

KOBİ'LER İÇİN YATIRIM PROJELERİNİN HAZIRLANMASINDA FİNANSAL ETÜDLER

Yrd.Doç.Dr.Mehmet ERKAN*
Yrd.Doç.Dr.Veysel KULA**

ÖZET

Bu çalışma KOBİ'lerin yatırım proje çalışmalarında yaptıkları finansal etüdlere özelliklerini ortaya koymayı amaçlamıştır. Türkiye'de yerleşik tesadüfi yöntemle seçilmiş 228 KOBİ'ye uygulanan yüz yüze anket sonuçları, işletmelerin yatırım kararı ile temel olarak karlarını arttırmayı hedeflediklerini ortaya koymaktadır. Finansal etüd çalışması üst yönetim katılımı ile gerçekleşmekte olup etüd sırasında en yaygın kullanılan yöntem net bugünkü değer yöntemidir. İşletmeler yatırım kararlarında yatırımları ile ilgili faaliyet riskini göz önüne almaktadırlar.

ABSTRACT

This article aims at exploring the financial analysis behaviour of small and medium sized companies in their investment project evaluation process. A survey conducted during interviews with the officials of the sample of randomly chosen 228 companies show that the companies primarily aim to increase their profits by their investment decisions. Financial analysis is generally carried out by the participation of the high-ranking directors of companies. Companies in general employ the method of net present value calculation and take into consideration the business risk arising out of the investment.

I. GİRİŞ

Yatırım projesi bir plan çerçevesinde belirli bir zaman diliminde belirli kaynaklarla gerçekleştirilebilecek mal ve hizmet üretimine ilişkin faaliyetlerin tümüdür. Diğer bir deyişle sabit

* Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.Fakültesi, İşletme Bölümü Öğretim Üyesi

** Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.Fakültesi, İşletme Bölümü Öğretim Üyesi

varlıklara yatırım kararıdır.¹ İşletmeler komple yeni yatırımların yanı sıra yenileme, tevsii, tamamlama, modernizasyon darboğaz giderme ve kalite düzeltme gibi amaçlarla da üretime ilişkin yatırım yaparlar. Bir yatırım projesinin uygulamaya elverişli olup olmadığını, noksan, zayıf ve hatalı unsurlarının bulunup bulunmadığını, ekonomik ve teknik ömrü içerisinde kendisini ödeyip ödeyemeyeceğini ya da karlılık derecesini ölçmek için yapılan çalışmaya proje değerlemesi denir².

Yatırım kararları uzun vadede işletmenin gelişiminin yönünü belirleyen kararlardır. Objektif kriterlere dayanılarak verilmiş bir yatırım kararı işletmenin rekabet gücünü artırır, pazar koşullarındaki değişime uyumu sağlar ve işletmenin piyasa değerinin artmasını temin eder.³

Yatırım öncesi yatırım ile ilgili bir yapılabilirlik çalışmasının hazırlanması gerekir. Yatırım projesi işletmenin yatırım ile ilgili rasyonel karar almasını temin edeceği gibi finansal kaynak bulmada ve devletin işletmelere sağladığı teşvik tedbirlerinden de yararlanmada kullanılacaktır.

Yatırım fizibilite çalışması dört analizden oluşur: piyasa analizi, teknik analiz, finansal analiz ve hukuki analiz.

Finansal analizlerin amacı, yatırım tutarının, işletme sermayesi miktarının, birim üretim maliyetinin ve yatırımdan sonra gerçekleşecek karın önceden belirlenmesidir.⁴ İşletmeler karlılık açısından yatırım projeleri arasında seçimi değişik yöntemler kullanarak gerçekleştirirler. Bu yöntemler arasında en yaygın kullanılanları geri ödeme süresi yöntemi, karlılık oranı yöntemi, net bugünkü değer ve iç karlılık oranı yöntemidir.

Bu çalışma KOBİ'lerin yatırım proje fizibilite çalışmalarında yaptıkları finansal etüdlerinin özelliklerini ortaya koymaya amaçlamaktadır. Bu bağlamda KOBİ'lerde finansal etüdü hangi

¹ Halil SARIASLAN, *Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi*, Ankara 1990, s:13

² Semih BÜKER ve Rıza AŞIKOĞLU, *Yatırım ve Proje Değerlemesi*, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir, 1995, sf.9.

