

# İŞLETME YATIRIM KARARINDA REEL OPSİYON YAKLAŞIMI VE GİRİŞİMCİ KOBİLER AÇISINDAN ÖNEMİ

## ÖZET

Bu çalışmada, yatırım projelerinin değerlendirilmesinde kullanılan yöntemler incelenmiştir. Belirsizlik ve riskin yüksek olduğu projelerde, geleneksel indirgenmiş nakit akımı (İNA) yaklaşımı zayıf sonuçlar vermektedir. Böyle yatırımlarda belirsizliği dikkate alan reel opsiyon yaklaşımı etkin biçimde kullanılabilir. Uygulamada karşılaşılan pek çok yatırım kararının değerlendirilmesinde, bu seçenekler göz ardı edilip, riskler ve fırsatlar tam olarak değerlendirmeye alınmadığı için sağlıklı sonuçlara ulaşamamaktadır.

Dünyanın bütün bölgelerinde ilk aşamada küçük düzeyde bireysel veya kurumsal işletme kurulmakta daha sonra giderek büyümeye devam ederek uluslararası bir işletme haline gelmektedir. Bu olgu KOBİ'lerin önemini göstermektedir. İster bir KOBİ ister büyük bir işletme olsun yatırım kararının verilmesinde gerçek opsiyon yaklaşımında, alınacak karara fırsat verilmesi nedeniyle yarattığı değer daha doğru bir kararın verilmesine yol açmaktadır.

Çalışmanın uygulama bölümünde Muğla'da faaliyet gösteren 238 turizm işletmesinin mevcut yatırımlarda ve/veya yeni yatırımlarda kullandıkları değerlendirme yönteminin tespitine yönelik cevaplar alınmıştır. KOBİ işletmelerin karlılığı arttırmanın 1. amacı olduğu, en önemli riskin müşteri riski olmakla birlikte yatırımlarda bir çok riski birlikte ele aldıkları ve değerlendirmede karlılık endeksini daha fazla kullandıkları ortaya çıkmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Opsiyonlar, gerçek opsiyon, proje değerlendirme yöntemleri, KOBİ, turizm

## ABSTRACT

In this study, we examined the methods used in the evaluation of investment projects. Projects with high uncertainty and risk, the traditional discounted cash flow (DCF) approach gives poor results. Real options approach that takes into account the uncertainty of such investments can be used effectively. Evaluation of the decision to invest a lot in practice, be discarded these options, risks and opportunities are taken to fully assess the results achieved in healthy.

In all regions of the world's smallest level of the first stage, then gradually established individual or corporate enterprise is becoming an international business continued to grow. This case demonstrates the importance of SMEs. Whether you're an SME or a large business to the decision to invest in the real option approach, the decision will be given the opportunity to take a decision leading to more accurate because of the value created.

Application in the study of tourism in Mugla entity operating in the 238 existing investments and / or the assessment method used by the new investments were aimed at identifying answers. 1 SME businesses to increase profitability that purpose, the most important risk, customer risk, but a lot of investments that they deal with risk and the more they use to assess the profitability index has emerged.

**Keywords:** option, real option, investment Project evaluation, SME, tourism

## I. GİRİŞ

Opsiyonların ilk kullanılmaya başlanması, finansal olmayan değerlerin ticaretinde ortaya çıkmıştır. 12. yüzyılda tüccarların fuarlarda ileride teslim edilecek bir ürünü belli bir fiyattan satmayı kabul ettiklerini gösteren kontratları imzaladıklarını, 1600'lerde Japon toprak sahiplerinin pirinci ileride belirlenen bir tarihte teslim etmek üzere belli bir fiyattan sattıklarını ve Hollanda'daki lale tüccarlarının da laleyi ileride belli bir fiyattan alma veya satma haklarını, aralarında alıp sattıklarını tarih kitapları yazmaktadır(Uzunlar; ve Aktan,2005).

Gerçek opsiyon yaklaşımı yeni bir yaklaşım olmasına rağmen yatırım kararının verilmesinde daha gerçekçi olmaktadır. Uygulamada karşılaşılan pek çok yatırım kararının değerlendirilmesinde, bu seçenekler göz ardı edilip, riskler ve fırsatlar tam olarak değerlendirmeye alınmadığı için sağlıklı sonuçlara ulaşılamamaktadır.

