

YATIRIM PROJE HAZIRLANMASINDA GERÇEKLEŞTİRDİKLERİ FİNANSAL ETÜDLER AÇISINDAN KOBİ ve BÜYÜK İŞLETMELERİN KARŞILAŞTIRILMASI

Veysel KULA - Mehmet ERKAN

Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.Fakültesi, İşletme Bölümü

Özet

Bu çalışma KOBİ'lerin ve büyük işletmelerin yatırım proje çalışmalarında yaptıkları finansal etüdlerin özelliklerini ortaya koymayı amaçlamıştır. Türkiye'de yerleşik, tesadüfi yöntemle seçilmiş 228'i KOBİ ve 76'sı büyük işletme olmak üzere toplam 304 işletmeye uygulanan yüz yüze anket sonuçları, işletmelerin yatırım kararı ile temel olarak karlarını arttırmayı hedeflediklerini ortaya koymaktadır. Hem KOBİ ve hem de büyük işletmelerde 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.

Anahtar Kelimeler: Yatırım Proje Değerlendirmesi, Finansal Analiz

Abstract

The Comparison of Small-and- Medium-Sized Companies With Large Companies Regarding Their Financial Analysis in Project Evaluation Process

This article aims at exploring the financial analysis behaviour of both small-and-medium-sized (SMS) companies and large companies in their investment project evaluation process. A survey conducted during interviews with the officials of the sample of randomly chosen 304 companies, of which 228 are SMS companies and 76 are large 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 top managers of companies. Companies in general employ the method of net present value analysis and take into consideration the business risk related to their investment.

Keywords: Investment Project Evaluation, Financial Analysis

1.Giriş

Yatırım projesi bir plan çerçevesinde belirli bir zaman diliminde belirli kaynaklarla gerçekleştirilebilecek mal ve hizmet üretimine ilişkin faaliyetlerin tümüdür. Diğer bir deyişle sabit varlıklara yatırım kararıdır (Sarıaslan, 1990:13).

İşletmeler komple yeni yatırımların yanı sıra yenileme, tevsi, 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 denir (Büker ve Aşıkoğlu, 1995: 9).

Yatırım kararları uzun vadede işletmenin gelişiminin yönünü belirleyen kararlardır. Objektif kriterlere dayanılarak verilmiş bir yatırım kararı işletmenin rekabet gücünü artırır, pazar koşullarındaki değişime uyumunu sağlar ve işletmenin piyasa değerinin artmasını temin eder (Büker ve Aşıkoğlu, 1995: 13).

Yatırım öncesi yatırım ile ilgili bir yapılabirlik 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, sabit yatırım ve işletme sermayesi tutarının, birim üretim maliyetinin ve yatırımdan sonra gerçekleşecek karın önceden belirlenmesidir (Büker ve Aşıkoğlu, 1995: 43). 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 üretim işletmelerinin yatırım proje fizibilite çalışmalarında yaptıkları finansal etüdlerinin özelliklerini ortaya koymayı amaçlamaktadır. Çalışmada KOBİ'ler ve büyük işletmelerin fizibilite çalışmasında sergiledikleri ortak ve farklı davranışlar vurgulanacak; fizibilite etüdlerinin işletme büyüklüğüne bağlı olup olmadığı analiz edilecektir. Hizmet işletmelerini kapsam dışı tutup sadece üretim işletmelerini çalışma konusu olarak almak elde edilecek sonuçlarda homojenlik temin etme kaygısından kaynaklanmıştır. Bu bağlamda üretim işletmelerinde finansal etüdü hangi yöneticilerin gerçekleştirdiği, değerlemede hangi finansal yöntemlerin kullanıldığı ve yatırım ile ilişkili işletmelerce algılanan faaliyet riskini hangi faktörlerin etkilediği hem KOBİ'ler ve hem de büyük işletmeler açısından ortaya konulması amaçlanmıştır.

Takip eden ilk bölümde araştırmanın teorik çerçevesi hakkında detaylı bilgi verilecektir. Bir sonraki bölüm de örneklem oluşturulması, işletmelerin büyüklük değişkeni bazında ayrımı ve çalışmada uygulanan analiz yapısı hakkında detaylı bilgi vermektedir.