³ BÜKER- AŞIKOĞLU, *a.g.e.*,sf.13.

⁴ BÜKER-AŞIKOĞLU, *a.g.e.*, sf.43.

yöneticilerin gerçekleştirdiği, değerlemede hangi finansal yöntemlerin kullanıldığı ve yatırım ile ilişkili işletmelerce algılanan faaliyet riskini hangi faktörlerin etkilediği ortaya konması amaçlanmıştır. Çalışma başında öncelikle karlı projelerin seçiminde kullanılan yöntemler üstün ve zayıf yanlarına vurgu yapılarak ele alınacak daha sonra da KOBİ tanımı, inceleme konusu olarak KOBİ'lerin seçilmesi ve veri toplama süreci açıklanacaktır.

II. PROJE SEÇİMİNDE KULLANILAN YÖNTEMLER VE ARAŞTIRMA EVRENİNİN SEÇİMİ

İşletmelerin finansal kaynakları ne kadar geniş olursa olsun düşünülen bütün yatırım projelerini finanse etmesine, gerçekleştirmesine imkan yoktur. İşletmeler sınırlı kaynaklarla faaliyetlerini yürütmek durumundadır. Bu nedenle işletmeler sınırlı kaynakların kullanımını bakımından birbiri ile rekabet halinde bulunan yatırım teklifleri arasından bir seçim yapmak, bunları önem derecesine göre sıralamak ve bazı yatırımlardan vazgeçmek zorundadır. İşletmeler kaynakların alternatif kullanım alanları arasında seçim yapabilmek ve kaynakları amaca uygun en iyi sonuçlar verebilecek yatırımlara tahsis edebilmek için projeleri değerlendirip karara varmak durumundadırlar.⁵ Bir an için işletmenin önünde uygulanabilir tek yatırım projesi olduğunu veya işletmenin önündeki tüm projeleri finanse edebilecek yatırım fonuna sahip olduğunu düşünsek bile, yine de mevcut yatırım projelerini önem verilen bir kritere göre değerlemesi ve öncelik sırasına koyması gerekir.⁶

İşletmeler finansal etüd yaparken başlıca şu dört yöntemi kullanırlar: geri ödeme süresi yöntemi, karlılık oranı yöntemi, net bugünkü değer yönetimi ve iç karlılık oranı yönetimi.

Geri ödeme süresi yöntemi ve karlılık oranı yöntemi paranın zaman değerini göz önüne almaksızın yatırım projelerini değerlemede kullanıldıkları için statik yöntemler olarak bilinirler. Geri ödeme süresi yöntemi ile proje değerlemede amaç, yatırımların geri ödeme

⁵ Semih BÜKER, Rıza AŞIKOĞLU ve Güven SEVİL, *Finansal Yönetim*, Eskişehir, 1997, sf.253.

⁶ Hüseyin ŞAHİN, *Yatırım Projeleri Analizi*, Bursa, 2000, sf: 95.

süresini belirlemektir. Uygulanması basit anlaşılması kolay olan bu yöntem yatırılan sermayeyi en kısa zamanda geri ödeyen projelerin seçimine olanak sağladığı için risk ve belirsizliğin büyük ölçüde azaltılmasını sağlar. Ayrıca bu yöntem ile değerlendirme fon yetersizliği içinde bulunan işletmelerin fonlarının kısa sürede geri dönmesini sağladığı için karakteristik olarak kaynak sıkıntısı çeken KOBİ'lerce yaygın olarak uygulanması beklenir. Ancak geri ödeme süresi yöntemi geri ödeme süresinden sonraki yatırım gelirlerini hesaba katmama ve kısa sürede kendini ödeyen projelere öncelik verileceğinden stratejik öneme haiz uzun ömürlü projeleri reddetme sakıncalarını da bünyesinde taşır. Bir diğer statik yöntem olan karlılık oranı yöntemi ise, yatırımın faydalı ömrü boyunca sağlayacağı karların yatırım tutarına oranlanması suretiyle yatırım projelerinin seçilmesini olanaklı kılan bir yöntemdir. Ancak bu yöntem faydalı ömürleri farklı olup sağlanacak karları istikrar göstermeyen projeler arasında bir eleme yapmak için kullanılabilir bir yöntem değildir⁷.