Gerçek opsiyon yaklaşımın esası, işletme yatırım kararlarında yatırım kararının her bir girişimci işletme için bir opsiyon taşımasıdır. Yatırım kararında genelde kullanılan net bugünkü değer, iç verim oranı, geri ödeme süresi yöntemlerinin kullanılması sonucunda kabul veya red kararı verilmektedir. Kısa dönemde oluşabilecek koşullardaki değişimlerin ilgili kararı nasıl etkileyeceği dikkate alınmadan karar verilmektedir.

Gerçek opsiyon yaklaşımında ise, yatırım kararının verilmesinde bir fırsat tanımakta diğer yöntemlere göre reddedilen projeye bir fırsat verilmesi nedeniyle ya reddedilmekte ya da geç başlanmaktadır. Bunun sonucunda projeye geç başlanmış olsa bile oluşabilecek bazı faktörlerden dolayı işletmenin geleceği görmesi ve nakit akımı daha iyi olmaktadır.

Girişimciler için en önemli faktör risk olup, bunun için gerekli araştırma ve geliştirme yaparak yatırımın gelecekteki değerini bugünden tahmin etmektir. Yatırım için gerekli sermaye faktörü ise son sıralarda yer almaktadır.

Güvenlik risk yönetimi kararlarının değerlemesi gerçek opsiyon yaklaşımıyla yapılabilmektedir. Microsoft'un Güvenlik Risk Yönetimi Rehberi adlı çalışmasında yüzeysel kalmış olan bu konunun, gerçek opsiyon yaklaşımıyla tamamlanabilecektir. Bu şekilde risk yönetiminde elimizdeki alternatifler arasından rasyonel bir seçim yapılabilecektir(Keleş, 2006).

## II. GERÇEK OPSİYON OLARAK YATIRIM KARARI

Gerçek opsiyonları, yatırımları esneklik ve belirsizlik gözönüne alarak analiz edilmesi yada finansal opsiyonlarda olduğu gibi gerçek opsiyonlarda isteğe bağlı kararlar yada haklar içeren ama sorumluluk vermeyen, belirlenmiş alternatif bir fiyat üzerinden bir varlığın alımı yada değiştirilmesi ile ilgili (Braun ve Bason, 2001) yada en kısa şekilde gerçek varlıklar üzerindeki opsiyonlar olarak tanımlayabiliriz (Kirt, 2004).

Yukarıda bahsedildiği gibi; belirsizliğin yani riskin çok yüksek olduğu, ekonomik çevrenin sürekli kendini yenilediği ve rekabet ortamın çok yoğun olarak hissedildiği günümüzün ekonomi dünyasında şirketler, yatırım kararlarını alırken esneklik arama ihtiyacı hissetmişlerdir.

Yatırım projelerinde problem yatırımın zamanı ile yatırım tutarı arasındaki ilişki önemli olup, gelecek yıl veya yıllarda ne kadar üreteceğini veya satacağını planlayıp yatırımın bu zamana bağlı olarak yapılması en uygun olacaktır. Gerçek opsiyon yöntemi buna imkan tanımaktadır (Dixit ve Pindyck 1994; Trigeorgis 1996). Yani yatırıma başta yüksek kapasiteyle başlayıp, ancak düşük üretimin gerçekleşmesi durumunda yatırımın etkinliği son derece düşük olacaktır. İşte gerçek opsiyon yöntemi burada önemini göstermekte ve gereksiz yatırımı uygun olmayan bir zamanda yapılmasını önlemektedir.

Yatırım projelerinden belirsizlik, bir projeden beklenen yıllık nakit akımlarının değişkenliğidir. Nakit akımları birçok unsurun bir araya gelmesiyle meydana gelmektedir. Projenin sağlayacağı nakit akımları tamamen tahmin edilmesi mümkün değildir. Bütün projeler risk vardır, ancak riskin derecesi projeden projeye farklılık gösterir(Gülersoy,1999).