2.Araştırmanın Teorik Çerçevesi

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 kullanımı 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 (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 1997: 253). 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 (Şahin, 2000: 95).

İşletmeler yatırım projelerini değerlendirirken 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 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 değildir (Büker ve Aşıkoğlu, 1995: 247-253).

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 iskonto 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 iskonto oranının tespiti büyük önem taşımaktadır. Bu oranın düşük veya yüksek saptanması yatırım projesinin seçim kararını etkiler. Bir diğer zayıf taraf ise tespit edilen iskonto 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 iskonto 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 hesaplanması da mümkün olmayabilir (Büker ve Aşıkoğlu, 1995: 260-269). 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.

Yatırım projeleri değerlemesinde dikkate alınması gereken bir diğer husus yatırımdan kaynaklanacak faaliyet riskidir. 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 düşürülemeyeceğinden zarar edilebilir. İşletmenin zararlar karşılığında karşıya kalması, borçlarını ödeyememe durumunu ortaya çıkarır (Büker ve Aşıkoğlu, 1995: 278).

3.Araştırma Evreninin Seçimi ve Araştırma Kapsamı

Bu çalışmada uygulama evreni olarak üretim işletmeleri seçilmiş; işletmelerin finansal etüd davranışlarını açıklarken KOBİ'ler ile büyük işletmeler

arasındaki farklılıklar ortaya konup finansal etüd davranışlarının işletme büyüklüğüne bağlı olup olmadığı incelenmiştir.

Şüphesiz ki KOBİ'ler ülkelerin ekonomik ve sosyal gelişiminde önemli rol 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 (Sarıaslan, 1994: 18). İşte bu çalışma, analizde KOBİ-büyük işletme ayrımına gitmekle ekonomideki yaşamsal rol oynayan KOBİ'lerin yatırım fizibilite çalışmaları kapsamındaki finansal etüd davranışlarının büyük işletmelerden ne şekilde farklılık gösterdiğini de ortaya koyacaktır.

Bu noktada sorun KOBİ ve büyük işletme ayrımının nasıl yapılacağıdır. 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 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 tanımlamıştır (Samuels, Wilkes ve Brayshaw, 1995: 1040). 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 almıştır Özgen ve Doğan, 1997: 118). OECD bünyesinde KOBİ'lerin sınıflandırılmasına göre KOBİ'lerin büyük

çoğunluğu 100 işçiden daha az işçi çalıştırmaktadır (Küçükçolak, 1997: 4). 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 tanımlamaktadır. BİAR tarafından yapılan bir araştırmaya göre 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 (Çonkar, 1992:5). 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’dür (BİAR, 1990: 15-16).

Bu çalışmada çoğu tanımda çok küçük işletme olarak belirlenen 10 altında çalışana sahip işletmeler KOBİ tanımı dışında tutulmuştur. Aynı şekilde örneklem işletmelerin özelliklerinin homojenlik göstermesi amacıyla KOBİ tanımında tavan, 100 çalışana olan işletmeler olarak sınırlandırılmıştır. Sonuçta KOBİ kavramı 10 ile 100 arası çalışana olan işletmeler şeklinde tanımlanmıştır¹⁴. Büyük işletmeler ise 100 üzeri çalışana olan işletmeler olarak tanımlanmıştır.

İşletmelerin üretim işletmesi olması ve minimum 10 çalışana olması 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 228’i KOBİ ve 76’sı büyük işletme olmak üzere toplam 304 işletme ankete katılmıştır. Bu bağlamda örneklem tesadüfi seçilmiştir. Ayrıca yüz yüze görüşme yöntemi ile anket uygulaması mektup veya faks ile yapılan anket uygulamasından kaynaklanabilecek düşük yanıt oranı sorununun da aşılmasını mümkün kılmıştır.

Anket formlarındaki veriler bilgisayar ortamında SPSS programı ile analiz edilmiştir. Çalışmada yüzde analizi ve değişkenler arasında istatistiksel olarak

anamlı bağımlılık ilişkisi olup olmadığını test etmeye yönelik olarak da ki-kare analizi kullanılmıştır. Ki-kare analizinde anlamlılık seviyesi %5'in altı olarak tespit edilmiştir.

