

TC.  
ESKİŞEHİR  
OSMANGAZİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞletme Anabilim Dalı

İŞLETMELERİN FİNANSAL BAŞARISIZLIĞINDA ÇALIŞMA SERMAYESİ  
YÖNETİMİNİN ROLÜNÜN ORANLAR YARDIMIYLA TESBİTİ  
VE  
AMPİRİK BİR ARAŞTIRMA

96/49

Murat, KİRACI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman: Doç. Dr. Münevver YILANCI

**TC. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU  
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**

ESKİŞEHİR

HAZİRAN, 2000

## YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZÜ

İŞLETMELERİN FİNANSAL BAŞARISIZLIĞINDA ÇALIŞMA SERMAYESİ  
YÖNETİMİNİN ROLÜNÜN ORANLAR YARDIMIYLA TESBİTİ

VE

## AMPIRİK BİR ARAŞTIRMA

Araştırma Görevlisi Murat KİRACI

İşletme Anabilim Dalı

Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Haziran, 2000

Danışman : Doç Dr. Münevver YILANCI

İşletmelerin yaşamlarını sürdürmeleri kısa vadeli varlıklarını ve borçlarını verimli ve etkin bir biçimde yönetebilmelerine bağlıdır. İşletmenin amaçları doğrultusunda yönetilmeyen varlıklar ve kaynaklar sonucunda başarısızlık durumları ortaya çıkar. İşletmenin iflasıyla sonuçlanabilecek bir başarısızlığın başta işletmeye, ülke ekonomisine ve topluma büyük bir maliyeti vardır. İşletmelerin finansal başarısız olarak nitelendirilmesinde kısa vadeli varlıkları ve borçlarının yönetiminin diğer bir deyişle çalışma sermayesi yönetiminin zayıflığı yatmaktadır. Çalışma sermayesinin yönetimi, işletmelerin finansal başarısız olmalarında en önemli etkenlerden biridir. İşletmelerin finansal başarısızlığıyla çalışma sermayesi yönetimi arasındaki kuvvetli bir ilişki vardır. Bu ilişkinin ortaya çıkarılmasında finansal oranlar faydalı bir araçtır. Araştırmada, finansal oranlar yardımıyla ülkemizdeki Sermaye Piyasası Kanununa tabi işletmelerin finansal başarısızlığında çalışma sermayesi yönetiminin rolünün olup olmadığı belirlenmeye çalışılmıştır.

THE ABSTRACT OF THE POSTGRADUATE THESIS  
THE DETERMINATION OF THE ROLE OF WORKING CAPITAL MANAGEMENT IN  
THE FINANCIAL FAILURE OF BUSINESS THROUGH RATIOS  
AND  
AN EMPIRICAL RESEARCH

Research Asistant Murat KIRACI  
Major Branch Business  
The Institute of Social Sciences The Osmangazi University

Haziran, 2000

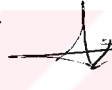


Advisor : Associate Professor. Dr. Münevver YILANCI

Firms survival depends on their ability to manage short term assets and liabilities productively and efficiently. Failure situation appears because of assets and sources that are not managed in accordance with objectives of the firm. There is a big cost of a failure that can be reason of business bankruptcy such as firms national economics. The qualification of business as financially failed depends on weakness of working capital management. Working capital management, is one of the most important factors in business financial failures. There is a strong relationship between business financial failure and working capital management. Financial ratios are useful tools for revealing this relationsihp. In research it is tried to determine whether there is a role of working capital management on the financial failure of firms which are dependent on the SPK.

TC.  
Osmangazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler  
Enstitüsü Müdürlüğüne;

Bu çalışma, jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalında Yüksek Tezi olarak kabul edilmiştir.

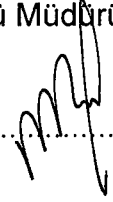
Tezin kabul edildiği tarih: 20 / 7 / 2000

	Ünvan	Ad Soyad	İmza
Başkan	:	Prof. Dr. Ferruh Çömlekçi	
Danışman	:	Doç. Dr. Münevver YILANCI	
Üye	:	Yrd. Doç. Dr. Birol YILDIZ	
Üye	:		
Üye	:		

Tez ilgili yasa ve yönetmeliklerin öngördüğü teknik ve bilimsel koşulları yerine getirmiş ve aday, yüksek lisans (bilim uzmanlığı) derecesi almaya hak kazanmıştır.

Tarih: 26 / 7 / 2000

Doç. Dr. Münevver YILANCI  
Enstitü Müdürü

İmza: 

## ÖNSÖZ

Ülkemizde muhasebe ve finans yazınında çalışma sermayesi yönetimi ve finansal başarısızlık konusundaki yayın eksikliği böyle bir çalışmanın doğmasına vesile olmuştur. Yaklaşık 1,5 yılı aşkın titiz bir çalışmanın ve kapsamlı bir araştırmanın sonucunda böyle bir çalışmanın, ülkemiz bilim dünyasında eksikliği hissedilen konularını bir nebze olsun kapatabilmesini temenni ediyoruz.

Bu araştırmamı bitirmemde bilgi ve tecrübe yönünden her türlü desteğini esirgemeyen ve bilimsel bir çalışmanın nasıl yapılması gerektiği konusunda beni aydınlatan saygıdeğer hocam ve danışmanım Doç. Dr. Münevver YILANCI'ya, araştırma konusunda çeşitli görüşleri ve eleştirileri ile beni yönlendiren Yrd. Doç. Dr. Birol YILDIZ hocama ve uygulama konusunda bana yol gösteren sayın Yrd. Doç Dr. Cengiz Aktaş'a, teşekkürlerimi bir borç bilirim.

## ÖZGEÇMİŞ

Murat, KİRACI  
Yüksek Lisans  
İŞLETME Anabilim Dalı

### Eğitim

Lisans 1997 Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi, İşletme  
Lise 1993 H. Süleyman Çakır Lisesi, Matematik

### İş / İstihdam

1998 Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü  
Araştırma Görevlisi

### Üyeliği Bulunan Kuruluşlar

1996 Yunusemre Avcılık ve Balıkçılık Kulübü

### Kişisel Bilgiler

Doğum Yeri ve Tarihi : Eskişehir, 1976  
Yabancı Dil : İngilizce

**TABLolar LİSTESİ**

<u>Tablo 1:</u> Çalışma Sermayesinin Karlılık ve Risk İlişkisi .....	32
<u>Tablo 2:</u> Z Değeri Modeli Örneği .....	80
<u>Tablo 3:</u> Cari Oran Sonuçları.....	100
<u>Tablo 4:</u> Likitide Oranı Sonuçları .....	101
<u>Tablo 5:</u> Nakit Oranı Sonuçları .....	102
<u>Tablo 6:</u> Borç Ödeme Hızı Sonuçları.....	103
<u>Tablo 7:</u> Alacak Devir Hızı Sonuçları.....	104
<u>Tablo 8:</u> Stok Devir Hızı Sonuçları .....	105
<u>Tablo 9:</u> Nakit Devir Hızı Sonuçları .....	105
<u>Tablo 10:</u> Dönen Varlık Devir Hızı .....	106
<u>Tablo 11:</u> KVKYK'ların Toplam Borçlara Oranı Sonuçları.....	107
<u>Tablo 12:</u> KVKYK'ların Toplam Varlıklara Oranı Sonuçları.....	108
<u>Tablo 13:</u> Brüt Kar Oranı Sonuçları .....	109
<u>Tablo 14:</u> Dönen Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı Sonuçları.....	110

## ŞEKİLLER LİSTESİ

<u>Şekil 1:</u> Çalışma Sermayesinin Dönüşümü .....	19
<u>Şekil 2:</u> Çalışma Sermayesinin Diğer Varlık ve Kaynaklarla İlişkisi .....	35
<u>Şekil 3:</u> İşletme Faaliyet Süresi .....	51
<u>Şekil 4:</u> Çalışma Sermayesi Yönetimi ve Finansal Başarısızlık Arasındaki İlişki Ortaya Çıkan Çalışma Sermayesi Oranları .....	64





## KISALTMALAR LİSTESİ

BK	: Bankalar Kanunu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kanunu
İİK	: İcra İflas Kanunu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
TURMOB	: Türkiye Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler ve Yeminli Mali Müşavirler Odaları Birliği
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
KOBİ	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler
KVYK	: Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
TB	: Toplam Borçlar
TV	: Toplam Varlıklar
A.D.H	: Alacak Devir Hızı
S.D.H	: Stok Devir Hızı
B.Ö.H	: Borçları Ödeme Hızı
N.D.H	: Nakit Devir Hızı
D.V.D.H	: Dönen Varlık Devir Hızı

## EKLER LİSTESİ

EK-1: Finansal Başarısız İşletmeler Listesi .....	124
EK-2: Finansal Başarısız Olmayan İşletmeler Listesi .....	126
EK-3: Finansal Başarısız İşletmelerin Finansal Oranları .....	128
EK-4: Finansal Başarısız Olmayan İşletmelerin Finansal Oranları .....	130



## İÇİNDEKİLER

ÖZ .....	ii
ABSTRACT .....	iii
DEĞERLENDİRME KURULU ve ENSTİTÜ ONAYI .....	iv
ÖNSÖZ .....	v
ÖZGEÇMİŞ .....	vi
TABLolar LİSTESİ .....	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	viii
KISALTMALAR LİSTESİ .....	ix
EKLER LİSTESİ .....	x
GİRİŞ .....	1

## 1.BÖLÜM

### FINANSAL BAŞARISIZLIK, ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ

ve

### ORAN ANALİZLERİ

1.1. FINANSAL BAŞARISIZLIK KAVRAMI .....	2
1.1.1. <u>Finansal Başarısızlık Tanımları</u> .....	3
1.1.1.1. <b>Hukuki Tanımlar</b> .....	3
1.1.2.1. <b>Teknik Tanımlar</b> .....	4
1.1.2. <u>Finansal Başarısızlık Halleri</u> .....	6
1.1.3. <u>İşletmelerin Başarısızlık Nedenleri</u> .....	6
1.1.4. <u>Finansal Başarısızlığın Etkileri</u> .....	9
1.1.4.1. <b>Finansal Başarısızlığın İşletmeye Etkileri</b> .....	9
1.1.4.2. <b>Finansal Başarısızlığın Sosyo-Ekonomik Etkileri</b> .....	10
1.1.5. <u>Finansal Başarısızlığı Tahmin Etmenin Önemi</u> .....	11

1.2. ÇALIŞMA SERMAYESİ KAVRAMI.....	12
1.2.1. İşletme Varlıkları ve Çalışma Sermayesi.....	12
1.2.2. Çalışma Sermayesinin Unsurları ve Özellikleri .....	17
1.2.2.1. Çalışma Sermayesinin Unsurları.....	17
1.2.2.2. Çalışma Sermayesinin Özellikleri.....	18
1.2.2.2.1. Kısa Vadeli Olma Özelliği .....	18
1.2.2.2.2. Birbirleriyle Sürekli Etkileşim ve Dönüşüm Halinde Olma Özelliği.....	18
1.2.2.2.3. Çalışma Sermayesi Değişimleri Ani Olmayan ve Birlikte Meydana Gelmeyen Faaliyetlere Bağlıdır .....	20
1.2.3. Çalışma Sermayesi Çeşitleri.....	20
1.2.3.1. Brüt ve Net Çalışma Sermayesi.....	21
1.2.3.2. Devamlı Çalışma Sermayesi .....	21
1.2.3.3. Değişken Çalışma Sermayesi .....	22
1.2.3.4. Olağanüstü Çalışma Sermayesi .....	22
1.2.4. Çalışma Sermayesi İhtiyacını Belirleyen Faktörler.....	22
1.2.4.1. Faaliyet Konusu.....	23
1.2.4.2. Üretim Süresi veya Satılacak Malların Tedarik Süresi.....	23
1.2.4.3. Üretim Kapasitesi ve Birim Üretim Maliyeti.....	24
1.2.4.4. İşletmenin Satış Hacmi .....	24
1.2.4.5. Satın Alma ve Satış Koşulları .....	25
1.2.4.6. Stok Politikası ve Stokların Paraya Dönüşüm Çabukluğu ...	25
1.2.4.7. Alacakların Paraya Dönüşüm Çabukluğu.....	26
1.2.4.8. Kredi Bulma Olanakları .....	26
1.2.4.9. Dönen Varlıkların Değerinde Düşme Olasılığı.....	27
1.2.4.10. Konjonktür Hareketleri.....	27
1.2.4.11. Satışların Düzenli Olması.....	27
1.2.4.12. Kullanılan Teknoloji.....	28

1.3. ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ.....	28
1.3.1. <u>Çalışma Sermayesinin İşletme İçin Önemi</u> .....	29
1.3.3.1. Çalışma Sermayesine Ayrılan Süre.....	29
1.3.3.2. Çalışma Sermayesine Yatırılan Tutarların Büyüklüğü.....	30
1.3.3.3. İş Hacmi ile Çalışma Sermayesi Arasındaki İlişki.....	31
1.3.3.4. Çalışma Sermayesi ile İşletmenin Karlılığı ve Risk Arasındaki İlişki .....	31
1.3.3.5. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler İçin Çalışma Sermayesinin Önemi.....	34
1.3.2. <u>Çalışma Sermayesinin Diğer Varlık ve Kaynaklarla İlişkisi</u> .....	35
1.3.3. <u>Çalışma Sermayesinin Finansmanı</u> .....	36
1.3.3.1. Çalışma Sermayesinin Dış Kaynaklardan Karşılanması.....	37
1.3.3.2. Çalışma Sermayesinin İç Kaynaklardan Karşılanması.....	38
1.3.3.2.1. Çalışma Sermayesinin Karlarla Finanse Edilmesi .....	38
1.3.3.2.2. Çalışma Sermayesinin Nakit Akımının Hızlandırılması Yoluyla Finanse Edilmesi .....	38
1.3.3.2.3. Çalışma Sermayesinin Amortismanlarla Finanse Edilmesi .....	39
1.3.4. <u>Çalışma Sermayesi Yönetiminin Temel Amaçları</u> .....	39
1.4. ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN BİR ARACI OLARAK ORAN ANALİZLERİ.....	41
1.4.1. <u>Çalışma Sermayesi Yönetiminde Finansal Analizin Yeri</u> .....	41
1.4.2. <u>Çalışma Sermayesi Yönetiminde Kullanılabilecek Oranlar</u> .....	43
1.4.2.1. Cari Oran .....	43
1.4.2.2. Likidite Oranı (Asit-Test Oranı).....	44
1.4.2.3. Nakit Oranı (Disponibilite Oranı) .....	45
1.4.2.4. Alacak Devir Hızı ve Alacakları Ortalama Tahsilat Süresi ...	46
1.4.2.5. Stok Devir Hızı ve Stokları Ortalama Tutma Süresi.....	47
1.4.2.6. Nakit Devir Hızı.....	49
1.4.2.7. Borçları Ödeme Hızı ve Borçları Ortalama Ödeme Süresi...	49

1.4.2.8. Ticari Oran (Nakit Dönüşüm Süresi) .....	50
1.4.2.9. Stokların Net Çalışma Sermayesine Oranı.....	52
1.4.2.10. Dönen Varlıklar Devir Hızı .....	52
1.4.2.11. Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı.....	53
1.4.2.12. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Borçlara Oranı..	53
1.4.2.13. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Aktife Oranı .....	54
1.4.2.14. Brüt Kar Oranı.....	55
1.4.2.15. Dönen Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı.....	55
<b>BÖLÜM SONU NOTLARI.....</b>	<b>57</b>

## 2. BÖLÜM

### FİNANSAL BAŞARISIZLIK İLE ÇALIŞMA SERMAYESİ ORANLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

2.1. FİNANSAL BAŞARISIZLIK İLE ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ ARASINDAKİ İLİŞKİ .....	61
2.2. ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN İŞLETMENİN GENEL BAŞARISINA ETKİSİNİN ORANLAR YARDIMIYLA İNCELENMESİ .....	63
2.2.1. <u>Nakit Yönetimi ve Finansal Başarısızlık</u> .....	64
2.2.2. <u>Alacak Yönetimi ve Finansal Başarısızlık</u> .....	67
2.2.3. <u>Stok Yönetimi ve Finansal Başarısızlık</u> .....	69
2.2.4. <u>Kısa Vadeli Borçların Yönetimi ve Finansal Başarısızlık</u> .....	70
2.3. FİNANSAL BAŞARISIZLIK VE ÇALIŞMA SERMAYESİ ORANLARI ÜZERİNE YAPILMIŞ ARAŞTIRMALAR .....	71
2.3.1. <u>Finansal Başarısızlık Araştırmalarında Oran Analizlerinin Kullanımı</u> ....	72
2.3.1.1. <b>Finansal Oranların Finansal Başarısızlığın Tahmininde Kullanımı</b> .....	73
2.3.1.1.1. Beaver'ın Finansal Oranlar Sistemi Çalışması.....	74
2.3.1.1.2. Altman'ın Finansal Analiz Sistemi Çalışması.....	76

2.3.1.1.3. Weibel'in Çalışması .....	78
<b>2.3.1.2. Finansal Oranların İşletmelerin İflas Tahminlerinde Kullanan Modeller .....</b>	<b>79</b>
2.3.1.2.1. Z Değeri Analizi .....	79
2.3.1.2.2. Zeta Analizi .....	81
<b>2.3.1.3. Finansal Oranların Kullanıldığı Diğer Araştırmalar .....</b>	<b>83</b>
<b>2.3.2. <u>Finansal Başarısızlık Araştırmalarında Çalışma Sermayesi Oranlarının Yeri</u> .....</b>	<b>88</b>
<b>2.4. ÇALIŞMA SERMAYESİ ORANLARININ FİNANSAL BAŞARISIZLIĞIN TESBİTİNDE GÜÇLÜ VE ZAYIF YÖNLERİ .....</b>	<b>89</b>
2.4.1. <u>Çalışma Sermayesi Oranlarının Güçlü Yönleri</u> .....	90
2.4.2. <u>Çalışma Sermayesi Oranlarının Zayıf Yönleri</u> .....	90
<b>BÖLÜM SONU NOTLARI .....</b>	<b>93</b>
<b>3. BÖLÜM</b>	
<b>SERMAYE PİYASASI KANUNUNA TABİ İŞLETMELERDE</b>	
<b>BİR ARAŞTIRMA</b>	
<b>3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI .....</b>	<b>97</b>
<b>3.2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ .....</b>	<b>97</b>
<b>3.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI .....</b>	<b>98</b>
<b>3.4. ARAŞTIRMADAN ELDE EDİLEN BULGULAR .....</b>	<b>100</b>
3.4.1. <u>Cari Oran</u> .....	100
3.4.2. <u>Likidite Oranı</u> .....	101
3.4.3. <u>Nakit Oranı</u> .....	102
3.4.4. <u>Borçları Ödeme Hızı</u> .....	103

3.4.5. <u>Alacak Devir Hızı</u> .....	104
3.4.6. <u>Stok Devir Hızı</u> .....	105
3.4.7. <u>Nakit Devir Hızı</u> .....	105
3.4.8. <u>Dönen Varlık Devir Hızı</u> .....	106
3.4.9. <u>Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Borçlara Oranı</u> .....	107
3.4.10. <u>Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Aktife Oranı</u> .....	108
3.4.11. <u>Brüt Kar Oranı</u> .....	109
3.4.12. <u>Dönen Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı</u> .....	110
3.5. ELDE EDİLEN SONUÇLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ .....	111
BÖLÜM SONU NOTLARI .....	113
SONUÇ VE ÖNERİLER .....	114
KAYNAKLAR .....	118
EKLER .....	124



## GİRİŞ

Rekabetin fiyat boyutundan çıkıp çok değişik boyutlara vardığı günümüzde, işletme yöneticileri daha dikkatli kararlar almak ve bu kararların da kendilerini nasıl etkileyeceklerini önceden tespit etmek durumundadırlar. Böyle bir ortamda işletmenin sürekli dönüşüme konu olan değerlerinin ortaya konulup, yönetilmesi söz konusu olmaktadır. Bu değerlerden birisi de çalışma sermayesidir. Çalışma sermayesi bir işletmenin bir hesap döneminde nakde çevrilebilir ekonomik değerlere kısaca dönen varlıklara yaptığı yatırımı ifade eder. Bu yoğun rekabet ortamında işletmenin ayakta kalabilmesi, işleyişini sürdürdürebilmesi, katma değer sağlayabilmesi ve topluma faydalı olabilmesi için elinde yeterli miktarda çalışma sermayesinin bulunması gerekir. Aksi takdirde işletme iflasa kadar giden bir sürecin içerisinde yer alabilir.

İşletmelerin finansal başarısızlığa düşüp, iflas etmeleri kaynakların israfıdır ve hem toplum hem de ekonomi için bir kayıptır. İşletmelerin finansal başarısızlığa düşmelerine sebep olan faktörler bilindiği takdirde, işletme yöneticileri zamanında alacakları kararlar ile iflasın önüne geçebilirler. Bu faktörlerin başında işletmenin çalışma sermayesinin yönetimi gelmektedir. Çalışma sermayesi yönetimi, işletmenin bir yıl veya bir hesap dönemi içerisinde sahip olduğu varlıklar ile bu varlıkları finanse ettiği kaynakların yönetimini kapsamaktadır. Bundan dolayı işletme yönetimi, çalışma sermayesinin verimli ve etkin bir şekilde yönetilmesine büyük önem vermelidir. Aksi takdirde, işletmenin finansal başarısızlığa düşmesi kaçınılmaz olabilir.

Konuyu önemli kılan bu nedenlerden sonra araştırmamızda, birinci bölümde finansal başarısızlık, çalışma sermayesi yönetimi ve oranlar hakkında genel bilgiler verilecek ve araştırmanın teorik çatısı oluşturulacaktır. Literatürdeki finansal başarısızlık tanımlarından yola çıkılarak finansal

başarısızlık kavramı belirlenecek, çalışma sermayesi ve çalışma sermayesi yönetiminden bahsedilecek ve son olarak finansal analiz teknikleri içerisinde yer alan oran analizine değinilip, araştırmada kullanılacak oranlar sırayla açıklanacaktır.

İkinci bölümde finansal başarısızlıkla çalışma sermayesi yönetiminin arasındaki ilişki, yapılan araştırmalar aracılığıyla belirlenecektir. Öncelikle çalışma sermayesi yönetiminin işletmenin genel başarısına etkisi oranlar kullanılarak belirlenecek, daha sonra finansal başarısızlık araştırmalarında oranların kullanımına değinilecek ve gerek finansal başarısızlık gerekse de çalışma sermayesi konusunda oranları kullanan araştırmalar incelenecektir. Son olarak da çalışma sermayesi oranlarının finansal başarısızlık araştırmalarındaki güçlü ve zayıf yönleri açıklanacaktır.

Üçüncü bölümde ise ülkemiz Sermaye Piyasasına Tabi işletmelerin finansal başarısızlığında çalışma sermayesi yönetiminin rolü, oranlar yardımıyla tespit edilecektir.

## 1. BÖLÜM

### FİNANSAL BAŞARISIZLIK, ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ ve ORAN ANALİZLERİ

#### 1.1. FİNANSAL BAŞARISIZLIK KAVRAMI

Günümüzün iş dünyasında geçmişe nazaran daha yoğun ve farklı boyutlara ulaşan bir rekabet yaşanmaktadır. Aynı zamanda bu rekabet gelecekte giderek artacaktır. Rekabetçi fiyat sistemi, yalnızca başarılı işletmelerin hayatta kalmasına imkan verirken, iç ve dış nedenlerden dolayı rekabete karşı koyamayan işletmelerin karşılaştığı mali ve ekonomik sıkıntılar, bu işletmeleri sonuçta iflasa kadar götürebilmektedir.

Muhasebe ve Finans yazınında finansal başarısızlık üzerine birçok araştırma yapılmıştır. Bu araştırmalarda kullanılan finansal başarısızlık tanımlarını ortaya çıkarmak finansal başarısızlık kavramını anlamak açısından yerinde olacaktır.

##### 1.1.1. Finansal Başarısızlık Tanımları

Finansal başarısızlık kavramına ilişkin tanımları, hukuksal ve teknik açıdan iki ayrı sınıfta toplayabiliriz.

### 1.1.1.1. Hukuki Tanımlar

Hukuksal açıdan finansal başarısızlık kavramı, başta Türk Ticaret Kanunu olmak üzere İcra İflas Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu, Bankalar Kanunu ve Şirket Kurtarma Kanunu olarak anılan 3332 sayılı Kanun'da tanımlanmaktadır (Yıldız, 1999: 11).

Türk Ticaret Kanunu (TTK) finansal başarısızlığı " şirketin mali durumunun bozulması" olarak ifade ederek, bu durumu sermayenin yarısı veya üçte ikisinin kaybolması durumunda "acizlik"; şirket aktiflerinin, alacaklıların alacaklarını karşılayamamasını ise "iflas" kavramıyla tanımlanmıştır (TTK, m.324). Bu kavramları daha geniş şöyle ifade edebiliriz:

- ✓ Anonim ortaklığın vadesi gelen borçları ödeyememesi = Acizlik Hali,
- ✓ Acizlik hali veya başka sebeplere dayalı olarak ve borçlunun iradesiyle borçların ödenmemesi = Ödemelerin Tatili,
- ✓ Yukarıdaki iki durumun birden ortaya çıkması hali = İşletmenin Teknik Likitidesini Kaybetmesi,
- ✓ Ortaklık borçlarının toplam aktiflerin değerini aşmasına ise = Borca Batıklık adı verilmektedir.

Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) finansal başarısızlık için kesin bir ölçü getirmemiştir sadece "sermayenin azalması veya kaybı", " mali yapının ciddi surette zayıflaması" ve "mali durumun taahhütleri karşılayamayacak kadar zayıflamış olması" şeklinde ifade etmiştir (SPK, m.46).

Bankalar Kanunu (BK) ise yukarıdaki tanımlara benzer bir şekilde "mali bünyenin zayıflaması" ve mali bünyenin ciddi bir şekilde zayıflaması" kavramlarına yer vermiştir (BK, m.64).

3332 Sayılı Şirket Kurtarma Kanununda finansal başarısızlık için net bir tanımlama yapılmayıp "finansman güçlüğü içinde bulunma" ve " sermaye yapısının zayıflaması" kavramlarına yer verilmektedir.

İcra İflas Kanununda da (İİK) mali durumun bozulması, borçların mevcut ve alacaklardan fazla olması, ortaklık ya da alacaklıları tarafından istenmesi

şartına bağılı olarak doğrudan doğruya iflas nedeni sayılmıştır (Kayar, 1998:33). Ayrıca mali durumun bozulması nedeniyle ortaklığın ödemelerini tatil etmesi hali alacaklıların talebi halinde yine doğrudan doğruya iflas nedeni olarak kabul edilmiştir (İİK, m.177/1 b.2). Bu kanunlara göre, işletmenin borçlarını ödeyemeyecek duruma düşmesine iflas adı verilir.

#### 1.1.1.2. Teknik Tanımlar

Finansal başarısızlık kavramına teknik açıdan yaklaştığımızda farklı tanımlar olmakla birlikte iflas etme, borçlarını ödeyememe ve sermayede oluşan ciddi kayıplar konuları üzerinde bir odaklanma görülmektedir.

Finansal başarısızlık kavramı işletme riskini tahmin etmeye yönelik araştırma yapanlarda iflas kavramı yerine daha fazla tercih edilmektedir. Böyle bir kullanım, araştırma yapılmasında çeşitli kolaylıklar sağlamaktadır. Mesela finansal başarısızlık, iflasa kıyasla daha esnek bir tanım olup, araştırma örneğinin daha geniş tutulmasına imkan vermektedir. Aynı zamanda iflas, finansal sorunla başlayıp mahkemede sonuçlanan bir süreç olup finansal başarısızlığın özel bir halidir (Aktaş, 1997: 5). Bu nedenle araştırmamızda finansal başarısızlık kavramı, finansal durumun bozulması, finansal stres veya finansal sıkıntı ve iflas etmiş olma kavramlarını alacak biçimde geniş olarak düşünülecektir.

Finansal başarısızlık kavramı, finansal durumun bozulması şeklinde düşünülürse şöyle bir açıklama yapılabilir: Finansal durum, malvarlığının içeriği ve yapısıyla ilgili bir kavram olup malvarlığına dahil olan aktif değerlerle pasif değerlerin belirli bir tarihteki karşılıklı durumlarını ifade eder. Daha geniş bir ifadeyle finansal durum, bir gerçek ya da tüzel kişiye ait malvarlığının para, mal, alacak ve diğer ekonomik değeri olan haklardan oluşan aktif tarafıyla borç ve yükümlülüklerden oluşan pasif tarafın belirli bir tarih itibarıyla karşılıklı durumudur (Kayar , 1998: 6).

Finansal durumun tespitinde kullanılan en büyük araç işletmenin bilançosudur. Finansal bilgi kullanıcıları şirketin bilançosuna bakarak şirketin finansal durumunun bozulup bozulmadığını anlayabilirler. Esas sermayenin

azalması ve belli bir kısmının karşılıksız kalması ise finansal durumun bozulması halidir (Kayar, 1997: 103). Finansal durumun bozulması, istisnalar dışında bilançodan anlaşılır ve esas sermayeyi eksiltmeyen finansal durumun bozulmasının anlaşılması için, son bilançonun aynı esaslara göre hazırlanmış bir önceki bilanço ile mukayese edilmesi gerekir. Buna göre bilançolar yardımıyla işletmenin malvarlığındaki önemli kayıplar ve aktiflerin pasifi karşılayamaması ve esas sermayenin bir önceki yıla göre azalması durumu finansal durumun bozulmasıdır. Böyle bir durum halinde işletme finansal başarısız sayılacaktır.

Finansal başarısızlık kavramına dahil ettiğimiz finansal sıkıntı ise kredi açanlara verilen sözlerin yerine getirilmediği veya ödemede güçlükle karşılaşıldığı zaman ortaya çıkan bir durumdur. Bazen de sadece ödemede güçlükle karşılaşma tehlikesinde olmak anlamına gelir (Brealey v.d., 1995: 393).

Finansal başarısız olarak nitelendirilen işletmelerin bir bölümü kısa süreli likidite yeteneğini yitirenlerdir. Asıl önemli olan başarısızlık türü ise, kalıcı nitelikteki ödeme güçlüğü ve finansal yapının aşınmasıdır ve bu tür işletmeler için tasfiye kaçınılmaz olur (Berk, 1995: 413).

Araştırmamızda finansal başarısızlık kavramının tercih edilmesinin bir başka nedeni de, gerçek hayatta işletmelerin çok azının içinde buldukları finansal zorlukları iflasla sonlandırmalarıdır. Birçok durumda finansal zorluk yaşayan işletmeler, finansal zorlukların son aşamasını; anlaşma yoluyla borçların ertelenmesi, alacaklıların işletmeye ortak yapılması, el değiştirme, duran varlıklarının bir kısmının elden çıkarılması, üretimin durdurulması gibi yollarla aşmakta ya da çare olarak işletme el değiştirmektedir (Yıldız, 1999: 10).

Araştırmamızda bilgi kullanıcılarının iflastan önceki finansal başarısızlık durumlarından haberdar olmalarının getireceği yararlar dikkate alınarak ve örneklem hacmini geniş tutmak amacıyla finansal başarısızlık kavramı için şöyle bir tanım yapılabilir:

Finansal başarısızlık, bir işletmenin faaliyetleri süresince borçlarını ödeyemeyecek duruma gelmesi, uzun yıllar zarar etmesi sonucu sermayesinde kayıpların olması, borçların varlıkları aşması, varlıklarında önemli kayıpların olması, ve iflas etmesi durumudur.

Çalışmamızda finansal başarısızlık kavramının zıddı olarak “finansal başarısız olmayan işletme” veya kısaca başarısız olmayan işletme kavramı kullanılacaktır.

### 1.1.2. Finansal Başarısızlık Halleri

Yukarıda yaptığımız finansal başarısızlık kavramı içine dahil ettiğimiz unsurları daha somut bir biçimde finansal başarısızlık halleri olarak şöyle sıralayabiliriz (Yıldız, 1999: 141):

- ✓ İşletmenin iflas etmesi,
- ✓ İşletmenin sermayesinin yarısını kaybetmiş olması (içinde bulunulan yılın ve geçmiş yıllar zararlarının toplamının işletmenin sermayesini aşması),
- ✓ İşletmenin varlık toplamının % 10'unu kaybetmiş olması (içinde bulunulan yılın ve geçmiş yıllar zararlarının toplamının varlık toplamının %10'unu bulması),
- ✓ Üç yıl arka arkaya zarar etmesi,
- ✓ İşletmenin borçlarını vadesinde ödeyememesi,
- ✓ İşletmenin faaliyetini (üretimini) durdurması,
- ✓ İşletmenin borçlarının aktif toplamını aşması.

Bu kriterler aynı zamanda araştırmada kullanacağımız örneklemin içeriğini ve büyüklüğünü belirleyecek faktörlerdir.

### 1.1.3. İşletmelerin Başarısızlık Nedenleri

İşletmelerin başarısız olmasının nedenleri çok çeşitlidir. İşletmenin yapısından doğan veya yönetim bozukluğu ya da yetersizliğinden kaynaklanan nedenler arasında üretilen malların pazarlanamaması, yanlış personel politikalarının uygulanması, şirket amacını gerçekleştirmeye yetmeyecek bir sermaye ile işe başlanması sayılabilir (Kayar, 1998:37).

Yapılan araştırmalar sonucunda şletmelerin başarısızlığa dūřme nedenleri başlıca şyledir:

#### Çalışma Sermayesi Yönetimi İle İlgili Nedenler

- ✓ İşletmenin alacaklarını zamanında tahsil edememesi, alacaklarının önemli bir bölümünün şüpheli veya değersiz alacak halini alması,
- ✓ Stokların sürüm kabiliyetini yitirmesi, stok devir hızının çok yavaş olması,
- ✓ Likidite yetersizliği ve yükümlölüklerin zamanında yerine getirilememesi,
- ✓ Aşırı borçlanma (Akgüç, 1998: 947),

#### Duran Varlıklarla İlgili Nedenler

- ✓ Maddi duran varlıklara aşırı yatırım yapılarak işletmede atıl üretim kapasitesi oluşturulması,
- ✓ Gerekli olan duran varlıklara zamanında yatırım yapılmaması

#### Faaliyetlerle İlgili Nedenler

- ✓ Satış hacminin yeterli bir düzeye ulaşmaması,
- ✓ Faaliyet giderlerinin aşırı derecede yüksek oluşu,
- ✓ İşletmenin kuruluş yerinin hatalı bir şekilde seçilmesi (Dağlı, 1994: 131)

#### İşletme Yönetimi Dışı Nedenler

- ✓ Aynı işkolundaki diğer işletmelerle rekabet zayıflığı,
- ✓ Yangın, deprem, su baskını gibi doğal afetler,
- ✓ İşletmede uzun süreli grevler ve endüstriyel ilişkilerde uyuşmazlıklar.

İşletmeleri başarısızlığa iten pek çok neden bulunmasına karşın, yapılan bir çok araştırma, çoğu başarısızlığın yönetim tecrübesizliği ve bilgi eksikliğinden kaynaklandığını ortaya koymuştur (Dağlı, 1994: 130). Tecrübe ve bilgi eksikliği sonucu alınan hatalı karar ve davranışların sonuçları ise belli bir gecikmeyle işletmenin kredi kurumlarındaki cari hesabına, bilançosuna ve gelir tablosuna yansımaktadır.

Bir işletmenin ani olarak iflas etmesi veya finansal açıdan çok zor durumlara dūřmesi nadir görünen bir olaydır. Finansal başarısızlığa doğru



giden bir işletme, bu hususta önceden bazı sinyaller vermeye başlar (Berk, 1995: 418). Mesela borç ödeme gücüne ilişkin oranlardaki düşüşler, bu oranlardaki kötüye doğru gidiş, hisse senetlerinin fiyatlarındaki devamlı ve hızlı düşüşler, işletmenin bankalarındaki kredi limitlerini en yüksek düzeye kadar kullanması ve kredilerdeki hareketsizlik, bankalardaki mevduatın en düşük düzeye inmesi ve bu durumun uzun süre devam etmesi, ödemelerde gecikmeler işletmenin finansal durumunun kötüleştiği konusundaki göstergelerdir.

Finansal sıkıntıya düşmüş her işletme iflasa gitmez. İşletme borçlarının faizini ödeyecek parayı tedarik edebildiği sürece, iflası yıllarca geciktirebilir. Bir süre sonra işletme tekrar para kazanır, borçlarını öder ve iflastan tamamen kurtulabilir (Brealey, v.d., 1995: 395).