Yatırım projelerinin planlanması ve nitelikleri gereği işletmeler açısından kısıtlayıcı özellikler olabilmektedir. Bunlar;

- Sermaye yatırımları, uzun süreli yatırımlar olup bu yatırımların ekonomik ömrü yıllara yayılmaktadır.
- Sermaye yatırımlarının uzun süreli olması, sonradan görülebilecek bir hatadan vazgeçmek çoğu zaman imkansız veya çok maliyetli olmaktadır.
- Sermaye yatırımları, genellikle çok büyük tutarlardaki harcamaları gerektiren yatırımlardır.

Gerçek opsiyonların en çok karşılaşıldığı projeler ARGE projeleridir. Firmalar ARGE projeleri için büyük miktarda fonlar ayırdıkları için, bu fonların en doğru biçimde değerlendirilmesi firmalar için büyük önem taşır. Bir araştırma ve geliştirme projesi başladığında, projeye ilişkin nakit akımlarını belirlemek oldukça zordur.

Gerçek opsiyonlar; yeni projelerin karlılığını değerlendirmek, başlanmış projelerde sonraki aşamaya geçip geçmemek ve bunun zamanını belirlemek için kullanılabilir bir yöntemdir. Bu yüzden, belirsizliğin fazla olduğu ve azaltılabileceği durumlarda uygulamaya uygun bir yöntemdir. Belirsizlikler aynı zamanda yeni fırsatlarda sunabilir. Belirsizlik arttıkça, esnekliğin değeri de artar; bu yüzden opsiyonun değeri artmış olur. Gerçek opsiyonlar, işletmelerin opsiyonlarını açık tutmakla yarar sağlayacaklarını savunan yaklaşımdır(Uzanlar ve Aktan, 2005).

İşletmeler değerlendirmede farklı yöntemler kullanarak seçim yapmaktadır. Yapılan bir sınıflandırma, paranın zaman değerini dikkate ve almayan yöntemler olarak yapılmaktadır. Aşağıda bu sınıflandırmada yer alan ve kullanılan yöntemler verilmiştir(Ceylan, 1998; Berk,1990; Sariaslan, 1997)

**Tablo.1. Proje değerlendirme Yöntemleri**

STATİK (TEK DÖNEMLİ, PARANIN ZAMAN DEĞERİNİ DİKKATE ALMAYAN) YÖNTEMLER	DİNAMİK (ÇOK DÖNEMLİ PARANIN ZAMAN DEĞERİNİ DİKKATE ALAN) YÖNTEMLER
1. Gelir kapitalizasyonu yöntemi 2. Yatırım karlılığı yöntemi 3. Yıllık ortalama nakit girişlerinin yatırım tutarına oranı yöntemi 4. Geri Ödeme Süresi yöntemi 6. Muhasebe verim oranı 7. Sermayenin ortalama Karlılığı yöntemi 8. Ortalama karlılık oranı 9. Emsal Bedeli	1. Net Bugünkü Değer 2. İç Verim Oranı 3. Karlılık endeksi yöntemi 4. Dinamik G.Ö.S. Yöntemi 5. Maliyet-fayda oranı yöntemi 6. Varlıkların Toplamı yöntemi 7. Pazar Yaklaşımı 8. Gerçek opsiyon yöntemi

SARIASLAN, 1997; BERK, 1995

Yukarıdaki yöntemlerin büyük bir kısmı birbirine yakın yöntemler olup, sınıflandırma amacıyla birlikte sektör ve yatırımcı açısından da farklılık gösterebilmektedir.

Değerlemede kullanılan yöntemleri, indirgenmiş nakit akımının kullanıldığı yöntemler ve muhasebe kayıtlarını esas alan fiyat katsayılarının kullanıldığı yöntemler şeklinde de sınıflandırabiliriz(Serin, 2004).

Kenç tarafından yapılan bir çalışmada, işletmelerin yatırım projelerinde kullandıkları yöntemlere baktığımızda iç verim oranı ve net bugünkü değer yöntemi ön plandadır. Çalışmamızın konusu olan gerçek opsiyon yöntemi ise %26 kullanma oranı ile 6. sırada ortaya çıkmıştır.

Projeler riskler ile zaman uyumu dikkate alınarak iptal, yavaşlatma, erteleme gibi opsiyonlar kullanılır. Proje değerini etkileyen bu tür opsiyonları barındıran yatırım projeleri pek çok şekilde karşımıza çıkmaktadır. Örneğin;

1- Yatırımlar zamana yayılıyor ise yavaşlatılabilir,

2- Durum beklenenden kötüye gittiğinde, ekonomik ömründen önce proje iptal edilerek zararlar azaltılabilir,

Ve daha birçok alternatiflere imkan vermektedir.