4.Ampirik Çalışma Bulgular

4.1.Betimleyici Veriler

Çalışmada benimsenen tanım gereği, KOBİ işletmelerinde minimum çalışan sayısı 10, maksimum çalışan sayısı ise 100'dür. KOBİ örneklem grubunda çalışan sayısı ortalaması 26.85, standart sapması ise 19.67'dir. Yetmiş altı işletmeden oluşan büyük işletme örneğinde ise minimum çalışan sayısı 106, maksimum çalışan sayısı 2000, çalışan sayısı ortalaması 487.18, standart sapması ise 439.60'tır. Bu 304 örneklem işletmenin hukuki statüleri aşağıdaki Tablo.1'de gösterilmiştir:

Tablo1.İşletmelerin Hukuki Statüleri

HUKUKİ YAPI	TOPLAM		KOBİ		BÜYÜK İŞLETME	
	SAYI	%	SAYI	%	SAYI	%
A.Ş.	139	45.7	72	31.6	67	88.2
L.T.D.	119	39.2	112	49.1	7	9.2
ŞAHİS İŞLETMESİ	46	15.1	44	19.3	2	2.6
TOPLAM	304	100.0	228	100.0	76	100.0

Ankete katılan işletmelerin %45.7'si anonim şirket, %39.2'si limited şirket ve %15.1'i şahıs işletmesidir. KOBİ'ler içinde limited şirketler büyük çoğunlukta olup bunu anonim şirket ve şahıs işletmeleri takip etmektedir. Büyük işletmeler arasında ise çoğunluk anonim şirket olan işletmelerdir.

Örneklemdaki toplam 228 KOBİ'de ankete iştirak eden kişilerin şirketteki pozisyonları şöyledir: 83 (%36.4) genel müdür, 44 (%19.3) muhasebe veya finansman müdürü, 36 (%15.8) yönetim kurulu üyesi, 36 (%15.8) şahıs işletmelerinin sahibi, 15 (%6.6) muhtelif departman şefi ve 14 (%6.1) muhasebe ve finansman dışındaki farklı departman müdürleridir. Örneklemdaki büyük işletmelerde ankete katılan kişilerin 21'i (%27.6) genel müdür, 16'sı (%21) muhasebe veya finansman müdürü, 2'si (%2.6) şahıs işletmelerinin sahibi, 22'si (%28.9) muhtelif departman şefi ve 15'i de (%19.7) muhasebe ve finansman dışındaki farklı departman müdürleridir.

¹⁴ Bu tanım da, bir üst paragrafta belirtildiği gibi OECD'de gözlemlenen yapıya ve Gaziantep Ticaret ve Sanayi Odası'nca benimsenen tanıma uyum göstermektedir.

Örneklem işletmelerin sektör dağılımı aşağıdaki Tablo.2’de gösterilmektedir. Ankete katılan örneklem işletmelerin hem genelinde ve hem de KOBİ ve büyük işletme gruplarında da , yoğunluk gösteren sektörler, gıda-yem ve tekstil olmaktadır.

Tablo2. İşletmelerin Faaliyet Gösterdiği Sektörler

SEKTÖR	TOPLAM		KOBİ		BÜYÜK İŞLETME	
	SAYI	%	SAYI	%	SAYI	%
Gıda-Yem	90	29.6	76	33.3	14	18.4
Tekstil	75	24.7	49	21.5	26	34.2
Taş-Toprak-Çimento	39	12.8	32	14.0	7	9.2
Metal Eşya	34	11.2	24	10.5	10	13.2
Makine Sanayi	27	8.9	18	7.9	9	11.8
Kimyevi Madde	22	7.2	15	6.6	7	9.2
Kağıt-Orman Ürünleri	17	5.6	14	6.1	3	4.0
TOPLAM	304	100.0	228	100.0	76	100.0

Toplam örneklem bazında Ankete en çok katılım gösteren işletmeler yoğunlukla şu illerde yerleşiktir: Afyon (67 işletme), İstanbul (53 işletme), Denizli (34 işletme), Ankara (30 işletme) ve İzmir (19 işletme). Bu illerin yanı sıra örneklem işletmeler Antakya, Antalya, Aydın, Bursa, Çanakkale, Çorlu, İskenderun, İzmit, Kayseri, Lüleburgaz, Kahramanmaraş, Konya, Muğla, Ordu, Samsun, Uşak, Yozgat ve Zonguldak illerinde yerleşiktirler.