Yapılan araştırmalar, işletme başarısızlıklarının iflasla sonuçlanmasının en önemli nedeni olarak amaca uygun bir muhasebe sisteminin eksikliği, özellikle muhasebe kayıtlarının zamanında tutulmaması, finansal planlamanın ve açıklayıcı hesap belgelerinin eksikliği olduğunu göstermektedir (Berk, 1995: 413). Eğer iyi işleyen bir muhasebe sistemi varsa finansal başarısızlığı önceden tahmin etmek ve gereken önlemleri almak mümkün olabilmektedir.

Finansal yapısı bozulmuş, yükümlülüklerini yerine getirme gücü zayıflamış bir işletme, finansal durumunu güçlendirmek için çeşitli önlemlere başvurabilir. Böylece işletme tasfiye edilmeden varlığını sürdürüp ekonomiye katkıda bulunabilir. Bu önlemler şöyle sıralanabilir:

- ✓ Borçların vadesini uzatmak, borçları konsolide etmek veya röfinansman (Berk, 1995: 421),
- ✓ Alacaklıların sulh yoluyla alacaklarının bir bölümünden vazgeçmeleri veya işletmenin, alacaklılarının temsilcilerinden oluşan bir komite tarafından yönetilmesi veyahut konkardato önerilmesi,
- ✓ İşletmenin sermaye yapısının yeniden düzenlenmesi ve sermaye yapısının güçlendirilmesi (Akgüç, 1998: 950),
- ✓ Duran varlıkların satılması veya uzun süreli olarak kiralanması,

- ✓ İşletmenin hukuki statüsünü değiştirmesi veya işletmenin diğer bir işletme ile birleşmesi,
- ✓ Bazı işletmelerin tamamen veya kısmen satılması (Likitasyon).

Alınacak bu gibi önlemler sonucu işletme hayatta kalıp kar elde edebilir. Ancak kar elde eden işletmeler büyüyebilir, yaşamını sürdürebilir ve topluma hizmet edebilir (Şahin, 1992: 207). İşletmenin başarısız olması ise hem işletmenin kendisine hem de içinde bulunduğu ekonomi için olumsuz bir durumdur. Kaynakların israf edilmesi söz konusudur. Bu yüzden işletmelerin finansal başarısızlığa düşme nedenlerinin iyi bilinmesi ve bunlara uygun çözümlerin üretilmesi gerekir.

#### 1.1.4. Finansal Başarısızlığın Etkileri

Finansal başarısızlığın etkilerini hem işletme bazında hem de içinde bulunduğu ekonomi bazında ele almak gerekir.

##### 1.1.4.1. **Finansal Başarısızlığın İşletmeye Etkileri**

Finansal başarısızlık sonucu öncelikle işletmeye bağlanan ekonomik değerlerde önemli azalışlar veya kayıplar söz konusu olmaktadır. Bu durum işletmeye fon sağlayan ortaklar ve alacaklıların (borç verenlerin) fonlarının kayba uğraması demektir ve en fazla etkilenme bu iki taraf açısından olacaktır (Yıldız, 1999: 19).

Başarısızlık durumunda en büyük sarsıntıyı ortaklar yaşayacaktır. Çünkü ortakların hakları alacaklılara nazaran daha az korunur. Eğer işletmenin varlıkları tüm yükümlülükleri karşılamaya yetmiyorsa alacaklılar, alacaklarının büyük bir kısmını alamayacak onlar da büyük bir risk altına gireceklerdir. Bu riskin büyüklüğüne bağlı olarak işletmeye borç verenlerin, anaparalarını dahi alamaması durumunda bu kişilerin ekonomik durumlarının bozulması söz konusu olacaktır. Bu olumsuz durum ise ekonomiye yansıtacaktır.

Finansal başarısızlığın özel bir hali olan iflas, ilke olarak, varlıkların değerindeki düşüşün dolaşımdaki borçların ödenememesini başlattığından

işletmenin kredi verenlere devredilmesine izin veren yasal bir mekanizmadır. İşletme, borçlarını ödeyememesi durumunda kredi verenlere devredilir ve bunlar işletmenin yeni sahibi olur; eski hissedarlar hiçbir şey alamazlar. İflas, işletme değerindeki düşüşün nedeni değildir sonucudur (Brealey v.d., 1995: 394). Bu açıdan bakılırsa iflasın özellikle işletme sahiplerine yükü daha fazladır. Aynı zamanda işletmede çalışan personelin de işlerini kaybetmeleri söz konusu olacaktır.

#### 1.1.4.2. Finansal Başarısızlığın Sosyo-Ekonomik Etkileri

Finansal başarısızlığın sosyo-ekonomik etkilerinin başında finansal açıdan başarısız olmuş işletmenin yaratacağı istihdam boşluğu ve buna bağlı olarak ortaya çıkan milli gelirdeki azalma gelmektedir.

Finansal başarısızlık ülke ekonomisi açısından üzerinde durulması gereken önemli bir konudur. Finansal başarısızlığa uğramış işletmelerin çoğu anonim ortaklık yapısındadır. Anonim ortaklıklar, sermaye birikimi sağlayarak büyük iktisadi teşebbüslere girişebilen ve böylece ülke ekonomisine önemli katkılarda bulunan kuruluşlardır. Anonim ortaklıkların faaliyetlerinden pay sahipleri, çalışanlar, şirketle ilişkiye giren kişiler ve tüketiciler gibi bir çok kimse yararlanmaktadır (Kayar, 1998: 1). Şüphesiz hukuki yapısı ne olursa olsun bütün işletmelerin finansal durumunun bozulması ilgilileri etkiler.

- ✓ İşletme sahipleri veya ortaklar ellerindeki işletmeyi kaybederler.
- ✓ Çalışanlar işlerini kaybederler veya daha düşük bir ücretle çalışmayı kabul ederler.
- ✓ Tüketiciler ise işletmenin sunduğu hizmetten mahrum olurlar.
- ✓ Yatırımcılar ellerindeki fonları yanlış yerde kullandıkları için zarar ederler.
- ✓ Devlet, vergi kaybına uğrar, vergi alacağı kalabilir ve bunlar gibi bir çok olumsuz durum ortaya çıkabilir.

Finansal başarısızlığa uğramış işletmelerin sayısındaki artış ülke kaynaklarının iyi kullanılmadığının bir göstergesidir. Konuyu daha da önemli

kılan bir başka neden ise finansal başarısızlığın son evresi olan iflasın, yalnızca küçük işletmelerin karşılaştığı bir konu olmaktan çıkıp, büyük işletmeleri de etkisi altına alan bir boyut kazanmış olmasıdır (Aktaş, 1997: 1). Büyük işletmelerin finansal başarısızlığa düşmesinin etkileri daha büyük olmaktadır. Topluma ve bireylere maliyeti daha büyüktür.

Ayrıca finansal başarısızlığı, ekonominin genelinde kaynakları verimsiz kullanan işletmelerin ortadan kaldırılması şeklinde olumlu olarak kabul eden bir başka görüşe göre de; finansal başarısızlık içinde özellikle iflas, kanayan yaranın kapanması şeklinde değerlendirilmektedir (Yıldız 1999: 19). Bazı yazarlar iflası Darwin'in "güçlülerin küçükleri yutma" kuramıyla açıklamakta ve bunu verimsiz olanların elenmesi gibi görmektedir. Dolayısıyla iflas ülke ekonomisinin gelişmesi bakımından kaçınılmaz olarak görülmektedir (Aktaş, 1997: 12).

#### 1.1.5. Finansal Başarısızlığı Tahmin Etmenin Önemi

Finansal başarısızlık yukarıda da belirtildiği gibi pek çok tarafı olumsuz yönde etkileyen ve önemli bir maliyeti olan bir olgudur. Bu maliyete öncelikle işletme içi ve daha sonra işletmeyle ilişkisi olan kişiler ve son olarak da içinde bulunduğu toplum katlanır.

Finansal başarısızlık olarak adlandırabileceğimiz iflas, işletme performansındaki düşüşün en son noktasıdır. Bu performans düşüklüğü zaman içerisinde olduğu için, bu düşüşe sebebiyet veren faktörlerin tespit edilmesi ve gereken önlemlerin zamanında alınması ülke kaynaklarının daha verimli kullanılması için gereklidir. Finansal başarısızlığın en son evresi olan iflas, işletme için hem doğrudan hem de dolaylı giderlerin oluşmasına neden olur. İflas halindeki doğrudan gider, iflas sürecindeki hizmetlerinden dolayı üçüncü şahıs ya da gruplara ödenmesi gereken ücretlerden oluşur. Tasfiye halinde tasfiye giderleri ve yeniden yapılanma durumunda yeniden yapılanma giderleri doğrudan giderlerdir (Aktaş, 1997: 11). Dolaylı giderler ise muhtemel iflas nedeniyle kaybedilen satışların ve artan riske bağlı olarak yükselen kredi maliyetinin neden olduğu kardaki azalıştır (Altman, 1993: 5).

Bir toplum içindeki ekonomik birimlere yapılan yatırım sadece bireysel yatırımcıların tasarrufları ile sınırlı değildir. Bundan daha önemli bir katılım, işletmelerin diğer işletmelere iştiraki şeklinde olmaktadır. Herhangi bir ekonomide, iflasların artması olayına bu açıdan yaklaşılması durumunda finansal başarısızlığın toplum refahı bakımından olumsuz sonuçlar doğurduğu görülür. Bu tür iflaslar bir bakıma zincirleme etkiye sahiptir. Çünkü bazı durumlarda, finansal başarısızlığa uğramış bir işletme kendisine iştiraki bulunmuş olan veya kendisiyle iş yapan işletmeleri de iflasa sürükleyebilir (Aktaş, 1997: 13).

Finansal başarısızlığın gerek işletme gerekse ekonomide neden olduğu olumsuz etkilerinden ve topluma getirdiği büyük maliyetinden dolayı tahmin edilmesi gerekmektedir. Araştırmamızda finansal başarısızlığın tahminine çalışılmayacak, finansal başarısızlığı tahmin eden modellerin incelenmesi araştırmamıza sadece ışık tutacaktır.

## 1.2. ÇALIŞMA SERMAYESİ KAVRAMI

Ekonomiyi oluşturan işletme adını verdiğimiz birimlerin düzenli, verimli ve sağlıklı olarak faaliyetlerini sürdürerek kar etmesi, büyümesi ve topluma hizmet sunması çalışma sermayesinin yeterliliğine ve kompozisyonuna bağlıdır.

Çalışma sermayesi kavramının önemini vurgulamak için işletmenin sahip olduğu varlıkların neler olduğunun bilinmesi gerekmektedir. Bu varlıkların özellikleri, çalışma sermayesini açıklamamıza yardımcı olacaktır. Bu nedenle çalışma sermayesi kavramını, işletmenin sahip olduğu varlıklar, çalışma sermayesinin unsurları, özellikleri ve çalışma sermayesi türleri olarak üç bölümde açıklayacağız.

### 1.2.1. İşletme Varlıkları ve Çalışma Sermayesi

İşletmeler belirli bir mal ve hizmeti üretmek ve/veya satmak amacıyla kar güdüsü ile hareket eden ekonomik birimlerdir. İşletmeler bu amaçlarını gerçekleştirmek için bir takım varlıklara ihtiyaç duyarlar. Bu varlıklar,

başlangıçta işletmeyi kuran girişimciler tarafından doğrudan getirilebileceği gibi yabancı kaynaklardan yararlanarak da getirilebilir. Her ne şekilde olursa olsun mutlaka işletme sahiplerinin işletmeye getirdiği bir takım varlıklar vardır. Bunlar kasadaki nakit veya bankadaki mevduatlar, hammadde ve malzemeler, demirbaşlar, taşıtlar, binalar, arsa vb olabilir.

Sözü edilen bu varlıklar, toplam olarak düşünüldüğünde işletmenin, üretim sürecinde doğrudan veya dolaylı olarak yararlandığı aktifleri olarak adlandırılabilir. İşletmenin kullandığı bu varlıklar yani aktifleri, belirli ölçütlere göre sınıflandırılabilir. En yaygın sınıflandırma zaman ölçütünü göz önüne alan dönen varlık, duran varlık ayrımıdır.

Dönen varlık özelliği gösteren varlık kalemlerinin dışındakilerin tümü, ortak bir karaktere sahip değildir. Ancak günümüzde varlıkların sınıflandırılmasında yaygın olarak böyle ikili bir ayrıma gidildiği görülmektedir (Sağlam, 1999: 94). Buna göre dönen varlıklar ve duran varlıklar genel hatlarıyla şöyle tanımlanabilir:

Dönen varlıklar, nakit olarak elde ve bankada tutulan varlıklar ile normal koşullarda en fazla bir yıl veya işletmenin faaliyet dönemi içinde paraya çevrilmesi veya tüketilmesi öngörülen varlık unsurlarını kapsar. Duran varlıklar ise, bir yıldan veya normal faaliyet döneminden daha uzun sürelerle, işletme faaliyetlerinin gerçekleştirilmesi için kullanılmak amacıyla elde edilen ve ilke olarak bir yılda veya normal faaliyet dönemi içinde paraya çevrilmesi veya tüketilmesi öngörülmemen varlıklardır (Muhasebe Uygulama Genel Tebliği, 1993: 63).

Bazı kitaplarda dönen varlıklar olarak belirtilen varlıklar, cari aktifler, döner varlıklar, döner aktifler, mütedavil kıymetler olarak, duran varlıklar ise sabit kıymetler, durağan varlıklar olarak da adlandırılabilmektedirler. Araştırmamızda ise sadece dönen varlık ve duran varlık kavramları kullanılacaktır.

Dönen varlıklar işletmedeki değer dönüşümünün en önemli bölümünü meydana getirirler. İşletmenin kuruluşu anında dönen varlıklara tahsis edilen sermaye yani -döner sermaye- nakit halindedir. İşletme faaliyetlerinin başlamasıyla devamlı bir değer dönüşümü ortaya çıkmaktadır (Türko, 1978: 3). Bu değer dönüşümü işletmenin faaliyetlerinin düzenliliğinde önemli rol oynar.

Eğer bu değer dönüşümde bir aksaklık meydana gelirse o zaman işletme finansal açıdan başarısız olabilir.

Duran varlık unsurları ise, başka bir biçime girmeden işletmede süreklilik gösterirler, kolayca sahip değıştirmmezler ve birbirini izleyen üretim dönemlerinde aşınma ve yıpranma ile zamanla kullanılmaz hale gelirler. Bunların tüketimi, başka bir deyişle paraya çevrilmeleri, döner sermaye unsurlarının kullanılması ya da sürümü yoluyla sağlanır (Güvemli, 1973: 2).

İşletmenin aktiflerinin ayırımında ikinci bir sınıflandırma ölçütü ise üretim faktörü olmaları açısından dolaylı ve doğrudan üretime katılmalarıdır. Böylesine farklı özelliklere sahip varlıklar aynı zamanda birer üretim faktörüdür. İşletme üretim sürecinde bu varlıklardan doğrudan veya dolaylı olarak yararlanır. Mesela stoklardaki hammadde ve malzemedan, tesis makine ve cihazlardan doğrudan yararlanırken alacaklar ve taşıtlardan, binalardan dolaylı olarak yararlanır.

Bu varlıkların birer üretim faktörü olduğunu düşündüğümüzde bu varlıkların büyük farklılıklara sahip olduğunu görüyoruz. Dönen varlıkların üretime katkısı sadece bir defalıktır. Ancak duran varlıkların üretime katkısı ekonomik ömürleriyle sınırlıdır. Üretime katkı yaparak tükenen döner varlıkların yerine duran varlıklar daha fazla süre işletmede kullanılırlar (Müftüoğlu, 1989: 87). Dönen varlık unsurlarının işletmeye katkıları kısa süreli fakat tekrarlanan bir biçimde olmaktadır. Bu yüzden işletme yönetiminin, döner varlıklara ilişkin aldığı kararlar duran varlıklara göre aldıklarından, çok daha fazladır. Bu varlıklarla ilgili birçok farklılık ortaya konulabilir fakat işletme yönetimini daha sık ilgilendiren ve araştırmamız açısından üzerinde duracağımız varlıklar, döner varlıklardır.

Çalışma sermayesi bir işletmenin bir hesap döneminde nakde çevrilebilir ekonomik değerlere kısaca döner varlıklara yaptığı yatırımı ifade eder (Sarıaslan, 1996: 145). Çalışma sermayesi kavramı ilk olarak arabalarını mallar ile dolduran ve dolaşarak bu mallarını satan Kuzey Amerikalı seyyar satıcılar ile –yankee olarak adlandırılan- kullanılmaya başlamıştır. Mallar seyyar satıcının çalışma sermayesiydi, çünkü kar elde etmek için gerçekten sattığı ya da döndürdüğü şey bunlardı. Arabası ve atları onundu dolayısıyla öz sermaye ile

finanse edilmişlerdi. Fakat seyyar satıcı malları satın almak için borç alıyordu (Brigham, 1996: 296). Sürekli değer dönüşümüne konu olan varlıklar örneğimizde seyyar satıcının malları, onun çalışma sermayesidir.

İşletmeler, mal ve hizmet üretiminde bulunmak için fonlarını çeşitli varlıklara yatırır. İşletmenin net şimdiki değerini kendi ortakları için maksimum kılmak, fonların uygun varlıklara yatırılmasına sıkı sıkıya bağlıdır. Üretim için gerekli faktörlerden bir kısmı yatırım aşamasında kullanılır ve kesin üretime başlayıncaya kadar olan döneme yatırım dönemi, üretime geçtikten sonra üretim faaliyetlerinin devam ettiği döneme de işletme dönemi denilmektedir.

Yatırım harcamaları sonucunda kurulan tesislerin üretime ve gelir getirmeye başlaması zorunlu olur. Çalışma sermayesi, ürünlerin üretilmeye başlamasından gelir sağlayıncaya kadar geçen süre boyunca üretim faktörlerine bağlanan fonlardan oluşmaktadır (Aksoy, 1993: 2). İşletme gelirleri elde edilinceye kadar yapılacak harcamaların karşılanması için kullanılır.

Üretim araçlarının düzenlenmesinden sonra üretimin gerçekleştirilmesi, satışların yapılması, bedellerinin tahsil edilmesi gerekmektedir. Kullanılan kaynakların ana para ve faiz ödemesi gibi yükümlülüklerin yerine getirilmesi amacıyla da çeşitli likit fonlar hazır edilir (Aksoy, 1993: 2). İşletme faaliyetlerinin sürdürülmesi amacıyla kullanılan ve kısa sürede paraya dönüşme özelliğine sahip varlıklara çalışma sermayesi denilmektedir. Çalışma sermayesi bazen, herhangi bir işletmenin vadesi gelmiş borçlarını karşılayabilme kabiliyetinin ölçüsü olduğundan kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücü olarak da kabul edilmektedir (Erdoğan, 1978: 4).

Son olarak bu konuda şunlar söylenebilir: Halihazırda kurulu bir işletmenin faaliyetini sürdürebilmesi ancak yeteri kadar varlığa ve bunların uygun bir bileşimde işletmede yer almalarına bağlıdır. Başka bir ifadeyle kurulu bir işletme kendi kendine işlemeyecektir. İşleyişini düzenli ve aksamadan devam ettirebilmesi için elde hazır bir miktar fonun daima bulunması gerekir. İşte bu fon çalışma sermayesi olarak ifade edilmektedir.

Araştırmamızda çalışma sermayesi kavramı bir bütün olarak dönen varlıkları kapsayacak şekilde brüt çalışma sermayesini ifade etmektedir.



## 1.2.2. Çalışma Sermayesi Unsurları ve Özellikleri

Çalışma sermayesi olarak adlandırdığımız dönen varlıklar grubu çeşitli kalemlerden oluşmakta ve bu kalemler gösterdikleri ortak niteliklerden dolayı diğer kalemlerden ayrılmaktadırlar. Çalışma sermayesi, göstermiş olduğu özellikler nedeniyle işletme yönetimi içerisinde ayrı bir yere sahiptir.

### 1.2.2.1. **Çalışma Sermayesi Unsurları**

Çalışma sermayesi genellikle dönen varlıkları ifade etmek için kullanılan bir kavram olması nedeniyle dönen varlıkları oluşturan tüm kalemler aynı zamanda çalışma sermayesinin de unsurları arasında yer almaktadır. Bu unsurlar kendi içerisinde paraya en kısa sürede ve değerinden pek bir şey kaybetmeden dönüşebilme özelliğini ifade eden likitide esasına göre sıralanır. Muhasebe Uygulama Genel Tebliğinde de dönen varlıklar likitide esasına göre düzenlenmiştir. Bu unsurları şöyle sıralayabiliriz:

- Hazır değerler
- Menkul kıymetler
- Ticari alacaklar
- Diğer alacaklar
- Stoklar
- Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları
- Diğer dönen varlıklar

Çalışma sermayesi unsurları esas itibariyle nakit, ticari alacaklar ve stoklara yapılan yatırımlardan oluşur.

Önemli bir dönen varlık, ticari alacaklardır. Bir şirket başka bir şirkete mal sattığında genellikle ödemenin hemen yapılacağını beklemez. Bu ödenmeyen faturalar, yani ticari kredi, ticari alacakların önemli bir kısmını oluşturur. Şirketler nihai tüketicilere de bazı malları kredili satarlar. Bu tüketici kredisi de ticari alacakların geri kalan kısmını oluşturur (Brealey v.d., 1995: 489).

Diğer büyük tutarlı bir dönen varlık kalemi ise stoklardır. Stoklar, hammaddelerden, yarı mamullerden veya satış ve yükleme için bekleyen

mamullerden oluşur. Geri kalan dönen varlıklar ise hazır değerler içerisinde yer alan kasa, banka mevduatları ve ayrıca pazarlanabilir menkul kıymetlerdir. Çalışma sermayesi unsurları, faaliyet döngüsüyle birlikte sürekli değişebilmekte fakat çalışma sermayesi tutarı sabit kalabilmektedir (Brealey v.d., 1995: 491).

Çalışma sermayesi yönetimi en genel anlamda, bu varlık kalemlerinin işletme amaçlarına uygun bir şekilde yönetilmesini kapsar.

### 1.2.2.2. Çalışma Sermayesinin Özellikleri

Çalışma sermayesi unsuru olarak bu kalemlerin ortak özelliklerini şöyle sıralayabiliriz: Kısa vadeli dirler, birbirleriyle sürekli etkileşim ve dönüşüm içerisindedirler ve aralarındaki değişimler ani olmayan ve birlikte meydana gelmeyen faaliyetlere bağlıdır.

#### 1.2.2.2.1. Kısa Vadeli Olma Özelliği

Çalışma sermayesini oluşturan unsurlar kısa vadeli bir ömre sahiptir yani bir yıl içerisinde paraya dönüşmektedir. Nakit ile başlayan dönüşüm tekrar nakit ile bitmektedir.

Tipik birer dönen varlık olan stoklar bir yıldan kısa bir süre içerisinde satılır, alacaklar tahsil edilir. Paraya ihtiyaç duyulduğunda geçici yatırımlar satışa çıkarılır veya kasa ve bankalardaki nakit üretim gerekleri için kullanılabilir (Nalçacı, 1986: 3).

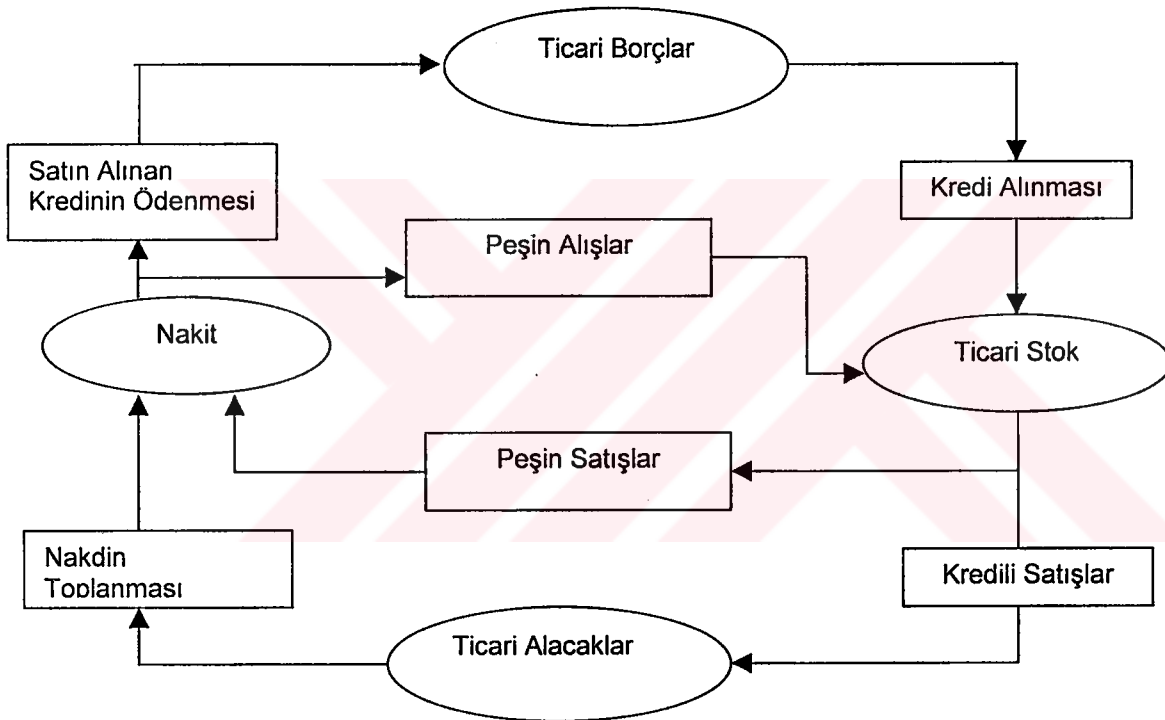
#### 1.2.2.2.2. Birbirleriyle Sürekli Etkileşim ve Dönüşüm Halinde Olma Özelliği

Çalışma sermayesi unsurları bu kısa hayat döneminde kendi içerisinde bir kalemden diğer kaleme dönüşebilme özelliği gösterirler. Çalışma sermayesinin bu özelliğini ve iç ilişkilerini en iyi şekilde işletmenin nakitten nakde olan dönüşü veya çalışma sermayesinin dönüşü ile açıklayabiliriz.

Bir üretim işletmesi, kasada belli bir miktar parayla işe başlar, bu parayla, hammadde ve malzemeyi satın alır. Böylece stoklarda bir artış meydana gelir.

Gerekirse işletme ihtiyacı olduğu ilave stokları ticari krediyle satın alabilir. Böylece krediler artar. Daha sonra üretim esnasında hammadde stokları ve işçilik için nakit kullanılır. Üretim sonucunda bitmiş mal stokları yani mamul elde edilir. Bitmiş mal stokları kredili olarak satıldığında alacaklar oluşur. Müşterilerden yapılan tahsilat işletmenin kasa ve bankalar bakiyelerini ortaya çıkartır. Sağlanan bu fonlarla alınan ticari krediler geri ödenir. Bu şekilde nakit-stoklar-alacaklar-nakit olarak adlandırdığımız dönüşümü belirtmek için "döner sermaye" kavramı da kullanılabilir (Firth, 1976: 5).

Basit işletme faaliyetlerinin yürütüldüğü bir durumda çalışma sermayesi dönüşümü aşağıdaki gibidir (Cote ve Latham, 1999: 257):



**Şekil 1:** Çalışma Sermayesi Dönüşümü

Belirtilen dönüşüm süresi işletmeden işletmeye farklılık gösterir. Bazı işletmelerde bu dönüşüm bir yıldan uzun bir sürede tamamlanmakla birlikte çalışma sermayesi dönüşümü olarak kabul edilir (Aksoy, 1993).

### 1.2.2.2.3. Çalışma Sermayesi Değişimleri Ani Olmayan ve Birlikte Meydana Gelmeyen Faaliyetlere Bağlıdır

İşletmeler faaliyete geçtikleri andan itibaren üretim-satış-tahsilat gibi ana fonksiyonlarını yerine getirmeye başlarlar. Bu faaliyetler işletme varoldukça süreklilik gösteren ve önceden planlanan faaliyetlerdir. Bunun yanında işletmede bu ana faaliyetler aynı zaman dilimi içerisinde gerçekleşmez. Dolayısıyla bu üç ana faaliyet aynı anda yerine getirilmiş olsa çalışma sermayesi yönetiminin önemi olmayacaktır.

İşletme üretmiş olduğu mamullerini hemen satma imkanına sahip olduğunda stok bulundurma zorunluluğu olmayacağından stok yönetimi ortadan kalkacaktır. Aynı şekilde satışlarını peşin olarak yürütme politikasını benimsemiş bir işletmeden, müşteriler satın aldıkları malların bedellerini hemen ödeyeceklerinden alacak olarak bir unsura sahip olunmasına gerek kalmayacaktır ve alacak yönetimi olmayacaktır (Aksoy, 1993: 15).

Çalışma sermayesi unsuru olan alacak kaleminin varlığı, kredili satışın benimsenip benimsenmemesine, stok kalemi, satışların hemen yapılıp yapılmamasına, kasa veya bankadaki nakit miktarı da satışların veya ödemelerin peşin yapılıp yapılmamasına bağlıdır. Saydığımız tüm bu unsurlardaki değişimler işletmeler için birlikte meydana gelmeyen ve önceden planlanmış biçimde gerçekleştiklerinden ani olmayan faaliyetlerin sonucunda görülür.

### 1.2.3. Çalışma Sermayesinin Çeşitleri

Çalışma sermayesinin açıklanması konusunda birbirinden farklı pek çok tanım bulunmaktadır. Farklı açılardan yaklaşılarak çeşitli çalışma sermayesi tanımları ortaya çıkarılmıştır. Bugün bilenen en yaygın çalışma sermayesi tanımı brüt çalışma sermayesi ile net çalışma sermayesidir. Yapılan tanımlar aynı çalışma sermayesini belirtmekten ziyade farklı özellikler taşıyan çalışma sermayesini açıklamak içindir.

### 1.2.3.1. Brüt ve Net çalışma Sermayesi

Brüt çalışma sermayesi kavramı ile kastedilen dönen varlıklara yapılan yatırımın toplamını ifade etmektedir. Brüt çalışma sermayesi hesaplanırken şüpheli alacaklar karşılığı, stok değer düşüklüğü karşılığı gibi dönen varlıkları düzeltici karşılıkların dikkate alınması, eğer bunlar bilançonun pasifinde gösterilmiş ise, dönen varlıkların brüt toplamından indirilmeleri gerekir (Akgüç, 1995: 256).

İşletmenin ortakları, kredi kurumları, işletmeye kredili satış yapan işletmeler, net çalışma sermayesi durumu ile ilgili oldukları halde, yöneticilerin daha çok, brüt çalışma sermayesine önem verdikleri söylenebilir.

Net çalışma sermayesi işletmenin dönen varlıklarından kısa vadeli borçları çıkarılarak bulunur. Kısa vadeli borçlar işletmenin bir yıl içerisinde ödemeyi planladığı yükümlülükleridir (Gallagher ve Andrew, 1997: 411). Diğer bir deyişle dönen varlıkların uzun vadeli kaynaklarla, ister yabancı ister öz kaynaklardan olsun, finanse edilen kısmıdır. Kısa süreli borçlanma yoluyla bir işletmenin net çalışma sermayesini artırmasına imkan yoktur.

Bir işletmenin kısa süreli borçları toplamı, dönen varlıklarından fazla ise o zaman o işletmenin net çalışma sermayesi açığı vardır. Net çalışma sermayesi, bir işletmenin borç ödeme gücünü belirten önemli göstergelerden biridir. Bu nedenle kredi kurumları için, borç isteyenlerin net çalışma sermayesi durumu her zaman için önem verilen bir etken olmaktadır (Akgüç, 1995: 256).

### 1.2.3.2. Devamlı Çalışma Sermayesi

Çalışma sermayesini oluşturan dönen varlıklar dönem içinde sürekli bir dönüşüm ve değişim içerisinde olduklarından bazen azalıp bazen de artabilmektedirler.

İşletmede hareket halinde olmalarına rağmen, günlük faaliyetlerin yerine getirilebilmesi için her zaman belli miktarda dönen varlığın elde bulundurulması gerekir. İşletmenin yıl içinde işi yürütebilmesi için sabit ve devamlı olarak elde

bulundurması gerekli çalışma sermayesi miktarına devamlı çalışma sermayesi adı verilir (Nalçacı, 1986: 3). Diğer bir deyişle işletmenin faaliyetlerini sürdürmesinde ihtiyaç duyulan minimum nakit fon miktarıdır (Tosun, 1978:134).

#### 1.2.3.3. Değişken Çalışma Sermayesi

Çalışma sermayesi ihtiyacını etkileyen çeşitli faktörlerdeki değişimler nedeniyle çalışma sermayesi düzeyi değişmekte, hatta çalışma sermayesini oluşturan değerlerin kompozisyonu farklılaşabilmektedir. Belirtilen nedenler dışında çalışma sermayesi ihtiyacı özellikle yılın belli dönemlerinde diğer zamanlara kıyasla daha az ya da daha çok olabilmektedir.

İşletmelerin mevsimsel ve devresel dalgalanmalar neticesi devamlı çalışma sermayesinden ayrı olarak ihtiyaç duydukları çalışma sermayesi çeşidine geçici veya değişken çalışma sermayesi denilmektedir (Aksoy, 1993: 17). Üretim ve satışlarda mevsimsel artışların veya satış hacminin aniden yükselmesi gibi nedenlerle ortaya çıkar. Ayrıca önceden kestirilemeyen ve önlenmesi işletme yönetiminin inisiyatifinde olmayan bazı olayların sabit çalışma sermayesinin devri üzerine baskı yapması gene böyle bir ihtiyacın belirlenmesine neden olacaktır (Tosun, 1978:135).

#### 1.2.3.4. Olağanüstü Çalışma Sermayesi

Tüm işletmeler çeşitli beklenmeyen olayların etkileri altındadır. Grevler, yangınlar, sel baskınları, deprem, harp gibi olağanüstü durumlarla karşılaşılması halinde ortaya çıkacak güçlükleri giderebilmek amacıyla çalışma sermayesine ihtiyaç duyulabilmektedir. Bu durumlarda ortaya çıkan çalışma sermayesi olağanüstü çalışma sermayesi olarak kabul edilir (Aksoy, 1993: 19).

#### 1.2.4. Çalışma Sermayesi İhtiyacını Belirleyen Faktörler

Çalışma sermayesi tutarları çeşitli faktörlere bağlı olarak yıldan yıla değişebileceği gibi aylık hatta günlük olarak dahi değişebilir (Aksoy, 1993: 51).

İşletmelerin çalışma sermayesi ihtiyaçları bir çok faktörün etkisi altındadır ve zaman içerisinde artıp azalabilmektedir.

Çalışma sermayesinin yönetiminde yönlendirici unsurlar olması nedeniyle çalışma sermayesi ihtiyacını belirleyen faktörlerin ortaya konulması gerekmektedir. Bir işletmenin, çalışma sermayesi ihtiyacı saptanırken ve çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığı araştırılırken bu faktörlerin tümü göz önünde tutulmalıdır. Çalışma sermayesi ihtiyacını belirleyen faktörler aşağıdaki başlıklarda ele alınabilir.

#### **1.2.4.1. İşletmenin Faaliyet Konusu**

İşletmeler genel olarak üretim, ticaret ve hizmet işletmeleri olarak sınıflandırılabilir. İşletme hangi nitelikte olursa olsun amaç değişmemekte fakat bu amacın gerçekleştirilmesinde kullanılan araçlarda farklılıklar ortaya çıkmaktadır. İşletmenin kar sağlama amacını gerçekleştirirken kullandığı araçlardan olan varlıkların yapısı işletmenin türüne göre farklılık gösterecektir.

Buna göre üretim işletmelerinde, ticari ve hizmet işletmelerine göre duran varlık yatırımları daha fazla olduğundan görece olarak dönen varlıkların toplam aktif içerisinde payı daha azdır. Dolayısıyla da bu tür işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyacı daha azdır ve çalışma sermayesi yönetimine verdikleri önem, görece olarak, düşüktür.

Ticaret işletmelerinde ise dönen varlıklara daha fazla fon ayrılmaktadır ve çalışma sermayesi yönetimine verilen önem daha fazladır (Büker v.d., 1997: 148).

#### **1.2.4.2. Üretim Süresi veya Satılacak Malların Tedarik Süresi**

Çalışma sermayesi ihtiyacı, hammadde ve mamul maddelerin satın alınması ile bunların müşterilere satışı arasında geçen zaman aralığı ile doğrudan doğruya ilgilidir. İmalat süresi veya satılacak malların tedarik süresi uzadıkça, çalışma sermayesi ihtiyacı da artar (Akgüç, 1995: 260).

Yani üretim işletmeleri için imalat süresi kısa olan uzun olana göre, ticari işletmeler için de satılacak malların tedarik süresinin kısa olanın uzun olana göre çalışma sermayesi ihtiyacı daha azdır. Bunun yanında işletmenin içinde bulunduğu endüstri kolunun özellikleri de bu süreleri etkiler.