Paranın zaman değerini gözünde bulundurarak yatırım projelerinin değerlendirilmesini olanaklı kılan dinamik bir değerlendirme yöntemi olan net bugünkü değer yönteminde, yatırımın her yıl sağlayacağı nakit girişleri ve çıkışlarının belirli bir iskonta haddi üzerinden indirgenmiş tutarları arasındaki fark net bugünkü değeri verir. Fark pozitif ise yatırım kabul edilir, birden fazla yatırım proje değerlemesi söz konusu ise en büyük "artı değeri" veren proje kabul edilir. Bu yöntemin uygulanmasında kullanılacak iskonta oranının tespiti büyük önem taşımaktadır. Bu oranın düşük veya yüksek saptanması yatırım kararının seçim kararını etkiler. Bir diğer zayıf taraf ise tespit edilen iskonta oranının faydalı ömür boyunca yatırımdan sağlanacak gelirlerde değişikliğe uğratılmadan kullanılması durumudur. Bir diğer en çok kullanılan dinamik yöntem olan iç karlılık oranı yönteminde yatırımın faydalı ömrü boyunca sağlanacak nakit girişlerini, yatırım için yapılacak harcamalara eşit kılan iskonta oranı hesaplanır. En yüksek orana sahip yatırım alternatifini uygulanır. Ancak gelir olmadığı ve belirli dönemlerde nakit çıkışı olduğu durumlarda iç karlılık oranının hesaplanmasında önemli güçlüklerle karşılaşıldığı gibi, bazı durumlarda iç karlılık oranının

⁷ BÜKER-AŞIKOĞLU, *a.g.e.*, s.247-253.

hesaplanması da mümkün olmayabilir⁸. Söz konusu dinamik yöntemlerin üstün ve zayıf yönleri dikkate alındığında, piyasadaki cari faiz oranlarının veya enflasyon oranının iskonto oranı olarak kullanılma pratiği ve hesaplamaların görece olarak basit olması nedeni ile işletmelerin net bugünkü değer yöntemini kullanması beklenir.

İşletmelerde yapılan finansal etüdler ile ilgili ampirik bulguları analiz etmeden önce çalışmada uygulama evreni olarak KOBİ'lerin seçilme nedenini açıklamak gerekmektedir. Şüphesiz ki KOBİ'ler ülkelerin ekonomik ve sosyal gelişiminde önemli roller oynarlar ve içinde buldukları ekonomik ortamın canlılığının göstergesidirler. KOBİ'lerin ekonomik hayat için taşıdıkları önem onların milli gelire, istihdam sağlamaya ve yeni iş imkanları oluşturmaya katkılarında yatmaktadır. Bölgesel kalkınmayı da hızlandırarak ülkelerin sosyal açıdan gelişimine de katkıda bulunan KOBİ'ler ülke gelir yelpazesinin içinde denge fonksiyonu görürler.

Türkiye'de KOBİ'ler tüm işletmelerin %99.2'sini oluşturmaktadırlar. KOBİ'lerin toplam istihdam içindeki payı %53 olup katma değer içindeki payı %38'dir.⁹ İşte ekonomideki yaşamsal rollerinden dolayı bu çalışma KOBİ'lerin yatırım fizibilite çalışmalarının kapsamındaki finansal etüd davranışlarını ortaya koyacaktır.

Literatürde genel kabul görmüş bir KOBİ tanımı olmayıp KOBİ tanımları ülkeden ülkeye ve hatta aynı ülkede sektörden sektöre değişiklikler göstermektedir. KOBİ sınıflandırmalarında farklı nicel ve nitel kriterler kullanılmaktadır. İşgücü, makine sayısı, kapasite gibi fiziksel miktarlar ile sabit varlık değeri, makine parkı değeri, satış tutarı, kar hacmi gibi parasal değerler KOBİ tanımlamasında kullanılan başlıca nicel kriterlerdir. Bunun yanında girişimcilik, işletme sahipliği ve yöneticiliğin aynı kişide bütünleşmesi, yöneticinin bağımsız olup yeterli ölçüde dışarıdan denetlenememesi, sahip yöneticinin, büyük işletmelerdeki profesyonel yöneticilerden farklı olarak aynı zamanda zarar ve iflas riskini üstlenmesi, işletme ve işletme sahibi arasında tam bir bütünleşme ve hatta özdeşleşmenin

⁸ BÜKER-AŞIKOĞLU, *a.g.e.*, s.260-269.

