaktadır. Fakat zarar eden bir firmada vergi tasarrufu söz konusu olamayacağından bu avantajdan söz edilemez. Ancak karlı firmalarda dahil olmak üzere yatırımları sürekli borç ile finanse etmek firmaların sermaye yapılarını bozarak finansal risklerini arttıracığından firmaya kredi verenlerin talep edecekleri faiz oranını ve dolayısıyla borcun maliyetini arttırır. Bu yüzden yatırımları değerlendirirken ortalama sermaye maliyetini dikkate almak daha sağlıklı ve uygun olacaktır. Nitekim literatürdeki çalışmalarda firmaların genellikle sermaye maliyeti olarak AOSM’ni kullandıkları görülmektedir.

Yatırım projesinin gelecekte sağlayacağı nakit akışlarını belirlemede ise imalatçı firmalarca en çok kullanılan yöntemin satışların yüzdesi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

İmalatçı firmalarca yatırım kararlarında riskin dikkate alınmasında hangi yöntemin kullanıldığı çalışmada araştırılan diğer bir önemli konu olmuştur. Çalışmada yer alan 6 ildeki



imalatçı firmalarca riskin dikkate alınmasında en çok kullanılan yöntemlerin olasılık analizi (%25,4) ve duyarlılık analizi (%23,9) olduğu belirlenmiştir. Literatürde riskin dikkate alınmasında duyarlılık analizi yöntemi firmalarca daha çok tercih edilmektedir.

Ayrıca yatırım kararlarından sorumlu personelin eğitim durumu ile firmaların yatırım projesi değerlendirmede yöntem kullanmaları arasında istatistiksel bir ilişki olup olmadığı incelenmiş ve yapılan ki-kare analizi sonucu personel eğitim durumu ile proje değerlendirme yöntemlerinin kullanımı arasında anlamlı bir istatistiksel ilişki bulunamamıştır.

Yapılan çalışmada 6 ilde çalışmaya katılan imalatçı firmaların büyük bir kısmında (%76,1) yatırım projesi değerlendirmede proje değerlendirme yöntemlerinin kullanıldığı görülmektedir. Yöntem kullanmayan firmalar ise kullanmama sebebi olarak en çok yöntemler hakkında bilgi eksikliklerinin olduğunu ifade etmişlerdir. Sonuç olarak, iyi bir eğitim almış personele sahip ve kurumsal yapıya kavuşmuş firmaların sermaye bütçelemesinde daha başarılı olacakları öngörülmektedir.

#### **KAYNAKÇA**

- ARNOLD, Glen C. ve HATZOPOULOS, Panos D.; (2000), "The Theory-Practice Gap in Capital Budgeting: Evidence from the United Kingdom", *Journal of Business Finance & Accounting* 27(5)&(6), June/July, pp. 603-624.
- ARSLAN, Özgür; (2003), "Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Çalışma Sermayesi ve Bazı Finansal Yönetim Uygulamaları", *Ç. Ü. İktisadi İdari Bilimler Dergisi*, Cilt4, sayı 1, ss. 121-135.
- BLOCK, Stanley; (2005), "Are There Differences in Capital Budgeting Procedures Between Industries? An Empirical Study", *The Engineering Economist*, 50, pp. 55-76.
- BRUNER, Robert. F.; EADES, Kenneth M.; HARRIS, Robert. S.; HIGGINS, Robert C. ; (1998), "Best Practice in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis", *Financial Practice and Education*, Spring/Summer, pp. 13-28.
- DAĞLI, Hüseyin; (2001), "Finansal Yönetim", İkinci Baskı, Derya Kitabevi, Trabzon, 515s.
- DEDI, Lidija ve ORSAG, Silvije; (2007), "Capital Budgeting Practices: A Survey of Croatian Firms", *SEE Journal*, April, pp. 59-67.

- DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI; (2007), “KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı (2007-2009)”,  
<http://ekutup.dpt.gov.tr/esnaf/kobi/strateji/2007.pdf>, Erişim Tarihi: 1.10.2009.
- DRURY, Colin ve TAYLES, Mike; (1996), “UK Capital Budgeting Practices: Some Additional  
Survey Evidence”, *The European Journal of Finance* 2, pp. 371-388.
- FARRAGHER, J.Edward; KLEIMAN, Robert. T. ve SAHU, Anandi. P.; (1999), “Current  
Capital Investment Practices”, *The Engineering Economist*, Vol.44, Number 2, pp. 137-  
150.
- FREEMAN, M. ve HOBBS, G. (1991), “Capital Budgeting: Theory Versus Practice”,  
*Australian Accountant*, vol. 61, pp. 36-41.
- GITMAN, Lawrence J. ve FORRESTER, John. R.Jr.; (1977), “A Survey of Capital Budgeting  
Techniques Used by Major U.S. Firms,” *Financial Management* 6(3), pp.66–71.
- GRAHAM, R.John ve HARVEY, Campbell. R.; (2002), “How do CFOs make Capital  
Budgeting and Capital Structure Decisions?”, *The Journal of Applied Corporate  
Finance*, Vol.15, No.1, pp. 8-23.
- GRAHAM, John R. ve HARVEY, Campbell, R.; (2001),” The theory and practice of corporate  
finance: Evidence from the Field”, *Journal of Financial Economics*, Volume 61, Issues  
2-3, May 2001, pp. 187-243.
- HOLMEN, Martin ve PRAMBORG, Bengt; (2005), “Capital Budgeting and Political Risk:  
Empirical Evidence”, *Working Paper Series*, February 3, pp. 1-34.
- KESTER, George. W.; CHANG, Rosito. P.; ECHANIS, Eilinda. S.; HAIKAL, Shalahuddin;  
ISA, Mansar. Md.; SKULLY, Michael; TSUI, Kai-Chang ve WANG, Chi-Jeng;  
(1999), “Capital Budgeting Practices in the Asia- Pacific Region: Australia, Hong  
Kong, Indonesia, Malaysia, Philippines, and Singapore”, *Financial Practice and  
Education*, 9, 1, pp. 25-33.
- KLAMMER, Thomas; (1972), “Empirical Evidence of The Adoption of Sophisticated Capital  
Budgeting Techiques”, *The Journal of Business*, Vol.45, No.3, July, pp.387-397.
- KLAMMER, Thomas; KOCH, Bruce; WILNER, Neil; (1991), “Capital Budgeting Practices- A  
Survey of Corporate Use”, *Journal of Management Accounting Research*, Fall 1991,  
pp.113-130.

- KULA, Veysel ve ERKAN, Mehmet; (1999), “Yatırım Proje Hazırlanmasında Gerçekleştirdikleri Finansal Etüdler Açısından KOBİ ve Büyük İşletmelerin Karşılaştırılması”, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 2, Sayı 1, ss.145-160.
- LAM, K.C; WANG, Dan; LAM, M.C.K.; (2007), “The Capital Budgeting Evaluation Practices of Building Contractors in Hong Kong” International Journal of Project Management, 25, pp. 824-834.
- LAZARIDIS, Ioannis T.; (2004), ”Capital Budgeting Practices: A Survey in the Firms in Cyprus” Journal of Small Business Management, 42(4), pp. 427-433.
- LEON, Farah M.; ISA, Mansor; KESTER, George W.; (2008), “Capital Budgeting Practices of Listed Indonesian Companies”, Asian Journal of Business and Accounting, 1(2), 2008, pp. 175-192.
- PAYNE, Janet; HEATH, Will; GALE, Lewis J.; (1999), “Comparative Financial Practice in the US and Canada: Capital Budgeting and Risk Assessment Techniques”. Financial Practice and Education, Vol. 9, pp. 16-24.
- PEEL, Michael J. ve BRIDGE, John.; (1998), “How Planning and Capital Budgeting Improve SME Performance”, Long Range Planning, Vol.31, No.6, pp. 848-856.
- PEREIRO, Luis E.; (2006), “The Practice of Investment Valuation in Emerging Markets: Evidence From Argenjina”, Journal of Multinational Financial Management, 16, pp.160-183.
- ROSS, Marc; (1986), “Capital Budgeting Practices of Twelve Large Manufacturers”, Financial Management, Winter, Vol.15, Issue 4, pp. 15-24.
- RYAN, Patricia A. ve RYAN Glenn P.; (2002), “Capital Budgeting Practice of the Fortune 1000: How Have Things Changed?”, Journal of Business and Management, Volume 8, Number 4, Winter, 355, pp.1-15.
- SANDAHL, Gert ve SJOGREN Stefan; (2003), “Capital Budgeting Methods Among Sweden’s Largest Groups of Companies. The State of the Art and a Comparison with Earlier Studies”, International Journal of Production Economics, 84, pp. 51-69.

- TRUONG, Giang; PARTINGTON Graham; PEAT Maurice; (2008), “ Cost of Capital Estimation and Capital Budgeting Practice in Australia”, Australian Journal of Management 2008; 33; pp. 95-121.
- SCHALL, D.Lawrance; SUNDAM, Gary L.; GEIJSBEEK, William R. Jr.; (1978), “Survey and Analysis of Capital Budgeting Methods”, Journal of Finance, Vol.33, No.1, Mar. pp. 281-287.
- VERMA, Satish; GUPTA, Sanjeev; BATRA, Roopali; (2009), “ A Survey of Capital Budgeting Practices in Corporate India”, The Journal of Business Perspective, Vol. 13, No. 31, July–September 2009.
- YILGÖR, Ayşe Gül ve YÜCEL Emel; (2008),” Sermaye Bütçeleme Kararları: Mersin ve Adana İllerinde Bir Uygulama”, Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 17, Sayı 2, 2008, ss. 449-464.
- YÜCEL, Tülay; (2001), “Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Çalışma Sermayesi ve Finansal Yönetim Uygulamaları”, 1. Orta Anadolu Kongresi, ss.1-12.