#### 1.2.4.3. Üretim Kapasitesi ve Birim Üretim Maliyeti

Çalışma sermayesi ihtiyacı, satılan malların birim maliyetine göre de değişir. Satılan malın birim maliyeti arttıkça, çalışma sermayesi ihtiyacı da artar (Akgüç, 1995: 260). Kısaca üretim kapasiteleri fazla olup birim üretim maliyetleri yüksek olan işletmelerin daha fazla çalışma sermayesi ihtiyacı duyacakları açıktır. Çünkü üretime bağlanan para miktarı fazla olacaktır (Sarıaslan, 1996: 146). Yani üretim kapasitesi ve birim üretim maliyeti yüksek olan işletmeler daha fazla hammaddeye, işçiliğe ve genel imalat giderlerine para yatıracaklardır (Büker, v.d., 1997: 150).

Aynı zamanda işletmenin üretip sattığı mamuller artık işletme için daha maliyetli bir hale gelmiş ise o zaman işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacı da bundan dolayı artacaktır.

#### 1.2.4.4. İşletmenin Satış Hacmi

Çalışma sermayesi ihtiyacı, iş hacmi ile doğrudan doğruya ilgilidir. Normal olarak iş hacmi genişledikçe çalışma sermayesi ihtiyacı da artar; fakat bu artışın, iş hacminde genişleme ile aynı oranda olması zorunlu değildir (Akgüç, 1995: 261).

İşletmenin iş hacminin genişlemesi, işletmeyi ölçek ekonomilerinden yararlanır bir hale getirdiyse o zaman çalışma sermayesi daha verimli kullanılacağından çalışma sermayesi ihtiyacındaki artış, iş hacmindeki artıştan daha az olacaktır.

Satış miktarı arttıkça, çalışma sermayesi ihtiyacı da artacaktır. Üretim miktarı ve buna bağlı olarak satışlar arttıkça, işletmelerin ihtiyaç duyacakları nakit tutarı değişecek, müşteri sayısı arttığından daha fazla alacak oluşacak ve



faaliyetlerin yürütülebilmesi için gerekli stok seviyesi yükselecektir. Tüm bunlar daha fazla çalışma sermayesini gerektirecektir (Büker, v.d, 1997: 148).

#### 1.2.4.5. Satın Alma ve Satış Uygulamaları

Satın alma ve satış koşulları da işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacını etkiler. Bir işletme ister ticari ister üretim işletmesi olsun, satın alımlarında kendine herhangi bir kolaylık sağlayabiliyorsa yani alışlarını kredili yapabiliyorsa o zaman işletmenin stokları satıcılar tarafından finanse ediliyor demektir.

Üretim için gerekli olan girdileri nakit ile sağlayan işletmeler, girdilerini kredili olarak satın alanlara oranla daha fazla çalışma sermayesi bulundurmamak zorundadır (Büker v.d., 1997:149). Diğer taraftan bir işletme, peşin olarak mal alıyor veya malları teslim aldıktan kısa bir süre sonra mal bedellerini ödemek zorunda bulunuyorsa, bu işletmenin, belirli bir iş hacmini çevirmek için daha fazla nakit kaynağa ihtiyacı vardır (Akgüç, 1995: 261). Başka bir deyişle işletme alışlarını kredili yapabiliyorsa, alışlarını peşin yapan işletmelere nazaran daha az çalışma sermayesine ihtiyacı vardır.

Satın almalarını küçük partiler halinde ve sık sık yapma imkanına sahip işletmelerin de, uzun vadelerle büyük miktarlarda tedarik eden işletmelere göre çalışma sermayesi ihtiyaçları daha azdır (Aksoy, 1993: 59).

#### 1.2.4.6. Stok Politikası ve Stokların Paraya Dönüşüm Çabukluğu

Stoklar, bir işletmenin başlıca satış kaynağıdır. Dolayısıyla stokların paraya dönüşüm çabukluğu ve stokların kalitesi işletmenin ihtiyaç duyduğu çalışma sermayesinin düzeyini doğrudan etkiler.

Ticaret işletmelerindeki stok kalemleri satılmak üzere alınan mallardan oluşmaktadır. Üretim işletmelerinin stokları ise, üretim faaliyetlerinde bulduklarından, ilk madde ve malzeme, yarı mamul ve mamul stoklarından oluşmaktadır. Buna göre stokların paraya dönüşme çabukluğunun yani stok devir hızlarının bu işletme türleri için taşıdığı anlamlar da farklıdır.

Bir işletmenin izleyeceği stok bulundurma politikası ve stokların yıl içindeki devir hızları çalışma sermayesi ihtiyacını önemli derecede etkiler. Müşterilerin tatmini ve piyasa payını muhafaza etmek gibi amaçlarla fazla stok bulunduran bir işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacının fazla olacağı açık olduğu gibi, stoklarını kısa sürede tüketen ve yerine yenilerini alan yani stok devir hızı yüksek olan bir işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacı daha düşüktür.

Stokların devir hızının artması, fiyatların düşmesinin, tüketici zevkleri veya ihtiyaçlarının değişmesinin doğuracağı riski azaltır ve stok tutma maliyetini ve finansman ihtiyacını düşürür (Akgüç, 1995: 262). Stok politikası olarak bol ve çok çeşit bulunduran bir işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacı, kıtı kıtına stok bulunduran işletmeye nazaran daha fazla olacaktır.

#### **1.2.4.7. Alacakların Paraya Dönüşüm Çabukluğu**

Bir işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacı, aynı zamanda alacakların paraya çevrilmesi için gereken süreye de bağlıdır. Alacaklarını kısa vadeye bağlayan ve bu vade içinde tahsil eden işletmelerde, çalışma sermayesi ihtiyacı azalacaktır (Büker, v.d., 1997: 149). Alacakların tahsil süresi uzadıkça işletme daha fazla çalışma sermayesine ihtiyaç duyacaktır.

#### **1.2.4.8. Kredi Bulma Olanakları**

Para piyasasında kredi bulma olanakları olan işletmeler kasa ve bankada daha az para bulunduracaklardır. Çünkü gerektiğinde kredi bulabileceklerine inanırlar. Ancak bu olanak yoksa kasa ve bankada daha fazla fon bulunduracaklardır. Böylece çalışma sermayesi ihtiyacı artacaktır (Sarıaslan, 1996: 146).

Bununla birlikte işletmelerin sermaye piyasasından yararlanabilme dereceleri de, çalışma sermayesi ihtiyacını belirleyen önemli bir etmendir. Özellikle küçük ve orta ölçekli işletmeler için para ve sermaye piyasalarından yararlanma dereceleri oldukça düşük olduğundan bu tür işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyaçları daha fazla olabilmektedir.

Gelişen para ve sermaye piyasası araçları, çalışma sermayesi yönetimine çeşitli yönlerden katkılar sağlamaktadır. Nakit kullanım hızını artıran elektronik fon transferindeki gelişmeler, elektronik bilgi işlem makinelerinin kullanılması alacakların ve stokların yönetilmesine de çeşitli katkılar sağlayarak çalışma sermayesi ihtiyacını azaltıcı bir etki yapmaktadır (Büker v.d., 1997: 152).

#### **1.2.4.9. Dönen Varlıkların Değerinde Düşme Olasılığı**

Dönen varlıkların değerlerinde ani düşüşler, çalışma sermayesini azaltır. Dönen varlıklar arasında özellikle stok ve finansal varlıkların değerlerinde düşme ve/veya alacakların şüpheli hale gelmesi olasılığı yüksek ise, işletme, mali bakımdan güç duruma düşmemek için daha fazla miktarda para mevcudu bulundurmaya zorundadır (Akgüç, 1995: 262). Sonuç olarak bir işletmenin dönen varlıklarının değerinin düşme olasılığı yüksekse çalışma sermayesi ihtiyacı artacaktır.

#### **1.2.4.10. Konjonktür Hareketleri**

Refah dönemlerinde işletmelerin iş hacmi genişleyeceğinden çalışma sermayesi gereksinmesi de artar. Durgunluk devrelerinde ise, ancak çok başarılı işletmeler, stoklarını, alacaklarını kısa sürede paraya çevirebilir (Akgüç, 1995: 262).

Konjonktürün yükselme dönemlerinde işletmelerin faaliyet hacmi artar ve artan iş hacminin gerektirdiği seviyede stok bulundurulması ve alacakları artması çalışma sermayesi ihtiyacını artırır (Çabuk ve Lazol, 1998:74). Konjonktürün düşme dönemlerinde ise işletmelerin faaliyetlerinde bir daralma yaşanır ve daha az çalışma sermayesine ihtiyaç duyulur.

#### **1.2.4.11. Satışların Düzenli Olması**

Bazı işletmelerin satışları tüm yıla düzenli olarak dağıldığı halde, bazı işletmelerin satışları belirli aylarda toplanabilir. Eğer bir işletmenin faaliyeti

mevsimlik ise faaliyetin toplandığı mevsimde çalışma sermayesi ihtiyacı en yüksek düzeye ulaşır. Diğer mevsimlerde ise bu tür işletmelerin elinde aşırı çalışma sermayesi kalmaktadır (Akgüç, 1995: 263).

İş hacmi mevsimlere bağlı olan işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyacı da bu mevsimlere göre dalgalanan bir seyir gösterecektir. Bu tip işletmelerin iş hacminin yoğun olduğu dönemlere hazırlıklı olması gerekir. Durgun dönemlerinde yapacakları gerek yönetsel gerek finansal faaliyetler yoğun dönemlerden en yüksek faydayı sağlamaya yönelik olmalıdır.

#### 1.2.4.12. Kullanılan Teknoloji

Emek yoğunluğu yüksek bir teknoloji kullanan işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyacı, genellikle, sermaye yoğun teknoloji kullanılan işletmelerden daha fazladır (Akgüç, 1995: 263). Çünkü sermaye yoğun teknoloji kullanan işletmelerin dönen varlık yatırımları az, duran varlık yatırımları fazladır.

Teknolojik değişmelerin getirdiği yeni üretim araçları, verimliliği artırıcı, daha ucuz hammadde ve malzemenin kullanımını sağlayıcı, maliyetleri ve işgücünü azaltıcı etkide bulunmaktadır (Büker v.d., 1997: 152). Tüm bunlar çalışma sermayesini azaltıcı bir etki yapar. Teknolojik gelişmeler sonuçta karlılığı artırdığından, artan karlarla çalışma sermayesi finanse edilmiş olmaktadır.

### 1.3. ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ

Gerçekte işletme yönetimi bir bütün olup varlıkların duran varlıklar ve dönen varlıklar olarak ayrılmasının suni olduğu söylenir (Aksoy , 1993: 4). Fakat bütünün daha iyi anlaşılabilmesi için bütünün parçalara ayrılıp, her bir parçanın ayrı ayrı incelenmesi ve irdelenmesi daha uygun olacaktır. Böylece işletme faaliyetlerinin incelenmesi varlıkların yönetiminin ve etkinliğinin sağlanmasını daha kolaylaştıracaktır.

Dar anlamda çalışma sermayesi yönetimi bir yılda paraya çevrilebilen varlıkların yani nakdin yönetimi, alacakların yönetimi ve stok yönetimini kapsar.

Genellikle stoklar ve alacaklara çalışma sermayesinin yönetiminde bir anahtar olarak işletmenin varlıkları arasında özel bir önem verilir (Helfert, 1997: 83). Geniş anlamda çalışma sermayesi yönetimi ise bir yıldan kısa sürede paraya dönüşebilen varlıkların yönetimine ilaveten kısa vadeli borçların yönetimini de içerecek şekilde işletmenin bütünüyle ilişkilidir.

### 1.3.1. Çalışma Sermayesi Yönetiminin İşletme İçin Önemi

İşletmenin amacını gerçekleştirebilmesinde, çalışma sermayesi yönetiminin önemli bir fonksiyonu vardır. Çalışma sermayesi, işletmelerin tam kapasite ile çalışabilmesi, üretimin kesintisiz devam edebilmesi, iş hacminin genişletilebilmesi, yükümlülüklerini karşılayamama riskinin azaltılması, kredi değerliliğinin artırılması, olağanüstü durumlarda mali yönden zor durumlara düşmenin önlenmesi, faaliyetin karlı ve verimli bir şekilde yürütülmesi açısından büyük önem taşımaktadır (Akgüç , 1998: 205).

Genel olarak işletmeler asli amaçlarına uzun dönemde ulaşabilmektedir. Burada uzun dönem olarak kastedilen bir faaliyet döneminden daha uzun olan bir süredir. Çünkü işletme, yatırımlarının sonucunu hemen alamayacak ve belli bir müddet beklemek zorunda kalacaktır. İşletmenin uzun dönemde ayakta kalabilmesi ise kısa dönemde faaliyetlerini sürdürebilmesine bağlıdır. Eğer işletme kısa dönemdeki faaliyetlerinde bir aksama yaşıyorsa, amacını gerçekleştirmekten de uzaklaşıyor demektir. İşletmenin asli amacından sapmasını engelleyecek ve onu başarılı diye tabir ettiğimiz işletmeler kategorisine sokacak unsur, çalışma sermayesinin yönetimidir. Bu yüzden çalışma sermayesinin yönetimi işletme için önemlidir.

İşletme açısından çalışma sermayesi yönetiminin önemini ortaya koyan hususlar aşağıdaki başlıklarda şöyle ele alınabilir:

#### **1.3.3.1. Çalışma Sermayesi Yönetimine Ayrılan Süre**

İşletmelerde mali işlerle uğraşan yöneticiler zamanlarının büyük bir kısmını işletmelerinin günlük işlerine, diğer bir deyişle dönen varlıklar yönetimiyle, kısa

sürelî finansman kaynaklarının sağlanmasına harcamaktadırlar (Akgüç, 1995:208). Çünkü çalışma sermayesi unsurları, işletmenin her gün kullandığı ve devamlı olarak şekil değiştiren, mal ve nakit akımı yaratan kalemleridir (Özkol, 1991:271). Bu nedenle yönetici tarafından yönetimi ve kontrolü işletme açısından hayati önem arz edip yöneticinin dikkat ve özenini gerektirmektedir.

Halbuki yöneticiler, duran varlıkların yönetimi için mesailerinden bu kadar çok süreyi harcamazlar. Bir işletmenin kurulması aşamasında duran varlıklara ilişkin kararlar bir defa alınır. Bunun dışında, sadece bazı dönemlerde duran varlıklarla ilgili faaliyetler görülür. Faaliyetler sırasında belli periyodik zamanlarda bakım, onarım ve yenileme gibi durumlarda duran varlıklar ile ilgili kararlar söz konusudur.

Kar payı dağıtılması, uzun vadeli borç alma, kiralama, birleşmeler gibi uzun vadeli özellik gösteren tüm faaliyetler ile ilgili alınacak kararlarda yönetici mesaisini kararların verileceği dönemlerde kullanır (Aksoy, 1993: 7). Çalışma sermayesi unsurlarının yönetilmesinde ise yönetici, her gün bir karar almayla karşı karşıyadır. Yöneticilerin bu kadar zamanını alan çalışma sermayesinin yönetimi işletme için faaliyetlerini planladığı gibi sürdürebilmesi için önemlidir.

#### **1.3.3.2. Çalışma Sermayesine Yatırılan Tutarların Büyüklüğü**

Dönen varlıklara yapılan yatırımlar genelde bütün işletmelerde aktif toplamı içerisinde önemli denilebilecek bir yer tutmaktadır. Mesela tipik bir ticaret işletmesinde, dönen varlıklar toplam aktiflerin yarısından daha fazla bir ağırlık taşımaktadır. Dolayısıyla işletme yönetiminin bu varlıkların, özellikle, etkin bir şekilde yönetilmesine önem vermesi gerekir.

Daha öncede belirttiğimiz gibi, her işletmenin ihtiyaç duyduğu çalışma sermayesi tutarı birbirinden farklılık gösterir. Özellikle hizmet sektöründeki işletmeler ile sanayi işletmelerinde bu fark çok belirgindir. Sanayi işletmelerinde duran varlık yatırımları dönen varlıklara göre daha fazla olabilmekle beraber gene de aktif içerisinde önemli bir tutar işgal eder. Hizmet işletmesinde ise dönen varlık tutarı hemen hemen aktifin tamamına yakın olabilir.

Dönen varlıklara yapılan yatırımın büyüklüğünün yanı sıra bu değerlerin, hızlı bir şekilde, bir diğerinden bir diğerine dönüşmesi, yöneticilerin dikkatini bu konu üzerinde yoğunlaşmasına yol açmaktadır.

#### 1.3.3.3. İş Hacmi İle Çalışma Sermayesi Arasındaki İlişki

Bir işletmenin satış hacminin büyümesi ile dönen varlıkların finansman gereksinmesi arasında yakın ve dolaysız bir ilişki mevcuttur. Satışların artması işletmenin stoklarında, alacaklarında ve likit değerlerinde derhal bir artış ihtiyacını gerekli kılar (Akgüç, 1998: 208). Yani işletmenin belli bir satış hacmine ulaşması için dönen varlıkların artması zorunludur. Bundan dolayı çalışma sermayesi yönetimi önem arz etmektedir.

Satış hacmindeki artış ile çalışma sermayesindeki artışın doğrusal olması gerekmez. Çalışma sermayesinin etkin bir yönetimi söz konusu ise dönen varlıklardaki artış oranı satışlardaki artış oranından daha az gerçekleşebilir. Çalışma sermayesinin devir hızının yükselmesi bu durumu ortaya çıkarmış olabilir.

Büyük ve finansal yapısı güçlü işletmelerde satışlardaki artış ile çalışma sermayesi arasında artış oranı sabittir ve doğrusal bir ilişki gözlenmektedir. Ayrıca diğer koşullarda bir değişiklik olmadığı takdirde çalışma sermayesinin devir hızı büyük işletmelerde uzun dönemde büyük bir değişime göstermemektedir (Firth, 1976: 7).

#### 1.3.3.4. Çalışma Sermayesi İle İşletmenin Karlılığı ve Risk Arasındaki İlişki

Bir işletme, dönen varlıklara yapacağı yatırımın tutarını belirlerken karlılık ve risk faktörlerini göz önünde bulundurmak zorundadır. Çalışma sermayesi düzeyinin tespiti, işletmenin borçlarının vade yapısına ve varlıkların likitide derecesine dayalı olup, çalışma sermayesi ile ilgili kararlar karlılık ve risk arasındaki değişimin etkisi altında kalmaktadır (Aksoy, 1993: 9).

Çalışma sermayesi yönetiminde alınacak kararlar doğrudan işletmenin karlılığı üzerine etkisi olduğundan işletme yönetimi dikkatli olmak zorundadır. Endüstriyel bir işletmede, çalışma sermayesinin satırlara paralel olarak değışmesi, buna karşılık imalat ihtiyaçlarının giderilmesinde yetersiz kalması, işletmenin karlılık durumunu olumsuz yönde etkileyecektir (Türko, 1978: 1). Öte yandan işletmenin faaliyet süreci içerisinde çalışma sermayesinin devir hızına bağlı olarak yaratılan fonlar, çalışma sermayesinin devir hızının düşmesi halinde azalacak ve giderek yatırımın verimi düşecektir. Başka bir deyişle işletme faaliyetlerinin pürüzsüz bir şekilde yürütülmesi, işletmenin yeterli çalışma sermayesine sahip olmasına ve bunun etkin bir şekilde yönetimine bağlı olmaktadır (Türko, 1978: 1).

Dönen varlıkların gereğinden fazla veya az olması durumu, risk açısından da önemlidir. Dönen varlıkların toplam varlıklara oranı artarsa bunun karlılık üzerinde etkisi olumsuz olur. İşletmenin karlılığı azalır. Çünkü dönen varlıkların karlılığı duran varlıklardan daha azdır. Öte yandan işletmenin riski de azalır. Teknik olarak iflas olasılığı düşer. Çünkü dönen varlıkların artması işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilmek bakımından daha iyi bir duruma geldiğini gösterir (Akmüt, 1996: 4). Ters bir durumda karlılık artar ancak risk de artar. Bu ilişkiler Tablo 1'de gösterilmiştir.

**Tablo1 : Çalışma Sermayesinin Karlılık ve Risk İlişkisi**

ORAN	ORANDAKI DEĞİŞİM	KARLILIK ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	RISK ÜZERİNDEKİ ETKİSİ
$\frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$	Artış Olması	Karlılık Azalır	Risk Azalır
$\frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$	Azalış Olması	Karlılık Artar	Risk Artar
$\frac{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$	Artış Olması	Karlılık Artar	Risk Artar
$\frac{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$	Azalış Olması	Karlılık Azalır	Risk Azalır



Eğer işletmenin kısa vadeli borçlarının toplam aktiflere oranı artarsa veya bu oran sabit olsa bile toplam borçlar içerisinde kısa vadeli borçların oranı yükselirse, bu borçların maliyeti uzun vadeli borçlara oranla düşük olduğu için, işletmenin karlılığı artar. Ancak kısa sürede ana para ve faiz şeklinde nakit çıkışlarına neden olduğu için işletmenin borç ödeme yeterliliği azalır, yani risk yükselir (Akmüt, 1996: 4). Ters durumda kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranı azalır, risk de azalır. Bu ilişkiler Tablo 1'de gösterilmiştir.

İşletmede riskin yükselmesi hem borç verenler hem de şirket ortakları için olumsuz bir durumdur. Bu durumun devam etmesi işletmeyi strese sokar ve yönetimdeki başarısızlığa paralel olarak işletme iflas ile karşı karşıya kalabilir.

İlk olarak Smith (1980) adlı bir araştırmacı, çalışma sermayesi yönetiminin ikili hedefi arasında likidite-karlılık, getiri-maliyet dengesi kurma önemine işaret etmiştir. Buna göre, karlılığı maksimize etmeye yönelme kararı, yeterli likidite olasılığını maksimize etmemeye yönelmedir. Aksine, hemen hemen tümüyle likiditeye odaklanma şirketin potansiyel karlılığını azaltmaya yönelmek olacaktır (Hyun- Han, 1998: 37). Çalışma sermayesinin getiri – maliyet ilişkisi ise şöyle açıklanabilir: İşletmeler faaliyetlerine başladıkları andan itibaren çeşitli varlıkları da kullanmaya başlamaktadırlar. Böylece bu varlıklara bir fon bağlamış olurlar. Bu varlıklara fon bağlamakla bu fonu diğer varlıklara bağlamayarak buradan elde edilebilecek kazançtan veya kayıptan uzaklaşmış olurlar. Kısacası bu varlıklara fon bağlamanın bir alternatif maliyeti ve alternatif getirisi söz konusudur.

İşletmenin gerektiğinden fazla dönen varlığa sahip olması halinde, söz konusu varlıklar yabancı kaynaklarla finanse ediliyorsa işletmenin finansman giderleri artacak, öz kaynağın alternatif kullanım alanından sağlayacağı gelirden işletme yoksun kalacaktır (Akgüç, 1998: 205).

Diğer yandan, yeterli çalışma sermayesine sahip olmamanın da işletme açısından çok yüksek maliyeti vardır. Çalışma sermayesi yetersizliği, birçok işletmenin tam kapasite ile çalışmasını engellediği gibi, üretimde kesintilere neden olmakta, maliyetleri yükselmekte, müşteri isteklerinin, siparişlerinin zamanında ve tümüyle karşılanmasını olanaksız hale getirerek satış fırsatlarının kaçırılmasına yol açmakta; elverişli koşullarla satış yapma olanağını

ortadan kaldırarak iş hacminin daralmasına da yol açmaktadır (Akgüç, 1998: 206).

İşletme yönetimi bu alternatif maliyetleri iyi bir şekilde analiz edip işletmenin karlılık- likitide getiri-maliyet dengesini kuracak, karını maksimize edecek, verimliliğini yükseltecek uygun varlık bileşimlerini ortaya çıkarmalıdır.

#### **1.3.3.5. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler İçin Çalışma Sermayesinin Önemi**

Ülkemizde faaliyet gösteren işletmelerin yaklaşık % 98,8'ini küçük ve orta ölçekli olarak tabir ettiğimiz işletmeler oluşturmaktadır. Tüm işletmeler içerisinde sayısal açıdan küçük ve orta ölçekli işletmeler (KOBİ), fazlaca gözükmektedir. Fakat bu işletmelerin satış hacimleri veya elde ettikleri karlar bakımından tüm işletmeler içerisinde aldıkları pay ise %10 civarındadır.

Türkiye'de 4 milyona yakın KOBİ, işgücünün %45,6'sını istihdam etmekte ve ihracatımızın %8-10'unu gerçekleştirmektedir (Kırkulak, 1999:11). Böylesi bir durum içerisinde büyük işletme diye tabir ettiğimiz işletmeler, sahip oldukları yönetsel ve mali avantajlar nedeniyle mevcut durumdaki zıtlığı daha da arttırmaktadırlar.

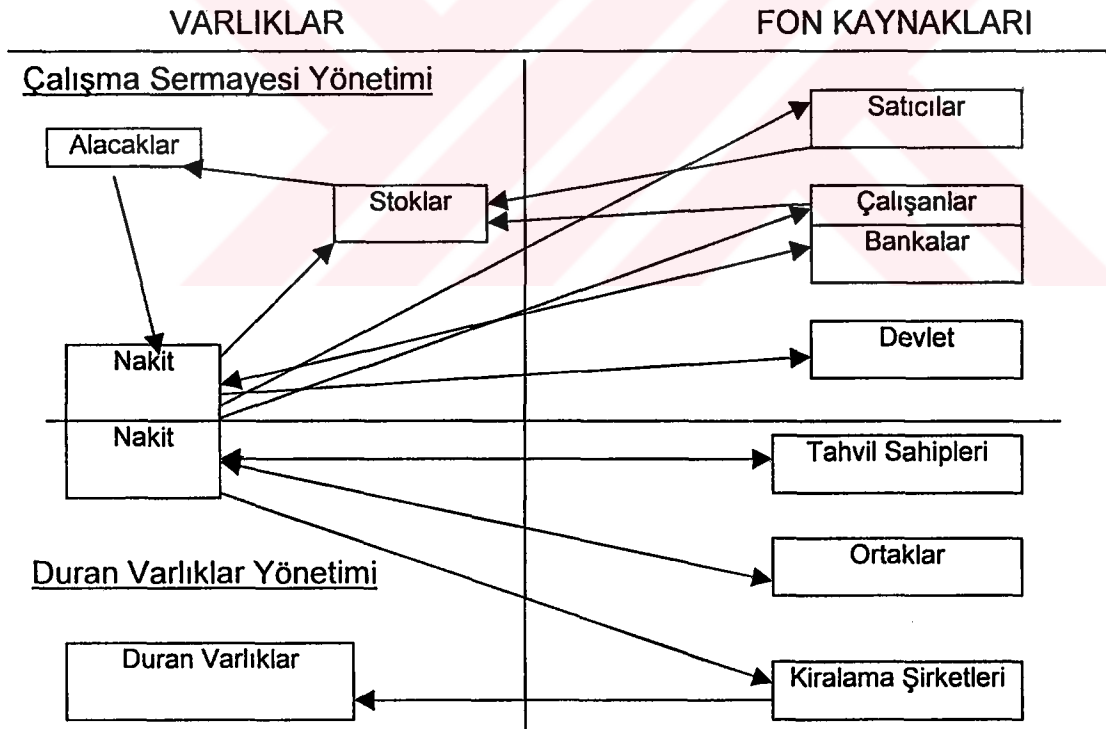
Finansman açısından yetersiz bir yapıya sahip olan küçük işletmelerin mevcut sermayelerini verimli alanlarda kullanmaları gerekmektedir. Bu işletmeler genelde duran varlıkları kiralayarak, buralara yapacakları yatırımları sınırlayabilirler (Özko: 1991, 276). Böylelikle daha fazla fon, dönen varlıklar için kullanılabilir. Çünkü dönen varlıklara mutlaka belirli bir miktar fon yatırılması gerekmektedir.

Küçük ve orta ölçekli işletmelerin çalışma sermayesinin finansmanı konusunda da kaynak bulma sorunları vardır. Çalışma sermayesi unsurları bazı duran varlık kalemleri gibi kiralama yoluyla sahip olunamayacağı için bizzat işletmenin kendisinin sahip olması gerekmektedir. Bu durum da kaynak sorununu ortaya çıkarmaktadır (Aksoy, 1993: 12). Dolayısıyla çalışma sermayesi küçük ve orta ölçekli işletmelerde ayrıcalıklı bir öneme sahip olmaktadır.

### 1.3.4. Çalışma Sermayesinin Diğer Varlık ve Kaynaklarla İlişkisi

Çalışma sermayesinin işletme için önemli olduğu bir nokta da çalışma sermayesinin diğer varlık ve kaynaklarla olan ilişkisidir.

Çalışma sermayesi yönetimi daha önce de ifade edildiği gibi bir yıldan kısa sürede paraya çevrilebilen varlıkların yönetimini kapsamaktadır. İşletmenin bankalardan aldığı borçların faiz ve anapara ödemeleri elde nakit bulundurmaya gerektirdiği gibi eğer yeni duran varlıkların alımı veyahut bakım ve onarım ihtiyaçları söz konusu ise ve ortaklara kar payı dağıtılması kararlaştırılmışsa gene likit fonlara ihtiyaç vardır (Aksoy, 1993: 4). Kısaca çalışma sermayesi yönetimi sadece dönen varlıkların yönetimini değil diğer tüm varlıkların yönetimini de kapsamakta ve işletmenin diğer bölümleriyle de sürekli ilişki halinde olmaktadır. Bu ilişki aşağıdaki şekilde gösterilebilir.



Sekil 2: Çalışma Sermayesi ve Diğer Varlık ve Kaynaklarla İlişkileri

Buna göre çalışma sermayesinin diğer tüm varlıklarla ve kaynaklarla ilişkisi bulunmaktadır. İşletmenin mal aldığı kişiler yani satıcılar bize hammadde ve malzemeleri tedarik ederler, işletme personeli üretim süreci içinde hammadde ve malzemeleri mamul haline dönüştürürler, daha sonra bunlar satılır ve bir kısmı alacağa bir kısmı da hemen nakde dönüşür. Satıcılara ve personele ödemeler böylece yapılabilir (Aksoy, 1993: 5).

Eğer işletme banka kredisi kullanmışsa yani çalışma sermayesini finanse etmişse o zaman faiz ve anapara ödemelerini gene satışlarını izleyen dönemlerde yapacaktır. Alacaklarının tahsil edilebilirliği burada önem arz etmektedir. Bunun yanında gene işletmeye borç para verenler, ortaklar da çalışma sermayesi ile ilgilidirler. Borç verenlerin paraları gene satışlara ve alacakların tahsiline bağlı ödenecektir. Aynı zamanda ortaklara dağıtılması düşünülen kar payı da işletmede belli bir miktar nakit bulundurulmasını gerektirecektir. Devlete ödenecek vergiler içinde aynı şey söz konusudur.

İşletmenin bir sistem olduğu ve sistemi oluşturan alt unsurların bulunduğu hatırlanacak olursa, çalışma sermayesi ve sabit sermaye unsurları sistemin birer parçasıdır. Bu sistemdeki unsurlar arasında ilişki bulunup, unsurlar birbirini etkilemekte ve sürekli dengeye gelmektedirler.

#### 1.3.5. Çalışma Sermayesinin Finansmanı

Çalışma sermayesi yönetiminin bir yönü de dönen varlıkların finansmanı ile ilgilidir. Çalışma sermayesinin finansmanı, işletmenin toplam finansman politikasının bir parçasıdır ve uzun vadeli finansman politikası ile de yakından ilgilidir (Aksoy, 1993: 23).

Finansal yönetimde bir kural olarak finansman kaynaklarının süresi ile bu kaynakların kullanım yerlerinin zaman bakımından uygun olması gereklidir (Büker v.d., 1997: 156). Finans yöneticilerinin çoğu, varlıkların ve borçların vadelerini eşleştirmeye çalışır (Brealey v.d., 1995: 494). İşletmenin kısa vadeli varlıkları kısa vadeli fonlarla, uzun vadeli varlıklarını da uzun vadeli fonlarla finanse edilirse vadeler eşleştirilmiş olur.

Çalışma sermayesinin bir bölümünün, mevsimlik hareketlerinin etkisiyle veya yönetimin izlediği politikalar sonucu (daha fazla veya az emniyet stoku

tutma, istikrarlı üretimde bulunma ve diğer işletmelerle daha etkili rekabet edebilmek için örneğin kredili satışlarda vadenin uzatılması gibi) dalgalanma göstermesi; diğer bir bölümün değişmez, sabit bir yatırım niteliğinde olması, işletmeleri, çalışma sermayesi finansmanında çeşitli seçeneklerle karşı karşıya bırakmaktadır (Akgüç, 1998: 218).

Eğer işletme kısa vadeli varlıklarını yani çalışma sermayesini, uzun vadeli kaynaklarla finanse etmeye çalışırsa; bundan işletmenin karlılığı olumsuz etkilenecektir. Çünkü çalışma sermayesi unsurları kısa sürede paraya çevrileceği için elde fazladan likit bulunacak ve bunlar işletmede atıl fon diyebileceğimiz verimsiz fonları meydana getirecektir.

Çalışma sermayesi unsurlarının finansmanı sadece kısa vadeli kaynaklarla yapılmaz. Çoğu işletmenin net çalışma sermayesi vardır ve bu uzun vadeli kaynaklarla finanse edilir. Net çalışma sermayesi süreklilik gösterdiğinden bu durum vade uygunluğu ilkesinin de bir uzantısıdır (Brealey v.d., 1995: 495).

İşletmenin karlılık, risk ve likitide durumları birlikte ele alınarak çalışma sermayesini oluşturan varlıkların finansmanına gidilmesi gerekir (Aksoy, 1993: 23). Buna göre her işletmenin kendine özgü bir çalışma sermayesi finanslama stratejisi ortaya çıkar. Atılgan, tutucu ve dengeli olarak adlandırılan bu üç tür çalışma sermayesi finanslama stratejisi işletmeleri hedefledikleri likitide, risk ve karlılık düzeyine ulaştırır (Pinches, 1986: 504).

#### **1.3.5.1. Çalışma Sermayesinin Dış Kaynaklardan Karşılanması**

Çalışma sermayesi, işletme dışındaki kişi ya da kuruluşlardan faiz karşılığında belli bir süre kullanılıp geri ödenmek üzere alınan fonlardan finanse edilebilir. (Aksoy, 1993: 23). Bu dış kaynakların çeşitliliği, işletmenin içinde bulunduğu ülkenin sermaye ve para piyasalarındaki gelişmişliğine bağlıdır.

Özellikle bankalardan alınan kısa ve uzun vadeli krediler, çıkarılan finansman bonoları ve tahviller ve ticari ilişkilerden ortaya çıkan krediler ve avanslarda dış kaynaklar arasında yer alır.

### 1.3.5.2. Çalışma Sermayesinin İç Kaynaklardan Karşılanması

İşletme, kendi faaliyetleri sonucu oluşturduğu fonlar yoluyla da çalışma sermayesini finanse edebilir. Bu kaynakların arasında karlar, amortismanlar ve nakit akımının hızlandırılması yer almaktadır.

#### 1.3.5.2.1. Çalışma Sermayesinin Karlarla Finanse Edilmesi

Bu kaynakların en başında işletmenin bir dönem içinde elde ettiği karı gelmektedir. Daha sonra işletmede bırakılan yedekler ve karın dağıtılmayan kısmı oto finansman kaynağı olarak çalışma sermayesinin finansmanında kullanılabilir. İşletme faaliyetleri karla ya da zararlarla sonuçlanabilir. Buna göre işletmenin öz kaynakları artabilir veya azalabilir. Eğer işletme faaliyet dönemi kar ile sonuçlandırmışsa bu karı, yeni yatırımlarda kullanılabilir, ortaklara dağıtılabilir veya işletmede bırakıp çalışma sermayesi finansmanında kullanılabilir.

Otofinansman yoluyla çalışma sermayesinin finansmanı en sağlam finansman seçeneklerinden birisidir.

#### 1.3.5.2.2. Çalışma Sermayesinin Nakit Akımının Hızlandırılması Yoluyla Finanse Edilmesi

Nakit akımı, işletmenin kasasında başlayıp yine kasasında sona eren bir akımdır. Nakit akımının hızlandırılması veya nakit dönüşüm süresinin kısaltılması yoluyla da ek bir fon kaynağı ortaya çıkarmadan çalışma sermayesi finanse edilebilir. Bu akım ne kadar hızlı olursa işletme o kadar çok fon yaratmış gibi gözükür. Ayrıca, nakit akımının kısa ve uzun süreli olması da çalışma sermayesini etkilemektedir (Aksoy, 1993: 26).