⁹ Halil SARIASLAN, *Orta ve Küçük Ölçekli İşletmelerin Finansal Sorunları*, TOBB Yayınları No:281, Atak Ofset, 1994, s.18.

gerçekleşmesi gibi nitel kriterler de KOBİ sınıflamasında kullanılmaktadır.

İşgücü KOBİ tanımlarında en yaygınca kullanılan kriterdir. Örneğin İngiltere’de küçük işletmeler üzerine araştırma yapmak üzere kurulmuş olan Bolton Komitesi, üretim sektöründe 200 veya daha az işgücüne sahip işletmeleri küçük işletme olarak tanımlamıştır¹⁰. 1995 yılında A.B.D.’de bir sanayi işletmesinde istihdam edilen işçi sayısı 250 ve daha az ise o işletme küçük işletme olarak kabul edilmiştir. Avrupa Birliği ise 1-250 işçi çalıştıran işletmeleri KOBİ kapsamına almıştır¹¹. Türkiye’de de işgücü sayısını esas alan KOBİ tanımlamaları farklılıklar göstermektedir. Örneğin Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Yatırımlarında Devlet Yardımı Hakkında 99/12474 No’lu Karar, işyerinde en fazla 150 işçi çalıştıran imalat sanayi sektöründe faaliyette bulunan işletmeleri KOBİ olarak tanımlamaktadır¹². BİAR Araştırma Enstitüsü¹³ çalıştırdıkları işgören sayısı 1-9 arasında değişen işletmeleri çok küçük işletme, 10-49 arasında değişenleri küçük ölçekli işletme ve 50-199 arasında değişenleri orta ölçekli işletme olarak kabul etmektedir. Sanayi odaları da farklı KOBİ tanımlarını benimsemektedirler. Örneğin Ankara Sanayi Odası’na göre KOBİ’lerdeki çalışan sayısı 10-299 arasında iken bu rakam Ege Sanayi Odası için 5-199, Sivas Ticaret ve Sanayi Odası’nda 1-10, Gaziantep Ticaret ve Sanayi Odası’nda 1-100’dür¹⁴.

KOBİ’lerin yatırım proje değerlemelerinde finansal analiz davranışlarına değin pratiklerine açıklık getirmeyi amaçlayan bu çalışmada çoğu tanımda çok küçük işletme olarak belirlenen 10 altında çalışana sahip işletmeler KOBİ tanımını dışında tutulmuştur.

¹⁰ J.M. SAMUELS, F.M. WILKES ve R.E.BRAYSHAW, *Management of Company Finance*, Chapman and Hall, 1995, s.1040.

¹¹ H.ÖZGEN ve S.DOĞAN, *Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Uluslararası Pazarlara Açılmada Karşılaştıkları Yönetim Sorunları ve Çözüm Önerileri*, (Tübitak Matbaası, Ankara, 1997), s.118.

¹² “Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Yatırımlarında Devlet Yardımı Hakkında Karar (99/12474 S.K.)”, *Resmi Gazete*, 05.03.1999.

¹³ BİAR, *Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Yatırım Kararı ve Yatırım Teşvikleri*, Ankara, 1992, s.5.

¹⁴ BİAR, *Türkiye’de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Gelişimi ve Mevcut Durumu*, (Eğitim Yayınları No:10, Reta-Reklam Dağıtım, 1990), s.15-16.

Aynı şekilde örneklem işletmelerin özelliklerinin homojenlik göstermesi amacıyla tavan, 100 çalışanı olan işletmeler olarak sınırlandırılmıştır. Sonuçta KOBİ kavramı 10 ile 100 arası çalışanı olan işletmeler şeklinde tanımlanmıştır. İşletmelerin üretim işletmesi olması ve belirtilen KOBİ tanımına uyması örneklem seçiminin iki sınırlayıcı faktörü olmuştur. Anket uygulanmasında 1999-2000 akademik yılının ikinci döneminde Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü'nde "Yatırım ve Proje Değerleme" dersi alan son sınıf öğrencilerinin katkısı olmuştur. Öğrencilere anket formu detaylı şekilde açıklanmış ve koşullara uyan erişebildikleri işletmelere anketi uygulamaları istenmiştir. Böylece Türkiye'nin farklı illerinden toplam 228 işletme ankete katılım göstermiştir. Bu bağlamda örneklem tesadüfi seçilmiştir. Ayrıca yüz yüze görüşme yöntemi ile anket uygulaması mektup veya faks ile yapılacak anket uygulamasından kaynaklanabilecek düşük yanıt oranı sorununun da aşılmasını mümkün kılmıştır.