Yatırım kararlarının değerlendirilmesinde kullanılan geleneksel yöntemler geciktirme, iptal, genişleme gibi, yatırımlara esneklikle uygulanabilecek durumların varlığını dikkate almamakta ve bir yatırım projesinin değerini olduğundan daha düşük gösterebilmektedir. Gerçek opsiyonlar yöntemi ise yeni bir projenin kârlılığının değerlendirilmesi, projeye devam edilip edilmemesi, devam edilecek ise ne zaman devam edileceği konularında yol göstermektedir. Yüksek belirsizlik ve risk söz konusu olduğunda ve gelecek dönemde yeni bilgiler elde edilebiliyor ise gerçek opsiyonlar yöntemi en büyük faydayı sağlamaktadır.

Bir yatırımı şimdi yapmak, yatırım kararını ertelemek, yatırımları aşama aşama yapmak, yatırımdan ileride çıkabilmek veya yatırım büyüklüğünü değiştirebilmek seçeneklerinin hepsi şirket için bir gerçek opsiyondur(Tan,2004)

**Tablo.2. Gerçek Opsiyon Türleri**

<b>Erteleme Opsiyonu</b>	Yeni bilgiler sayesinde piyasa belirsizliği azalana kadar beklemek
<b>Vazgeçme Opsiyonu</b>	Verimsiz bir projeyi bırakmak
<b>Değiştirme Opsiyonu</b>	Giriş/çıkış parametrelerini veya yöntemi değiştirmek
<b>Genişleme/Küçülme Opsiyonu</b>	Piyasa şartlarına göre kapasite değiştirmek
<b>Büyüme Opsiyonu</b>	Gelecekle ilgili fırsatları göz önünde bulundurmak
<b>Kademe Opsiyonu</b>	Yatırımı kademeli, koşullara bağlı adımlara bölmek

Gerek turizm sektöründe gerekse diğer sektörlerde belirsizliği ortaya çıkaran riskler, yatırım veya işletme analizinde aşağıdaki faktörlere göre farklılık göstermektedir.

- İşletme Sermayesi İhtiyacı
- İşletme Türü
- Faaliyet Konusu
- Satış Koşulları
- Mevsimselliği
- Satın alma koşulları
- Stok politikası
- Üretim süresi
- Kredi olanakları
- Kapasite ve üretim maliyetleridir.

Yatırım projelerin değerlendirilmesinde göz önünde bulundurulan riskleri ise aşağıdaki gibi sıralayabiliriz;

- Fiyat ve rekabet riski
- Doluluk riski
- Çevresel riskler; yatırım ve üretim dönemlerinde çevre standartların uyulmaması nedeniyle karşılaşılan cezalar
- Hukuki riskler; mevzuata uygunluğu, mevzuat değişimi

- Finansal riskler; enflasyon, devalüasyon, faiz ve likidite riski
- Beklenmedik olaylar; yatırım ve işletme döneminde beklenilmeyen, ortaya çıkabilecek kaza ve afetler
- Ortaklarla ilgili riskler; ortakların taahhütlerini yerine getirmemesi, ortaklar arasındaki anlaşmazlıklar
- Ülke (politik) risk; teşviklerin kaldırılması, sektöre verilen önemin azalması hatta engelleyici kararların çıkarılması gibi riskler
- Diğerleri olarak sayabiliriz.

### III. GERÇEK OPSİYONLARIN KULLANIMI VE BİR UYGULAMA

Gerçek opsiyon yöntemi en çok uygulandığı sektörler emlak, elektronik, enerji, otomotiv, bankacılık, ilaç, kimya, perakende, eğlence, iletişim madencilik, havacılık, aracı kurumlar, ve ulaştırma sektörleridir. Mesela; madencilik sektöründe yeni rezervleri çıkarma hakkını elde ederken gerekli süre, havacılık sektöründe yeni uçak alımları, değeri olmayan ancak ileride değer kazanacağı tahmin edilen arazilerin alımlarında ve birçok alanda gerçek opsiyonlar kullanılmaktadır (Coopeland ve Keenan, 1998).