İşletmenin amacı, faaliyetlerini aksatmadan sürdürerek sonuca ulaşmaktır. Nakit dönüşüm süresi uzun olduğunda aynı faaliyeti yürütebilmek için işletmeye daha fazla kaynak gerekecektir. Bu durumda işletmenin daha fazla maliyet altına girmesine neden olacaktır (Aksoy, 1993: 28). Nakit dönüşüm süresinin

kısaltılması ile üretimin aksamadan sürdürülüp sonuca ulaşılması kaynak ihtiyacını azaltacaktır. Nakit akımlarının hızlandırılması kaynaklardan tasarruf yoluyla işletmede karlılığın artmasına olumlu katkı da sağlayacaktır. Bu nedenle işletme, mümkün olduğunca nakit akımlarını hızlandırarak kaynak ihtiyacını azaltmaya çalışmalıdır.

#### 1.3.5.2.3. Çalışma Sermayesinin Amortismanlarla Finanse Edilmesi

Çalışma sermayesinin finanse edilmesi amortismanlar yoluyla da olabilir. Amortisman, bir varlığın öngörülen hizmet süresi boyunca artık değerinden sonraki elde edilme maliyetinin dönemlere dağıtılmasıdır (TMS, 1997: 122). Buna göre amortismanlar, nakit çıkışı gerektirmeyen bir gider unsurudur. Ve işletmeden fiili olarak bir fon çıkmamış olduğu halde bir gider yazıldığı için bir nakit tasarrufu sağlamış olurlar.

Duran varlıklar, mamul üretim sürecinde kullanılır ve üretim sürecinin alt yapısını oluştururlar dolayısıyla mamul maliyetleri içerisine amortisman unsuru da dahil edilir. Çünkü bu varlıkların mamulün üretilmesindeki katkılarını sağlayacak ve aynı zamanda bu varlıkların yıpranma, aşınma gibi durumlarını gösterecek bir sisteme ihtiyaç vardır ki bu sistem amortisman uygulamasıdır.

İşletmenin ürettiği mamule ilişkin satış fiyatı, amortismanları da içeren maliyetler artı kardır. Mallar satıldığında satış bedeli ile birlikte maliyet unsurları dolayısıyla amortisman karşılıkları da nakit para olarak hemen kasaya dönmüş olacak ya da alacaklara bağlanarak vadesinde tahsil edilerek kasaya para olarak girecektir (Aksoy, 1993: 28-30). Böylece çalışma sermayesinin bir kısmı bu yolla finanse edilebilecektir.

#### 1.3.6. Çalışma Sermayesi Yönetiminin Temel Amaçları

Çalışma sermayesi yönetiminin temel özelliklerini ve önemli noktalarını belirttikten sonra çalışma sermayesinin temel amaçlarını üç noktada özetleyebiliriz (Aksoy, 1993: 6):

- ✓ Yatırımlardan sağlanacak getirilerin işletmenin sermaye unsurlarının maliyetinden büyük ya da ona eşit olabilmesi için, dönen varlıkları işletme değerinin artırılması için yönetmek,
- ✓ Dönen varlıkların finansmanında kullanılan sermayenin maliyetini minimize etmek,
- ✓ İşletmenin vadesi gelmiş yükümlülüklerini karşılayabilmesi için, dönen varlıkların borçlarla sağlanan fonları ödemeye yeterli olması açısından fon akışlarını kontrol etmektir.

Bu genel çalışma sermayesi amaçlarını belirledikten sonra her işletmenin kendisine ait bir de çalışma sermayesi politikası belirlemesi gerekecektir. Belirlenecek bu çalışma sermayesi politikası şu sorulara ilişkin kararları kapsar:

- Dönen varlıklara ne kadar yatırım yapmalıyız?
- Bu yatırımı nasıl finanse etmeliyiz?

Tipik bir işletmenin sermayesinin yaklaşık yarısına yakını dönen varlıklara yatırılmaktadır. Dolayısıyla, bu sorulara doğru cevaplar işletmenin karlılığı için hayati önemdedir (Brigham, 1996: 292). İşletme, çalışma sermayesi politikasını belirlerken toplam olarak dönen varlıklara ve her dönen varlık kalemine ne kadar yatırım yapacağını kararlaştırmalıdır. Ayrıca dönen varlıklar içerisindeki kalemlerden kasa, pazarlanabilir menkul kıymetler, alacaklar ve stoklar üzerinde dikkatle durması gerekir. İşletme, buralara ne kadar fon bağlayacağını kısa vadeli planları içerisinde düşünmelidir.

Dönen varlıklara ne kadarlık yatırım yapılacağını yanı sıra bunun hangi kaynaklardan finanse edileceğinin de cevaplanması gerekir. İşletme yönetiminin, bu sorulara vereceği cevaplar aynı zamanda etkin bir çalışma sermayesi yönetiminin belirleyicisi olacak ve işletmenin başarısında veyahut başarısızlığında anahtar bir rol oynayabilecektir.



## 1.4. ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN BİR ARACI OLARAK ORAN ANALİZLERİ

Çalışma sermayesi yönetiminin iki temel sorusuna yanıt arayan işletme yöneticileri mevcut dönen varlık yapılarıyla, miktarıyla ve finansmanı ile ilgili bilgilere ihtiyaç duyarlar. Kuşkusuz bu bilgilerin elde edileceği kaynak muhasebe sistemi ve mali tablolar olacaktır.

İşletmelerin mali tablolarında sunulan veriler, yöneticilerin işletmenin çalışma sermayesi hakkında bir fikre sahip olmalarını sağlar. İşletmenin mali tablolarında sunduğu veriler ham verilerdir ve bunların anlamlı hale getirilip yorumlanması halinde finansal bilgi kullanıcıları tam bir fikre varabileceklerdir.

### 1.4.1. Çalışma Sermayesi Yönetiminde Finansal Analizin Yeri

İşletme yöneticileri, çalışma sermayesini yönetirken işletmenin mali tablolarına dayanarak birçok kararlar alırlar. Mali tablolardaki ham bilgileri çeşitli teknikleri uygulayarak karar almada kullanılacak veri haline dönüştürürler. Muhasebede bu sürece finansal analiz adı verilir.

Çalışma sermayesinin işletme için yeterli olup olmadığının belirlenmesinde, ihtiyaç duyulan çalışma sermayesini belirlemede ve çalışma sermayesinin verimli kullanılıp kullanılmadığı hakkındaki tüm veriler finansal analiz yoluyla belirlenebilir.

Dikey yüzdeler analizi ve likitide oranları kullanılarak işletmedeki çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığı belirlenebilir. İşletmenin geçmiş verilerinden yararlanarak ihtiyacı olabilecek çalışma sermayesi yatay analiz ve trend analizi yoluyla belirlenebilir. Çalışma sermayesinin verimli kullanılıp kullanılmadığı ise devir hızı oranlarındaki değişimler yoluyla belirlenebilir. Sonuçta finansal analiz yöneticiler tarafından çalışma sermayesinin yönetiminde kullanılan yararlı bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır.

Mali tablolardan elde edilen verilerin birbirleri ile olan ilişkilerinin anlamlı olarak ifade edilmesi ve yorumlanmasına oran analizi adı verilir. Mali tablolardaki kalemler arasında ilişkiler çok sayıda olacağı için birçok oran

hesaplanabilir (Bektöre v.d., 1995: 240). Finansal analiz içerisinde kullanımı en kolay teknik olan oran analizleri analistlerin bir çok ihtiyacına cevap verebilecek derecede geniştir. Büyük miktardaki finansal verileri özetlemek ve işletmelerin performanslarını karşılaştırmak için uygun bir araçtır (Brealey v.d., 1995: 439). Oran analizleri, bir işletmenin tek bir yılına ve birden çok yılına ait analizlerde ayrıca farklı işletmeler arasındaki karşılaştırmalarda kullanılabilir.

Oran analizlerinden başta işletme yönetimi olmak üzere, ortaklar, çalışanlar, yatırımcılar, müşteriler, işletmeye girdi sağlayanlar ve kredi verenler yararlanmaktadır (Çömlekçi, 1990: 17). Kredi verenler açısından verilen kredinin nedenli risk altında olduğunu ortaya koymada ve en önemlisi kredinin geri dönmeme ihtimalinin olup olmadığını belirlemeye çalışmada muhtemel riskleri önceden görmek için gereken tedbirlerin alınmasında finansal oranlardan yararlanılabilir (Özer, 1997: 758).

Finansal oranlar başlangıçta muhasebeciler ve analistler tarafından gelecekteki finansal değişiklikleri öngörmek, kar marjıyla beklenen satışları çarpmak yoluyla gelecekteki karı tahmin etmek için kullanılmıştır. Daha sonraları, araştırmacılar tarafından kullanılan istatistiksel modellerde başlıca şirket başarısızlığı tahmini, kredi derecelendirmesi, riskin değerlendirilmesi ve ekonomik hipotezleri test etmek gibi amaçları gerçekleştirmeye yaramaktadır (Barnes, 1987: 449).

Oranlar, mali tablolardaki kalemler arasında oluşturulan ilişkiler yoluyla ortaya çıkmaktadır. Buna göre oranlar, Likidite, Finansal Yapı, Verimlilik ve Karlılık oranları olmak üzere dört ana grupta toplanmıştır.

Likidite oranları, işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünü ölçen oranlardır. Çalışma sermayesi yönetiminde en çok bu oranlar kullanılmaktadır.

Finansal yapı oranları, işletmenin mali yapısını ortaya koyan oranlardır.

Faaliyet (verimlilik) oranları, işletmenin faaliyetlerinin verimliliğini ölçen oranlardır.

Karlılık oranları ise işletmenin satışlarının, varlıklarının ve kaynaklarının karlılığını ölçen oranlardır.

## 1.4.2. Çalışma Sermayesi Yönetiminde Kullanılabilecek Oranlar

Çalışma sermayesi yönetiminde kullanılabilecek oranlar, dönen varlıklar ve kısa vadeli yabancı kaynaklarla ilişkili olan oranlar ile faaliyet (verimlilik) oranlarıdır. Bu oranların dışında karlılık oranlarından brüt kar oranı da çalışma sermayesi yönetiminde kullanılabilecek oranlardan birisidir.

### 1.4.2.1. Cari Oran

Cari oran, dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesi suretiyle hesaplanır.

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Cari oran hesaplanırken, şüpheli alacak karşılığı, alacak senetleri reeskontu, stok değer düşüş karşılığı, menkul değerler değer düşüş karşılığı gibi değer düzeltici hesapların, ilgili dönen varlık kalemlerinden indirilmesi gerekir (Akgüç, 1995: 347). Yani bilanço net değer esasına göre düzenlenmelidir. Böylece dönen varlıklar ve kısa vadeli yabancı kaynaklar doğru bir şekilde hesaplamaya katılabilir.

Cari oranın hesaplanmasındaki amaç; işletmenin kısa süreli borçlarını ödeme gücünü ölçmek ve net çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığını ortaya koymaktır (Akgüç, 1991: 118). Cari oran, bilançoda gösterilmiş yükümlülükleri değer biçmede yaygın olarak kullanılan bir orandır. Olumsuz bir durumda borç verenlerin güvenilirliğini dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki ilişkiyle gösteren bir orandır (Helfert, 1997: 99). İşletmenin borç ödeme gücünü genel olarak gösteren iki gösterge vardır. Bunlardan biri işletmenin net çalışma sermayesi, diğeri de cari orandır. Eğer cari oran 1'den büyükse işletmenin matematiksel zorunluluk olarak net çalışma sermayesi de bulunur. Fakat eğer cari oran 2'nin üzerinde ise işletmenin borç ödeme gücü

çok kuvvetlidir ve kredi verecekler için bir güvence teşkil eder. Cari oran işletmenin borç ödeme gücünü net çalışma sermayesine göre daha iyi gösteren bir ölçüdür. Standart olarak sanayi işletmeleri için cari oranın 2/1 olması istenir.

Kredi verenler açısından bu oranın yüksek olması lehte yorumlanırken, işletme ortak ve yöneticileri ile işletmeye yatırım yapacak olan kişiler açısından ise elde gereksiz nakit ya da benzeri değerlerin tutulması nedeniyle verimliliği olumsuz yönde etkileyeceği için olumsuz yorumlanır (Özer, 1995: 761).

Cari oran hesaplanırken tüm dönen varlıkların aynı yapıda likit olduğu varsayılmaktadır. Bu varsayıma göre hazır değerler ve stoklar aynı seviyede likidite özelliği taşımaktadır. Diğer bir deyişle kısa vadeli borçların karşılanmasında stoklar hazır değerlerle aynı şekilde kullanılabilir (Erol, 1991: 55). Bu varsayım pratik olmaktan uzaktır ve cari oranın olumsuz yönlerinden biridir. Çalışma sermayesi yönetiminde bu hususlar yönetici tarafından göz önünde tutulmalı ve sadece cari orana bağlı kalmamalıdır.

#### 1.4.2.2. Likidite Oranı (Asit-Test Oranı)

Likidite oranı, dönen varlıklardan stokların çıkarılmasıyla bulunan tutarın, kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesiyle hesaplanır. Değerleme karşılığı olarak stok değer düşme karşılığı varsa, formülün payında stokların bu karşılık düşüldükten sonraki net değerinin yer alması gerekir.

Dönen Varlıklar - Stoklar

$$\text{Likidite Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar - Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Likidite oranı, paraya çevrilmesi daha uzun bir süreyi gerektirecek dönen varlık kalemlerinin, dönen varlık toplamından çıkarılması suretiyle bulunacak büyüklük ile, kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki ilişkiyi ölçmektedir (Akdoğan ve Tenker 1994: 532). Likidite oranı başka bir biçimde hazır değerler ile süratle paraya çevrilebilecek değerler toplamının kısa vadeli yabancı kaynaklara oranlanmasıyla da hesaplanabilir. Bu formül ile hesaplanan oran her

zaman yukarıdaki formül ile hesaplanan oranı vermeyebilir. Hazır değerler, kasa banka ve diğer nakit benzeri değerlerden ile süratle paraya çevrilecek değerler ise menkul kıymetler ile alacaklar toplamından oluşur (Akdoğan ve Tenker 1994: 532). Bunun yanında dönen varlıklardan stokların yanında Gelecek dönem giderleri de çıkarılmalıdır.

Bazen stokların bir kısmının eskimleri sonucu, bir kısmının da su istimal yüzünden mevcut olmaması nedeniyle, nakde dönüştürülmesi kolay değildir. Bu potansiyel sorunlar nedeniyle, likidite oranı, stoklara güvenmeksizin cari borçların her lirası için işletmenin cari varlıklarından kaç lira yaratacağını görmek için stokları hesaplama dışı tutmaktadır (Kolb ve Rodriguez, 1996; 34). Bundan dolayı likidite oranı, çalışma sermayesi yönetiminde dikkatle üzerinde durulan bir orandır.

Likidite oranı, işletmenin satışlarının bir an için tamamen durması veya önemli derecede yavaşlaması halinde işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü ölçen bir orandır (Akıncı, 1995: 259). İşletmenin her 1 TL'lik kısa vadeli borcuna karşılık, stoklar hariç, kaç liralık dönen varlığı olduğunu gösterir. Oranın 1 / 1 olması genel kabul görmüştür.

Likidite oranı, cari oranı tamamlayan ve daha anlamlı bir hale getiren orandır. Likidite oranı adından da anlaşılacağı gibi, işletmenin likiditesini daha hassas bir biçimde ölçer ve işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünü cari orana göre daha iyi gösterir. Aynı zamanda likidite oranı, cari orana göre işletmenin çalışma sermayesinin kalitesi hakkında daha anlamlı bilgiler verir ve çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığını daha hassas gösterir.

#### 1.4.2.3. Nakit Oranı (Disponibilite Oranı)

Bu oran, para ve benzeri değerlerin kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesiyle hesaplanır.

$$\text{Nakit Oranı} = \frac{\text{Hazır Değerler}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Para ve benzerlerine, kasa mevcudu, bankalardaki vadesiz mevduat, para ve sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde her an pazarlanabilir serbest menkul değerler (finansal varlıklar) dahil bulunmaktadır (Akgüç, 1995: 355).

İşletmenin elindeki mevcut hazır değerleri ile kısa vadeli borçların ne ölçüde karşıladığını ölçmede kullanılan bir orandır. Başka bir deyişle işletmenin acil para durumunu yansıtır (Akdoğan ve Tenker 1998: 606). Nakit oranı işletmenin likiditesini ölçmede cari ve likidite oranına göre en hassas orandır. Bu nedenle birinci likidite oranı olarak da adlandırılmaktadır. Sanayi işletmeleri için bu oranın 0.20 seviyelerinde olması istenir (Özer, 1995: 764).

#### 1.4.2.4. Alacak Devir Hızı ve Alacakları Ortalama Tahsilat Süresi

Alacak devir hızı oranı, belirli bir dönemdeki kredili satış tutarının, hesap dönemi sonundaki ticari alacaklar tutarına veya aylık ortalama ticari alacak miktarına bölünmesiyle elde edilir.

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ticari Alacaklar}}$$

Alacak devir hızı hesaplanırken kredili satışların yerine net satış rakamı da kullanılabilir. Fakat böyle bir kullanım halinde oran, tam olarak doğru hesaplanmış olmaz. Alacakların devir hızı, alacakların tahsil ve tedavül yeteneğini gösteren önemli bir orandır. Ticari alacakların kalitesi ve likiditesi hakkında bir yargıya ulaşmak istenildiğinde başvurulan bir orandır (Akdoğan ve Tenker, 1994: 429). Yüksek çıkması işletmenin alacaklarını kısa bir sürede tahsil edebildiğini, düşük çıkması ise alacakların tahsilinde bazı sorunların olduğunu gösterir.

Ortalama tahsilat süresi ise kısa yoldan aşağıdaki şekilde hesaplanır.

365

$$\text{Ortalama Tahsilat süresi} = \frac{\text{Alacak Devir Hızı}}{\text{Alacak Devir Hızı}}$$

İşletmenin kredili satışlarında müşterilerine tanıdığı ortalama vadeyi gösterir. Bu oran senetli ve senetsiz ticari alacakların ne kadar sürede paraya çevrilebileceğini gün olarak belirtir (Bektöre v.d., 1995: 252). Sürenin kısalması işletmenin lehinedir ve çalışma sermayesi yönetiminin verimli ve etkin bir şekilde yönetildiğini gösterir. Sürenin uzaması alacakların daha uzun bir süre içerisinde paraya dönüştüğünü veya işletmenin daha uzun süre müşterilerini finanse ettiği anlamına gelir.

#### 1.4.2.5. Stok Devir Hızı ve Stokları Ortalama Tutma Süresi

İşletmelerde stok yapılarının farklılığı nedeniyle stok devir hızı oranını ticari ve üretim işletmeleri açısından ayrı olarak incelememiz daha uygun olur.

Ticari işletmelerde, stok devir hızı, işletmede bulunan stokların – ticari malların- ne kadar hızla satışa çevrildiğini gösteren bir orandır. Satılan mal maliyetinin ortalama stok miktarına bölünmesi suretiyle hesaplanır.

Satılan Ticari Mallar Maliyeti

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satılan Ticari Mallar Maliyeti}}{\text{Ortalama Stok}}$$

Bütün bir faaliyet dönemine ait ortalama stok rakamı her zaman için mevcut olmayabilir; bu takdirde stok devir hızı şöyle hesaplanabilir.

Satılan Ticari Mallar Maliyeti

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satılan Ticari Mallar Maliyeti}}{(\text{D.Başı Stoku} + \text{D.Sonu Stoku}) / 2}$$

Eğer dönem başındaki ve dönem sonundaki stok rakamları, ortalama stok rakamlarını ifade edebiliyorsa, yani yıl içinde stoklarda fazla bir dalgalanma olmuyorsa stok devir hızı yukarıdaki gibi hesaplanabilir. Dolayısıyla işletme sermayesinin etkin bir şekilde yönetilip yönetilmediğinin saptanmasında rahatlıkla kullanılabilir. Fakat hesap döneminde özellikle mevsimlik hareketlerin

büyük dalgalanmalar oluyor ve stokların aşırı derecede yüksek veya düşük olduğu dönemlerde bilanço düzenleniyorsa bu durumda bu şekilde hesaplanan ortalama stok bir anlam ifade etmeyecektir (Akgüç, 1995: 370).

Faaliyet dönemi içinde stok miktarı dalgalanmalar gösteriyorsa, her ay sonundaki stok tutarının basit aritmetik ortalamasının alınmasıyla ortalama stok hesaplanabilir. Satılan malın maliyeti gerçek olarak tespit edilemediği takdirde, net satış hasılatının ortalama stoklara bölünmesi yoluyla da stok devir hızı hesaplanabilir.

#### Net Satışlar

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Stok}}$$

Stok devir hızı böyle hesaplandığında, pay satış fiyatı ile, payda maliyet bedeli ile farklı şekillerde değerlendirildikleri için tutarlılık kaybolmakta ve stok devir hızı hata payı taşımaktadır.

Stok devir hızının yüksek olması, genellikle işletmenin daha fazla kar elde etmesine olanak verdiği gibi, daha az sermayenin stoklara yatırılmış olduğunu ifade eder. Diğer koşullar aynı kalmak üzere, stok devir hızı yüksek olan bir işletme, daha fazla rekabet olanağına sahiptir; rekabette daha avantajlı durumdadır. Böyle bir işletme daha düşük bir fiyatla mal satarak satış hacmini genişletebilir ve kar marjı düşük olsa bile daha yüksek düzeyde kar sağlayabilir (Akgüç, 1991: 132). Fakat her zaman stok devir hızının artması yüksek bir kar elde etme sonucunu doğurmaz. İşletme kardan fedakarlık ederek satış hacmini genişletmiş olabilir veya satış hacmindeki artıştan daha hızlı olarak, işletmenin üretim maliyeti, yönetim ve satış giderleri artabilir. Böyle durumlarda, stok devir hızının artmış olmasına karşın işletme daha düşük bir faaliyet karı elde edebilir.

Üretim işletmelerinde, hammadde, yarı mamul ve mamul stokları olmak üzere üç tür stok mevcuttur. Bu üç tür stok için ayrı ayrı stok devir hızı hesaplanabilir. Bir işletme birden çok mamul mal üretiyorsa, her bir mal için stok devir hızı farklı olabilir. Bu nedenle çeşitli mallar veya mal grupları için ayrı ayrı stok devir hızları hesaplanması yararlıdır. Stok devir hızlarının farklı olması, üretim planlamasında hangi malların üretimine ağırlık verilmesi konusunda yöneticilere ışık tutabilir.



Stok tutma süresi ise, ortalama stokların günlük satılan malın maliyetine bölünmesi ile bulunur.

$$\text{Stok Tutma Süresi} = \frac{\text{Ortalama Stok}}{\text{Günlük Satılan Malın Maliyeti}}$$

Günlük satılan malın maliyeti ise yıllık satılan malın maliyetinin 365'e bölünmesi ile bulunur (Brealey v.d., 1995: 492). Bu oran stokların satılmadan önce ne kadar süre işletmede kaldığını gün olarak gösterir. Düşük çıkması işletmenin lehinedir. Yüksek çıkması halinde işletmenin stoklarını satışa çeviremediği anlaşılır.

#### 1.4.2.6. Nakit Devir Hızı

Bu oran, net satışların hazır değerlere bölünmesiyle bulunur.

$$\text{Nakit Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Hazır Değerler}}$$

Oranda nakit terimi yerine hazır değerler ifadesi kullanılmıştır. Muhasebe Uygulama Genel Tebliği içerisinde Kasa, banka, alınan çekler, pullar ve kuponlar gibi kalemlerin belli bir dönemde satış hasılatı ile ne kadar sürede karşılandığını gösteren bir orandır (Akdoğan ve Tenker, 1998: 623). Dolayısıyla nakit kavramı yerine hazır değerler kavramının kullanılması yanlış olmaz. Nakit devir hızının yükselmesi işletme açısından olumlu karşılanır. İş yapma güdüsü ile işletmede tutulacak hazır değerlerin saptanmasında yardımcı bir orandır.

#### 1.4.2.7. Borçları Ödeme Hızı ve Borçları Ortalama Ödeme Süresi

Ticari borçları ödeme hızı, satılan malın maliyetinin ticari borçlara bölünmesi suretiyle hesaplanır.

$$\text{Borçları Ödeme Hızı} = \frac{\text{Satılan Malın Maliyeti}}{\text{Ticari Borçlar}}$$

Ticari borçları ödeme hızı, işletmenin senetli ve senetsiz ticari borçlarını ne kadar süratte ödeyebildiğini gösterir. Yüksek çıkması kredi verenlerin lehine bir durumdur. Çalışma sermayesi yönetimini olumlu yönde etkiler.

Ticari borçları ödeme süresi, ortalama ticari borçların günlük satılan malın maliyetine bölünmesiyle elde edilir.

$$\text{Borçları Ödeme Süresi} = \frac{\text{Ortalama Ticari Borçlar}}{\text{Kredili Alımlar (Günlük Satışların Maliyeti)}}$$

Kredili alımların bilinmemesi halinde satışların maliyeti kullanılabilir. Günlük satışların maliyeti ise yıllık satılan malın maliyetinin 365'e bölünmesi ile bulunur (Brealey v.d., 1995: 492). Bu oran işletmenin kredili mal alımlarında satıcılara ortalama borçlanma süresini gösterir. Bu oran gün olarak ifade edilir ve uzaması işletmenin lehinedir.

#### 1.4.2.8. Ticari Oran (Nakit Dönüşüm Süresi)

Ticari oran yukarıda sözünü ettiğimiz bazı oranların birleştirilmesiyle elde edilmiş bir orandır ve Richards ve Laughlin 1980 yılında nakde dönüşme süresinin, işletmenin kısa dönemli finansal durumunu belirlemede kullanılması gerektiğini savunduğu çalışmasından uyarlanmıştır (Cote ve Latham, 1999: 257).

Ticari oran iki şekilde hesap edilebilir. İlk olarak devir hızı şeklinde, "defa , kez" şeklinde yorumlanır ve yüksek çıkması iyi bir durumdur. Bu hesaplama şeklinde ticari oran üç unsurdan oluşmaktadır. Bunlar Alacakların devir Hızı, stok devir hızı ve borç ödeme hızıdır (Cote ve Latham, 1999: 259).

$$\text{Ticari Oran} = \text{Alacak Devir Hızı} + \text{Stok Devir Hızı} - \text{Borç Ödeme Hızı}$$

Diğer hesaplama şeklinde ise ticari oran gün olarak hesaplanır ve düşük çıkması çalışma sermayesinin etkin yönetildiğinin bir göstergesidir. Bu durumda ticari oranı oluşturan unsurlar alacakların ortalama tahsil süresi, stokları ortalama tutma süresi ve borçları ortalama ödeme süresidir (Cote ve Latham, 1999: 259).

$$\begin{aligned} \text{Ticari Oran} = & \text{Alacakların Ortalama Tahsil Süresi} \\ & + \text{Stokları Ortalama Tutma Süresi} \\ & - \text{Borçları Ortalama Ödeme Süresi} \end{aligned}$$

Ticari oran işletmenin nakit dönüş süresini gösterir. Nakit dönüş süresi, işletmenin üretken kaynaklar için nakit harcama dönemi ile harcamaların nakit olarak tahsiline kadar geçen dönemi ifade eder (Erol, 1991: 83). Nakde dönüşme süresi, işletmenin malzemeler için yaptığı ödeme ile tahsilatı arasında geçen süredir. Ticari oran, işletmenin faaliyet döneminden borçlanma süresinin çıkarılmasından başka bir şey değildir. İşletmenin faaliyet süresi alacakların ve stokların dönüş süresini kapsayan bir süredir.



Şekil 3: İşletme Faaliyet Süresi

Nakde dönüşme süresi ise ticari oran yoluyla bulunan süredir ve işletmenin faaliyet süresini kapsar.

Bir işletmenin satın aldığı veya ürettiği malların satılincaya kadar stokta kaldığı gün 30 gün ise, yaptığı kredili satışları sonucu alacaklarının ortalama tahsil süresi ise 40 gün ve ticari borçlarını ödeme süresi de 25 gün ise bu işletmenin nakde dönüş süresi 45 gün olacaktır. Bu demektir ki işletme elindeki bir stoku 45 gün içerisinde tekrar nakde çevirebilmektedir. Anlaşılacağı üzere nakde dönüşme süresinin kısa olması veya azalması işletme için iyiye işarettir. Başka bir deyişle çalışma sermayesinin etkin ve verimli bir şekilde yönetildiği söylenebilir.

#### 1.4.2.9. Stokların Net Çalışma Sermayesine Oranı

Bu oran stokların net çalışma sermayesine bölünmesiyle elde edilir.

$$\text{Net Çalışma Sermayesine Oranı} = \frac{\text{Stokların}}{\text{Net Çalışma Sermayesi}}$$

Bu oran net çalışma sermayesinin ne kadarının stoklara bağlandığını gösterir. Oranın önemi stok seviyesini ölçmesinden gelir. Yönetim bu oranı yakından izlerse fazla stokların birikmesini önleyici önlemleri zamanında alabilir (Yalkın, 1989: 262). Çoğu zaman yöneticiler yüksek stok devir hızının olması halinde stok seviyelerinin de normal olduğunu düşünürler. Aslında stok devir hızı yüksek olsa bile eğer bu oran tatminkar değilse işletmedeki stok seviyelerinin yüksekliğine ve ihtiyaç fazlası stokların biriktiğine bir işarettir.

Finansal başarısızlıkta yanlış uygulanan stok politikaları bir etkindir. Stoklar bir çok işletmenin mali krizlere düşmelerine neden olmuştur. Stoklar genellikle kısa vadeli borçlar yoluyla elde edilir. Eğer bu stoklar çok fazla artırılmışsa satışların ve fiyatların düşmesi durumunda işletme kısa vadeli borçlarını karşılayamayacağından, gereksinme duyduğu fonları sağlamak için bu stokları zarar ile paraya çevirecektir (Yalkın, 1989: 262).

#### 1.4.2.10. Dönen Varlıklar Devir Hızı

Bu oran, net satışların dönen varlıklara bölünmesi ile elde edilir.

$$\text{Dönen Varlıklar Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Dönen Varlıklar}}$$

Oranın yüksek olması, çalışma sermayesinin verimliliğinin de yüksek olduğunu gösterir. Diğer taraftan dönen varlıklar devir hızının yüksek olması,

işletmenin duran varlıklarının, toplam varlıklar içindeki payının yüksek olmasından da kaynaklanabilir (Akdoğan ve Tenker, 1994: 434).

Eğer dönen varlık devir hızı düşük ise, işletmede dönen varlıklarda bir aşırılık olduğunu, stok ve alacakların devir hızının yavaş olduğunu veya mali kaynakların geçici yatırımlar için kullanıldığını gösterir. Düşük bir devir hızında çalışma sermayesinin kompozisyonu önem arz etmektedir.

#### 1.4.2.11. Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı

Bu oran net satışların net çalışma sermayesine bölünmesiyle hesaplanır.

$$\text{Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Net Çalışma Sermayesi}}$$

Net çalışma sermayesi devir hızı oranı, işletmenin net çalışma sermayesinin satışlarla yılda kaç kez karşılanabileceğini gösterir (Özer, 1997: 816). Aynı zamanda bu oran, net çalışma sermayesinin yerinde kullanılıp kullanılmadığını, yeterli olup olmadığını, stok ve alacakların devir hızının yüksek olduğu veya stok ve alacakların nispeten az çalışma sermayesine gereksinim gösterdiğini, işletmede kısa vadeli borçlanma yüksekliğini ve cari oranın düşük olduğunu gösterebilir (Akdoğan ve Tenker, 1994: 433).

Bu oran, yüksek çıkarsa net çalışma sermayesinin verimliliğinin yüksek olduğu anlaşılacaktır. Eğer bu oran düşük çıkarsa, işletmenin aşırı net çalışma sermayesine sahip olduğu veya stok ve alacak devir hızının düşük olduğu anlaşılır.

#### 1.4.2.12. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Borçlara Oranı

Bu oran kısa vadeli yabancı kaynakların toplam borçlara bölünmesiyle hesaplanır.

$$\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların} = \frac{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Borçlara Oranı}} \text{ Toplam Borçlar}$$

İşletmenin aktiflerini finanse ettiği yabancı kaynakları içinde kısa vadeli olan yabancı kaynakların ağırlığını ortaya çıkaran bir orandır. İşletmenin ne kadar kısa vadeli yabancı kaynak ağırlıklı çalıştığını gösterir. Genellikle işletmelerin toplam borçları içinde kısa vadeli olan borçları büyük yer kaplar. Ülkemizdeki işletmelerin çoğunda da bu durum gözlenmektedir.

#### 1.4.2.13. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı

Bu oran Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların toplam varlıklara bölünmesiyle hesaplanır.

$$\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların} = \frac{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Varlıklara Oranı} \quad \text{Toplam Varlıklar}}$$

Bu oran işletmenin toplam aktiflerinin yüzde kaçının kısa vadeli yabancı kaynakla finanse edildiğini gösterir. Bu oran aynı zamanda toplam kaynaklar içinde kısa vadeli kaynakların ne kadarlık bir yere sahip olduğunu gösterir.

Oran yüksekse aktifin büyük bir bölümünün kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmiş olduğunu gösterir. Genelde üretim işletmelerinde, oranın, 0,30'dan fazla olmaması arzulanır. Özellikle duran varlıkların kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmesi hiç arzulanmaz. Böyle bir durum negatif çalışma sermayesini belirtir ve işletme faaliyetlerinin sürdürülmesinde üçüncü kişilerin baskısı altına girilmiş olur (Akdoğan ve Tenker, 1994: 420). Toplam varlıkların büyük ölçüde kısa vadeli borçlarla karşılanması işletmenin çalışma sermayesi yönetiminin önemini daha da artırmaktadır. Çünkü kısa vadeli borçlanmanın getirebileceği finansal stres ortamında çalışma sermayesinin yönetimindeki olabilecek büyük yanlışlıklar işletmeyi iflasa kadar sürükleyebilir.

#### 1.4.2.14. Brüt Kar Oranı

Bu oran brüt kar rakamının, net satışlara bölünmesiyle hesaplanır

$$\text{Brüt Kar Oranı} = \frac{\text{Brüt Kar}}{\text{Net Satışlar}}$$

Oran, satılan malların satış fiyatı ile maliyeti arasındaki marjı yansıtan brüt satış karının, net satış hasılatındaki yerinin önemlilik derecesini gösterir. Başka bir ifadeyle net satışların yüzde kaçının brüt satış karı olduğunu belirtir (Akdoğan ve Tenker, 1994: 438).

Bu oran satışların karlılığının tespitinde kullanılan en önemli göstergelerden biridir. Satışların karlılığının düşük olması satışların verimsizliğini gösterecektir (Özer, 1997: 830). Satışlar, çalışma sermayesi yönetimi ve finansal başarısızlıkla doğrudan ilgilidir. Bu nedenle araştırmamızda brüt kar oranından da yararlanılacaktır.

#### 1.4.2.15. Dönen Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı

Bu oran bilançoda dönen varlıklar tutarının toplam aktife bölünmesi yoluyla hesaplanır.

$$\text{Dönen Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

Bu oran, işletmenin toplam varlıkları içerisinde dönen varlıklara yaptığı yatırımın ağırlığını ortaya çıkartır. Başka bir deyişle brüt çalışma sermayesinin toplam varlıklar içerisindeki ağırlığını gösterir. Oranı kullananlara, işletme aktifinin yapısı hakkında genel bir bilgi verir.

Eğer bu oran çok yüksekse brüt çalışma sermayesinin yüksek olduğu, aşırı bir çalışma sermayesinin olabileceği anlaşılır. Bu oranın düşük olması ise çalışma sermayesine az yatırım yapıldığı sonucuna varılır. Her halükârda bu oranı yorumlarken dönen varlıkların kompozisyonuna dikkat edilmesi gerekir. Mesela dönen varlıkların yapısı likit olup bu oran sonuçta düşük olabilir. Önemli olan işletmenin içinde bulunduğu sektöre ve işletmenin türüne göre bu oranı yorumlamaktır.

Bu oranların yanı sıra çalışma sermayesi yönetiminde bir çok orandan yararlanılabilir. Bu oranların bir kısmına ikinci bölümde nakit yönetimi, alacak yönetimi, stok yönetimi ve kısa vadeli borçların yönetimi konusunda değinilecektir.