III. AMPİRİK ÇALIŞMA BULGULARI

A) BETİMLEYİCİ VERİLER

Bu 228 örneklem işletmesinin 112'si limited, 72'si anonim ve 44'ü şahıs işletmesidir. Ankete cevap verenlerin 83'ü (%36.4) genel müdür, 44'ü (%19.3) muhasebe veya finansman müdürü, 36'sı (%15.8) yönetim kurulu üyesi, 36'sı (%15.8) şahıs işletmelerinin sahibi, 15'i (%6.6) muhtelif departman şefi ve 14'ü de (%6.1) muhasebe ve finansman dışındaki farklı departman müdürleridir. Örneklem işletmelerin sektör dağılımı aşağıdaki Tablo.1'de gösterilmektedir:

Tablo1. İşletmelerin Faaliyet Gösterdiği Sektörler

SEKTÖR	SAYI	%
Gıda-Yem	76	33.3
Tekstil	49	21.5
Taş-Toprak-Çimento	32	14.0
Metal Eşya	24	10.5
Makine Sanayi	18	7.9
Kimyevi Madde	15	6.6
Kağıt-Orman Ürünleri	14	6.1
TOPLAM	228	100.0

Ankete en çok katılım gösteren işletmeler yoğunlukla şu illerde yerleşiktir: Afyon (61 işletme), İstanbul (35 işletme), Ankara ve Denizli (26'şar işletme) ve İzmir (15 işletme). Bu illerin yanı sıra örneklem işletmeler Antakya, Antalya, Aydın, Bursa, Çanakkale, Çorlu, İzmit, Kayseri, Lüleburgaz, Kahramanmaraş, Ordu, Samsun, Uşak, Yozgat ve Zonguldak illerinde yerleşiktirler.

B) İŞLETMELERİN YATIRIM YAPMA AMAÇLARI

İşletmelere üretim ile ilgili yatırımlarını gerçekleştirirken temel finansal hedeflerinin ne olduğu sorulmuştur. İşletmeler birden fazla hedef güdüyorsa bunların tercih sırasına göre 1, 2, 3 ve 4 şeklinde belirtilmesi istenmiştir.

Aşağıdaki tablodan da görüldüğü şekilde işletmelerin tümü

1. tercih belirtirken, 184 işletme 2. tercih, 117 işletme 3. tercih ve sadece 46 işletme 4. tercih işaretlemiştir.

Tablo 2. Yatırım Gerçekleştirmede İşletme Amaçlarının Önceliği

YATIRIMI GÜDÜLEYEN AMAÇLAR	AMAÇ ÖNCELİĞİ							
	1.AMAÇ		2.AMAÇ		3.AMAÇ		4.AMAÇ	
	SAYI	%	SAYI	%	SAYI	%	SAYI	%
Satışları arttırmak	83	36.4	72	31.5	25	10.9	1	0.0
Karlılığı arttırmak	116	50.8	65	28.5	10	4.3	1	0.0
Ortakların gelirini maksimize etmek	7	3.0	28	12.2	39	17.1	14	6.1
İstihdam sağlamak	22	9.6	19	8.3	43	18.8	30	13.1
Yanıt yok	-	-	44	19.2	111	48.6	182	79.8
TOPLAM	228	100.0	228	100.0	228	100.0	228	100.0

İşletmelerin %50.8'i (116 işletme) karlılığı arttırmayı temel hedef olarak belirtmektedir. Bunu karşın işletmelerin %36.4'ünce (83 işletme) satışları arttırmak yatırım yapmada temel hedeftir. İşletmelerin %9.6'sı için istihdam sağlamak temel hedef iken ancak %3'ü için ortakların gelirini maksimize etmek 1. hedef olarak işaretlenmiştir.

Karlılığı arttırmanın satışları arttırmaya göre daha önemli amaç olarak benimsenmesi işletmelerin satışları arttırmak kadar gider ve maliyetlerini azaltmaya önem verdiklerinin göstergesi olmaktadır.