Örneğin, İnterpromedya Pazarlama Hizmetleri ve Araştırma Grubu tarafından 2009 yılında yapılan araştırmaya göre 2009 yılında durdurulan ve 2010 yılı içinde devamı planlanan yüzde 19,7 oranında proje bulunmaktadır. Bu oran oldukça büyük bir oran olup gerçek opsiyon yönteminin kullanıldığını göstermektedir.

Muğla bölgesinde faaliyet gösteren işletmelerle yapılan ankette, işletmelerin çalışan sayısı dikkate alınarak işletmeler sınıflandırılmış ve büyük bir kısmının KOBİ sınıfında olduğu tespit edilmiştir. İşletmelere yatırıma yönelik sorular yöneltilmiştir. Ortaya çıkan sonuç aşağıda verilmiştir.

**Tablo 3. Yatırım Gerçekleştirmede İşletme Amaçlarının Önceliği**

Yatırımın amacı	Kobi İşletmeler		Büyük İşletmeler	
	1. amaç	2. amaç	1. amaç	2. amaç
Satışları arttırmak	%35 (83)	%23(55)	%43 (102)	% 33 (79)
Karlılığı arttırmak	%40 (95)	%32 (75)	%28 (67)	%39 (93)
Ortakların karını arttırmak	%17 (41)	%25 (60)	%22 (52)	%14 (33)
İstihdamı arttırmak	%8 (19)	%20 (48)	%7 (17)	%14 (33)
Toplam	%100 238	%100 238	%100 238	%100 238

KOBİ ve büyük işletme grubunda tüm işletmelerin 1. ve 2. amaç belirttiği görülmektedir. KOBİ'lerin %40'ı (95 işletme) büyük işletmelerin %28'i (67 işletme) karlılığı arttırmayı temel hedef olarak belirtmektedir. Bunu karşın KOBİ'lerin %35'i (83 işletme), büyük işletmelerin de %43'ü (102 işletme) satışları arttırmak yatırım yapmada öncelik vermektedir. Hem büyük hem de KOBİ'lerin yatırım yapmada istihdamı artırma 1. amacının oldukça düşük kaldığı, ancak 2. amaç olarak biraz daha yüksek olduğu ortaya çıkmıştır. Ortakların karını arttırmada KOBİ'lerde 1. amaç %17 (41 işletme), büyük işletmelerde %22 (52 işletme) olarak görmekte ve 2. amaçta ise yükselme olmuştur. Bu da Büyük işletmelerin daha fazla kurumsallaşmış olarak değerlendirebiliriz. KOBİ'lerde karlılığı arttırmanın satışları arttırmaya göre daha önemli amaç olarak benimsenmesi işletmelerin satışları arttırmakla birlikte gider ve maliyetleri azaltmaya önem verdiklerinin göstergesi olmaktadır.

Ortaya çıkan önemli bir sonuç ise, finans teorisinde temel amaç olarak benimsenmiş olan ortakların refahını en yükseğe çıkarma seçeneğinin hem KOBİ'ler ve hem de büyük işletmeler için oldukça az kabul edilen amaçlar arasında yer almaktadır.

**Tablo.4. Proje Değerlendirmede Kullanılan Yöntemler**

Yöntemler	KOBİ İşletmelerin Kullanım Yüzdesi	Büyük İşletmelerin Kullanım Yüzdesi
İç verim oranı	7	9
Net bugünkü değer yöntemi	13	15
Duyarlılık analizi	3	2
4.Geri Ödeme Süresi yöntemi	24	22
Simülasyon yöntemi	2	1
Reel opsiyon	15	18
Karlılık Endeksi	24	22
Diğerleri	12	11

Pearson ki-kare değeri: 12.322 ;  $p < 0.05$

İşletmelerin yatırım projelerinin değerlendirilmesinde hangi yöntemi kullandıkları ile ilgili olarak gerek KOBİ gerekse büyük işletmelerin karlılık endeksi ve geri ödeme süresi yöntemini en fazla kullandıkları, gerçek opsiyon yöntemini ise 3. sırada sırasıyla %15 ve %18 oranı ile kullandıkları görülmüştür. Çalışma alanına dahil işletmelerin turizm işletmeleri olması gerçek opsiyon yönteminin önemini biraz daha arttırmıştır. Ayrıca proje değerlendirmede kullanılan yöntemlerin işletme büyüklüğüne istatistiksel olarak anlamlı bağımlılık gösterip göstermediğini ortaya koymak için ki-kare analizi kullanılmıştır. KOBİ ve büyük işletmelerde düşük de olsa net bugünkü değer yönteminin kullanılması, işletmelerce paranın zaman değerinin analizlerde dikkate alındığını ortaya koymaktadır. En fazla kullanılan yöntemlerden 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.