## BÖLÜM SONU NOTLARI

**YILDIZ, Birol (1999); Finansal Başarısızlığın Öngörülmesinde Yapay Sınır Ağı Kullanımı ve Amprik Bir Çalışma, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kütahya.**

**Türk Ticaret Kanunu**

**Sermaye Piyasası Kanunu**

**Bankalar Kanunu**

**3332 Sayılı Şirket Kurtarma Kanunu**

**İcra İflas Kanunu**

**AKTAŞ, Ramazan (1997); Mali Başarısızlık (İşletme Riski) Tahmin Modelleri, 2. Baskı, Türkiye İş Bankası Yayınları Yayın No 323, Ankara.**

**KAYAR, İsmail (1997); Anonim Ortaklıkta Mali Durumun Bozulması ve Alınacak Tedbirler, 1. Baskı, Mimoza Yayınları, Yayın No 54, Konya.**

**BREALEY, Richards A. vd. (1995); Principles of Corporate Finance, International Edition, Mc Graw Hill Book Company, New York.**

**BERK, Niyazi (1995); Finansal Yönetim, 1. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul.**

**AKGÜÇ, Öztin (1998); Finansal Yönetim, 7. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayını, Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 65, İstanbul.**

**DAĞLI, Hüseyin (1994); "İşletme Başarısızlıkları ve Alınması Gerekli Önlemler", Verimlilik Dergisi, Milli Produktivite Merkezi Yayınları, Sayı 1994/1 Ankara.**

**ŞAHİN, Mehmet (1992), "İşletmelerde Karlılığın Artırılması Koşulları", Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, Cilt 10, Sayı 1-2, Eskişehir.**

**ALTMAN, Edward I. (1993); Corporate Financial Distress: a Guide to Predicting Avoiding and Dealing with Bankruptcy, John Wiley and Sons, New York.**

**SAĞLAM, Necdet (1999); Tekdüzen Muhasebe Sistemi ve Uygulaması, 1. Baskı, Türkiye Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler ve Yeminli Mali Müşavirler Temel Eğitim ve Staj Merkezi Eskişehir Şubesi Yayın No:2, Eskişehir.**

**TÜRMOB, Muhasebenin Temel Kavramları ve Tekdüzen Hesap Planı.**

**TÜRKO, Metin (1978); Döner Sermaye Yönetimi Prensipler ve Analiz,** Atatürk Üniversitesi Yayınları No: 541 İşletme Fakültesi Yayınları No: 73, Erzurum.

**GÜVEMLİ, Oktay (1973); Sanayi İşletmelerinde İşletme Sermayesi ve Analizi,** Türkiye Muhasebe Uzmanları Derneği Yayını, Yayın No:2, İstanbul.

**MÜFTÜOĞLU, M. Tamer (1989); İşletme İktisadı,** Turhan Kitabevi, Birinci Baskı, Ankara.

**SARIASLAN, Halil (1994); Yatırım Projelerinin Hazırlanması Ve Değerlendirilmesi,** 2. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara.

**BRİGHAM, Eugene F. (1996); Fundamentals of Financial Management,** 6 th. Edition, Dryden Press, Chicago.

**AKSOY, Ahmet (1993); İşletme Sermayesi Yönetimi,** 2. Baskı, Gazi Büro Kitabevi, Ankara.

**ERDOĞAN, Muammer (1978); Erzincan Bez Fabrikasının Çalışma Sermayesi Analizi,** Atatürk Üniversitesi Yayını No:540, Erzurum.

**NALÇACI, Münevver (1986); Alacakların Yönetiminde Muhasebe Politikasının Belirlenmesi ve Uygulanması,** Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 210, Eskişehir.

**FİRTH, Michael (1976); Management of Working Capital,** The Macmillan Press Ltd, New York.

**COTE, M.Jane ve Claire Kamm LATHAM (1999); "The Merchandising Ratio: A Comprehensive Measure of Working Capital Strategy",** Issues in Accounting Education, Vol 14, No:2, May 1999.

**AKGÜÇ, Öztin (1995); Mali Tablolar Analizi,** 9. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayını No.16, Muhasebe Enstitüsü Yayın No.64, İstanbul.

**GALLAGHER Timothy J. and ANDREW Joseph D. (1997); Financial Management,** Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey.

**TOSUN, H. Sait (1978); "İşletmelerde Optimal Miktarda Çalışma Sermayesinin Önemi ve Bunu Etkileyen Faktörler",** Adana İktisadi ve Ticari İlimler Fakültesi Dergisi, Yıl 2, Sayı 2, Adana.

- BÜKER, Semih vd. (1997); Finansal Yönetim, 2. Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.**
- ÇABUK, Adem ve LAZOL İbrahim (1998); Mali Tablolar Analizi, 1. Baskı, Vipaş Aş. Bursa.**
- AKDOĞAN, Nalan ve TENKER Nejat (1994); Tekdüzen Muhasebe Sisteminde Mali Tablolar ve Oran Analizi, İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası Yayınları, Yayın No:10; İstanbul.**
- ÖZKOL, Ahmet Erdal (1991) "İşletme Sermayesi Yönetimi ve Küçük İşletmeler", Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 6, Sayı 3, İzmir.**
- AKMUT, Özdemir (1996); "Çalışma Sermayesi Analizi" Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, Cilt 12, Özel Sayı, Erzurum.**
- HYUN-HAN, Shin (1998); " Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability", Financial Practice & Education, Fall/Winter98, Vol 8, Issue 2.**
- KIRKULAK, Berna (1999); "KOBİ'lerin Finansmanı", Kalkınmada Anahtar, MPM Yayını Organı, Mayıs 1999, Ankara.**
- PİNCHES, E George (1986); Essentials of Financial Management, Second Edition, Harper & Row Publishers, New York.**
- TMS, Türkiye Muhasebe Standartları.**
- BEKTÖRE, Sabri vd. (1995); Mali Tablolar Analizi, Birlik Ofset Yayıncılık, Eskişehir.**
- ÇÖMLEKÇİ, Ferruh (1990); "Finansal Kararlarda Kullanılacak Bilginin Mali Analizle Üretilmesi", Eskişehir Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C:8, S:1-2, Eskişehir.**
- BARNES, Paul (1987), "The Analysis and Use of Financial Ratios: A Review Article", Journal of Business Finance & Accounting, Vol.14, No.4, Winter 1987.**
- HELPERT, A. Erich (1997); Techniques of Financial Analysis, Ninth Edition, Irwin, Chicago.**
- AKINCI, Nejat ve ERDOĞAN Necmettin (1995); Finansal Tablolar ve Analizi, 4. Baskı, Barış Yayınları Fakülteler Kitabevi, İzmir.**

**KOLB, W. Robert ve RODRİGUEZ J. Ricardo (1996); Finansal Yönetim** (Çev. Karacan, Ali İhsan), 1. Baskı, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No.35, Ankara.

**AKDOĞAN, Nalan ve TENKER Nejat (1998); Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**, 6. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.

**AKGÜÇ, Öztin (1991); Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi**, 5. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul.

**EROL, Cengiz. (1991); Nakit Akımı Yaklaşımı Yöntemiyle Kredi Değerlendirmesi**, 2. Baskı, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No.167, Ankara.

**YALKIN, Yüksel Koç (1988); Mali Tablolar Analizi**, 4. Baskı, Ankara.

**ÖZER, Mevlüt (1997); Mali Tablolar ve Finansal Analiz**, 2. Baskı, Özkan Matbaacılık, Ankara.



## 2. BÖLÜM

### FİNANSAL BAŞARISIZLIK İLE ÇALIŞMA SERMAYESİ ORANLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

#### 2.1. FİNANSAL BAŞARISIZLIK İLE ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ ARASINDAKİ İLİŞKİ

İşletmeler yaşamları boyunca çeşitli zorluklarla karşı karşıya kalırlar. Karşılaşılan bu zorluklar bazen işletmenin içindeki faktörlerden bazen de işletmenin dışındaki faktörlerden kaynaklanabilir. Bu zorlukların içinde, ekonomide oluşan krizler, mali darboğazlar ve işletmenin yönetiminde ortaya çıkan başarısızlıklar yer alır. Doğal olarak ekonominin tamamında ortaya çıkan bir krizin, bu ekonomiyi oluşturan birimlere yansması kaçınılmazdır. Bazı durumlarda bu darboğazlar kötü bir yönetim ile birleştiğinde işletme, iflasın eşiğine bile gelebilmektedir. Böyle bir durumla karşı karşıya kalan işletme, finansal başarısız bir işletmedir.

İşletmelerin finansal başarısızlığında etkili olan unsurlar incelenecek olursa, hangi nedenden kaynaklanırsa kaynaklansın, işletmenin kısa vadede yaşadığı darboğazların önemli bir yer tuttuğu söylenebilir. Bu darboğazların nedeni ister mali olsun, ister üretim faktörleri ile ilgili olsun işletme için hayati bir önem arz eder. Alınan borçların zamanında ödenmemesi mali bir darboğaza işaretken, üretim faktörlerinin fiyatlarının birden artması veya enerji sıkıntısı çekilmesi üretim faktörlerindeki bir darboğaza işaretir.

İşletmeler bu darboğazların sonucunda, yükümlülüklerini yerine getiremedikleri zaman başarısız sayılırlar. Toplam varlıkları toplam borçlarından daha fazla bile olsa, eğer vadeleri geldiğinde cari yükümlülüklerini karşılayamıyorsa, bu işletmenin teknik olarak başarısızlığa uğradığı kabul edilir ve sorun nakit sıkıntısı olarak ortaya çıkar (Dağlı, 1994: 129). Birinci bölümde de ifade ettiğimiz gibi işletmenin kısa vadeli fonlarının ve varlıklarının yönetimi çalışma sermayesi yönetimi olarak adlandırılır. Çalışma sermayesi, işletmenin günlük faaliyetleri olarak adlandırılan işlemleri yerine getirebilmesi için ihtiyaç duyduğu fon tutarıdır. Eğer işletme yönetimi gereken fon tutarını sağlayamazsa günlük faaliyetlerinde sıkıntı yaşar. Mesela üretiminde aksamalar olabilir, vadesi gelen kredilerini ve personeline olan ücretlerini ödeyemeyebilir. Bu sıkıntının süresi ve şiddetine bağlı olarak da işletme iflasa kadar gidebilir.

Optimalin altında çalışma sermayesiyle faaliyetlerini sürdürmek isteyen işletmeler hızla teknik likitide sınırına ulaşarak borçlarını vadesinde ödeyemez duruma düşerler. İşletmeler bu durumlarını ve teknik likitide bozukluğunu sürdürür ve gerekli önlemleri almazlarsa iflas ederler (Önal, 1995: 107).

Uzun dönemde başarılı olmak, kısa dönemde ayakta kalmaya bağlıdır. Bu düşünceyle hareket eden işletme yöneticileri, işletmenin genel politikasına uygun olarak fonları ihtiyaç duyulan alanlara yatırmalı ve borçlarını rahatça ödeyebileceği bir düzenlemeye gitmelidir. Aksi takdirde işletme mali bir darboğazla karşı karşıya kalabilir.

İşletmeye borç verenler, alacaklarını zamanında tahsil edemezlerse piyasada işletme için olumsuz bir durum ortaya çıkar. İşletme yönetimi bunu göz önünde bulundurarak, zamanında ödeyebileceği şekilde borçlanmaya gitmelidir. Toplam borçları içindeki kısa ve uzun vadeli borçları arasındaki dengeyi, işletmenin genel yapısı ve ekonomideki duruma göre oluşturmalıdır. Tüm bunlar çalışma sermayesi yönetimini ilgilendirir. Aşağıda belirtilen çalışma sermayesi ile ilgili hususlarda işletme yönetiminin uyguladığı politikalar, işletmelerin finansal başarısızlığını doğrudan etkileyecektir:

- Çalışma sermayesi tutarının yeterli olup olmaması,

- Kasa ve bankada optimum düzeyde para bulundurulması veya bulundurulmaması,
- Menkul kıymetlere karlı durumlarda yatırım yapılması veya yapılmaması,
- Alacakların zamanında tahsil edilip edilmemesi,
- Şüpheli alacakların payının düşük olması veya yüksek olması,
- Senetli alacakların payının yüksek olması veya olmaması,
- Teminatlı alacakların çok olması veya az olması,
- Satış politikasına bağlı olarak stoklara yatırım yapılıp yapılmaması,
- İşletme için en uygun stok değerlendirme yönteminin kullanılması veya kullanılmaması,
- Borçların ortalama ödeme süresinin uzun olması veya kısa olması,
- Borçların dağılımının düzenli olması veya olmaması.

Yukarıda sayılanların tamamı çalışma sermayesi yönetiminin başarısı ile ilgili kriterlerdir. Bu kriterlerin kötüye gitmesi işletmenin finansal başarısız olmasında en önemli etkenlerdir.

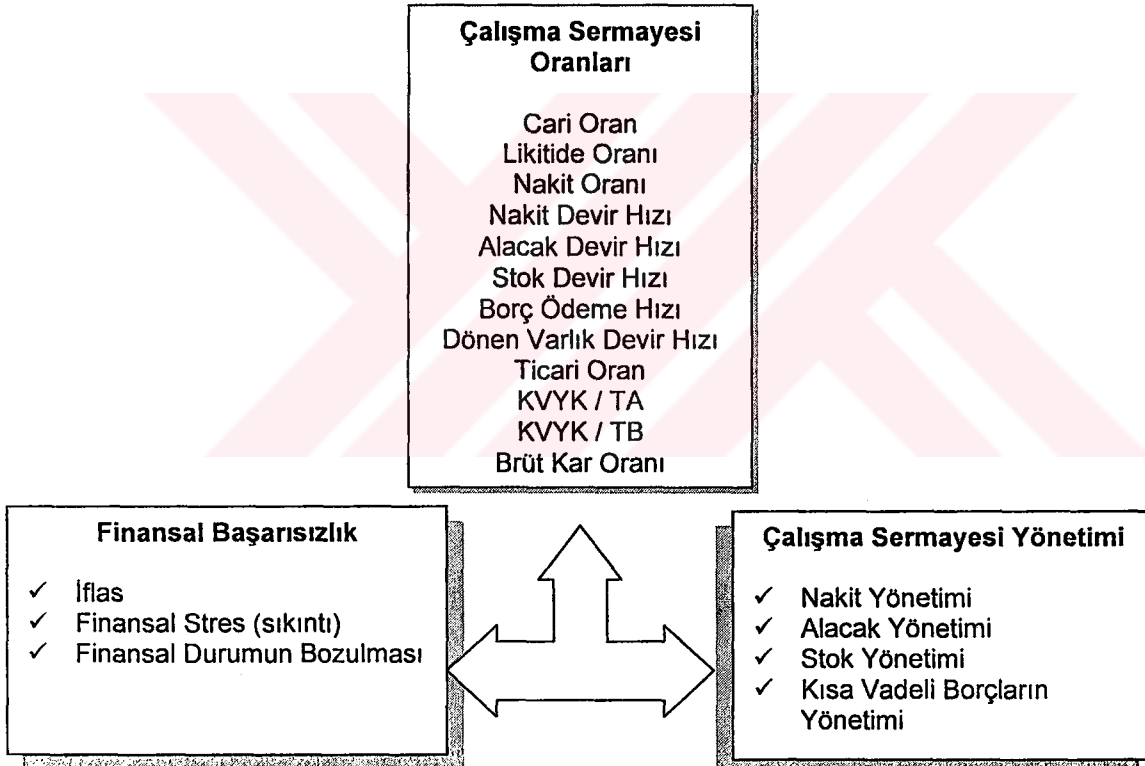
Diğer taraftan çalışma sermayesinin verimliliğinin ise işletmenin başarısında önemli bir etken olduğu ortaya çıkarılmıştır. Özellikle çalışma sermayesi başına düşen net satış rakamının artması çalışma sermayesinin verimli kullanıldığının bir göstergesidir (Richman, 1995: 10). Çalışma sermayesi yönetimi, işletmeyi başarısızlığa götürmeyecek biçimde ve aynı zamanda verimli olmalıdır. Çalışma sermayesi verimli bir şekilde yönetilirse işletmenin karlılığı olumlu yönde etkilenecektir.

## 2.2. ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİNİN İŞLETMENİN GENEL BAŞARISINA ETKİSİNİN ORANLAR YARDIMIYLA İNCELENMESİ

Birinci bölümde de belirttiğimiz gibi, çalışma sermayesinin yönetimi finansal yöneticinin zamanının büyük bir bölümünü almaktadır. Bunun karşılığında çalışma sermayesi unsurları işletmenin amaçları için istenilen doğrultuda yönetilmezse işletmenin sürekliliğini olumsuz yönde etkileyecektir.

Çalışma sermayesi yönetiminin amacı karlılık ve risk arasında arzu edilen dengeye ulaşmak için cari hesapları (varlık ve kaynakları) yönetmektir (Ricci ve Morrison, 1996: 1). İşletmenin sürekliliği için karlılık ve risk arasında uygun bir dengeyi sağlayacak çözümlerden birisi çalışma sermayesinin başarılı bir şekilde yönetilmesidir. Yönetimin yukarıda belirttiğimiz hususlarda aldığı kararlarda başarılı olup olmadığını bu konuda hesaplanan oranlar yoluyla tespit edebiliriz.

Çalışma sermayesi yönetimini daha iyi anlayabilmek ve finansal başarısızlık ile ilişkisini ortaya çıkarabilmek için çalışma sermayesi unsurlarını ayrı ayrı incelemek gereklidir. Buna göre nakit yönetimi, alacak yönetimi, stok yönetimi ve kısa vadeli borçların yönetimi ile finansal başarısızlık arasında bir ilişki kurulacak ve bu konularda hesaplanabilecek oranların işletme yönetimine nasıl yol gösterebileceği açıklanacaktır.



**Sekil 4: Çalışma Sermayesi Yönetimi ve Finansal Başarısızlık Arasındaki İlişkidен Ortaya Çıkan Çalışma Sermayesi Oranları**

### 2.2.1. Nakit Yönetimi ve Finansal Başarısızlık

İşletmelerin genellikle bütün finansal sorunlarının nakit yönetimi ile ilgili problemlerden kaynaklandığı görülmektedir. İşletmelerin hayatta kalma ve



büyüme amacını gerçekleştirebilmek, öncelikle kısa dönemli amaçların gerçekleştirilebilmesine bağlıdır. Kısa dönemli amaçlarda ise karlılık temel amaç olmaktan çıkmış yerini nakit yönetimine bırakmıştır. Gerçektende hiçbir işletme faturalarını ya da ücretlerini karla ödeyemez, başka bir deyişle kar ve nakit kavramları farklı şeylerdir. Nakit Yönetimi, nakit giriş ve çıkışlarını tahmin ederek elde tutulacak nakit miktarını saptamak, nakit giriş ve çıkışları arasında uyum sağlamak, ihtiyaç duyulan fonları uygun koşullarda elde etmek ve nakit mevcudunu en iyi şekilde değerlendirmektir (Dündar, 1996: 25). Nakit yönetiminin işletmelerin karlılık ve süreklilik gibi iki amacını gerçekleştirebilmesi likitide ve karlılık amaçlarının bağdaşmasıyla mümkündür. Nakit giriş ve çıkışlarını iyi tahmin etmek hem işletmenin elinde atıl fon kalmasına engel olacak hem de işletmenin finansal yükümlülüklerini yerine getirecek yeterli nakdi bulundurmasını sağlayacaktır (Dündar, 1996: 25).

Muhasebede tahakkuk esası uyarınca hazırlanan mali tablolara göre, faaliyetleri karlı gözükken işletmeler, nakit sıkıntısı nedeniyle finansal sıkıntıya düşebilirler. Hatta karlı bir işletme, nakit sıkıntısı nedeniyle iflas edebilir. (Erol, 1991: 1). Dolayısıyla iflas etme olasılığının önceden bilinebilmesi ve iflasa neden olan ana faktörlerin ortaya konulabilmesi konunun önemini artırmaktadır.

Nakit ve nakde kolayca dönüşebilen menkul kıymetlerin dönen varlıklar içerisindeki dağılımı, nakit olarak ödenecek borçların toplam borçlar içerisindeki ağırlığına göre önemlidir.

İşletme yöneticileri nakit girişleri ile nakit çıkışlarını karşıtırmalıdır yani nakit akımlarını uyumlaştırmalıdır. Böylece firmaya işlem dengesini minimum düzeyde tutma imkanı sağlanır (Brigham, 1995: 707). Böyle bir uyumlaştırma nakit bütçeleri aracılığıyla gerçekleştirilebilir. Nakit giriş ve nakit çıkışlarındaki uyumlaştırma sonucu çalışma sermayesi yönetiminin etkisi artacak ve işletmenin başarısında önemli bir rol oynayacaktır. Aksi takdirde işletmenin müşterilerinden tahsil edeceği nakitleri ile kredi verenlere yapacağı ödemeler arasındaki bir dengesizlik işletmeyi finansal açıdan sıkıntıya sokacaktır. Böyle bir durum ise finansal başarısızlık durumudur.

Nakit yönetimine ışık tutacak oranlar şöyle sıralanabilir:

- ✓ Nakit oranı,

- ✓ Nakit devir hızı,
- ✓ Nakit akış oranı,
- ✓ Nakit dönüşüm süresi,
- ✓ Hazır değerlerin dönen varlıklara oranıdır.

Disponibilite oranı adını verdiğimiz nakit oranı işletmenin acil para durumunu yansıtmaktadır. Faaliyetlerden sağlanan fon girişlerinin durması ve alacakların tahsil edilememesi durumunda, işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünü gösterir. Cari oran ve likitide oranına göre daha duyarlıdır (Akdoğan ve Tenker, 1998: 606). Nakit oranının çok düşük olması halinde, borçların ödenmesi konusunda işletme bir darboğaza girebilecektir. Fakat alacaklıların hepsinin aynı anda işletmeden alacaklarını tahsil yoluna gitmesi, ve işletmenin de elinde yeterli miktarda fonun olmayışı çok nadir görülen bir durumdur.

Nakit oranının düşük olması ancak nakit devir hızının yüksek olması ile makul karşılanabilir. Satış hasılatı kısa bir sürede nakde dönüşüyorsa işletmenin borç ödeme gücü yükselecektir.

Nakit akış oranı ise işletmenin nakit rezervleriyle toplam borçlarını ödeyebilme gücünü gösterir. Net dönem karı, amortismanlar ve nakit çıkışı gerektirmeyen giderler nakit rezervlerini oluşturmaktadır (İMKB, 1997: 1442). Bu oranın yükselmesi işletmenin borç ödeme kapasitesinin yüksek olduğunu gösterir. Dolayısıyla işletmenin finansal sıkıntı durumuyla karşılaşması beklenmez.

Nakit dönüşüm süresinin kısalması işletmenin faaliyetleri sonucu daha kısa bir sürede nakde ulaşması demektir. Sürenin kısalması işletme için iyiysen bu sürenin uzaması işletmeyi finansal sıkıntıya sokabilir.

Hazır değerlerin dönen varlıklara oranı artarsa, işletmede atıl ve dolayısıyla verimsiz fonların bulunduğu ortaya çıkar. İşletme, yükümlülüklerinin vadesine göre ve ödeme planları yardımıyla kasada ve bankada ne çok az ne de çok fazla nakit bulundurmalıdır. Yönetim, işletme karlılığına olumsuz etki yapmayacak fakat işletmeyi de fazla riske sokmayacak bir düzeyde nakit bulundurmalıdır.

İşletme yönetimi bu oranlar yardımıyla çalışma sermayesini etkin ve verimli biçimde yönetecek kararları zamanında alabilir.

### 2.2.2. Alacak Yönetimi Ve Finansal Başarısızlık

Alacak yönetiminde temel amaç, alacakların işletmenin net şimdiki değerine yapacağı katkının artırılmasıdır. Kredili satışlar, toplam satışları artırarak işletmenin karlılığını olumlu yönde etkiler. Bunun yanında, müşterileri finanse etmenin, bir başka ifade ile alacaklara bağlanan fonların bir maliyetinin olduğu da göz ardı edilmemelidir (Doğukanlı ve Önal, 1994: 84). Kredili satışlar ticari alacakları artırır. Ticari alacak miktarı, bir işletmenin kredi politikasına bağlıdır. İşletme, satışları içerisinde daha fazla kredili satışa yönelip, müşterilerine daha fazla vade tanıdığında ticari alacakları artar (Benninga ve Sarig, 1997:179). Böyle bir politika izleyen işletmenin çok dikkatli olması gerekir. Çünkü işletmede ne kadar çok fazla ticari alacak olursa o kadar fazla şüpheli alacak olma ihtimali artar.

Alacakların yönetimindeki temel amaçlardan biri alacaklardan elde edilecek nakit akışlarını kontrol altında tutmak ve işletmenin likit yapısının korunmasını sağlamaktır. Vade bitiminde alacakların çoğunun tahsil edilememesi işletmenin nakit durumunda hızlı bir bozulmaya neden olabilir. Çünkü işletmedeki nakit-stoklar-alacaklar-nakit şeklindeki akış alacaklar noktasında durmuş olacaktır (Nalçacı, 1986: 20).

Ticari alacaklara yapılan yatırım bir çok faktörün etkisiyle artabilir veya azalabilir. Bu faktörler (Oppedahl, 1990: 1):

- Gerekli olan finansal denge
- Kabul edilebilir kredi uzunluğu
- Yapılan nakit iskontosu
- Alacakları tahsil etmedeki yoğunluktur.

Eğer işletmenin alacaklarını ortalama tahsil etme süresi 45 gün ve borçlarını ödeme süresi 30 gün ise işletme yönetimi sıkıntıya düşebilecektir (Oppedahl, 1990: 2). Dolayısıyla işletme yönetimi müşterilere tanınacak vadede bu durumu daima göz önünde tutmalıdır.

Mali ve günlük işletme faaliyetleri ile ilgili sorunlar işletmelerin zor bir dönemde olduğunu gösterir. Alacakların yaşının artması bu sorunların genel bir işaretidir. İşletme, müşterilerin zamanında yapmadığı ödemelerin nedenini bulmak ve müşterilerin finansal sıkıntısı olup olmadığını belirlemek için bunları analiz etmesi gerekir (Hirshfield, 1998: 2).

Bu analizin kapsamı satışların da analizini kapsar. Satışlar analiz edilirken, ticari alacakların kalitesi de değerlendirilmelidir. Bu değerlendirme yaşılandırılan alacaklarla müşterilere tanınan satış vadelerini karşılaştırmak suretiyle yapılır (Seval, 1990: 137). Bir müşteri grubunun ödeme güçlüğüne düşmesi işletmenin satışlarını tehlikeye sokacağı gibi alacakların tahsil kabiliyetini de zedeleyebilir. Çok sayıda müşteriye satış yapan işletmeler daha az riskli işletmelerdir.

Alacak yönetimine yardımcı olan oranlar şunlardır:

- ✓ Alacak devir hızı,
- ✓ Alacakların ortalama tahsilat süresi,
- ✓ Ticari alacakların dönen varlıklara oranı,
- ✓ Şüpheli alacakların ticari alacaklara oranı .

Alacak devir hızının yavaşlaması, işletmenin bazı alacaklarının vadesinde tahsil edemediğinin ve bunların şüpheli alacak haline gelme olasılığının yüksek olduğunun bir göstergesi olabilir (Akgüç, 1991: 128). Eğer işletmenin alacakları içerisinde şüpheli ve değersiz alacakları artarsa, alacak yönetiminin başarısızlığından ve etkisizliğinden söz edilebilir.

Ortalama tahsilat süresinin kısa olması, işletmenin alacaklarını tahsil kabiliyeti konusunda iyi bir gösterge olduğu gibi, işletmenin etkin bir tahsilat politikasının da sonucu olabilir. Ortalama tahsilat süresinin kısalması, işletmenin aynı düzeydeki bir iş hacmi için daha az finansmana gereksinme duyduğunu, diğer bir deyişle görece olarak daha az çalışma sermayesini alacaklara bağladığını gösterir (Akgüç, 1991: 128).

Dönen varlıklar içerisinde ticari alacakların ağırlığının artması, ticari alacaklar içinde de senetsiz ve şüpheli alacakların payının yükselmesi işletmeyi ekonomide ortaya çıkabilecek olası bir krizde çok zor durumda bırakabilir. İşletme yönetimi tüm bu oranlardaki değişimleri izleyerek alacak yönetiminin ve

buna bağlı olarak çalışma sermayesinin etkin ve verimli biçimde yönetilmesini sağlayabilir.

### 2.2.3. Stok Yönetimi ve Finansal Başarsızlık

Her işletmenin kendine uygun bir stok politikası oluşturması gerekir. Bu stok politikasının oluşturulmasında işletmenin içinde bulunduğu sektörün özellikleri, sattığı ürünün genel nitelikleri, müşterilerin genel yapısı, işletmenin finansal durumu gibi birçok etmen belirleyici rol oynayacaktır. Işletmenin kendi bünyesine uygun oluşturduğu bir stok politikası ve bunu uygulaması işletmeyi finansal başarsızlıktan büyük ölçüde koruyabilecektir.

Stok analizi üretilen mal bazında hammadde yarı mamul ve mal stokları sınıflamasını yapan bir analizdir. Temel rn yaşlandırması ve dönüş hızlarının belirlenmesi satılamayan, modası geçmiş ya da sürümü çok yavaşlamış malları ortaya çıkarır (Seval, 1990: 137). Genel olarak stok devir hızlarının yavaşlaması, işletmenin aleyhine bir durumdur ve satışlarının yeterli düzeyde olmadığına işarettir. Bunun gibi bir çok gösterge işletmenin finansal başarsızlığını önceden haber veren işaretlerden sayılabilir.

Aşırı alışma sermayesi, işletmenin finansal performansına bir engeldir. Çalışma sermayesinin aşırı fazla olmasının sebebi genelde stoklardır. Çalışma sermayesi ihtiyacını azaltan en göze çarpıcı örnek japon oto Őirketlerinin tam zamanında üretim stok yöntemiyle gösterdikleri başarıdır. Bu işletmeler kampanyalar yaparak ve Amerikan endüstrisine doğru yayılarak stoklarını azaltmışlardır (Gamble, 1997: 45). Böylece alışma sermayesi, finansal performanslarına bir engel teşkil etmemiştir.

Stok yönetimiyle ilgili oranlar ise şunlardır:

- ✓ Stok devir hızı
- ✓ Stokları ortalama tutma süresi
- ✓ Stokların dönen varlıklara oranı
- ✓ Net alışma sermayesinin stoklara oranı

Stok devir hızının çok düşük olması işletmenin ürettiği malları, piyasada satamadığı anlamına gelir. Bu durum işletmenin genel olarak başarsız

olabileceğine işaretler. Aynı zamanda işletmenin hem üretim hem de pazarlama fonksiyonunun iyi işlemediğinin bir göstergesidir. Üretilen ürünlerin satış yoluyla işletmeye alacak veya nakit olarak dönmemesi işletmeyi olumsuz etkileyecektir.

Stok tutma süresinin artması da işletme için stok devir hızının düşük olmasıyla aynı sonuçları verir. İşletme, artan stokların elde tutma maliyetine bir noktaya kadar katlanır. Çünkü bu maliyetlerin de bir kaynaktan finanse edilmesi gerekecektir. Aynı zamanda bu kaynaktan sağlanan fonun faaliyetlerden sağlanan fonlarla ödenememesi durumunda işletmeyi tekrar borçlanmaya itebilecektir. Bu kısır döngü ise belli bir noktadan sonra iflas ile sonuçlanabilecektir.

Stokların dönen varlıklar içerisindeki payının yükselmesi, işletme için olumsuz bir durum olabilir. Fakat bu oran işletmenin satışlarının büyüme oranı ile birlikte değerlendirilmelidir. Stoklara aşırı yatırım yapıp, yeteri kadar satış yapılamazsa elde kalan stokların işletmeye maliyeti çok yüksek olabilecektir. Ve bu yüksek maliyete katlanacak kadar işletmede yeterli fon olmayabilir. İşletmedeki stok seviyesini gösteren bir oran da net çalışma sermayesinin stoklara oranıdır. Bu orandaki bir yükselme, işletmeye stoklara aşırı yatırım yapıldığı konusunda uyarıcı bir niteliktedir.

İşletme yönetimi, başarıya giden yolda kendine en uygun stok politikasını belirlerken bu oranlardan yararlanabilir.

#### 2.2.4. Kısa Vadeli Borçların Yönetimi ve Finansal Başarısızlık

Her işletmenin bir borçlanma politikası vardır. Varlıkların tamamının özkaynaklardan finanse edilmesi, borç kullanmanın kaldıraç etkisinden vazgeçmek anlamına gelir. Aynı zamanda tamamen özkaynaklarla finansmanın gerçekleşmesi güç bir iştir, işletme mutlaka ticari ilişkileri sonucu borçlanmaya gidecektir. Dolayısıyla bu borçların gerektiğinde faizleri ile ödenmesi söz konusu olacaktır. Eğer bu borçların ödenmesinde, bu borçların içinde devlete ödenecek vergiler de bulunmaktadır, bir gecikme olursa işletme finansal sıkıntıya veya finansal stres durumuna düşer. Bu durumun devam etmesi ise işletmeyi iflasa kadar götürebilir.

Tüm bunlar işletmede borçların yönetilmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Burada önemli olan varlıkların finanse edilmesinde kısa vadeli borçlardan ne kadar yararlanmak gerektiğidir.

Bu konuyla ilgili oranları ise şöyle sıralayabiliriz:

- ✓ Kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı
- ✓ Kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranı
- ✓ Borçları ödeme hızı
- ✓ Borçları ortalama ödeme süresi

KVYK / Toplam borçlara oranı, artarsa kısa vadeli borçların toplam borçlar içindeki ağırlığının arttığı ortaya çıkar. Eğer işletmede bu oran 0,65'den yüksekse, yabancı kaynak maliyetinin artması durumunda işletmeye daha fazla bir yük binecektir (Özer, 1997: 782). İşletmenin içinde bulunduğu şartlara göre bu oranı değerlendirmek daha uygundur.

KVYK / Toplam varlıklara oranı artarsa, işletme varlıklarının büyük bir kısmını kısa vadeli fonlarla finanse ediyor demektir. Bu oranın çok düşük olması ise çalışma sermayesinin uzun vadeli fonlarla finanse edildiği anlamına gelir. Yönetim bu orana göre kendisine uygun bir finansal denge sağlayabilir.

Borçların devir hızının yavaşlaması veya düşük olması, işletmeye kredi veren kurumlar tarafından dikkate alınan hususların başında gelmektedir. Aynı şekilde borçların ortalama ödeme süresinin artması, işletmenin finansal yükümlülüklerini yerine getirme konusunda zayıfladığını göstermektedir.

İşletme yönetimi bu oranlardan yararlanmak suretiyle çalışma sermayesinin yönetiminde bir bütünlük sağlamış olacaktır.

### 2.3. FİNANSAL BAŞARISIZLIK VE ÇALIŞMA SERMAYESİ ORANLARI ÜZERİNE YAPILMIŞ ARAŞTIRMALAR

Finansal oranlar, uzun yıllardan beri çok sayıda görgül çalışmaya konu olmuştur. Finansal oranları kullanan araştırmaları iki ana grup içinde toplayabiliriz. İlk gruptaki araştırmalar, finansal oranları kullanarak, işletmelerin finansal davranışlarıyla ilgili tahminlerde bulunmayı amaçlamışlardır (Meriç, 1985: 21). Bu gruptaki araştırmalardan en önemlileri, işletmelerin iflas veya finansal güçlüklerinin tahmin edilmesi ve tahvil sınıflandırması ile ilgili

olanlarıdır. İkinci ana gruptaki araştırmalar ise, işletmelerin finansal davranışlarını tanımlayıcı ve açıklayıcı çalışmalarıdır. Bu gruptaki araştırmalar, işletmenin karlılığı, büyüklüğü ve sanayi dalı karakteristiklerinin finansal oranlara olan etkisini araştıran çalışmalarıdır (Meriç, 1985: 21).

Şimdiye kadar finansal oranlar üzerine yapılmış çalışmaların birçoğunda kullanılan yöntem, işletmelerin birden fazla yıla ait mali tablolarından elde edilen oranlarının başka işletmelerinkiyle karşılaştırılması şeklindedir. Özellikle sanayi dalı farklılıklarının finansal oranlar üzerindeki etkisinin ortaya konulması ile ilgili çalışmalar bu türdendir. Diğer çalışmalardaki yöntem ise işletmelerin birden fazla yıla ait mali tablolarından elde edilen oranlarının işletmenin kendi bünyesi ile ilgili bir olgusunu açıklamaya yönelik olan çalışmalarıdır. Finansal başarısızlığın tahmin edilmesinde oranların kullanılmasıyla ilgili çalışmalar bu türdendir.

Çalışma sermayesi oranları hem işletmelerin iflas veya finansal başarısızlıklarının tahmin edilmesi hem de işletme karlılığı, büyüklüğü ve sanayi dalı karakteristiklerinin finansal oranlara olan etkisini araştıran çalışmalarda kullanılmıştır. Dolayısıyla finansal başarısızlığın belirlenmesinde ve tahmin edilmesinde yapılan araştırmalar ilk olarak ortaya konulacaktır. Daha sonra bu çalışmalarda kullanılan çalışma sermayesi oranları belirlenecek ve bunlardan hareketle araştırmada kullanılacak oranlar belirlenip çalışma sermayesi yönetimi ile finansal başarısızlık arasında bir ilişki olup olmadığı belirlenmeye çalışılacaktır.