Örnekleme işletmelerin %31.5'i (72 işletme) satışları arttırmayı, %28.5'i (65 işletme) karlılığı arttırmayı 2. hedef olarak belirtirken 44 işletme yatırımlarında ikinci hedef gütmediklerini ortaya koymuşlardır.

İşletmelerin ancak yarıya yakını üçüncü hedeflerinin olduğunu belirtmişlerdir (%51.4, 117 işletme). Üçüncü hedef olarak istihdam sağlamak önceliği alırken (%18.8, 43 işletme), bunu ortakların gelirini maksimize etmek izlemektedir (%17.1, 39 işletme). Finans teorisinde temel amaç olarak benimsenmiş olan ortakların refahını maksimize etmek seçeneğinin en az benimsenen amaç olarak ortaya çıkması şaşırtıcı bir sonuçtur.

İşletmelerin sadece %20.2'si (46 işletme) yatırımlarında 4. hedef olduğunu belirtmişlerdir.

İşletmelere yukarıda verilen seçeneklerden farklı yatırım hedefleri olup olmadığı sorusuna ise 5'er işletme müşteri memnuniyeti ve kalite elde etmeyi, 1 işletme de iş sürekliliği teminini belirtmiştir.

C) KOBİ'LERDE FİNANSAL ETÜDLERİ YAPANLAR

Üretim ile ilgili yatırımların finansal açıdan yapılabilir olup olmadığına ilişkin planlama ve değerlemeyi işletmelerde kimin yaptığına değin soruya verilen cevapların dökümü aşağıdaki gibidir:

Tablo.3 Yatırımların Finansal Etüdünde Rol Alanlar

FİNANSAL ETÜDÜ GERÇEKLEŞTİRENLER	SAYI	%
Sadece İşletme Sahibi/Patron	66	28.9
Yönetim Kurulu	68	29.8
İlgili Müdür/Şeflerin de İçinde Olduğu Kurul	94	41.2
TOPLAM	228	100.0

Tablodan da görüldüğü gibi işletmeler potansiyel yatırımları ile ilgili finansal etüdü gerçekleştirirken takım ruhu ile hareket etmekte, ilgili personeline karar sürecinde yer almasına önem vermektedirler. Sadece işletme sahibince yapılan etüd çalışmalarının yoğunluk göstermemesi "yatırım kararının işletmenin üst düzey yöneticilerinin tümünün bu konudaki gerekli bilgileri toplayarak tartışması ile alınması gerekli bir karar olduğu; bu yönü ile yatırım

kararının işletmenin üst düzey yöneticilerinin hep birlikte verebilecekleri bir karar özelliği taşıdığı”¹⁵ tespitini doğrulamaktadır.

D) PROJE DEĞERLEMEDE KULLANILAN YÖNTEMLER

İşletmelerin proje değerlemede kullanabilecekleri başlıca yöntemler geri ödeme süresi, karlılık oranı, net bugünkü değer ve iç karlılık oranı yöntemleridir. Ancak iç karlılık oranının bulunması diğer yöntemlere nazaran daha karmaşık süreci kapsar. Ayrıca daha önce de belirtildiği üzere gelir olmadığı ve belirli dönemlerde nakit çıkışı olduğu durumlarda iç karlılık oranının hesaplanmasında önemli güçlüklerle karşılaşıldığı gibi, bazı durumlarda iç karlılık oranının hesaplanması da mümkün olmayabilir¹⁶. Bu yüzden işletmelere finansal etüd sırasında hangi yöntemi kullandıkları ile ilgili soruyla ilgili seçenek olarak karlılık oranı, geri ödeme süresi yöntemi ve net bugünkü değer konulmuştur¹⁷. Soruya verilen cevapların dökümü şöyledir:

Tablo.4 Finansal Etüdde Kullanılan Yöntemler

FİNANSAL ETÜDDE KULLANILAN YÖNTEMLER	SAYI	%
Sadece Net Bugünkü Değer	73	32.0
Sadece Geri Ödeme Süresi	68	29.8
Sadece Karlılık Oranı	60	26.3
Üç Yöntemin hepsi	9	3.9
Geri Ödeme Süresi+ Karlılık Oranı	8	3.5
Geri Ödeme Süresi+Net Bugünkü Değer	7	3.1
Net Bugünkü Değer+ Karlılık Oranı	3	1.3
TOPLAM	228	100.0

¹⁵ BÜKER-AŞIKOĞLU, *a.g.e.*, sf.13.