4.2.İşletmelerin Yatırım Yapma Amaçları

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.

Bu soruya verilen cevapların analizi iki şekilde gerçekleştirilmiştir. Birincisinde, aşağıda Tablo.3’te görüldüğü gibi yatırımı güdüleyen amaçların her birinin müstakil olarak işletmelerin ne kadarı tarafından kaçınıcı amaç olarak benimsendiği irdelenmiştir. Analizin ikinci ayağında ise, amaç sıralamalarının dördü de müstakilen ele alınmıştır. Bu ikinci analiz Tablo.4’de özetlenmiştir. Her iki analizde de KOBİ’ler ve büyük işletmeler ayrı olarak ele alınmıştır.

Tablo.3.Yatırımı Güdöleyen Amaçların Analizi

KOBİ	YATIRIMI GÜDÜLEYEN AMAÇLAR	CEVAP SAYISI	ÖNCELİK SIRALAMA YÜZDESİ				SIRALAMA ORTALAMA-SI
			1.AMAÇ	2.AMAÇ	3.AMAÇ	4.AMAÇ	
	Satışları arttırmak	181	%45.8	%39.7	%13.8	%00.0	1.69
	Karlılığı arttırmak	192	%60.4	%33.8	%05.2	%00.0	1.45
	Ortakların gelirini maksimize etmek	88	%07.9	%31.8	%44.3	%15.9	2.68
	İstihdam sağlamak	114	%19.2	%16.6	%37.7	%26.3	2.71
BÜYÜK İŞLETME	YATIRIMI GÜDÜLEYEN AMAÇLAR	CEVAP SAYISI	ÖNCELİK SIRALAMA YÜZDESİ				SIRALAMA ORTALAMA-SI
			1.AMAÇ	2.AMAÇ	3.AMAÇ	4.AMAÇ	
	Satışları arttırmak	64	%39.0	%43.7	%17.1	%00.0	1.78
	Karlılığı arttırmak	73	%58.9	%34.2	%06.8	%00.0	1.47
	Ortakların gelirini maksimize etmek	35	%11.4	%17.1	%54.2	%17.1	2.77
	İstihdam sağlamak	58	%06.8	%18.9	%36.2	%37.9	3.05

Tablo.3'te de açıkça görüldüğü gibi hem KOBİ'ler ve hem de büyük işletmeler, yatırımı ortaya çıkaran amaç olarak en çok karlılığı arttırmayı belirtmişlerdir (192 KOBİ ve 73 büyük işletme). Bunu satışları arttırmak (181 KOBİ ve 64 büyük işletme) ve istihdam sağlamak (114 KOBİ ve 58 büyük işletme) takip etmektedir. En az işaretlenen amaç ise ortakların gelirini maksimize etmektedir (88 KOBİ ve 35 büyük işletme). Tabloda her bir amacın işletmelerce öncelik sıralamasında kaçınıcı sırada işaretlendiği de yüzdeler olarak belirtilmiştir. Ayrıca 1.amaca 1, 2.amaca 2, 3.amaca 3 ve 4.amaca 4 puan verilerek hesaplanan her amacın öncelik sıralaması ortalama olarak son sütunda gösterilmiştir. Bu sıralama ortalamaları esas alındığında karlılığı arttırmak KOBİ'ler ve büyük işletmeler için bire yakın ortalama ile en çok rağbet gören amaç olmuştur (1.45 ve 1.47 ortalama). Ortalama bazında da satışları arttırmak 2.rağbet gören amaç iken, en az işaretlenen şık olan ortakların gelirini maksimize etmek amacı, istihdam amacının önüne geçerek 3.en çok rağbet edilen amaç olmuştur. İlgi çeken nokta, küçük işletmelerde ortakların gelirini maksimize etmek amacı ile istihdam sağlamak amacı ortalaması birbirine yakın iken (2.68'e 2.71), büyük işletmeler de bu ortalamalar arasında büyük farklılık vardır (2.77'e 3.05). Bu olgu da zaten büyük sayıda kişiye istihdam sağlayan büyük işletmelerin yeni yatırımlarında istihdam sağlamayı KOBİ'ler gibi öncelikli amaç görmediği şeklinde yorumlanabilir.