### 2.3.1. Finansal Başarısızlık Araştırmalarında Oran Analizlerinin Kullanımı

Finansal oranların kullanıldığı ilk çalışmalar 1930'lara kadar gitmekteyken finansal başarısızlıkta oranların kullanılması ile ilgili çalışmaların geçmişi ise 1960'lara kadar gitmektedir. Finansal başarısızlık ile ilgili çalışmaların tamamında finansal oranlardan yararlanılmıştır. 1968'de Beaver'in tek değişkenli modeli dışında diğer çalışmaların neredeyse tamamı çok değişkenli modellerdir. Çok değişkenli modellerde finansal başarısızlığı tahmin ederken birden fazla oranın etkisi modele katılmaktadır.



Çok değişkenli modeller mali analizciyi nihai kararı vermede daha fazla yardımcı olabilmektedir. Mali analizci, bu modeller yardımıyla analize alınan işletmenin finansal başarısızlık riskini önceden görme imkanına sahip olabilecektir (Aktaş,1995a: 39). Çok boyutlu modeller, işletmenin hem tüm özelliklerini hem de bu özellikler arasındaki ilişkiyi ölçme imkanına sahipken, tek boyutlu modeller için böyle bir imkan söz konusu değildir (Altman, 1983: 102).

### **2.3.1.1. Finansal Oranların Finansal Başarısızlığın Tahmininde Kullanımı**

Finansal başarısızlığı tahmin etmede finansal oranları kullanan birçok akademik araştırma bulunmaktadır. Temel olarak bu araştırmalar, başarısızlığı tahmin etmeyi tekli veya birleşik oranlar kullanarak incelemektedir (Gibson, 1995: 576).

Finansal başarısızlık daha öncede belirtildiği gibi değişik anlamlarda kullanılmaktadır. Bazen likitidasyon (İşletmenin varlıklarının satılıp paraya çevrilmesi), kısa vadeli borç verenlere karşı yükümlülükleri erteleme, tahvil faizlerinin ödemelerini erteleme, tahvilin anaparasını ödemede erteleme veya sunulan bir temettüyü atlama (ödememe) gibi anlamları içerir. Finansal başarısızlığı tahmin etme literatüründeki araştırmalardaki sorunlardan biri farklı yazarların başarısızlığın göstergesinde farklı kriterleri kullanmalarıdır (Gibson, 1995: 577).

İşletmelerin olağanüstü nedenlerle başarısızlığa düşmeleri oldukça enderdir. İşletmeler iflas etmeden önce, bu duruma ilişkin sinyalleri işletmenin bankalardaki cari hesaplarında, satıcılarla ilişkilerinde ve bilançosunda görmek mümkündür (Berk, 1995: 418). Ancak işletme başarısızlığı ile ilgili en anlamlı bilgiler oran analizleri ile elde edilebilir.

Finansal oranlar, bilgi kullanıcıları tarafından işletme hakkında karar vermek amacıyla mali tablo verilerindeki değişimleri ortaya çıkartırlar. Potansiyel iflas, bir işletmenin karşılaştığı çok ciddi problemlerden birini gösterir ve mali tabloları kullananların büyük bir ilgisini çeker. Bu yüzden finansal oranlar, iflasın tahmininde kullanılabilir (Elam, 1975: 25).

Daha önce finansal oranlar kullanılarak finansal başarısızlığı tahmin eden başlıca çalışmalara aşağıdaki alt başlıklarda inceleyebiliriz.

#### 2.3.1.1.1. Beaver'in Finansal Oranlar Sistemi Çalışması

Finansal oranları, finansal başarısızlığı tahmin etmede kullanan en önemli araştırmalardan biri William H. Beaver tarafından 1966 yılında yapılmıştır. Amerika Birleşik Devletlerinden Beaver, işletmelerin sorunlu ve sorunsuz yapılarını tanımlayabilmek için oranları 1966 yılında etkin ve yoğun bir biçimde kullanmıştır. Bu çalışmayla birlikte oranların önemi artmıştır (Erol, 1991: 135). Beaver, 1954-1964 döneminde başarısız olan 79 işletmeyi ve bu işletmelerle benzer büyüklükte, aynı işkolunda, aynı sayıda başarılı işletme seçerek incelemektedir (Berk, 1995: 414).

Beaver'in çalışmasında finansal güçlük, işletmelerin finansal yükümlülüklerini yerine getirememesi anlamında kullanılmıştır. Finansal güçlüğü düşen 79 işletmeye, finansal güçlüğü düşmeyen 79 eş işletme seçilip analizde kullanılmasının amacı, büyüklük ve sanayi dalı farklılığının finansal oranların tahminleme gücüne etkisini minimize etmektir (Beaver, 1968: 113). Çünkü büyüklük ve sanayi dalı faktörleri işletmelerin finansal güçlükleriyle önemli ölçüde ilişkilidir. Bu nedenle, örnekteki işletmelerin benzer özellikleri içeren eşlerden oluşması, büyüklük ve sanayi dalı farkı faktörlerinin finansal başarısızlıkları tahminlemede yapabilecekleri etkiyi ortadan kaldırmaktadır (Meriç, 1985: 23).

Beaver'in analizinde kullandığı oranlar şunlardır (Beaver, 1966: 90):

- ✓ Nakit Akışı Oranı
- ✓ Net Kar / Toplam Aktif
- ✓ Toplam Borç / Toplam Sermaye
- ✓ Cari Oran
- ✓ Net Çalışma Sermayesi / Amortismanlar Dışındaki İşletme Giderleri
- ✓ Çalışma Sermayesi / Toplam Sermaye

Daha sonra diskriminant analizini kullanarak, sonuçları test etmiştir. Beaver'e göre bir işletmede oluşturulan likit rezervlerin özellikle faaliyetlerin

dalgalanma gösterdiği dönemlerde önemli bir işlevi vardır. İşletmenin kredi değerliğinin belirlenmesinde likit rezerv önemli rol oynamakta ve bu rezervlere göre kredi değerliliği değişmektedir. Buna göre likit varlık akış modelinin diğer araştırma sonuçları şöyle sıralanabilir (Beaver, 1966: 91)

- ✓ Rezerv arttıkça ödememe olasılığı azalmaktadır
- ✓ Satışlar sonucu nakit akışları arttıkça ödememe olasılığı azalmaktadır
- ✓ Dış kaynağın oranının yükselmesi ödememe olasılığını arttırmaktadır
- ✓ İşletme giderlerinin yükselişi de yine ödememe olasılığını arttırmaktadır.

Beaver, araştırmadan beklenen yararın sağlanabilmesi için analizin, işletmenin nakit sıkıntısı durumunun ortaya çıktığı yıldan en az beş yıl önce yapılmasını önermektedir. Ayrıca tüm oranların ifade gücünün aynı olmadığı, burada en yüksek tahmin gücüne sahip olan oranların, Nakit Akışı Oranı ve Net Kar / Toplam Aktif olduğunu belirtmektedir. Öte yandan böyle bir analizle ödeme durumu iyi olan işletmelerin ödeme gücü kötü olanlara kıyasla tahmininin daha kolay olduğu bulunmuştur (Beaver, 1968: 113).

Beaver'in kullandığı tek değişkenli yöntemle vardığı sonuç, finansal güçlüğe uğrayan işletmelerin oran ortalamalarıyla, finansal güçlüğe uğramayan işletmelerin oran ortalamalarının birbirlerinden anlamlı derecede farklı olduğudur. Birinci grup işletmelerin ortalamaları, ikinci grup işletmelerin ortalamalarından sadece farklı olmakla kalmayıp, aynı zamanda, güçlüğe düşülen yıla yaklaştıkça bir bozulma göstermektedir. Her iki grup için oran ortalamalarının farklı olması, sadece oranların tahminleme gücü hakkında bilgi vermemektedir (Meriç, 1985: 24). Başarısız işletmelerin oranlarının başarısızlık dönemine yaklaştıkça hızla düştüğü de belirlenmiştir.

Beaver tarafından geliştirilen modele yapılan en önemli eleştiri ise şöyledir: Yöntem hakkında yargıda bulunabilmek için, likit varlık akış modeli açıkça formüle edilmemiştir ve model tek değişkenli olup sadece likiditeyi ilgilendiren oranları dikkate almaktadır (Berk, 1995: 416).

Araştırmada elde edilen ve konumuzla ilgili diğer sonuçlar ise şöyledir (Gibson, 1995: 578):

- Başarısız işletmelerde ticari alacaklardan daha az nakit bulunmaktadır,
- Başarısız işletmeler daha az stok tutma eğilimindedirler,
- Nakit ve alacaklar birlikte düşünüldüklerinde, hızlı dönen varlıklar (Dönen Varlıklar - Stoklar) ve dönen varlıkların yapısında, başarılı ve başarısız işletmeler arasında farklılıklar gözlenmiştir.

Sonuçlar göstermektedir ki finansal başarısızlığı tahmin etmede bu üç cari aktifin; nakit, ticari alacaklar ve stoklara özellikle dikkat edilmesi gerekir. Analistler düşük seviyede nakit ve stoğu ve yüksek düzeyde ticari alacağı bir uyarı olarak görmelidirler (Gibson, 1995: 578).

#### 2.3.1.1.2. Altman'ın Finansal Analiz Sistemi Çalışması

İşletmelerin finansal başarısızlıklarının tahmin edilmesi konusunda en önemli araştırmalardan biri de Edward I. Altman'ın araştırmasıdır.

Beaver'in çalışmasından sonra geleneksel tek değişkenli istatistiksel yöntem yerine, birden fazla finansal oranı aynı anda kullanarak işletmelerin sorunsuz ve sorunlu yapılarını ilk defa inceleyen çalışma 1966 yılında Tamari tarafından yapılmıştır. Fakat subjektif bir yapıya sahip olduğu için pek fazla ilgi toplamamıştır (Erol, 1991: 136).

Altman'ın çalışması, oran analizinin çok değişkenli boyutlarda genişletilmesine dayanmaktadır. Altman, bir çok oranın eşanlı tahmin gücünü kavrayabilmek için Çoklu Diskriminant Analizini kullanmıştır.

Ayırım analizi olarak da bilinen Diskriminant analizi, bağımlı değişkenlerin öznel ve bağımsız değişkenlerin nesnel olması durumunda, bağımsız değişkenleri teker teker değil de, birlikte ve karşılıklı ilişkileriyle inceleyebilen ve karşılaşılan boyut sorununu da basitleştiren işletme iflaslarının tahmin edilmesinde kullanılan uygun bir istatistiksel analiz tekniğidir (Erol, 1991: 136).

Altman, 1946–1965 yılları arasında tesadüfi örnekleme yoluyla iflas durumuna düşen 33 işletme almış ve Beaver gibi iflas etmemiş 33 işletme daha almıştır. Bu analizde ağırlık verilen oranlar likidite, karlılık, etkinlik ve kaldıraç

etkilerini yansıtan oranlardır. Bu analiz yardımıyla, farklı oranları çeşitli ağırlıklarla birbiri ile ilişkilendirmek ve böylece bir işletmenin kredi değerliliğini ve riskini ifade eden bir nokta değeri hesaplamak mümkündür (Altman, 1988: 43).

Analize 22 oranla başlayan Altman, çeşitli testler sonucu çok değişkenli yapısını koruyan ve kendi yargısına göre işletmenin satışı hakkında en iyi sonuç veren 5 oranı yeterli bulmuştur (Berk, 1995: 415).

Çoklu diskriminant analizi tekniğini kullanarak bu oranların tümünün ve değişik karışımlarının doğrusal bileşimini elde etmiş ve iflas eden işletmeler grubu ile, iflas etmeyen işletmeler grubunu birbirinden en iyi ayıran diskriminant fonksiyonunu elde etmiştir (Meriç, 1985: 25). İflas eden ve iflas etmeyen işletmelerin değerlendirilmesinde başvurulan diskriminant fonksiyonu aşağıdaki gibidir:

$$Z = \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots + \beta_n X_n$$

$$Z = 0,012 X_1 + 0,012 X_2 + 0,033 X_3 + 0,006 X_4 + 0,999 X_5$$

Z = Bir işletmenin nokta değeri

$X_1$  = Çalışma Sermayesi / Toplam Aktif

$X_2$  = Yedekler (Dağıtılmamış Karlar Dahil) / Toplam Aktif

$X_3$  = Faiz ve Vergiden Önceki Kar / Toplam Aktif

$X_4$  = Hisse Senelerinin Piyasa Değeri (veya Özsermaye) / Toplam Borç

$X_5$  = Satışlar / Toplam Aktif

Burada  $\beta$  değerleri diskriminant katsayılarını, X değerleri ise bağımsız değişken olan finansal oranları göstermektedir. Z ise finansal oran değerlerinin dönüşümüyle elde edilen diskriminant değeri olup, işletmeleri iflas edecek ve iflas etmeyecek işletmeler diye iki gruba ayırmaktadır (Meriç, 1985: 25).

Yöntemin tahminleme gücü Altman tarafından, Beaver'ın kullandığı gruplara ayırma testine benzer bir test ile ölçülmüştür. Bu 5 değişkenli Z fonksiyonu kullanıldığında, işletmelerin iflas etmelerinden bir yıl önceki verilerle, toplam işletmelerin %95'i doğru gruplara ayrılabilmiştir. İflastan iki yıl önceki veriler kullanıldığında, toplam işletmeleri doğru gruplara ayırma yüzdesi %72'ye

düşmektedir. Daha önceki yılların verileri kullanıldığında ise fonksiyonun tahminleme gücü büyük ölçüde düşmektedir (Altman, 1988: 69).

Altman finansal oranlar yoluyla, diskriminant analizini, kullanarak iflasların iki yıl önceden başarılı bir şekilde tahmin edilebileceğini ortaya koymuştur (Meriç, 1985: 26).

#### 2.3.1.1.3. Weibel'in Çalışması

Weibel'in bilanço kalemleri analizi, bir büyük İsviçre Bankasının müşterileri olan küçük işletmelere aittir. Araştırmada, 36 adet ödeme güçlüğüne düşen işletme ve aynı sayıda finansal durumu iyi olan işletmelerin karşılaştırılması yer almaktadır. Weibel, kötü ve iyi işletme çiftlerinin seçiminde kriter olarak işkolu, işletme büyüklüğü, işletmenin yaşı, hukuki şekli, kuruluş yeri, konjoktür ve taşınmazların sahipliğinden yararlanarak, Wilcoxon testi yardımıyla 42 oranı test etmiştir (Berk, 1995: 417).

Az riskli durumlarda belirli oranların değeri, sofistik olarak kötü risklerden daha küçüktür. Testin tutarlılık bakımından sonuçları, matematik transformasyonla 42 orandan sadece 20 oranın ayrıntılı test edilmesine olanak sağlamıştır. Bu orandan 5 grup düzenlenmiştir. Bu gruplar aşağıdaki gibidir:

- Nakit Akışı / Kısa Vadeli Borçlar
- Cari Oran
- Dönen Varlıklar – Borçlar / Nakit Çıkışı Gerektiren Giderler
- Ortalama Stok Tutarı x 365 / Satışların Maliyeti
- Borçlar / Toplam Aktif

Öte yandan değişmeyen, tek değişkenli yöntem olarak Wilcoxon testinde çift gözlemlerden yola çıkıldığı için derlenen verilerin amaca uygun olmadığı belirtilmektedir. Wilcoxon testi, örneklemin bağımsızlığını gözardı etmekte, değişkenler arasındaki çoklu ilişkileri dikkate almamaktadır. Seçilen oran dizisi, subjektif belirlendiğinden öngörülen koşullarda bir başka analist kişisel tercihlerine göre farklı sonuçlara varabilmektedir (Berk, 1995: 418).

Yapılan incelemeler, finansal oran dizisinin işletmelerdeki çeşitli olayları önceden bildirme yeteneğinin olduğunu göstermektedir. Finansal oranların belirli tipik olayları önceden bildirmesi, başarısızlıkları giderici önlemlerin zamanında alınmasına olanak sağlar. Ayrıca seçilen oran demetinin yeterli ölçüde test edilmesiyle tek tek oranlara bel bağlamanın yol açtığı subjektif değerlendirmenin etkisini de ortadan kaldırmaktadır.

### 2.3.1.2. Finansal Oranları İşletmelerin İflas Tahminlerinde Kullanan Modeller

Zeta Analizi, Z Değeri Modeli ve Bathory Modeli literatürde işletmenin iflas riskini tahmin etmede finansal oranları kullanarak oluşturulan modellerden bir kaçıdır. Bunlardan Zeta Analizi ve Z Değeri Modeli en çok tanınan modellerdir. Araştırmamızın konusunu yakından ilgilendirdiği için sadece bu iki modelden kısaca söz edilecektir.

#### 2.3.1.2.1. Z Değeri Modeli

Edward I. Altman tarafından yapılan bu çalışma, işletmenin finansal oranları ile kredi değerliliği arasında bir ilişki olduğunu ileri sürmektedir (Brealey, vd. 1995: 548). Altman'ın başarısızlığı tahmin etmek için bulduğu çok değişkenli modelin bir örneği Z Değeri Modeli aşağıdaki şekildedir (Fridson, 1995: 194):

$$Z=1.4X_1 + 1.2X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0X_5$$

$X_1$  = Dağıtılmayan Karlar / Toplam Varlıklar

$X_2$  = Çalışma Sermayesi / Toplam Varlıklar

$X_3$  = FVÖK / Toplam Varlıklar

$X_4$  = Özkaynakların Piyasa Değeri / Borçların Defter Değeri

$X_5$  = Satışlar / Toplam Varlıklar

Z değeri, işletmenin iflas riskini belirtmek amacıyla beş oranının, aralarındaki ilişkilerinin çoklu diskriminant analizi yoluyla hesaplanmış ağırlıklarına göre bulunmuş bir bileşik orandır.

**Tablo 2:** Z Değeri Analizi Örneği

Oranlar	Değerleri	Ağırlığı	Ağırlıklı Değer
Çalışma Sermayesi / Toplam Aktif	0,5	1,2	0,6
Dağıtılmamış Kar / Toplam Aktif	0,4	1,4	0,56
Faiz ve Vergiden Önceki Kar / Toplam Aktif	0,2	3,3	0,66
Öz sermayenin Piyasa Değeri / Toplam Borç	2	0,6	1,2
Satışlar / Toplam Varlıklar	2	1,0	2,00
<b>Toplam Z Değeri</b>			<b>5,02</b>

Kaynak: AKSOY, Ahmet (1993); İşletme Sermayesi Yönetimi, sy.160. Ankara.

Z değerinin 3'den küçük olması işletmenin ciddi boyutta iflas riski olduğunu

Z değerinin 2 ile 3 arasında olması işletmenin geleceğinin pek parlak olmadığını,

Z değerinin 3'den fazla olması işletmenin hiçbir finansal güçlüğüne bulunmadığını göstermektedir (Aksoy, 1993;160).

Z değerinin 3'den fazla olması finansal güçlük olmadığını gösterdiğine göre tabloda gösterilen işletme 5,02'lik Z değeri ile finansal açıdan oldukça iyi durumda bulunmaktadır.

Gerçekte, ağırlıklı ortalama olarak hesaplanan Z değerinin 5'in üstünde ve yüksek bir seviyede bulunmasının sebepleri toplam borçların öz sermayeye göre, (0,40) düşük oranda olması ve aktiflerin devir hızının ( 2 defa) iyi durumda bulunmasıdır.

Finansal yönetici iflas riskini belirlemek ve çalışma sermayesi yeterliliğini analiz etmek için oranlardaki değişimleri ve ağırlıklarına göre etkilerini inceleyecektir. Özellikle değişimlerin sonuçları etkileyip nasıl değişeceği önceden tahmin edilebilmektedir (Aksoy, 1993: 120).

Oranların gerek tek başına gerekse birleşik ele alınmaları ve sadece rakam olarak hesaplanmaları yeterli değildir. Oranlar, yorumların doğru yapılması ile anlam kazanmakta ve analize katkısı artmaktadır. Çalışma



sermayesinin yeterli olup olmadığı da bulunan oranların mukayesesi ile ortaya çıkabilecek bir unsurdur.

- Aynı endüstrideki benzer işletmelerin seçilmiş oranları,
- Endüstri standartları,
- İşletmenin varsa geçmiş yıllardaki başarılı sonuçları ile bulunan oranlar mukayese edilerek sonuca varılabilecektir.

Çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığı ölçüldükten sonra düzeltici işlemlerin belirlenmesi de analizin bir parçasıdır. Bu analizle, karlılık ve likitidenin çeşitli alternatif değişimleri ele alınarak yetersizlik olduğunda düzeltici işlemlerin neler oldukları ve yetersizliğin ve fazlalığın giderileceği belirlenmeye çalışılır (Aksoy, 1993: 120).

Z değeri eşitliği, iflas eden ve etmeyen işletmeleri birbirinden ayırmada çok başarılı olmuştur. İflas edenlerin % 94'ünün iflas etmeden önceki Z puanı 2,7'nin altındaydı. Aksine iflas etmeyenlerin % 97'sinin Z puanı bu düzeyin üzerindeydi (Brealey, vd. 1995: 548).

#### 2.3.1.2.1. Zeta Analizi

Amerika Birleşik Devletlerinde yapılan bir araştırmada iflas etmiş işletmelerle başarısızlığa uğramamış işletmeler arasında gösterilen yedi değişkenin veya oranın iyi bir ayırıcı olduğu ortaya konulmuştur. Zeta analizi adı verilen bu model Edward I. Altman ve meslektaşları tarafından geliştirilmiş Z değeri analizinin yararlı bir ilavesidir, tahmin etme gücü yüksek olan değişkenler kullanılmıştır (Altman, v.d., 1977: 30).

Altman daha önce başarısız olmuş 53 işletme ile 58 başarısız olmayan işletmeyi, finansal ve faaliyet karakteristikleri açısından karşılaştırmıştır (Altman, 1993: 208). Sonuçta, işletmenin kredibilite açısından iyi veya kötü olduğuna ilişkin bir derece elde edilmektedir. Ticari bir uygulama olması nedeniyle modelde kullanılan değişkenlerin katsayıları açıklanmamıştır (Yıldız, 1999: 35).

Bu modelde kullanılan oranlar ve değişkenler şunlardır (Akgüç, 1991:154):

### 1. Karlılık Değişkeni

Burada söz konusu olan karlılık varlıkların toplam karlılığıdır ve şöyle hesaplanır:

Faiz ve Vergiden Önceki Kar / Toplam Varlıklar

### 2. Karın İstikrarlı Oluşu

Karın istikrarlı oluşu veya karlılıkta dalgalanmayı saptarken ise, Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Aktif Toplamı oranının göstermiş olduğu eğilim incelenmektedir.

### 3. Faiz Karşılama Gücü

Faiz karşılama gücü, Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Faiz Ödemeleri. Bu oran karın faizi karşılama genişliğini ortaya çıkarır. Sağlıklı bir işletme, faiz ödemelerinin çok üstünde bir kar oluşturacaktır (Brealey v.d., 1995: 443). Ayrıca bu oran faiz ödemelerinin kaç katı kadar kar elde edildiğini de gösterir.

### 4. Uzun Süreli Karlılık

Uzun süreli karlılık veya birikmeli karlılık, Dağıtılmamış Karlar (sermaye şirketlerinde kardan ayrılmış yedek akçeler) / Aktif Toplamı oranı ile ölçülmektedir.

### 5. Likitide Oranları

Likitide oranları başta cari oran olmak üzere, likitide (asit-test) oranı ve nakit oranı da ayırıcı özellik gösteren oranlardır.

### 6. Sermaye Yapısı

İşletmenin sermaye yapısı veya finansal kaldıraç değişkeni, işletmenin Özsermaye / Uzun Süreli Kaynaklar Toplamı oranı ile ölçülmektedir.

### 7. İşletmenin Büyüklüğü

İşletmenin büyüklüğünün ölçülmesinde aktif büyüklüğü kullanılmaktadır.

Bu oranlar ve göstergeler Zeta analizine göre iflas etmiş işletmeler ile iflas etmemiş işletmeler arasındaki ayrımı göstermesi açısından en belirgin oranlardır. Kredi veren kuruluşlar tarafından sıkça kullanılan modellerin başında gelmektedir.

### 2.3.1.3. Finansal Oranların Kullanıldığı Diğer Finansal Başarısızlık Araştırmaları

Finansal oranların kullanıldığı temel finansal başarısızlık araştırmalarının üzerine son yıllarda bu konuyla ilgili yeni araştırmaların yapıldığı görülmektedir. Finansal oranlar üzerine yapılan araştırmaların bir kısmı oranların dağılımı üzerine, bir kısmı iflas tahmini ve sınıflandırmaya yönelik bir kısmı da doğrudan çalışma sermayesi yönetimiyle ilgilidir. Aşağıda bu konudaki çalışmalar, kullanılan oranlar da açıklanarak özetlenmiştir.

Edward B. Deakin adlı araştırmacı finansal oranlarının dağılımı üzerine deneysel bir araştırma yapmıştır. Sonuç olarak Toplam Borç / Toplam Varlıklar oranı dışındaki hiçbir oranın normal dağılmadığını görmüştür. Ancak endüstri içindeki oranların normale daha yakın dağılım gösterdikleri fark edilmiştir. Çalışma sermayesi oranları olarak, cari oran, asit-test oranı, çalışma sermayesinin satışlara oranı, devir hızı oranlarını incelemiştir.

Finansal oranların normal dağılıma sahip olmaması araştırmalarda tek bir endüstrinin seçilmesinin ve endüstrilerden daha fazla sayıda işletme alınmasının daha uygun olacağını göstermektedir (Deakin, 1976: 90).

Jacky C. So tarafından yapılan bir çalışmada ise finansal oranların dağılımındaki çarpıklığın nedenleri araştırılmıştır. So, Edward Deakin'in çalışmasını destekler nitelikte sonuçlara varmıştır. Bunun yanında istatistik teknikler üzerindeki bilinen olumsuzlukları tekrarlamıştır. Finansal oranların dağılımındaki çarpıklığı ortadan kaldırmak için uç değerlerin atılması, endüstri ortalamasına göre düzeltme gibi yöntemlerin kullanılabilceği sonucuna varmıştır. So'nun araştırma kapsamına dahil ettiği oranları aşağıda gösterebiliriz (So, 1987: 487) :

- ✓ Cari Aktifler (Dönen Varlıklar) / Satışlar,
- ✓ Hızlı Aktifler (Dönen Varlıklar – Stoklar) / Satışlar,
- ✓ Çalışma Sermayesi / Satışlar,
- ✓ Cari Aktifler / Cari Borçlar (Kısa Vadeli Borçlar),
- ✓ Hızlı Aktifler / Cari Borçlar,

- ✓ Cari Aktifler / Toplam Aktifler,
- ✓ Çalışma Sermayesi / Toplam Aktifler,
- ✓ Hızlı Aktifler / Toplam Aktifler,
- ✓ Nakit Akışı Oranı

İşletmeye ait finansal oranların finansal başarısızlık yaklaştıkça daha büyük dalgalanmalar gösterdiği bilinmektedir. Bundan dolayı finansal oranlardan oluşan verilerdeki istikrarı inceleyerek, verilerdeki istikrarın etkilerini ayırma analizine katan çalışmalarda yapılmıştır (Yıldız, 1999, 41).

Dambolena ve Khoury tarafından yapılan oranların istikrarı ve şirket başarısızlığı adlı araştırmada, finansal oranların şirket başarısızlıklarının tahmininde diskriminant fonksiyonunda yer alışları incelenmiştir. Başarısız ve başarısız olmayan işletmelerin finansal oranlarının yıl içerisindeki eğilimlerini ortaya çıkarmışlardır. Başarısız işletmelerin finansal oranlarının başarısız olmayanlara göre başarısız oldukları 3 yıl öncesinden standart sapmalarında farklılıklar göstermiş olduklarını tespit etmişlerdir.

- ✓ Net Kar / Satışlar,
- ✓ Net Kar / Özkaynaklar,
- ✓ Stoklar / Çalışma Sermayesi,
- ✓ Duran Varlıklar / Özkaynaklar oranları için başarısızlıktan üç yıl önce standart sapmalarının arttığını bulmuşlardır (Dambolena ve Khoury, 1980: 1018).

Diğer bir grup araştırma ise finansal başarısızlığın öngörülmesi ile ilgidir.

Amy Hing ve Ling Lau adlı araştırmacılar finansal durumu ifade eden 5 grup içerisinde işletmeleri sınıflamaya çalışmışlardır. Bu sınıflamayı yaparken finansal başarısızlık kavramı yerine araştırmalarında finansal stres (sıkıntı) kavramını kullanmışlardır. Bu modellerde kullandıkları değişkenler ise şunlardır:

- İşletmenin borç sermaye oranının, Endüstrinin borç sermaye oranına oranı,

- İşletmenin faaliyet harcamalarının satışlara oranının, endüstri faaliyet harcamalarının satışlara oranına oranlanması,
- Çalışma sermayesi akışının toplam borçlara oranı,
- Sermaye harcamalarının trendi, çalışma sermayesi akışının trendi, hisse senedi fiyatlarının trendi ve hisse senedi kar paylarının trendi (Hing ve Lau, 1987: 127).

Bu değişkenlere göre oluşturdukları sınıflandırma ise şöyledir:

- 0: finansal açıdan istikrarlı,
- 1: dağıtılan kar payında azalma veya kar payının hiç dağıtılmaması,
- 2: borçların ödenmesinde veya tahvil borçların geri ödemesinde gecikme,
- 3: iflas veya kanunun koruması altına girmek,
- 4: iflas veya varlıkların satılarak paraya çevrilmesi (likiditasyon).

Thomas J. Frecka ve Cheng f. Lee tarafından yapılan çalışmada ise finansal oranların iflasın ve tahvil derecelendirilmesinin tahmin edilmesinde kullanımının ve zaman içerisinde finansal oranların nasıl değişiklik göstereceğinin bilinmesinin önemli olduğunu vurgulamışlardır. Finansal oranların istatistiksel tekniklerin kullanıldığı araştırmalarda endüstri ortalamalarına göre düzeltilebileceği ve bu sayede daha anlamlı sonuçlara ulaşılabileceği vurgulanmıştır. Bunun için Linear ve Log-Linear fonksiyonlarda 1950-1978 arasında Kimya sektöründen 29, Gıda sektöründen 35 ve Makine ve Elektronik sektöründen 29 işletmenin aşağıdaki oranlarını kullanmışlardır:

- ✓ Cari oran,
- ✓ Likidite oranı,
- ✓ Toplam borcun toplam varlıklara oranı (finansal risk),
- ✓ Temettü ödemesi (kar payı politikası),
- ✓ Net Kar satışlara oranı,
- ✓ Satışların toplam varlıklara oranı,
- ✓ Net Karın toplam varlıklara oranı (Yatırım bileşenlerinin getirisi).

Bu oranların tahmin araştırmalarında hatalı kullanılabilmesini engellemek için düzeltme süreçlerini ve bu düzeltmelerin sonuçlara etkilerini açıklamaya çalışmışlardır. (Frecka ve Lee,1983: 308-315).

James A. Gentry, Paul NewBold ve David T. Whitford tarafından yapılan fon akım bileşenleri, finansal oranlar ve iflas adlı araştırmalarında iç ve dış fon akımlarının finansal açıdan başarılı ve başarılı olmayan işletmeler arasındaki farkı açıklamaya çalışmışlardır. En çok kullanılan oranları belirleyip sonuç olarak yedi tane oran seçmişlerdir. 33 tane başarılı ve 33 tane başarısız işletmede bu oranları kullanarak araştırmalarını yapmışlardır. Bu oranlar şunlardır (Gentry v.d., 1987: 595):

1. Net Kar / Toplam Varlıklar,
2. FVÖK / Toplam Varlıklar,
3. Toplam Borç / Toplam Varlıklar,
4. Nakit Akışı Oranı,
5. Net Çalışma Sermayesi / Toplam Varlıklar,
6. Cari oran,
7. Nakit + Pazarlanabilir Menkul Kıymetler / Kısa Vadeli Borçlar

Sonuçta nakit akımına dayalı değişkenler, finansal oranlara göre modelin öngörü başarısını biraz daha artırmaktadır. Finansal oranların nakit akımına dayalı değişkenlerle birlikte modelde yer almaları modelin öngörü başarısında herhangi bir gelişmeye neden olmadığı anlaşılmıştır (Gentry v.d., 1987: 595-605). Bu oranların içerisinde çalışma sermayesi oranları ve faaliyet oranları da bulunmaktadır. Bu oranlar grup halinde sınıflandırılarak finansal başarısızlığın tahmininde kullanılmış ve %70 ile % 93 arasında bir tahmin yüzdesi ortaya çıkmıştır. Karlılık, likidite ve kaldıraç oranlarının finansal başarısızlığın tahmininde çok başarılı oldukları bulunmuştur.

Hyun-Han Shin ve Luc Soenen tarafından yapılan çalışma sermayesi yönetiminin etkinliği ve şirket karlılığı adlı araştırmada ise işletmenin çalışma sermayesi yönetiminin etkinliği ile karlılığı arasındaki ilişki deneysel olarak araştırılmıştır. Bu çalışmada işletmenin kısa bir nakit dönüşümünün karlılığına

faydası olup olmadığı sorusu araştırılmaktadır. Korelasyon ve regresyon analizi yardımıyla bu ilişki araştırılmaktadır. Araştırmacılar regresyon fonksiyonunu elde etmeden önce çalışma sermayesi yönetimi ve şirket karlılığı arasındaki ilişkiyi ortaya çıkaracak oranların arasında bir korelasyonun olup olmadığını belirlemeye çalışmışlardır. Daha sonra Regresyon fonksiyonu oluşturmuşlardır. Buna göre regresyon fonksiyonu aşağıdaki gibidir :

$$\text{Karlılık} = b + b_1 \text{Cari Oran} + b_2 \text{Borç Oranı} + b_3 \text{Satışların Büyümesi}$$

İşletmenin karlılığındaki değişimleri cari oran, borç oranı ve satışların büyümesi ile ilişkilendirip geleceğe yönelik bir regresyon fonksiyonu elde etmişlerdir (Shin ve Soenen, 1998; 37). Bu fonksiyonda “b, b1, b2, b3” oranların sabitleridir.

Jane M Cote, ve Claire Kamm Latham adlı araştırmacılar ise çalışma sermayesi stratejisinde karşılaştırmalı bir ölçüm olarak ticari oran adlı bir araştırma yapmışlardır. Araştırma, geleneksel likidite oranlarının, işletmenin iflas etmesinde veya finansal başarısızlığa düşmesinde faydalı olarak kullanılmadığını ortaya çıkarmıştır. Özellikle nakit dönüşümünün uzamasının işletmeyi sıkıntıya sokabileceğini vurgulamaktadırlar.

1989-1994 yılları arası 37 adet Perakende işletmesinde aşağıdaki bulguları elde etmişlerdir: Ticari oran ile Varlıkların getiri oranı arasında pozitif bir korelasyon var iken, Toplam borçların varlıklara oranı ile negatif bir korelasyon vardır. Varlıkların getirisinin artması, nakit dönüşüm çemberinin etkin bir şekilde yönetildiğini göstermektedir. Ayrıca nakit dönüşüm süresinin ya da ticari oranının artmasının daha yüksek bir borçlanmaya sebebiyet verdiğini ortaya çıkarmışlardır (Cote ve Latham, 1999: 257-260).

İşletme yönetiminin etkin bir çalışma sermayesi stratejisi oluşturmasında ticari oranın kullanılmasını, faydalı bir araç olarak bulmuşlardır.

### 2.3.2. Finansal Başarısızlık Araştırmalarında Çalışma Sermayesi Oranlarının Yeri

Finansal başarısızlık konusu üzerine yapılan araştırmaların neticesinde en yararlı aracın finansal oranlar olduğu ortaya çıkmıştır. Bu araştırmalarda kullanılan oranların çoğu işletmelerin borç ödeme gücünü ve faaliyetlerini verimli bir şekilde yapıp yapmadığını gösteren oranlardır. Finansal başarısızlığın tahmininde kullanılan çalışma sermayesi oranlarından en önemlileri ise likidite oranlarıdır. Likidite oranları bir işletmenin kısa dönemdeki yükümlülüklerini karşılama yeteneğini ölçer. İşletmenin bazı yükümlülüklerini ödeyememesi iflasa sebebiyet verebilir. Bankacılar ve diğer kredi verenler, bir işletmeye kısa vadeli kredi verilip verilmeyeceğini görmek için bu oranları kullanırlar (Gallegher ve Andrew, 1997: 86).