İşletmelerin yatırımlarda hangi risklerin göz önünde bulundurulduğu ve bu riskler karşısında kararın ne olduğunu ortaya koymak amacıyla yöneltilen sorulara verilen cevapların yüzdesel dağılımı tablo.5'tedir.

**Tablo 5. Yatırımı Gerçekleştirmede Göz Önünde Bulundurulan Riskler Ve Riskler Karşısında Yatırımların Durumu**

Risk Türleri	Riskin Yüzdesi		Opsiyon Türleri Kullanım Yüzdesi		
	KOBİ	Büyük İşletme		KOBİ	Büyük İşletme
Müşteri Riski	38	26	- Erteletir	28	35
			- Durdurur	22	18
			- Yavaşlatır	20	21
			- İptal Ettirir	17	11
			- Etkilemez	13	15
Kur Riski	12	16	- Erteletir	15	21
			- Durdurur	2	5
			- Yavaşlatır	38	26
			- İptal Ettirir	1	-
			- Etkilemez	44	47
Politik Risk	22	24	- Erteletir	12	16

			- Durdurur	3	2
			- Yavaşlatır	42	37
			- İptal Ettirir	-	4
			- Etkilemez	43	41
Yönetim (Ortaklarla İlgili) Riski	24	15	- Erteletir	28	34
			- Durdurur	8	12
			- Yavaşlatır	32	28
			- İptal Ettirir	9	16
			- Etkilemez	23	10
Hukuki Risk	4	19	- Erteletir	20	24
			- Durdurur	11	16
			- Yavaşlatır	18	28
			- İptal Ettirir	4	11
			- Etkilemez	47	21
Birden Fazla Risk Olduğunda	-	-	- Erteletir	34	38
			- Durdurur	18	12
			- Yavaşlatır	24	32
			- İptal Ettirir	10	8
			- Etkilemez	14	10

İşletmeler açısından risklere baktığımızda en önemli riskin müşteri riski daha sonra politik ve yönetim riskinin olduğu görülmektedir. Bu değerler turizm işletmeleri açısından oldukça normaldir. Çünkü turizm sektörü çok kırılgan bir yapıya sahip olmakta, hem tur operatörlerin hem de politik riskler kısa sürede büyük ölçüde müşteri riskini arttırmaktadır. Riskler karşısında yatırımlarda nasıl bir karar değişikliğine gidildiğine yönelik olarak ise, müşteri riskinin yatırımı ertelettiğini ve yavaşlattığını, riskler bütün olarak ele alındığında ise aynı doğrultuda KOBİ'ler için %34, Büyük işletmeler için %38 oran ile ertelettikleri ve ikinci olarak yavaşlattıkları ortaya çıkmıştır. Her iki işletme grubunda oranlar birbirine yakın çıkmıştır. Ancak sebeplere baktığımızda farklılıklar söz konusudur. KOBİ'lerde profesyonel yöneticilerin az olması, ortak sayısının sınırlı olması kurumsallıktan uzaklaştırdığını söyleyebiliriz.

İşletmelerin yatırımlarda kullandıkları yöntemler açısından analiz edildiğinde gerçek opsiyon yöntemini çok fazla kullanmadıkları cevabı alınmış olsa da riskler karşısındaki kararlarına baktığımızda büyük ölçüde kullandıklarını açıkça söyleyebiliriz.

## V. SONUÇ

Belirsizlik ve riskin yüksek olduğu projelerde, geleneksel indirgenmiş nakit akımı (İNA) yaklaşımı zayıf sonuçlar vermektedir. Böyle yatırımlarda belirsizliği dikkate alan reel opsiyon yaklaşımı etkin biçimde kullanılabilen, uygulamada karşılaşılan pek çok yatırım kararının değerlendirilmesinde, bu seçenekler göz ardı edilip, riskler ve fırsatlar tam olarak değerlendirmeye alınmadığı için sağlıklı sonuçlara ulaşılamamaktadır.