Tablo 4. Yatırım Gerçekleştirmede İşletme Amaçlarının Önceliği

KOBİ	YATIRIMI GÜDÜLEYEN AMAÇLAR	<u>AMAC ÖNCELİĞİ</u>							
		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
BÜYÜK İŞLETME	YATIRIMI GÜDÜLEYEN AMAÇLAR	<u>AMAC ÖNCELİĞİ</u>							
		1.AMAÇ		2.AMAÇ		3.AMAÇ		4.AMAÇ	
		SAYI	%	SAYI	%	SAYI	%	SAYI	%
	Satışları arttırmak	25	32.8	28	36.9	11	14.5	-	0.0
	Karlılığı arttırmak	43	56.6	25	32.8	5	6.6	-	0.0
	Ortakların gelirini maksimize etmek	4	5.3	6	7.9	19	25.0	6	7.9
	İstihdam sağlamak	4	5.3	11	14.5	21	27.6	22	28.9
	Yanıt yok	-	-	6	7.9	20	26.3	48	63.2
	TOPLAM	76	100.0	76	100.0	76	100.0	76	100.0

Amaç sıralamalarının her birinin müstakil değerlendirildiği Tablo.4' e bakıldığında, KOBİ ve büyük işletme grubunda tüm işletmelerin 1.amaç belirttiği gözükmektedir. Buna karşın her iki grup ta artan oranda 2., 3. ve 4. hedeflerinin olmadığını belirtmiştir. Örneğin, KOBİ'lerin %79.8'i, büyük işletmelerin ise %63.2'si için yatırım yapmalarında gözettikleri 4.amaç yoktur.

KOBİ'lerin %50.8'i (116 işletme) büyük işletmelerin %56.6'sı (43 işletme) karlılığı arttırmayı temel hedef olarak belirtmektedir. Bunu karşın KOBİ'lerin %36.4'ünce (83 işletme), büyük işletmelerin de %32.8'ince (25 işletme) satışları arttırmak yatırım yapmada temel hedeflerdendir. KOBİ'lerin %9.6'sı için istihdam sağlamak temel hedef iken ancak %3'ü için ortakların gelirini maksimize etmek 1.hedef olarak işaretlenmiştir. Bu oranlar büyük işletmeler için ise %5.3'erdur.

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

Finans teorisinde temel amaç olarak benimsenmiş olan ortakların refahını maksimize etmek seçeneğinin hem KOBİ'ler ve hem de büyük işletmeler için en az

benimsenen amaçlar arasında yer alması, Tablo.4'ten çıkarılacak şaşırtıcı bir sonuçtur.

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

5.İşletmelerde Finansal Etüdlere Yapanlar

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

Tablo.5 Yatırımların Finansal Etüdünde Rol Alanlar

FİNANSAL ETÜDÜ GERÇEKLEŞTİRENLER	TOPLAM		KOBİ		BÜYÜK İŞLETME	
	SAYI	%	SAYI	%	SAYI	%
Sadece İşletme Sahibi/Patron	71	23.4	66	28.9	5	6.6
Yönetim Kurulu	109	35.9	68	29.8	41	54.0
İlgili Müdür/Şeflerin de İçinde Olduğu Kurul	124	40.7	94	41.2	30	39.4
TOPLAM	304	100.0	228	100.0	76	100.0