Beaver'in araştırmasında çalışma sermayesini ilgilendiren ve finansal başarısızlığı tahmin etmede başarılı olan oranlar aşağıdaki gibidir (Gibson, 1995: 577):

- ✓ Nakit Akışı Oranı
- ✓ Net Kar / Toplam Varlıklar (Varlıkların getirisi)

Altman'ın yaptığı araştırmada kullandığı finansal oranların büyük bir kısmı ise çalışma sermayesi yönetimi ile doğrudan ilgili oranlardır.

- ✓ Çalışma Sermayesi / Toplam Aktif
- ✓ Yedekler (Dağıtılmamış Karlar Dahil) / Toplam Aktif
- ✓ Faiz ve Vergiden Önceki Kar / Toplam Aktif
- ✓ Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri / Toplam Borç
- ✓ Satışlar / Toplam Aktif

Altman'ın yaptığı çalışmanın tahminleme gücü de yüksektir. Bu göstermektedir ki finansal başarısızlık ile çalışma sermayesi arasında büyük bir ilişki bulunmaktadır

Weibel'in çalışmasında da aşağıdaki oranlar çalışma sermayesi yönetimi ile finansal başarısızlık arasında kuvvetli bir ilişkinin olduğunu göstermektedir.

- ✓ Nakit akışı / Kısa Vadeli Borçlar
- ✓ Cari Oran



- ✓ Dönen Varlıklar – Borçlar / Nakit Çıkışı Gerektiren Giderler
- ✓ Ortalama Stok Tutarı x 365 / Satışların Maliyeti

Ayrıca yapılan diğer araştırmalarda kullanılan likidite oranları, karlılık ve kaldıraç oranları kısmen de olsa faaliyet oranları çalışma sermayesi ile finansal başarısızlık arasındaki ilişkiyi doğrulamaktadır. Kullanılan bu oranlar şöyle sıralanabilir:

- ✓ Net Kar / Toplam Varlıklar,
- ✓ Net Kar / Satışlar,
- ✓ Toplam Borç / Toplam Varlıklar,
- ✓ Net Çalışma Sermayesi / Toplam Varlıklar,
- ✓ Satışlar/ Toplam Varlıklar,
- ✓ Dönen Varlıklar / Toplam Varlıklar,
- ✓ Hızlı Aktifler (Dönen Varlıklar – Stoklar) / Toplam Varlıklar,
- ✓ Dönen Varlıklar / Satışlar,
- ✓ Hızlı Aktifler (Dönen Varlıklar – Stoklar) / Satışlar,
- ✓ Çalışma Sermayesi / Satışlar

Tüm bu bulgular neticesinde ülkemizdeki işletmelerin finansal başarısızlığa düşmesinde çalışma sermayesi yönetiminin rolünün olup olmadığını oranlar yardımıyla incelemek bilimsel olarak mümkün olabilecektir.

#### 2.4. FİNANSAL BAŞARISIZLIĞIN TESBİTİNDE ÇALIŞMA SERMAYESİ ORANLARININ GÜÇLÜ VE ZAYIF YÖNLERİ

Finansal başarısızlık konusunda daha önce yapılan araştırmaların incelenmesi sonucunda büyük ölçüde oranların kullanıldığı ve bu oranların da büyük bir kısmının çalışma sermayesi yönetimini ilgilendiren oranlar olduğu ortaya çıkarılmıştır. Bu göstermektedir ki finansal başarısızlık ile çalışma sermayesi arasında yoğun bir ilişki mevcuttur. İşletme yönetimine yol göstermesi açısından kullanılabilir oranların güçlü ve zayıf yönlerinin bilinmesi gerekmektedir. Buna göre işletme yöneticileri oranları kullanırken, alacakları kararlarda daha dikkatli olabileceklerdir.

Genel olarak finansal oranların ve çalışma sermayesi oranlarının güçlü ve zayıf yönleri aşağıdaki başlıklarda ele alınabilir:

#### 2.4.1. Çalışma Sermayesi Oranlarının Güçlü Yönleri

Finansal oranlarla çalışmanın yalın muhasebe verileri (kar, alacaklar, borçlar v.b. gibi) ile çalışmak yerine sağladığı birçok üstünlüğü bulunmaktadır (Aktaş, 1995b: 640). Bu yüzden de bu araştırmada finansal oranların kullanılması tercih edilmiştir.

İflas etmiş işletmelerin iflas etme sebepleri incelendiğinde çoğu işletmenin, kısa dönemli finansman politikalarında yapmış oldukları hatalar yüzünden iflas ettikleri ortaya çıkmıştır. Bunun yanında işletmelerin ana faaliyetlerindeki başarısızlıklarda önemli bir yer işgal etmektedir.

İşletmenin borç ödeme gücünü ve ana faaliyetlerindeki başarılarını gösteren finansal oranlar çalışma sermayesi oranlarıdır. Dolayısıyla finansal başarısızlıkta çalışma sermayesi oranlarının kullanımı daha mantıklıdır. Konu ile ilgili yapılan araştırmalarda çalışma sermayesi oranlarının finansal başarısızlığı tahmin etmedeki gücünün yüksek çıkması bu görüşü doğrulamaktadır. Bu konu çalışma sermayesi oranlarının güçlü yönünü oluşturmaktadır.

Finansal oranların işletme büyüklüğü, endüstri ve risk sınıfı gibi modelde içerilmeyen nitelikleri kontrol altına alarak bu niteliklerin neden olabileceği sorunları hafifletmesi sağladığı yararların en önemlisidir. Böylece farklı büyüklükte, farklı endüstride ve farklı risk sınıfında olan işletmelerin aynı örneklem içerisinde incelenmesi mümkün olabilmektedir. Finansal oranlarla çalışmanın diğer yararları, parametre değerlerinin tahmininde uç gözlemlerin etkisini azaltması ve mali verilerdeki trend unsurunu yok edebilmesidir (Richardson ve Davidson, 1983: 196).

#### 2.4.2. Çalışma Sermayesi Oranlarının Zayıf Yönleri

Finansal oranların istatistik tekniklerinin kullanıldığı araştırmalarda veri olması durumunda bazı olumsuzluklar ortaya çıkmaktadır. Bu olumsuzlukların

başında aşırı yüksek oranların karşılaştırmada sorun çıkarması, finansal oranların normal dağılmaması ve bir düzeltme işlemine gereksinim duyulması yer almaktadır. Bu durum genel olarak finansal oranların zayıf yönlerini oluşturmaktadır. Bu nedenle daha önceki bölümde belirttiğimiz gibi araştırmacılar oranların dağılımı ile ilgili çalışmalarını sürekli sürdürmektedirler. Bu olumsuzluklar çalışma sermayesi oranları için de söz konusudur. Bu olumsuzlukların dışında çalışma sermayesi oranlarının kendine ait zayıf yönleri de bulunmaktadır.

Çalışma sermayesi oranları tek başlarına kullanıldıkları zaman pek bir anlam ifade etmezler. İşletme hakkında çok genel bilgiler verirler. Özellikle kredi verenlerin yaptıkları analizlerde salt olarak tek bir oranın kullanılması yerine birden fazla çalışma sermayesi oranının birlikte ele alınması yoluna gidilmektedir.

Çalışma sermayesinin kötü veya zayıf yönetiminin klasik bir örneği WT Grant'tır. 1975 Ekiminde WT Grant (zamanının en büyük ulusal perakendecisi) iflasın eşiğine geldi ve dört ay sonra kapılarını kapatmak zorunda kaldı. Bu başarısızlık finansal piyasaları şoka uğrattı. 1973'e kadar WT'nin fiyat/kazanç oranı yaklaşık 20'ydi ki rekabet ettiği işletmelerden çok yüksekti. 1906'dan 1974'e kadar işletme sürekli kar payı dağıtımında bulundu ve net geliri pozitif, buna rağmen 1966'dan 1974'e kadar çok az büyümüş veya hiç büyüme göstermemişti (Cote ve Latham, 1999: 256).

Grant'ın iflasının sebebi nakit dönüşüm çemberini yönetmedeki başarısızlığıydı. Bu başarısızlığın sebebi, 1970 ile 1974 yılları arasında devir hızı yavaş olan stoklar ve kredi toplamadaki gevşemenin nakit dönüşümünü bir aydan daha fazla uzatmasıdır. Çünkü ticari kredi verenler vade bitiminden sonra finanslamaya isteksizdirler, WT Grants banka yoluyla finansman bulmaya çalışmakta zorlanmıştır. Önceki on yıllık sürenin çoğunda iflası doldurmaydı, WT Grants günlük faaliyetlerini kendi içinden sağladığı likitide ile finanse etmekten ziyade borçlarla finanse ediyordu. Çünkü bu süre esnasında geleneksel likitide oranları kabul edilebilir aralıktaydı ve analistlerin kullandıkları bu oranlar sorunu tam olarak tanımlayamıyordu. Bununla birlikte analistler nakit dönüşüm çemberini incelediklerinde alacaklar, stoklar ve ticari borçlar arasında

bir sekronizasyonun (uyumlaşmanın) olmadığını gördüler ve bir zamanlar karlı bir işletme olan WT Grants'ın çalışma sermayesi yönetimindeki dikkatsizliği sonuçta işletmenin iflasına neden olmuştur (Cote ve Latham, 1999: 256).

Bu örnek bize göstermektedir ki; geleneksel olarak nitelediğimiz çalışma sermayesi oranları tek başlarına kullanıldıklarında bizi yanıltabilirler. Yapılması gereken çalışma sermayesi oranlarının mümkün olduğunca bir çoğunun aynı anda veya birleşik kullanılmasıdır.

Bilinen bir gerçek de, çoğu kez işletmelerin alacak devir hızı ile stok devir hızları arasında ters yönlü bir ilişki vardır. İşletmelerin satışlarını artırmak için vadeyi uzatması, peşinat oranını düşürmesi, stok devir hızını yükselttiği halde, alacak devir hızını yavaşlatmaktadır (Akgüç, 1991: 134). Aksi yönde işletme satış koşullarında daha az esnek davranırsa yani peşin satışlara ağırlık verirse, alacak devir hızı arttığı halde, stok devir hızı yavaşlamaktadır.

Ticari oran alacak devir hızı, stok devir hızından ve borç ödeme hızından türetilmiş melez karakterli bir orandır ve üçünün de etkisinin ortak sonucunu yansıtır. Muhasebe yazınında bazı yazarlar alacak ve stok devir hızından türetilen alacakların ortalama tahsil süresi ile stok tutma süresini birleştirip etkinlik oranı adını vermektedirler. Bu oran da birleşik bir oran olduğu için finansal başarısızlık konusunda yapılacak araştırmalarda kullanılabilir.

Sonuç olarak şunu söyleyebiliriz, genel olarak oranların ve buna paralel olarak da çalışma sermayesi oranlarının yukarıda belirtilen zayıf yönleri olmakla beraber finansal başarısızlık araştırmalarında en çok kullanılan finansal analiz tekniği olma özelliğini korumaktadır. Bu araştırmalar özellikle çalışma sermayesi oranlarından likidite oranlarının finansal başarısızlığı haber vermede kullanılabileceğini göstermektedir.

## BÖLÜM SONU NOTLARI

- DAĞLI, Hüseyin (1994); "İşletme Başarısızlıkları ve Alınması Gerekli Önlemler", **Verimlilik Dergisi**, Milli Produktivite Merkezi Yayınları, Sayı 1 Ankara.
- ÖNAL, Yıldırım B. (1995); "Çalışma Sermayesi Yönetimi: Kriz Dönemlerinde Çalışma Sermayesi Yönetimine Dinamik Yaklaşım", **Verimlilik Dergisi**, Milli Produktivite Merkezi Yayınları, Sayı 1995/4 Ankara.
- RİCHMAN, Tom (1995); "Working Capital Productivity", **Harward Business Review**, January-February 1995.
- RİCCİ, Cecilla Wagner and Morrison, GAIL (1996); "International Working Capital Practices of the Fortune 200", **Finance Practice&Education**, Vol. 6, Issue 2, Fall/Winter 96.
- DÜNDAR, Esin (1996); **İşletmelerin Finansal Başarılarının Ölçülmesinde Nakit Akım Rasyolarının Kullanılması ve Bir Uygulama**, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir.
- EROL, Cengiz. (1991); **Nakit Akımı Yaklaşımı Yöntemiyle Kredi Değerlendirmesi**, 2. Baskı, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No.167, Ankara.
- BRİGHAM, Eugene F. (1995); **Fundamentals of Financial Management**, 6 th. Edition, Dryden Press, Chicago.
- AKDOĞAN, Nalan ve TENKER Nejat (1998); **Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**, 6. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- İMKB Şirketler Yıllığı, 1997.
- DOĞUKANLI, Hatice ve ÖNAL, Yıldırım (1994); "Alacakların Yönetiminde Etkinliği Sağlayıcı Bir Yöntem Olarak Kredi Sigortası", **Verimlilik Dergisi**, Milli Produktivite Merkezi Yayınları, Sayı 3 Ankara.
- BENNINGA, Simon Z. Ve SARIG, Oded H. (1997); **Corporate Finance A Valuation Approach**, The McGRAW-HILL Companies Inc., New York.
- NALÇACI, Münevver (1986); **Alacakların Yönetiminde Muhasebe Politikasının Belirlenmesi ve Uygulanması**, Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 210, Eskişehir.
- OPPEDAHL, Richards A. (1990); "Working Capital Management", **South Dakota Business Review**, Vol. 49, Issue 2, December 1990.

**HIRSHFIELD, Stuart** (1998); "Is Your Company On The Slippery Slope To Bankruptcy", **Apparel Industry**, Vol.59, Issue 12, December 1998.

**SEVAL, Belkıs** (1990); **Kredilendirme Süreci ve Kredi Yönetimi**, 1. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayınları, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayın No: 11, İstanbul.

**AKGÜÇ, Öztin** (1991); **Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi**, 5. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul.

**GAMBLE, Richard H.** (1997); "Fat Free Working Capital", **Controller Magazine**, April 1997.

**ÖZER, Mevlüt** (1997); **Mali Tablolar ve Finansal Analiz**, 2. Baskı, Özkan Matbaacılık, Ankara.

**MERİÇ, Gülser** (1985); **Farklı Sanayi Dallarındaki İşletmelerin Finansal Karakteristiklerinin Karşılaştırılması**, 1. Baskı, Hacettepe Üniversitesi. İİBF. Yayınları No:6, Ankara.

**AKTAŞ, Ramazan** (1995a); "Farklı Endüstriler İçin Çok Boyutlu Mali Başarısızlık Tahmin Modelleri", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 15.

**ALTMAN, Edward I.** (1993); **Corporate Financial Distress: a Guide to Predicting Avoiding and Dealing with Bankruptcy**, John Wiley and Sons, New York.

**GIBSON, H. Charles** (1995); **Financial Statement Analysis: Using Financial Accounting Information**, South Western Collage Publishing, Cincinnati, Ohio.

**BERK, Niyazi** (1995); **Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul.

**ELAM, Rick** (1975); "The Effect of Lease Data on the Predictive Ability of Financial Ratios", **The Accounting Review**, Vol. 4, No.1, January 1975.

**BEAVER, William H.** (1968); "Alternative Accounting Measures As Predictors Of Failure", **The Accounting Review**, January 1968.

**BEAVER, William H.** (1966); "Financial Ratios as Preditors Of Failure", **Empirical Research in Accounting: Journal of Accounting Research**. (Supplement 1966).

**ALTMAN, Edward I.** (1988); **The Prediction of Corporate Bankruptcy**, Garland Publishing Inc., New York & London.

**BREALEY, Richards A. vd.** (1995); **Principles of Corporate Finance**, International Edition, Mc Graw Hill Book Company, New York.

- FRİDSON, Martin S.** (1995); **Financial Statement Analysis**, Second Edition, John Wiley & Sons Inc. New York.
- AKSOY, Ahmet** (1993); **İşletme Sermayesi Yönetimi**, 2. Baskı, Gazi Büro Kitabevi, Ankara.
- ALTMAN, Edward I. v.d.**, (1977); "Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations", **Journal of Banking and Finance**, June 1977.
- YILDIZ, Birol** (1999); **Finansal Başarısızlığın Öngörülmesinde Yapay Sinir Ağı Kullanımı ve Amprik Bir Çalışma**, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kütahya.
- DEAKİN, Edward B.** (1976); "Distributions of Financial Accounting Ratios: Some Empirical Evidence", **The Accounting Review**, Vol.L1, No.1 January 1976.
- SO, Jacky C.** (1987); "Some Empirical Evidence On The Outliers and The Non-Normal Distribution Of Financial Ratios", **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol.14, No.4, Winter 1987.
- DAMBOLENA, İsmael G. ve KHORY, Sarkis J.** (1980); "Ratio Stability and Corporate Failure", **The Journal of Finance**, Vol.35, No.4, September 1980.
- HİNG, Amy ve LAU, Ling** (1987); "A Five State Financial Distress Prediction Model", **Journal of Accounting Research**, Vol.25, No.1, Spring 1987.
- FRECKA, Thomas j. ve Cheng F. Lee** (1983); "Generalized Financial Ratio Adjustment Processes and Their Implications", **Journal of Accounting Research**, Vol.21, No.1, Spring 1983.
- GENTRY, James A.** (1987); "Funds Flow Components, Financial Ratios and Bankruptcy", **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol.14, No.4 Winter 1987.
- SHİN, Hyun-Han ve SOENEN, Luc** (1998); "Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability", **Financial Practice & Education**, , Vol. 8, Issue 2. Fall/Winter 98.
- COTE, Jane M. ve LATHAM, Claire Kamm** (1999); "The Merchandising Ratio: A Comprehensive Measure of Working Capital Strategy", **Issues in Accounting Education**, Vol.14, No:2, May 1999.
- GALLAGHER, Timothy J. and ANDREW Joseph D.** (1997); **Financial Management**, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey.

**AKTAŞ, Ramazan (1995b); "Çok Boyutlu Mali Başarısızlık Tahmin Modeline Göre Türkiye İtalya Kıyaslaması", 1.Sistem Mühendisliği ve Savunma Uygulamaları ve Sempozyumu Bildiriler 2, 12-13 Ekim 1995.**

**RICHARDSON, F.M. ve DAVIDSON L.F. (1983); "An Exploration into Bankruptcy Discriminant Model Sensitivity", Journal of Business Finance and Accounting, Vol.10, No.2.**





### 3. BÖLÜM

## SERMAYE PİYASASI KANUNUNA TABİ İŞLETMELERDE BİR ARAŞTIRMA

### 3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Araştırmanın amacı işletmelerin finansal başarısızlıklarında çalışma sermayesi yönetiminin rolünü belirlemektir. Diğer bir deyişle araştırmanın amacı çalışma sermayesi yönetimiyle işletmelerin finansal başarısızlığı arasında bir ilişki olup olmadığını oranlar yardımıyla ortaya çıkarmaktır. Ayrıca çalışma sermayesi yönetiminin finansal başarısızlık konusundaki rolünü tesbit ederken oran analizlerinin, bu konuda ne derece başarılı olduğu da araştırılacaktır.

Araştırmanın özellikle işletmeyi yakından ilgilendiren taraflar açısından bir çok faydası bulunmaktadır. Başta işletme yöneticileri olmak üzere, borç verenler, işletmeye yatırım yapacaklar, hissedarlar, işletmeye her türlü girdi sağlayan kişiler ve hatta devletin de işletmenin finansal başarısızlığa düşmesinde çalışma sermayesi yönetiminin rolünü bilmesi önemlidir.

### 3.2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırma kapsamına aldığımız işletmeler öncelikle aşağıda belirtilen finansal başarısızlık kriterlerine uyup uymamaları açısından iki gruba ayrılmıştır. Bu iki grup: Finansal Başarısız İşletmeler ve Finansal Başarısız Olmayan İşletmelerdir.

Finansal başarısızlık kriterleri ise şöyle sıralanabilir.

- ✓ İşletmenin iflas etmesi
- ✓ İşletmenin sermayesinin yarısını kaybetmiş olması (içinde bulunulan yılın ve geçmiş yıllar zararlarının toplamının işletmenin sermayesini aşması)
- ✓ İşletmenin varlık toplamının % 10'unu kaybetmiş olması (içinde bulunulan yılın ve geçmiş yıllar zararlarının toplamının varlık toplamının %10'unu bulması)
- ✓ İşletmenin üç yıl arka arkaya zarar etmesi,
- ✓ İşletmenin borçlarını vadesinde ödeyememesi,
- ✓ İşletmenin faaliyetini (üretimini) durdurması,
- ✓ İşletmenin borçlarının aktif toplamını aşması,

Daha sonra bu işletmelerin çalışma sermayesi yönetimiyle ilgili oranları hesaplanarak, her oran için grup (örneklem) ortalamaları bulunmuştur. İki grubun ait olduğu anakütlelerinin ilgili ortalamaları arasında anlamlı bir farkın olup olmadığını tespit edebilmek için ise istatistiksel bir yöntem olan Z testi uygulanmıştır. Z testinin kullanılmasının nedeni, örneklem büyüklüklerimizin 30'dan ( $n_1$  ve  $n_2 > 30$ ) büyük olmasıdır (Kaptan, 1995:248). Buna göre anakütlenin dağılımı ve değişkenliği bilinmiyorsa ortalama farklarının örnekleme dağılımı normal dağılıma sahiptir ve bu varsayım altında iki anakütlenin ortalamaları arasında anlamlı bir farkın olup olmadığı Z testi yoluyla bulunacaktır (Akkurt, 1999: 200-201). Her bir oran için belirlenen test sonuçları değerlendirilip yorumlanacak ve sonuçta topluca bir yargıya varılacaktır.

Z testini uygularken Microsoft Office 97'nin Excel Uygulamasından yararlanılmıştır. İşletmeler ile ilgili veriler (mali tablo bilgileri) ise File Maker Pro 2.1. programında toplanmış burada bir veri tabanı oluşturulmuştur. Bu veri tabanı aracılığıyla Excel'in istatistik fonksiyonu kullanılmıştır.

### 3.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI

Araştırmanın kapsamı, Sermaye Piyasası Kanununa tabi ve 1983-1997 yılları arasında daha önce belirlenen finansal başarısızlık kriterlerine uyan 53

adet finansal başarısız işletme ile bu kriterlere uymayan 53 adet finansal başarısız olmayan işletmedir. Araştırmada iki ana külemizden biri ülkemizde Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine uymak zorunda olan "finansal başarısız işletmeler" soyut anakütleyi diğeri ise, ülkemizde Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine uymak zorunda olan "finansal başarısız olmayan işletmeler" somut anakütleyi oluşturmaktadır. Belirlenen finansal başarısızlık kriterlerini aynı hükümlere tabi olan işletmelere uygulamak karşılaştırma yapılmasını daha anlamlı kılacaktır. Ayrıca SPK'ya tabi banka, holding, sigorta ve bunun gibi mali kuruluşların bilançoları farklılık gösterdiğinden bu işletmeler araştırma dışında tutulmuştur. Sadece üretim, ticaret ve hizmet işletmeleri araştırma kapsamında yer almaktadır.

Araştırma kapsamındaki işletmelerde aynı yıl içerisinde istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç çıkartacak kadar örneklem büyüklüğü olmadığından finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler 13 yıllık bir süreç içerisinde ele alınmıştır. Finansal başarısız olmayan işletmelerin seçiminde rastgele seçim yöntemi kullanılmıştır. Araştırmada kullanılan işletmeler ve mali tablo bilgileri Yıldız'ın "Finansal Başarısızlığın Öngörülmesinde Yapay Sinir Ağı Kullanımı ve Ampirik Bir Çalışma" adlı araştırmasından elde edilmiştir.

Araştırmamızda kullanılan oranlar aşağıdaki biçimde belirlenmiştir:

1. Cari Oran
2. Likidite Oranı
3. Nakit Oranı
4. Borçları Ödeme Hızı
5. Alacak Devir Hızı
6. Stok Devir Hızı
7. Nakit Devir Hızı
8. Dönen Varlıklar Devir Hızı
9. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı
10. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Borçlara Oranı
11. Brüt Kar Oranı
12. Dönen Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı

Ticari oran ve net çalışma sermayesinin stoklara oranı ve net çalışma sermayesinin devir hızı oranları hesaplanamamıştır. İşletmelerin birçoğunda

negatif çalışma sermayesinin olması nedeniyle net çalışma sermayesinin stoklara oranı ve net çalışma sermayesinin devir hızı oranları anlamlı sonuçlar vermeyeceğinden araştırmada kullanılmamıştır. Ayrıca ticari oran da birçok işletme için negatif çıktığından anlamlı sonuçlar vermeyeceği düşünülerek araştırma dışında tutulmuştur. Ayrıca nakit, alacak ve stok yönetimi ile ilgili spesifik bazı oranlar, kullanılan işletme bilançolarının özet bilanço olması nedeniyle veri yetersizliğinden hesaplanamamış ve araştırma dışı bırakılmıştır.

### 3.4. ARAŞTIRMADA ELDE EDİLEN BULGULAR

106 adet Sermaye Piyasasına Kanununa tabi işletmenin bilanço ve gelir tablosundan yararlanarak yukarıda sayılan oranlar hesaplanmış, bu veriler Excel'de girilip Z testi yapılmıştır. Testler % 5 anlamlılık düzeyinde gerçekleştirilmiştir. Daha sonra çıktılarına bağlı olarak her bir oran ortalaması için değerlendirme yapılmıştır. Araştırmada elde edilen bulgular aşağıdadır.

#### 3.4.1. Cari Oran

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$H_0$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler arasında cari oran açısından anlamlı bir fark yoktur.

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

$H_1$  hipotezi (alternatif hipotez): Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler arasında cari oran açısından anlamlı bir fark vardır.

**Tablo 3:** Cari Oran Sonuçları  
İki Anakütle Aritmetik Ortalaması Arasındaki Fark için z-Testi:

	<i>Finansal Başarısız</i>	<i>Finansal Başarısız Olmayan</i>
Ortalama	1,419160443	3,129612784
Bilinen Varyans	3,111	16,185
Gözlem Sayısı	53	53
Öngörülen Ortalama Farkı	0	
z		-2,834753285
P(Z<=z) tek-uçlu		0,002293117
z Kritik tek-uçlu		1,644853
P(Z<=z) iki-uçlu		0,004586235
z Kritik iki-uçlu		1,959961082

Buna göre  $\alpha = 0.05$  iken  $Z_{\text{Hesaplanan}} = -2,83$   $Z_{\text{Tablo}} = \pm 1,96$  (iki uçlu için) olduğundan  $H_0$  hipotezini reddederiz yerine  $H_1$  hipotezini kabul ederiz; buna göre cari oran açısından finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir fark vardır. Bu savımızı söylerken % 95 eminiz veya % 5 hata payı ile bu kararımız doğrudur.

Buna göre kısa vadeli borç ödeme gücünü gösteren cari oran açısından finansal başarısız işletmeler ile finansal başarısız işletmeler arasında anlamlı bir fark vardır.

### 3.4.2. Likidite Oranı

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$H_0$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili likidite oranı açısından anlamlı bir fark yoktur.

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

$H_1$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili likidite oranı açısından anlamlı bir fark vardır.

**Tablo 4:** Likidite Oranı Sonuçları  
İki Anakütle Aritmetik Ortalaması Arasındaki Fark için z-Testi:

	<i>Finansal Başarısız</i>	<i>Finansal Başarısız Olmayan</i>
Ortalama	0,754565539	2,214605015
Bilinen Varyans	0,328	8,13
Gözlem Sayısı	53	53
Öngörülen Ortalama Farkı	0	
z	-3,65484272	
P(Z<=z) tek-uçlu	0,000128703	
z Kritik tek-uçlu	1,644853	
P(Z<=z) iki-uçlu	0,000257406	
z Kritik iki-uçlu	1,959961082	

Buna göre  $\alpha = 0.05$  iken  $Z_{\text{Hesaplanan}} = -3,65$   $Z_{\text{Tablo}} = \pm 1,96$  (iki uçlu için) olduğundan  $H_0$  hipotezini reddederiz yerine  $H_1$  hipotezini kabul ederiz; buna göre likidite oranı açısından finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir fark vardır. Bu savımızı söylerken % 95 eminiz veya % 5 hata payı ile bu kararımız doğrudur.

Borç ödeme gücünü daha hassas ölçen ve çalışma sermayesi oranlarından en çok kullanılan oranlardan olan likidite oranı finansal başarısız işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler arasında istatistiksel olarak anlamlı diyebileceğimiz büyüklükte bir farklılık göstermektedir.

### 3.4.3. Nakit Oranı

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$H_0$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili nakit oranı açısından anlamlı bir fark yoktur.

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

$H_1$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili nakit oranı açısından anlamlı bir fark vardır.

**Tablo 5: Nakit Oranı Sonuçları**  
İki Anakütle Aritmetik Ortalaması Arasındaki Fark için z-Testi:

	<i>Finansal Başarısız</i>	<i>Finansal Başarısız Olmayan</i>
Ortalama	0,116339495	0,46822709
Bilinen Varyans	0,0671	1,0218
Gözlem Sayısı	53	53
Öngörülen Ortalama Farkı	0	
z		-2,454979631
P(Z<=z) tek-uçlu		0,007044634
z Kritik tek-uçlu		1,644853
P(Z<=z) iki-uçlu		0,014089267
z Kritik iki-uçlu		1,959961082

Buna göre  $\alpha = 0.05$  iken  $Z_{\text{Hesaplanan}} = -2,45$   $Z_{\text{Tablo}} = \pm 1,96$  (iki uçlu için) olduğundan  $H_0$  hipotezini reddederiz yerine  $H_1$  hipotezini kabul ederiz; buna göre nakit oranı açısından finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir fark vardır. Bu savımızı söylerken % 95 eminiz veya % 5 hata payı ile bu kararımız doğrudur.

Nakit oranı çalışma sermayesi oranlarından en hassas olan orandır. İşletmenin elindeki hazır değerler ile borçlarını ödeyebilme gücünü ölçen bir orandır. Nakit oranı açısından finansal başarısız işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir fark vardır

### 3.4.4. Borçları Ödeme Hızı

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$H_0$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili borç ödeme hızı açısından anlamlı bir fark yoktur.

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

$H_1$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili borç ödeme hızı açısından anlamlı bir fark vardır.

**Tablo 6:** Borçları Ödeme Hızı Sonuçları  
İki Anakütle Aritmetik Ortalaması Arasındaki Fark için z-Testi:

	<i>Finansal Başarısız</i>	<i>Finansal Başarısız Olmayan</i>
Ortalama	1.869830189	4.202339623
Bilinen Varyans	4.454364	34.96953
Gözlem Sayısı	53	53
Öngörülen Ortalama Farkı	0	
z		-2.704466365
P(Z<=z) tek-uçlu		0.00342076
z Kritik tek-uçlu		1.644853
P(Z<=z) iki-uçlu		0.006841519
z Kritik iki-uçlu		1.959961082

Buna göre  $\alpha = 0.05$  iken  $Z_{\text{Hesaplanan}} = -2,704$   $Z_{\text{Tablo}} = \pm 1,96$  (iki uçlu için) olduğundan  $H_0$  hipotezini reddederiz yerine  $H_1$  hipotezini kabul ederiz; buna göre Borç Ödeme Hızı açısından finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir fark vardır. Bu savımızı söylerken % 95 eminiz veya % 5 hata payı ile bu kararımız doğrudur.

Finansal başarısız işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler arasındaki borçlar ödeme hızı ve buna bağlı olarak borçları ortalama ödeme süresi istatistiksel açıdan da anlamlı derecede farklıdır. Borçları ödeme hızı oranı hesaplanırken SPK'nın yayınladığı bilançolarda ticari borçlar kaleminin olmaması nedeniyle kısa vadeli borçların tamamı göz önüne alınmıştır.

### 3.4.5. Alacak Devir Hızı

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$H_0$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili alacak devir hızı açısından anlamlı bir fark yoktur.

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

$H_1$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili alacak devir hızı açısından anlamlı bir fark vardır.

**Tablo 7:** Alacak Devir Hızı Sonuçları  
İki Anakütle Aritmetik Ortalaması Arasındaki Fark için z-Testi:

	<i>Finansal Başarısız</i>	<i>Finansal Başarısız Olmayan</i>
Ortalama	10,15295365	6,867617664
Bilinen Varyans	210,29085	31,33225093
Gözlem Sayısı	51	51
Öngörülen Ortalama Farkı	0	
z		1,509369784
P(Z<=z) tek-uçlu		0,06560218
z Kritik tek-uçlu		1,644853
P(Z<=z) iki-uçlu		0,13120436
z Kritik iki-uçlu		1,959961082

Araştırmanın daha sağlıklı sonuçlar verebilmesi için her iki örneklemden çok yüksek olan 2 adet oran ayıklanmıştır.

Buna göre  $\alpha = 0.05$  iken  $Z_{\text{Hesaplanan}} = 1,509$   $Z_{\text{Tablo}} = \pm 1,96$  (iki uçlu için) olduğundan  $H_0$  hipotezini kabul ederiz,  $H_1$  hipotezini reddederiz; buna göre alacak devir hızı açısından finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir fark yoktur. Bu savımızı söylerken % 95 eminiz veya % 5 hata payı ile bu kararımız doğrudur.

Anlamlılık düzeyi %10 olduğunda  $Z_{\text{Hesaplanan}} = 1,509$  olacak ve  $Z_{\text{Tablo}} = \pm 1,64$  çok az bir farkla  $H_0$  hipotezini kabul ederiz,  $H_1$  hipotezini reddederiz; yani alacak devir hızı açısından finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir fark yoktur.



### 3.4.6. Stok Devir Hızı

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$H_0$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili stok devir hızı açısından anlamlı bir fark yoktur.

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

$H_1$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili stok devir hızı açısından anlamlı bir fark vardır.

**Tablo 8:** Stok Devir Hızı Sonuçları  
İki Anakütle Aritmetik Ortalaması Arasındaki Fark için z-Testi:

	<i>Finansal Başarısız</i>	<i>Finansal Başarısız Olmayan</i>
Ortalama	5,405489211	6,110924417
Bilinen Varyans	33,90135324	29,3039634
Gözlem Sayısı	51	51
Öngörülen Ortalama Farkı	0	
z		-0,633673306
P(Z<=z) tek-uçlu		0,263146961
z Kritik tek-uçlu		1,644853
P(Z<=z) iki-uçlu		0,526293923
z Kritik iki-uçlu		1,959961082

Her iki örneklemden çok yüksek 2 adet oran ayıklanmıştır.

Buna göre  $\alpha = 0.05$  iken  $Z_{\text{Hesaplanan}} = -0,633$   $Z_{\text{Tablo}} = \pm 1,96$  (iki uçlu için) olduğundan  $H_0$  hipotezini kabul ederiz,  $H_1$  hipotezini reddederiz; buna göre stok devir hızı açısından finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir fark yoktur. Bu savımızı söylerken % 95 eminiz veya % 5 hata payı ile bu kararımız doğrudur.

### 3.4.7. Nakit Devir Hızı

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$H_0$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili nakit devir hızı açısından anlamlı bir fark yoktur.

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

$H_1$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili nakit devir hızı açısından anlamlı bir fark vardır.

Her iki gruptan çok yüksek 3 adet oran ayıklanmıştır.

**Tablo 9: Nakit Devir Hızı Sonuçları**  
İki Anakütle Aritmetik Ortalaması Arasındaki Fark için z-Testi:

	<i>Finansal Başarısız</i>	<i>Finansal Başarısız Olmayan</i>
Ortalama	55,8489062	60,15539961
Bilinen Varyans	4688,655	3954,104
Gözlem Sayısı	50	50
Öngörülen Ortalama Farkı	0	
z		-0,327553759
P(Z<=z) tek-uçlu		0,371624609
z Kritik tek-uçlu		1,644853
P(Z<=z) iki-uçlu		0,743249219
z Kritik iki-uçlu		1,959961082

Buna göre  $\alpha = 0.05$  iken  $Z_{\text{Hesaplanan}} = -0,32$   $Z_{\text{Tablo}} = \pm 1,96$  (iki uçlu için) olduğundan  $H_0$  hipotezini kabul ederiz,  $H_1$  hipotezini reddederiz; buna göre nakit devir hızı açısından finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir fark yoktur. Bu savımızı söylerken % 95 eminiz veya % 5 hata payı ile bu kararımız doğrudur.

### 3.4.8. Dönen Varlık Devir Hızı

**Tablo 10: Dönen Varlık Devir Hızı Sonuçları**  
İki Anakütle Aritmetik Ortalaması Arasındaki Fark için z-Testi:

	<i>Finansal Başarısız</i>	<i>Finansal Başarısız Olmayan</i>
Ortalama	2,092065117	2,195793752
Bilinen Varyans	2,935	1,317
Gözlem Sayısı	53	53
Öngörülen Ortalama Farkı	0	
z		-0,366218241
P(Z<=z) tek-uçlu		0,357101173
z Kritik tek-uçlu		1,644853
P(Z<=z) iki-uçlu		0,714202346
z Kritik iki-uçlu		1,959961082

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$H_0$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili dönen varlık devir hızı açısından anlamlı bir fark yoktur.