Yatırım projelerinde problem yatırımın zamanı ile yatırım tutarı arasındaki ilişki önemli olup, gelecek yıl veya yıllarda ne kadar üreteceğini veya satacağını planlayıp yatırımın bu zamana bağlı olarak yapılması en uygun olacaktır. Gerçek opsiyon yöntemi buna imkan tanımaktadır.

Çalışmanın uygulama bölümünde Muğla'da faaliyet gösteren 238 turizm işletmesinin mevcut yatırımlarda ve/veya yeni yatırımlarda kullandıkları değerlendirme yönteminin tespitine yönelik cevaplar alınmıştır. İşletmelerin çalışan sayısı dikkate alınarak işletmeler sınıflandırılmış ve büyük bir kısmının KOBİ sınıfında olduğu tespit edilmiştir.

Ortaya çıkan sonuçlara baktığımızda;

- KOBİ işletmelerin karlılığı arttırmanın 1. amacı olduğu, en önemli riskin müşteri riski olmakla birlikte yatırımlarda bir çok riski birlikte ele aldıkları ve değerlendirmede karlılık endeksini daha fazla kullandıkları,
- Riskler karşısında yatırımlarda nasıl bir karar değişikliğine gidildiğine yönelik olarak ise, müşteri riskinin yatırımı ertelettiğini ve yavaşlattığını, riskler bütün olarak ele alındığında ise aynı doğrultuda KOBİ'ler için %34, Büyük işletmeler için %38 oran ile ertelettikleri ve ikinci olarak yavaşlattıkları,
- Karlılığı arttırmanın satışları arttırmaya göre daha önemli amaç olarak benimsenmesi işletmelerin satışları arttırmakla birlikte gider ve maliyetleri azaltmaya önem verdiklerini,
- Ortakların refahını en yükseğe çıkarma seçeneğinin hem KOBİ'ler ve hem de büyük işletmeler için oldukça az kabul edilen amaçlar arasında yer aldığı görülmüştür.

## VI. KAYNAKLAR

- Bason Peter C., Peterson Soren Bruun; "Real Options Approaches in Venture Capital Finance", Masters Thesis, The Aarhus School of Business, 2000.
- BERK, Niyazi; Finansal Yönetim, İstanbul, 1995.
- BRAUN, Soren, BASON, Peter (2001), Real Options in Venture Capital Finance, Essay Series, Essay 1, (2001), s.1, <http://www.realoptions.dk>.
- CEYLAN, Ali; İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa, 1998.
- COPELAND, Thomas E. and KEENAN; Philip T.; "Making Real Options Real", The Mckinsey Quarterly, 1998, Number 3.
- Dixit, A. K. and R. S. Pindyck (1994). Investment Under Uncertainty. Princeton University Press, Princeton, New Jersey, United States of America.
- GÜLERSOY, Cudi Tuncer; Yönetim ve Maliyet Muhasebesi, Beta Basın-Yayın, İstanbul, 1999, s.519
- KENÇ, Turalay; Reel Opsiyon Yöntemi ile Proje Değerlendirmesi, Active Bankacı Ve Finans Dergisi, Sayı.30, 2003.
- KIRT, Butler (2004), Multinational Finance, [http://www.swlearning.com/finance/butler/butler3e/power-point/student\\_powerpoint.EXE](http://www.swlearning.com/finance/butler/butler3e/power-point/student_powerpoint.EXE).
- L.E.K. Consulting; "Shareholder Value Added: Making Real Decisions With Real Options" Working Papers, Boston, 2005.
- SARIASLAN; Halil, Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi Planlama-Analiz-Fizibilite, Turhan Kitabevi Yayınları, Ankara, 1997.
- TAN, Barış; "Belirsizlik Altında Karar Verme ve Reel Opsiyonlar", Capital Aylık İş ve Ekonomi Dergisi, Eylül, 2004.
- Trigeorgis, L. (1996). Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, United States of America.
- UZUNLAR, Evcan; AKTAN, Mehmet; Finansal Opsiyonlar Gerçek Opsiyonlar ve Uygulamaları, Gazi Kitabevi, Ankara, 2005.