¹⁶ BÜKER-AŞIKOĞLU, *a.g.e.*, sf.269.

¹⁷ Ankette bu yöntemler isim olarak sorulmayıp seçeneklerde şu açıklayıcı tanımlar yer almıştır: Geri Ödeme Süresi için:”Yapacağımız yatırımın kendisini kaç yılda amorti ettiğine bakarız”, Net Bugünkü Değer için “Yatırımla ilgili beklediğimiz gelir ile gider arasındaki farktan enflasyon oranını/piyasa faiz oranını düşer ve sonuçta kar tatminkar ise yatırıma karar veririz”, Karlılık Oranı için “Yatırımın tahmin edilen kar oranı arzu ettiğimiz kar oranından fazla ise yatırımı gerçekleştiririz”.

Tablodan da görüldüğü gibi işletmeler analizlerinde genellikle sadece bir yöntem kullanmayı yeğlemektedirler. En çok kullanılan yöntem net bugünkü değer olup (73 işletme, %32), bunu geri ödeme süresi (68 işletme, %29.8) ve karlılık oranı takip etmektedir (60 işletme, %26.3). İşletmelerin %10 civarı farklı ikili metot kombinasyonu kullanırken 9 işletme (%3.9) belirtilen 3 yöntemi de kullanmaktadır.

En yaygınca net bugünkü değer yönteminin kullanılması, işletmelerce paranın zaman değerinin analizlerde dikkate alındığını ortaya koymaktadır. Bunu takiben rağbet gören yöntem geri ödeme süresi yöntemi olup bu da istikrarsız bir ekonomik ortamda faaliyet gösteren işletmelerin yatırımları için yaptıkları harcamalarını bir an önce amorti etmeye önem verdiklerini gösterir.

E) YATIRIMIN FAALİYET RİSKİ

Faaliyet riski işletmelerin aktiflerinin oluşumu ile ilgilidir. Toplam aktifleri içinde, sabit aktiflerinin payı büyük olan bir işletmenin faaliyet riski de büyük olacaktır. Sabit giderlerin yüksek olması, başabaş noktasının da yüksek bir düzeyde oluşacağının bir işareti olmaktadır. İşletmenin satışları düştüğünde, sabit giderleri düşürülemez olduğundan zarar edilebilir. İşletmenin zararla karşı karşıya kalması, borçlarını ödeyememe durumunu ortaya çıkarır.¹⁸

Sabit sermaye yatırımına karar verirken amaçlanan hedefe ulaşmada başarısız olma riskinin değerlendirilip değerlendirilmediğini ortaya koymaya yönelik soruya 222 işletme olumlu cevap vermiştir. Bu 222 işletmeye takiben yatırımla ilgili bu riskinin ortaya çıkışında şu faktörlerden hangisinin daha önemli etken olduğu sorulmuştur: Yatırım projesinin büyüklüğü, projenin amortisman süresi ve yatırımı gerçekleştirilmede kredi kullanıp kullanılmadığı.

¹⁸ BÜKER-AŞIKOĞLU, *a.g.e.*, sf.278.

İlgili cevabın dökümü aşağıdaki gibidir:

Tablo.5 Yatırım İle İlgili Faaliyet Riski Değerlemesi

YATIRIM İLE İLGİLİ RİSKİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER		SAYI	%
(a)	Yatırım Projesinin Büyüklüğü	97	42.5
(b)	Projenin Amortisman Süresi	48	21.1
(c)	Yatırım İçin Kredi Kullanılıp Kullanılmadığı	37	16.2
(d)	(a) + (b)	10	4.4
(e)	(a) + (d)	15	6.6
(f)	(b) + (c)	7	3.1
(g)	Üç Yöntemin hepsi	8	3.5
	TOPLAM	222	100.0

İşletmelerin büyük bir kısmı yatırım projesinin büyüklüğünü yatırım ile ilgili algılanan faaliyet riskinin oluşmasında önemli etken olduğunu belirtmektedir (97 işletme, %42.5). bunun ardından ilgi riski etkileyen önemli diğer faktörler projenin amortisman süresi (48 işletme, %21.1) ve yatırım için kredi kullanılıp kullanılmadığıdır (37 işletme, %16.2). Bu da sabit aktiflerinin payı büyük olan bir işletmenin faaliyet riskinin de büyük olacağını, sabit giderlerin yüksek olmasının, başabaş noktasının da yüksek bir düzeyde oluşacağını bir işareti olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durumda kendisini erken amorti eden projeler tercih görmektedir. İşletme zararlar karşısına kaldığında borç ödenememesi de sıkıntı oluşturacağından proje finansmanın da borç kullanılması da önemli bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır.