Pearson ki-kare değeri: 21.505; p<0.5

İşletmelerde finansal etüdü gerçekleştirenlerin, işletme büyüklüğüne bağlı olup olmadığını ortaya koymak için ki-kare analizi uygulanmıştır. Analiz, 0.05 anlamlılık düzeyinde, finansal etüdü yapan kişi profillerinin, işletmenin KOBİ mi ya da büyük işletme mi olduğuna istatistiksel olarak anlamlı düzeyde bağımlı olduğunu ortaya koymuştur (Pearson ki-kare değeri: 21.505). KOBİ'lerde sadece işletme sahibi ve yönetim kurulu, fizibilite kararının alınmasında benzer ağırlığa sahip olup (%28.9' a %29.8), esas rol ilgili müdür/şeflerinde içinde olduğu kuruldadır (%41.2). İlgili müdür ve şeflerin de içinde olduğu kurul, büyük işletmelerde de KOBİ'lere benzer oranda yatırım kararında etkindirler (39.4). Ancak KOBİ'lerden farklı olarak büyük işletmelerde yönetim kurulları yatırım kararında önemli oranda söz sahibi iken (%54.0), işletme sahibi-patronların tek başlarına yatırım kararını aldıkları büyük işletme oranı çok azdır (%6.6, büyük işletme).

KOBİ ve büyük işletme gruplarının bu soruya cevaplarında sergiledikleri ortak yan, her iki grupta da işletmelerin çoğunluğunda fizibilite etütlerinin sadece işletme sahibi-patron haricinde kurullarca yapıldığıdır. Bu da işletmelerin potansiyel yatırımları ile ilgili finansal etüdü gerçekleştirirken takım ruhu ile

hareket etmekte olduklarını, ilgili personelin de karar sürecinde yer aldıklarını göstermektedir. 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” (Büker ve Aşıkoğlu, 1995: 13) tespitini doğrulamaktadır.

6 Proje Değerlemede Kullanılan 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 yine 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 olmayabilir (Büker ve Aşıkoğlu, 1995: 269). Bu yüzden işletmelere yatırım projelerinin değerlendirilmesi sırasında hangi yöntemi kullandıkları ile ilgili soruyla ilgili seçenek olarak karlılık oranı, geri ödeme süresi yöntemi ve net bugünkü değer konulmuştur¹⁵. Ayrıca proje değerlendirmede kullanılan yöntemlerin işletme büyüklüğüne istatistiksel olarak anlamlı bağımlılık gösterip göstermediğini ortaya koymak için ki-kare analizi kullanılmıştır. Soruya verilen cevapların dökümü Tablo.6’dadır.

Tablodan da görüldüğü gibi işletmeler analizlerinde genellikle sadece bir yöntem kullanmayı yeğlemektedirler. KOBİ’lerde 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). Büyük işletmelerde ise sadece net bugünkü değer yöntemini işletmelerin %40.8’i kullanırken (31 işletme), sadece geri ödeme süresi yöntemini ve sadece karlılık oranını kullanan işletmelerin oranı %36.8 ve %10.5’tir. Hem KOBİ’lerin ve hem de büyük işletmelerin %10

¹⁵ 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”.

civarı farklı ikili metot kombinasyonu kullanırken 9 KOBİ (%3.9) ve 2 büyük işletme (%2.6) belirtilen 3 yöntemi de kullanmaktadır.

Tablo.6 Finansal Etüdde Kullanılan Yöntemler

FİNANSAL ETÜDDE KULLANILAN YÖNTEMLER	TOPLAM		KOBİ		BÜYÜK İŞLETME	
	SAYI	%	SAYI	%	SAYI	%
Sadece Net Bugünkü Değer	104	34.2	73	32.0	31	40.8
Sadece Geri Ödeme Süresi	96	31.6	68	29.8	28	36.8
Sadece Karlılık Oranı	68	22.3	60	26.3	8	10.5
Üç Yöntemin hepsi	11	3.6	9	3.9	2	2.6
Geri Ödeme Süresi+ Karlılık Oranı	8	2.6	8	3.5	-	-
Geri Ödeme Süresi+Net Bugünkü Değer	13	4.2	7	3.1	6	7.9
Net Bugünkü Değer+ Karlılık Oranı	4	1.3	3	1.3	1	1.3
TOPLAM	304	100.0	228	100.0	76	100.0

Pearson ki-kare değeri: 14.566 ; $p < 0.05$

KOBİ ve büyük işletmelerde 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.

KOBİ'lere kıyasla büyük işletmelerde net bugünkü değer yöntemi daha çok rağbet görmektedir (%40.8'e %32). Aynı şekilde geri ödeme süresi yöntemi de büyük işletmelerce daha çok kullanılmaktadır (%36.8'e %29.8). Buna karşın karlılık oranı yöntemi büyük işletmelerce KOBİ'ler gibi benimsenmemektedir (%10.5'e %26.3). Bu ilişki istatistiksel olarak anlam ifade eden düzeydedir (Pearson ki-kare değeri: 14.566, $p < 0.05$).

7.Yatırım Faaliyet Riski

Sabit sermaye yatırımına karar verirken amaçlanan hedefe ulaşmada başarısız olma riskinin değerlendirilip değerlendirilmediğini ortaya koymaya yönelik soruya örneklemdaki büyük işletmelerin hepsi, KOBİ'lerin ise 222 tanesi cevap vermiştir. Bu işletmelere takiben yatırımla ilgili bu riskin ortaya çıkışında şu faktörlerden hangisinin daha önemli etken olduğu sorulmuştur: yatırım projesinin büyüklüğü, projenin amortisman süresi ve yatırımı gerçekleştirilmede kredi kullanıp kullanılmadığı.

İlgili cevabın dökümü aşağıdaki gibidir:

Tablo.6 Yatırım İle İlgili Faaliyet Riski Değerlemesi

		TOPLAM		KOBİ		BÜYÜK İŞLETME	
YATIRIM İLE İLGİLİ RİSKİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER		SAYI	%	SAYI	%	SAYI	%
(a)	Yatırım Projesinin Büyüklüğü	123	41.3	97	42.5	25	32.9
(b)	Projenin Amortisman Süresi	60	20.1	48	21.1	12	15.8
(c)	Yatırım İçin Kredi Kullanılıp Kullanılmadığı	51	17.1	37	16.2	14	18.4
(d)	(a) + (b)	16	5.3	10	4.4	6	7.9
(e)	(a) + (c)	17	5.7	15	6.6	2	2.6
(f)	(b) + (c)	12	4.0	7	3.1	5	6.6
(g)	Üç Yöntemin hepsi	20	6.7	8	3.5	12	15.8
	TOPLAM	298	100.0	222	100.0	76	100.0

Pearson ki-kare değeri: 19.749 ; $p < 0,05$

KOBİ ve büyük işletmelerin her ikisinde de yatırım ile ilgili algılanan faaliyet riskinin oluşmasında en önemli etken yatırım projesinin büyüklüğüdür (KOBİ'lerin %42.5'i ; büyük işletmelerin %32.9'u). KOBİ'ler için 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). Büyük işletmeler için burada sıralama değişmekte, ikinci önemli etken yatırım için kredi kullanılıp kullanılmadığı iken (14 işletme, %18.4), üçüncü etken projenin amortisman süresidir (12 işletme, %15.)

Her iki işletme grubu içinde birincil derecede önemli riski etkileyen faktör olsa da, yatırım projesinin büyüklüğü büyük işletmelerde KOBİ'lerdeki kadar ağırlığı olan faktör değildir (%32.9' a %42.5). Projenin amortisman süresi, KOBİ'ler için daha çok önem arz eden bir risk unsurudur (%21.1'e %15.8). İstatistiksel olarak anlamlı bir diğer ilişki, büyük işletmelerin KOBİ'lere nazaran daha fazla bir şekilde üç yöntemin hepsini birden kullandıklarıdır (%15.8'e %3.5).

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 ve büyük işletmelerin finansal etüd

davranışlarının belirgin özelliklerini ortaya koyup; gerçekleştirilen etüdlerin işletme büyüklüğüne bağlı olup olmadığını analiz etmiştir.

Türkiye'nin farklı illerinde yerleşik tesadüfi yöntemle seçilmiş 228 KOBİ ve 76 büyük işletme olmak üzere toplam 304 işletmeye uygulanan anket yatırım yapmada en önemli amacın karlılığı arttırmak olduğunu ortaya koymaktadır. Bunu takiben satışları arttırmak ta ikincil derece önemli amaç olarak belirtilmiştir. İstihdam sağlamak, büyük işletmelere nazaran KOBİ'ler için daha önem arz eden bir amaçtır. Hem KOBİ ve hem de büyük işletmelerde, yatırım yapmada 2., 3. ve 4. amacı olan işletme sayısı azalmaktadır.