İşletmeler bu faktörlerin farklı kombinasyonlarını da faaliyet riskini etkileyen faktör olarak belirtmiştir.

IV. SONUÇ

İşletmeler sabit sermaye yatırımlarına başlamadan önce, rasyonel kararlar alabilmek, ihtiyaç duyuluyorsa yabancı kaynak bulabilmek ve devlet teşviklerinden faydalanabilmek için yatırım proje çalışması gerçekleştirirler. Yatırım proje çalışmasında piyasa, teknik ve hukuki etüdün yanı sıra finansal etüd de gerçekleştirilir. Bu

çalışma KOBİ'lerin finansal etüd davranışlarının belirgin özelliklerini ortaya koymuştur.

Türkiye'nin farklı illerinde yerleşik tesadüfi yöntemle seçilmiş 228 KOBİ'ye uygulanan anket yatırım yapmada en önemli amacın karlılığı arttırmak olduğunu ortaya koymaktadır. Bunu takiben satışları arttırmak ta birinci derece önemli amaç olarak belirtilmiştir.

İşletmelerin %80.8'i yatırım yapmada ikincil amaçları olduğunu belirtirken yatırımda üçüncül amaç güden işletmelerin oranı daha da düşmektedir (%51.4). İkincil amaç olarak satışları arttırmak ön plana çıkarken, en önemli üçüncül amaç istihdam arttırmaktır. Sadece %20.2 işletme yatırımlarda dördüncül amacı olduğunu belirtmiştir.

Anket sonucu KOBİ'lerde genel olarak finansal etüd çalışmasına ilgili müdür ve şeflerin de katıldığı kurulun katıldığını göstermektedir. Bazı işletmeler de finansal etüdü sadece yönetim kurulu yaparken, işletmelerin bir kısmında ise finansal etüdü sadece işletme sahibi yapmaktadır.

Finansal etüd yaparken işletmelerin %88.1'i tek yöntem kullanmakta, diğerleri çeşitli yöntem kombinasyonları ile değerlemelerini yapmaktadırlar. En yaygınca kullanılan yöntemler net bugünkü değer yöntemi ile geri ödeme süresi yöntemidir.

İşletmelerin büyük bir çoğunluğu (%97, 222 işletme) yatırımları ile ilgili faaliyet riskini de göz önüne almaktadırlar. Riskin algılanmasında en önemli faktörler sırasıyla yatırım projesinin büyüklüğü, projenin amortisman süresi ve yatırım için kredi kullanılıp kullanılmadığıdır.

KAYNAKÇA

BİAR, *Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Yatırım Kararı ve Yatırım Teşvikleri*, Ankara, 1992.

BİAR, *Türkiye 'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Gelişimi ve Mevcut Durumu*, Eğitim Yayınları No:10, Reta-Reklam Dağıtım, 1990, s.15-16.

BÜKER, Semih ve Rıza AŞIKOĞLU, *Yatırım ve Proje Değerlemesi*, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir, 1995.

BÜKER, Semih, Rıza AŞIKOĞLU ve Güven SEVİL, *Finansal Yönetim*, Eskişehir, 1997.

“Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Yatırımlarında Devlet Yardımı Hakkında Karar (99/12474 S.K.)”, *Resmi Gazete*, 05.03.1999.

ÖZGEN, Halil ve S.DOĞAN, *Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Uluslararası Pazarlara Açılmada Karşılaştıkları Yönetim Sorunları ve Çözüm Önerileri*, Tübitak Matbaası, Ankara, 1997.

SAMUELS, J.M., F.M. WILKES ve R.E.BRAYSHAW, *Management of Company Finance*, Chapman and Hall, 1995.

SARIASLAN, Halil, *Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi*, Ankara 1990.

SARIASLAN, Halil, *Orta ve Küçük Ölçekli İşletmelerin Finansal Sorunları*, TOBB Yayınları No:281, Atak Ofset, 1994.

ŞAHİN, Hüseyin, *Yatırım Projeleri Analizi*, Bursa, 2000.