Anket sonucu KOBİ'lerde genel olarak finansal etüd kararlarını ilgili müdür ve şeflerin de katıldığı kurulun verdiğini göstermektedir. İlgili müdür ve şeflerin de içinde olduğu kurul, büyük işletmelerde de KOBİ'lere benzer oranda yatırım kararında etkindirler. Ancak KOBİ'lerden farklı olarak büyük işletmelerde yönetim kurulları yatırım kararında önemli oranda söz sahibi iken, işletme sahibi-patronların tek başlarına yatırım kararını aldıkları büyük işletme oranı çok azdır. KOBİ ve büyük işletme gruplarının bu soruya cevaplarında sergiledikleri ortak yan, her iki grupta da işletmelerin çoğunluğunda fizibilite etütlerinin sadece işletme sahibi-patronun bulunduğu kurulların haricindeki kurullarca yapıldığıdır.

Finansal etüd yaparken işletmelerin çoğunluğu tek yöntem kullanmakta, diğerleri çeşitli yöntem kombinasyonları ile değerlemelerini yapmaktadırlar. En yaygınca kullanılan yöntemler net bugünkü değer yöntemi ile geri ödeme süresi yöntemidir. KOBİ'lere kıyasla büyük işletmelerde net bugünkü değer yöntemi daha çok rağbet görmektedir. Aynı şekilde geri ödeme süresi yöntemi de büyük işletmelerce daha çok kullanılmaktadır. Buna karşın karlılık oranı yöntemi büyük işletmelerce KOBİ'ler gibi benimsenmemektedir.

İşletmeler yatırımları ile ilgili faaliyet riskini de göz önüne almaktadırlar. KOBİ ve büyük işletmelerin her ikisinde yatırım ile ilgili algılanan faaliyet riskinin oluşmasında en önemli etken yatırım projesinin büyüklüğüdür. Her iki işletme grubu içinde birincil derecede önemli riski etkileyen faktör olsa da, yatırım projesinin büyüklüğü, büyük işletmelerde KOBİ'lerdeki kadar ağırlığı olan faktör değildir. Projenin amortisman süresi, KOBİ'ler için daha çok önem arz eden bir risk unsurudur. İstatistiksel olarak anlamlı bir diğer ilişki, büyük işletmelerin KOBİ'lere nazaran daha büyük oranda, yatırım projesinin büyüklüğü, projenin

amortisman süresi ve yatırım için kredi kullanılıp kullanılmadığı şeklindeki üç faktörü risk değerlemede bir arada kullanılmalarıdır.

Kaynakça

- BİAR (1990), *Türkiye’de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Gelişimi ve Mevcut Durumu*, Eğitim Yayınları No:10, Reta-Reklam Dağıtım, 1990.
- BÜKER, Semih ve Rıza AŞIKOĞLU (1995), *Yatırım ve Proje Değerlemesi*, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir.
- BÜKER, Semih, Rıza AŞIKOĞLU ve Güven SEVİL (1997), *Finansal Yönetim*, Eskişehir.
- ÇONKAR, Kemalettin (1992), *Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Yatırım Kararı ve Yatırım Teşvikleri*, BİAR-Konrad Adenauer Stiftung Yayını, Ankara.
- KÜÇÜKÇOLAK, R.Ali (1997), *KOBİ’lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü*, Karizma Yayıncılık, İstanbul.
- ÖZGEN, Halil ve S.DOĞAN (1997), *Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Uluslararası Pazarlara Açılmada Karşılaştıkları Yönetim Sorunları ve Çözüm Önerileri*, Tübitak Matbaası, Ankara.
- SAMUELS, J.M., F.M. WILKES ve R.E.BRAYSHAW (1995), *Management of Company Finance*, Chapman and Hall.
- SARIASLAN, Halil (1990), *Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi*, Ankara.
- SARIASLAN, Halil (1994), *Orta ve Küçük Ölçekli İşletmelerin Finansal Sorunları*, TOBB Yayınları No:281, Atak Ofset.
- ŞAHİN, Hüseyin (2000), *Yatırım Projeleri Analizi*, Bursa.