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

$H_1$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili dönen varlık devir hızı açısından anlamlı bir fark vardır.

Buna göre  $\alpha = 0.05$  iken  $Z_{\text{Hesaplanan}} = -0,366$   $Z_{\text{Tablo}} = \pm 1,96$  (iki uçlu için) olduğundan  $H_0$  hipotezini kabul ederiz,  $H_1$  hipotezini reddederiz; buna göre dönen varlık devir hızı açısından finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir fark yoktur. Bu savımızı söylerken % 95 eminiz veya % 5 hata payı ile bu kararımız doğrudur.

#### 3.4.9. KVYK / Toplam Borçlara Oranı

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$H_0$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili KVYK / Toplam Borçlara Oranı açısından anlamlı bir fark yoktur.

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

$H_1$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili KVYK / Toplam Borçlara Oranı açısından anlamlı bir fark vardır.

**Tablo 11:** KVYK'ların Toplam Borçlara Oranı Sonuçları  
İki Anakütle Aritmetik Ortalaması Arasındaki Fark için z-Testi:

	<i>Finansal Başarısız</i>	<i>Finansal Başarısız Olmayan</i>
Ortalama	0,642264151	0,755471698
Bilinen Varyans	0,75626	0,039544
Gözlem Sayısı	53	53
Öngörülen Ortalama Farkı	0	
Z		-0,923868706
P(Z<=z) tek-uçlu		0,177777315
z Kritik tek-uçlu		1,644853
P(Z<=z) iki-uçlu		0,355554629
z Kritik iki-uçlu		1,959961082

Buna göre  $\alpha = 0.05$  iken  $Z_{\text{Hesaplanan}} = -0,92$   $Z_{\text{Tablo}} = \pm 1,96$  (iki uçlu için) olduğundan  $H_0$  hipotezini kabul ederiz,  $H_1$  hipotezini reddederiz; buna göre KVKYK / Toplam Borçlara Oranı açısından finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir fark yoktur. Bu savımızı söylerken % 95 eminiz veya % 5 hata payı ile bu kararımız doğrudur.

Anlamlılık düzeyi %10 olduğunda ise  $Z_{\text{Hesaplanan}} = -0,12$  olacak ve  $Z_{\text{Tablo}} = \pm 1,64$  buna göre  $H_0$  hipotezini kabul ederiz,  $H_1$  hipotezini reddederiz; yani dönen varlık devir hızı açısından finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir fark yoktur.

#### 3.4.10. KVKYK / Toplam Varlıklara Oranı

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$H_0$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili KVKYK'ların Toplam varlıklara oranı açısından anlamlı bir fark yoktur.

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

$H_1$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili KVKYK'ların Toplam varlıklara oranı açısından anlamlı bir fark vardır.

**Tablo 12:** KVKYK'ların Toplam Varlıklara Oranı Sonuçları  
İki Anakütle Aritmetik Ortalaması Arasındaki Fark için z-Testi:

	<i>Finansal Başarısız</i>	<i>Finansal Başarısız Olmayan</i>
Ortalama	0,422216698	0,358277899
Bilinen Varyans	0,053175	0,036628
Gözlem Sayısı	53	53
Öngörülen Ortalama Farkı	0	
z		1,553305865
P(Z<=z) tek-uçlu		0,060175052
z Kritik tek-uçlu		1,644853
P(Z<=z) iki-uçlu		0,120350104
z Kritik iki-uçlu		1,959961082

Buna göre  $\alpha = 0.05$  iken  $Z_{\text{Hesaplanan}} = 1,55$   $Z_{\text{Tablo}} = \pm 1,96$  (iki uçlu için) olduğundan  $H_0$  hipotezini kabul ederiz,  $H_1$  hipotezini reddederiz; buna göre KVKYK'ların Toplam varlıklara oranı açısından finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir fark yoktur. Bu savımızı söylerken % 95 eminiz veya % 5 hata payı ile bu kararımız doğrudur.

### 3.4.11. Brüt Kar Oranı

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$H_0$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili Brüt Kar Oranı açısından anlamlı bir fark yoktur.

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

$H_1$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili Brüt Kar Oranı açısından anlamlı bir fark vardır.

**Tablo 13: Brüt Kar Oranı Sonuçları**  
İki Anakütle Aritmetik Ortalaması Arasındaki Fark için z-Testi:

	<i>Finansal Başarısız</i>	<i>Finansal Başarısız Olmayan</i>
Ortalama	0,161883066	0,338515043
Bilinen Varyans	0,083742	0,014638
Gözlem Sayısı	53	53
Öngörülen Ortalama Farkı	0	
Z		-4,099716799
P(Z<=z) tek-uçlu		2,0694E-05
z Kritik tek-uçlu		1,644853
P(Z<=z) iki-uçlu		4,1388E-05
z Kritik iki-uçlu		1,959961082

Buna göre  $\alpha = 0.05$  iken  $Z_{\text{Hesaplanan}} = - 4,099$   $Z_{\text{Tablo}} = \pm 1,96$  (iki uçlu için) olduğundan  $H_0$  hipotezini reddederiz yerine  $H_1$  hipotezini kabul ederiz; buna göre Brüt Kar Oranı açısından finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir fark vardır. Bu savımızı söylerken % 95 eminiz veya % 5 hata payı ile bu kararımız doğrudur.

Buna göre işletmenin karlılığının bir göstergesi olan brüt kar oranına göre finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir fark vardır.

### 3.4.12. Dönen Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$H_0$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili Dönen Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı açısından anlamlı bir fark yoktur.

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

$H_1$  hipotezi: Finansal başarısız olan işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler için ilgili Dönen Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı açısından anlamlı bir fark vardır.

**Tablo 14:** Dönen Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı Sonuçları  
İki Anakütle Aritmetik Ortalaması Arasındaki Fark için z-Testi:

	<i>Finansal Başarısız</i>	<i>Finansal Başarısız Olmayan</i>
Ortalama	46.52660377	65.72150943
Bilinen Varyans	743.09	244.18
Gözlem Sayısı	53	53
Öngörülen Ortalama Farkı	0	
z		-4.44739749
P(Z<=z) tek-uçlu		4.3496E-06
z Kritik tek-uçlu		1.644853
P(Z<=z) iki-uçlu		8.6992E-06
z Kritik iki-uçlu		1.959961082

Buna göre  $\alpha = 0.05$  iken  $Z_{\text{Hesaplanan}} = -4,447$   $Z_{\text{Tablo}} = \pm 1,96$  (iki uçlu için) olduğundan  $H_0$  hipotezini reddederiz yerine  $H_1$  hipotezini kabul ederiz; buna göre Dönen Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı açısından finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir fark vardır. Bu savımızı söylerken % 95 eminiz veya % 5 hata payı ile bu kararımız doğrudur.

### 3.5. ELDE EDİLEN SONUÇLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ

Araştırma sonucunda finansal başarısız işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler arasında cari oran, likidite oranı, nakit oranı, brüt kar oranı, borçları ödeme hızı ve dönen varlıkların toplam varlıklara oranları açısından anlamlı bir fark olduğu ortaya çıkmıştır. Alacak devir hızı, stok devir hızı, nakit devir hızı, dönen varlık devir hızı (çalışma sermayesi devir hızı), kısa vadeli yabancı kaynakların toplam borçlara oranı, kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı açısından finansal başarısız işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir fark yoktur.

Bu oranlara ek olarak etkinlik oranı için de Z testi yapılmıştır. Sonuçta etkinlik oranı açısından finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir fark yoktur. Bu sonuca ulaşmamız şaşırtıcı değildir çünkü: Alacak ve stok devir hızı oranlarında finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir farklılığın olmadığı sonucu çıkmıştır ve etkinlik oranı bu iki oranı birleştiren bir orandır. Ayrıca toplam borçların aktife oranı açısından finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir fark vardır. Finansal başarısız işletmelerin toplam borçlarının aktife oranı, finansal başarısız olmayan işletmelerinkine göre daha yüksektir. Bir başka deyişle finansal başarısız işletmeler varlıklarını ağırlıklı olarak borçlarla finanse etmektedirler. Bu oran uzun vadeli borçları da kapsadığından çalışma sermayesi yönetimi konusuyla doğrudan bir ilgisi yoktur. Sadece finansal başarısız işletmelerle finansal başarısız olmayan işletmeler arasında anlamlı bir farkın olduğu bir orandır.

Araştırma sonucu çıkan diğer sonuçlar ise şöyledir:

İncelenen örneklem içerisindeki işletmelerden negatif çalışma sermayesine sahip 24 işletmenin neredeyse tamamı -üç işletme hariç- finansal başarısız işletmedir. Bu durum bize kısa vadeli borçların dönen varlıklardan çok olmasının işletmeyi finansal açıdan başarısız işletme konumuna sürükleyebileceğini göstermektedir. Finansal başarısız işletmelerin yaklaşık %40'ı negatif çalışma sermayesine sahiptir.

106 adet işletme içerisinde 33 adet işletme faaliyetlerini zararlı sonuçlandırmıştır. Bu 33 işletmenin tamamı finansal başarısız işletmedir. Finansal başarısız işletmelerin yaklaşık % 62'si faaliyetleri sonucu zarar etmiş işletmelerdir.





## BÖLÜM SONU NOTLARI

**KAPTAN, Saim (1995); Bilimsel Araştırma ve İstatistik Teknikleri, 1.Baskı, Tekişik Web Ofset, Ankara.**

**AKKURT, Mustafa (1999); Bilgisayar (Excel) Destekli Uygulamalı İstatistik, 1. Baskı, Birsen Yayınevi, İstanbul.**



## SONUÇ ve ÖNERİLER

İşletmelerin finansal başarısızlık sonucunda iflas ederek ekonomik yaşamdan çekilmeleri şüphesiz hem işletme hem de toplum için olumsuz bir durumdur. İşletmenin böyle bir durumla karşılaşmaması ancak, yönetim tarafından zamanında ve doğru alınan kararlar sayesinde olur. Yönetimin zamanında ve doğru kararlar alabilmesi için, işletmenin finansal başarısızlığa düşmesine neden olan faktörleri bilmesi ve ona göre gereken önlemleri alması gerekmektedir.

Yapılan bu araştırmayla işletmelerin finansal başarısızlığa düşmesinde çalışma sermayesi yönetiminin rolü oranlar yardımıyla incelenmiştir. Finansal başarısızlığı tahmin çalışmalarında kullanılan oranların bir çoğunun çalışma sermayesi oranı olması, finansal başarısızlık ile çalışma sermayesi arasındaki ilişkiyi doğrulamaktadır. Yöneticiler için faydalı bir araç olan finansal oranların doğru bir şekilde kullanılması işletmenin lehine olacaktır. İşletme yönetiminin finansal başarısızlığa düşmeden gereken tedbirleri alabilmesi için finansal başarısızlığa neden olan faktörleri bilmesi gerekmektedir. Bu faktörlerden biri de çalışma sermayesinin yönetimidir. İşletme yönetimi, finansal oranlar yardımıyla çalışma sermayesinin etkin ve verimli bir şekilde yönetilmesini sağlayabilir. Aksi takdirde çalışma sermayesinin kötü yönetilmesi sonucu işletmenin finansal başarısız olabileceği bir gerçektir. Yaptığımız araştırma, aynı zamanda finansal başarısızlık ile çalışma sermayesi yönetimi arasındaki ilişkiyi hangi oranların daha iyi ortaya çıkardığını tespit etmek amacıyla yapılmıştır.

Ülkemiz SPK'ya tabi işletmeler açısından işletmenin borç ödeme gücünü gösteren oranlar açısından finansal başarısız işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler arasındaki farklılık, üzerinde durulması gereken bir husustur.

Araştırma sonuçlarına göre cari oran, likidite oranı ve nakit oranındaki değişimler, işletmelerin finansal başarısızlığında önemli rol oynayabilmektedir. İşletme yönetimi bu değişimleri göz önünde tutmalıdır. Ayrıca finansal başarısız işletmelerin cari oran, likidite oranı ve nakit oranı ortalamaları, finansal başarısız olmayan işletmelerin ortalamalarından düşüktür. Bu sonuçlar göstermektedir ki, finansal başarısız işletmelerin borç ödeme güçleri zayıftır. Bu zayıflık işletmenin finansal başarısız olmasında bir etkidir.

Borçların ödeme hızı veya ortalama borçları ödeme süresi de finansal başarısız işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler arasında farklılık göstermiştir. Ayrıca finansal başarısız işletmelerin borçları ödeme hızı diğer gruba göre düşük çıkmıştır. Borçların ödeme hızı düştükçe veya ortalama borçları ödeme süresi uzadıkça işletmenin finansal başarısız olma olasılığı artmaktadır. Borç ödeme süresinin uzaması, belli bir süreden sonra, işletmede finansal stresin oluşmasına neden olabilir. Finansal stresin süresi ve büyüklüğüne göre işletme iflas bile edebilir. Finansal başarısız işletmelerin borç ödeme hızlarının düşük olması gerektiği varsayımı, araştırmamız sonucunda ülkemiz SPK'ya tabi işletmeler açısından doğrulanmıştır.

Brüt kar oranı da finansal başarısız işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler arasında ayırıcı bir oran olduğu ortaya çıkmıştır. Brüt kar oranı, finansal başarısız işletmelerde daha düşük çıkmıştır. Finansal başarısız işletmelerin brüt kar oranı % 16,1 iken finansal başarısız olmayan işletmelerin %33,8'dir. Böyle bir sonuç aynı zamanda beklenen bir sonuçtur.

Araştırma sonucunda brüt anlamda çalışma sermayesi olan dönen varlıkların toplam varlıklar içerisindeki ağırlığı finansal başarısız işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler arasında istatistiksel olarak anlamlı derecede farklı çıkmıştır. Finansal başarısız işletmelerin toplam varlıkları içerisinde çalışma sermayesi tutarı ortalama %46,42 iken finansal başarısız olmayan işletmelerde bu oran %65,72'dir. Sonuçta finansal başarısız işletmelerini daha az çalışma sermayesine sahip oldukları tespit edilmiştir. Çalışma sermayesindeki bir yetersizliğin, işletmelerin finansal başarısızlığında etkili olduğunu söyleyebiliriz.

Bu sonuçlar ışığında, ülkemiz SPK'ya tabi finansal başarısız ve finansal başarısız olmayan işletmeler açısından bu oranlara göre işletmenin finansal başarısız duruma düşmesinde çalışma sermayesi yönetiminde oluşan bir zayıflığın neden olduğu söylenebilir.

Alacak devir hızı, stok devir hızı ve nakit devir hızı finansal başarısız işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler arasında ayırıcı bir özellik göstermemektedir. Genel olarak finansal başarısız işletmelerin alacak devir hızlarının düşük olması gerekir fakat burada daha yüksektir. Stok devir hızı ve nakit devir hızı ise genel olarak finansal başarısız işletmelerde daha düşüktür fakat bu istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık düzeyinde değildir. Araştırmada anlamlılık düzeyi % 10 (hata payı  $\alpha = 0.10$ ) olmasına rağmen bu oranlar açısından sonuç değişmemiştir.

Bu sonuçlara göre finansal bilgi kullanıcıları cari oranı, likidite oranını ve nakit oranını, ilk olarak kolay hesaplanabilmeleri ve birçok kişi tarafından bilinmeleri nedeniyle işletme hakkında yapacakları analizlerde kullanabilirler. Aynı zamanda bu oranların bir işletmenin ileride finansal başarısızlığa düşüp düşmeyeceği konusunda başta işletme yöneticileri olmak üzere, işletmeye borç verenlere, hissedarlara, yatırımcılara, müşterilere ve devlete çalışma sermayesi yönetimiyle ilgili doğru bilgi verebilirler. Ayrıca brüt kar oranı ve dönen varlıkların toplam varlıklara oranı da istatistiksel açıdan kuvvetli bir ayırıcı oran olduğundan dolayı finansal bilgi kullanıcıları güvenle kullanabilirler. Borçları ödeme hızı oranı da araştırmanın önemli bir oranıdır. Finansal başarısız işletmelerin borçlarını ödemede zorlanmaları beklenmekte ve bu yüzden de finansal başarısız duruma düştükleri varsayılıyordu. Bu durum araştırmamız içinde ispatlanmış bir varsayımdır.

Diğer yandan alacak devir hızı, stok devir hızı, nakit devir hızı ve dönen varlıklar devir hızı oranlarının finansal başarısızlığı tespit etmede belirleyici oranlar olması düşünülmekteydi. Bu oranların düşük olmasının finansal başarısızlıkta etkili olan çalışma sermayesi oranları olması beklenmekteydi. Fakat araştırma sonucunda böyle bir durum ile karşılaşılmadı. Bu durum devir hızı oranlarının, borç ödeme hızı oranı hariç, işletmelerin finansal başarısız olmalarında bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Etkisi olsa da bu etki düşük

derecededir. Çünkü finansal başarısız işletmeler ile finansal başarısız olmayan işletmeler arasında bu oranlar açısından anlamlı bir fark yoktur. Ülkemiz açısından bu oranların kullanılmasında yöneticilerin daha dikkatli olması önerilebilir.

Sonuçta işletmelerin genel olarak borçlarını ödeme gücünü gösteren oranlar, varlıkların ne kadarının çalışma sermayesi olarak kullanıldığını gösteren oran, borçları ödeme hızını gösteren oran ve işletmenin esas faaliyetlerinin sonucunu gösteren karlılık oranları ile varlıkların ne kadarının borçlarla finanse edildiğini gösteren oranlar finansal başarısızlıkta çalışma sermayesinin rolünü ortaya çıkaran en iyi oranlar arasındadır. İşletme yönetimi bu oranlardaki değişimleri izlemek suretiyle işletmenin finansal başarısızlığa düşmesini engelleyecek kararları zamanında alabilirler.



## KAYNAKLAR

### Kitaplar

- ALTMAN, Edward I. (1988); The Prediction of Corporate Bankruptcy,** Garland Publishing Inc., New York & London.
- AKDOĞAN, Nalan ve TENKER Nejat (1994); Tekdüzen Muhasebe Sisteminde Mali Tablolar ve Oran Analizi,** İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası Yayınları, Yayın No:10; İstanbul.
- AKDOĞAN, Nalan ve TENKER Nejat (1998); Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri,** 6. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- AKGÜÇ, Öztin (1991); Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi,** 5. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul.
- AKGÜÇ, Öztin (1995); Mali Tablolar Analizi,** Dokuzuncu Baskı, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayını No.16, Muhasebe Enstitüsü Yayın No.64, İstanbul.
- AKGÜÇ, Öztin (1998); Finansal Yönetim,** 7. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayını, Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 65, İstanbul.
- AKINCI, Nejat ve ERDOĞAN Necmettin (1995); Finansal Tablolar ve Analizi,** 4. Baskı, Barış Yayınları Fakülteler Kitabevi, İzmir.
- AKKURT, Mustafa (1999); Bilgisayar (Excel) Destekli Uygulamalı İstatistik,** 1. Baskı, Birsen Yayınevi, İstanbul.
- AKSOY, Ahmet (1993); İşletme Sermayesi Yönetimi,** 2. Baskı, Gazi Büro Kitabevi, Ankara.
- AKTAŞ, Ramazan (1997); Mali Başarısızlık (İşletme Riski) Tahmin Modelleri,** 2. Baskı, Türkiye İş Bankası Yayınları Yayın No 323, Ankara.
- BENNINGA, Simon Z. Ve SARIG, Oded H. (1997); Corporate Finance A Valuation Approach,** The McGRAW-HILL Companies Inc., New York.
- BERK, Niyazi (1995); Finansal Yönetim,** İkinci Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- BEKTÖRE, Sabri vd. (1995); Mali Tablolar Analizi,** Birlik Ofset Yayıncılık, Eskişehir.

- BRIGHAM, Eugene F. (1996); Fundamentals of Financial Management, Seventh Edition, The Dryden Press, Fort Worth.**
- BREALEY, Richards A. vd. (1995); Principles of Corporate Finance, International Edition, Mc Graw Hill Book Company, New York.**
- BÜKER, Semih vd. (1997); Finansal Yönetim, 2. Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.**
- ÇABUK, Adem ve LAZOL İbrahim (1998); Mali Tablolar Analizi, 1. Baskı, Vipaş Aş. Bursa.**
- EROL, Cengiz. (1991); Nakit Akımı Yaklaşımı Yöntemiyle Kredi Değerlendirmesi, İkinci Baskı, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No.167, Ankara.**
- FİRTH, Michael (1976); Management of Working Capital, The Macmillan Press Ltd, New York.**
- FOSTER, George (1986); Financial Statement Analysis, Second Edition, Prentice Hall International Editions, New Jersey.**
- FRIDSON, Martin S. (1995); Financial Statement Analysis, Second Edition, John Wiley & Sons Inc. New York.**
- GALLAGHER, Timothy J. and ANDREW Joseph D. (1997); Financial Management, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey.**
- GIBSON, H. Charles (1995); Financial Statement Analysis: Using Financial Accounting Information, South Western Collage Publishing, Cincinnati, Ohio.**
- GÜVEMLİ, Oktay (1973); Sanayi İşletmelerinde İşletme Sermayesi ve Analizi, Türkiye Muhasebe Uzmanları Derneği Yayını, Yayın No:2, İstanbul.**
- HELPERT, A. Erich (1997); Techniques of Financial Analysis, Ninth Edition, Irwin, Chicago.**
- KAPTAN, Saim (1995); Bilimsel Araştırma ve İstatistik Teknikleri, 1.Baskı, Tekişik, Web Ofset, Ankara.**
- KAYAR, İsmail (1997); Anonim Ortaklıkta Mali Durumun Bozulması ve Alınacak Tedbirler, Mimoza Yayınları, Yayın No 54, Konya.**
- KOLB, W. Robert ve RODRÍGUEZ J. Ricardo (1996); Finansal Yönetim (Çev. Karacan, Ali İhsan), Birinci Baskı, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No.35, Ankara.**

**MERİÇ, Gülser (1985); Farklı Sanayi Dallarındaki İşletmelerin Finansal Karakteristiklerinin Karşılaştırılması**, Birinci Baskı, Hacettepe Ün. İİBF Yayınları No:6, Ankara.

**MÜFTÜOĞLU, M. Tamer (1989); İşletme İktisadı**, Turhan Kitabevi, Birinci Baskı, Ankara.

**NALÇACI, Münevver (1986); Alacakların Yönetiminde Muhasebe Politikasının Belirlenmesi ve Uygulanması**, Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 210, Eskişehir.

**ÖZER, Mevlüt (1997); Mali Tablolar ve Finansal Analiz**, 2. Baskı, Özkan Matbaacılık, Ankara.

**SEVAL, Belkıs (1990); Kredilendirme Süreci ve Kredi Yönetimi**, 1. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayınları, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayın No: 11, İstanbul.

**SAĞLAM, Necdet (1999); Tekdüzen Muhasebe Sistemi ve Uygulaması**, 1. Baskı, Türkiye Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler ve Yeminli Mali Müşavirler Temel Eğitim ve Staj Merkezi Eskişehir Şubesi Yayın No:2, Eskişehir.

**SARIASLAN, Halil (1994); Yatırım Projelerinin Hazırlanması Ve Değerlendirilmesi**, 2. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara.

**TÜRKO, Metin (1978); Döner Sermaye Yönetimi Prensipler ve Analiz**, Atatürk Üniversitesi Yayınları No: 541 İşletme Fakültesi Yayınları No: 73, Erzurum.

**YALKIN, Yüksel Koç (1988); Mali Tablolar Analizi**, 4. Baskı, Ankara Ün.

#### **Makaleler**

**AKTAŞ, Ramazan (1995a); "Farklı Endüstriler İçin Çok Boyutlu Mali Başarısızlık Tahmin Modelleri"**, Bankacılar Dergisi, Sayı 15.

**AKTAŞ, Ramazan (1995b); "Çok Boyutlu Mali Başarısızlık Tahmin Modeline Göre Türkiye İtalya Kıyaslaması"**, 1.Sistem Mühendisliği ve Savunma Uygulamaları ve Sempozyumu Bildiriler 2, 12-13 Ekim 1995.

**AKMUT, Özdemir (1996); "Çalışma Sermayesi Analizi"**, Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, Cilt 12, Özel Sayı, Erzurum.

**BARNES, Paul (1987), " The Analysis and Use of Financial Ratios: A Review Article"**, Journal of Business Finance & Accounting, Vol 14, No:4, Winter 1987.



- BEAVER, William H. (1966); "Financial Ratios as Preditors Of Failure", **Empirical Research in Accounting: Journal of Accounting Research**. (Supplement 1966).
- BEAVER, William H. (1968); "Alternative Accounting Measures As Predictors Of Failure", **The Accounting Review**, January 1968.
- COTE, Jane M. ve Claire Kamm LATHAM (1999); "The Merchandising Ratio: A Comprehensive Measure of Working Capital Strategy", **Issues in Accounting Education**, Vol 14, No:2, May 1999.
- ÇÖMLEKÇİ, Ferruh (1990); "Finansal Kararlarda Kullanılacak Bilginin Mali Analizle Üretilmesi", **Eskişehir Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C:8, S:1-2, Eskişehir.
- DAĞLI, Hüseyin (1994); "İşletme Başarısızlıkları ve Alınması Gerekli Önlemler", **Verimlilik Dergisi**, Milli Produktivite Merkezi Yayınları, Sayı 1994/1 Ankara.
- DAMBOLENA, İsmael G. Ve KHORY, Sarkis J. (1980); "Ratio Stability and Corporate Failure", **The Journal of Finance**, Vol.35, No.4, September 1980.
- DEAKİN, Edward B. (1976); "Distributions of Financial Accounting Ratios: Some Empirical Evidence", **The Accounting Review**, Vol. L1, No.1 January 1976.
- DOĞUKANLI, Hatice ve ÖNAL, Yıldırım (1994); "Alacakların Yönetiminde Etkinliği Sağlayıcı Bir Yöntem Olarak Kredi Sigortası", **Verimlilik Dergisi**, Milli Produktivite Merkezi Yayınları, Sayı 1994/3 Ankara.
- ELAM, Rick (1975); "The Effect of Lease Data on the Predictive Ability of Financial Ratios", **The Accounting Review**, Vol 4, No:1, January 1975.
- FRECKA, Thomas j. ve Cheng F. Lee (1983); "Generalized Financial Ratio Adjustment Processes and Their Implications", **Journal of Accounting Research**, Vol.21, No.1, Spring 1983.
- GAMBLE, Richard H. (1997); "Fat Free Working Capital", **Controller Magazine**, April 1997.
- GENTRY, James A. (1987); "Funds Flow Components, Financial Ratios and Bankruptcy", **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol.14, No.4 Winter 1987.
- HİNG, Amy ve Ling Lau (1987); "A Five State Financial Distress Prediction Model", **Journal of Accounting Research**, Vol.25, No.1, Spring 1987.

**HIRSHFIELD, Stuart** (1998); "Is Your Company On The Slippery Slope To Bankruptcy", **Apparel Industry**, Vol.59, Issue 12, December 1998.

**OPPEDAHL, Richards A.** (1990); "Working Capital Management", **South Dakota Business Review**, Vol. 49, Issue 2, December 1990.

**ÖNAL, Yıldırım B.** (1995); "Çalışma Sermayesi Yönetimi: Kriz Dönemlerinde Çalışma Sermayesi Yönetimine Dinamik Yaklaşım", **Verimlilik Dergisi**, Milli Produktivite Merkezi Yayınları, Sayı 1995/4 Ankara.

**ÖZKOL, Ahmet Erdal** (1991); "İşletme Sermayesi Yönetimi ve Küçük İşletmeler" **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 6, Sayı 3, İzmir.

**RİCCİ, Cecilla Wagner and Morrison, GAIL** (1996); "International Working Capital Practices of the Fortune 200", **Finance Practice&Education**, Vol. 6, Issue 2, Fall/Winter 96.

**RİCHARDSON, F.M. ve DAVIDSON L.F.** (1983); "An Exploration into Bankruptcy Discriminant Model Sensitivity", **Journal of Business Finance and Accounting**, Vol.10, No.2.

**RİCHMAN, Tom** (1995); "Working Capital Productivity", **Harvard Business Review**, January-February 1995.

**SHİN, Hyun-Han ve Soenen Luc** (1998); "Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability", **Financial Practice & Education**, Fall/Winter98, Vol. 8, Issue 2.

**SO, Jacky C.** (1987); "Some Empirical Evidence On The Outliers and The Non-Normal Distribution Of Financial Ratios", **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol.14, No.4, Winter 1987.

**ŞAHİN, Mehmet** (1992), "İşletmelerde Karlılığın Artırılması Koşulları", **Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt 10, Sayı 1-2, Eskişehir.

**TOSUN, H. Sait** (1978); "İşletmelerde Optimal Miktarda Çalışma Sermayesinin Önemi ve Bunu Etkileyen Faktörler", **Adana İktisadi ve Ticari İlimler Fakültesi Dergisi**, Yıl 2, Sayı 2, Adana.

#### Tezler

**YILDIZ, Birol** (1999); **Finansal Başarısızlığın Öngörülmesinde Yapay Sinir Ağı Kullanımı ve Ampirik Bir Çalışma**, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kütahya.

**DÜNDAR, Esin (1996); İşletmelerin Finansal Başarılarının Ölçülmesinde Nakit Akım Rasyolarının Kullanılması ve Bir Uygulama, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir.**

### **Diğer Kaynaklar**

**TÜRMOB, Muhasebenin Temel Kavramları ve Tekdüzen Hesap Planı.**

**TMS, Türkiye Muhasebe Standartları.**

**İMKB 1997 Şirketler Yıllığı.**

**Bankalar Kanunu.**

**İcra İflas Kanunu.**

**Sermaye Piyasası Kanunu.**

**Türk Ticaret Kanunu.**

**3332 Sayılı Şirket Kurtarma Kanunu.**

## EK -1: FİNANSAL BAŞARISIZ İŞLETMELER

FİNANSAL BAŞARISIZ İŞLETMELER	Yıl
EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.	1990
PETKİM PETRO KİMYA HOLDİNG A.Ş.	1992
PARSAN MAKİNE PARÇALARI A.Ş.	1990
TÜRK HAVA YOLLARI A.Ş.	1991
SÖKSA-SİNOP ÖRME VE KONFENKSİYON SAN.TİC.A.Ş.	1990
MARMARİS ALTIN YUNUS TURSİTİK TESİSLERİ A.Ş.	1990
GİMA İHTİYAÇ MADDELERİ T.A.Ş.	1991
ABANA ELEKTROMEKANİK SAN. TİC. A.Ş.	1991
OKAN TEKSTİL SAN. TİC. A.Ş.	1993
METAŞ İZMİR METALURJİ FABRİKASI A.Ş.	1996
TÜRKİYE PETROL RAFİNELERİ A.Ş.	1993
PETROKENT TURİZM A.Ş.	1995
EMSAN BEŞYILDIZ ÇELİK SAN. TİC. A.Ş.	1994
TEZSAN TAKIM TEZGAHLARI SAN. TİC. A.Ş.	1990
PİMAŞ PLASTİK İNŞAAT MALZEMELERİ A.Ş.	1991
KEPEZ ELEKTRİK TÜRK A.Ş.	1993
PINAR SU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1996
AKTAŞ ELEKTRİK TİCARET A.Ş.	1993
MAKİNA TAKIM ENDÜSTRİSİ A.Ş.	1991
POLYLEN SENTETİK İPLİK SANAYİİ A.Ş.	1990
AFYON ÇİMENTO SANAYİ TÜRK A.Ş.	1994
EMSAN PASLANMAZ ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1994
ENTDEMİR ANTALYA DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1987
ASİL ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1984
BMC SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1987
BUTRAK BURDUR TRAKTÖR VE ONYÜKLEYİCİ SAN. VE TİCARET A.Ş.	1984
ÇAMSAN AĞAÇ VE SANAYİ A.Ş.	1984
ÇİHANKUR İNŞAAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1985
ÇİNKUR ÇİNKO KURŞUN METAL SANAYİ A.Ş.	1985
DOKUSAN İSTANBUL DOKUMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1985
GÖNEN GIDA SANAYİ A.Ş.	1987
GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	1986
KARADENİZ BAKIR İŞLETMELERİ A.Ş.	1984
KEMSAN KAYSERİ ET ÜRÜNLERİ VE MARGARİN SANAYİİ A.Ş.	1985
LÜKS KADİFE TİCARET SANAYİİ A.Ş.	1984
MEYBUZ MEYVE VE BUZLU MUHAFAZA VE ENTERNASYONAL NK A.Ş.	1984
OTOSAN OTOMOBİL SANAYİİ A.Ş.	1985
PANÇAR MOTOR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1985
PİMAŞ PLASTİK İNŞAAT MALZEMELERİ A.Ş.	1984
PINAR ENTEGRE ET VE YEM SANAYİİ A.Ş.	1985
SİSTAŞ SİİRT MEYAN KÖKÜ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1986
SUMAŞ SUN'İ TAHTA VE MOBİLYA SANAYİİ A.Ş.	1986
TERME METAL SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	1985

TUNGAŞ TUNCELİ GIDA SANAYİİ A.Ş.	1986
TÜRK TUBORG BİRA VE MALT SANAYİİ A.Ş.	1985
TURKTUR GIDA SANAYİİ A.Ş.	1985
UŞAK SERAMİK SANAYİ A.Ş.	1983
ALTINYUNUS ÇEŞME TURİSTİK TESİSLERİ A.Ş.	1990
HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.	1993
BİRLİK MENSUCAT TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	1996
DENİZLİ CAM SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	1990
DOĞUSAN BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	1993
DURAN OFSET MATBAACILIK VE AMBALAJ SANAYİ A.Ş.	1991



## EK-2 FİNANSAL BAŞARISIZ OLMAYAN İŞLETMELER

FİNANSAL BAŞARISIZ OLMAYAN İŞLETMELER	Yıl
ADANA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	1994
AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.	1994
AKSU İPLİK DOKUMA VE BOYU APRE FABRİKALARI TÜRK A.Ş.	1992
ANADOLU BİRACILIK VE GIDA SANAYİ A.Ş.	1993
ANADOLU CAM SANAYİİ A.Ş.	1995
BORUSAN BİRLEŞİK BORU FABRİKALARI A.Ş.	1992
EGE SERAMİK SANAYİİ A.Ş.	1992
EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.	1992
SÖNMEZ PAMUKLU SANAYİİ A.Ş.	1992
VİKİNG KAĞIT VE SELÜLOZ A.Ş.	1993
TAT KONSERVE SANAYİİ A.Ş.	1992
NETAŞ NORTHERN ELECTRIC TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	1993
RAKS ELEKTRONİK SANAYİ A.Ş.	1994
PEG PROFİLO ELEKTRİKLİ GEREÇLER A.Ş.	1993
NET TURİZM TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	1997
OTOKAR OTOBÜS KAROSERİ SANAYİ A.Ş.	1997
KONYA ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.	1995
PETROL OFİSİ A.Ş.	1994
SASA SUN'İ VE SENTETİK ELYAF SANAYİİ A.Ş.	1996
MEGES BOYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1997
TURK YTONG SANAYİ A.Ş.	1988
KÜMAŞ KÜTAHYA MANYEZİT İŞLETMELERİ A.Ş.	1987
TOROS GÜBRE VE KİMYA ENDÜSTRİSİ A.Ş.	1988
MIGROS TÜRK TİCARET A.Ş.	1992
SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	1992
MERKO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1994
KASTAMONU ENTEGRE AĞAÇ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	1988
MODERN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1988
BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	1992
BRİSA BRİDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1992
EGE PROFİL TİCARET A.Ş.	1993
BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİİ TİCARET A.Ş.	1995
ÇUMRA KAĞIT SANAYİİ A.Ş.	1993
ALTINYILDIZ MENSUCAT VE KONFEKSİYON FABRİKALARI A.Ş.	1987
ARÇELİK A.Ş.	1985
ÇANAKKALE SERAMİK FABRİKALARI A.Ş.	1987
ÇELİK HALAT VE TEL SANAYİİ A.Ş.	1985
DÖKTAŞ DÖKÜMCÜLÜK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	1986
ECZACIBAŞI YAPI GEREÇLERİ SANAYİ A.Ş.	1986
DİTAŞ DOĞAN YEDEK PARÇA İMALTI VE TEKNİK A.Ş.	1986
GESAŞ GENEL GIDA SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	1987
İE KİMYA EVİ T.A.Ş.	1985
KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	1985

KAV ORMAN SANAYİİ A.Ş.	1985
MODERN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1985
AKKARDAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1984
BOTAŞ BORNOVA TENKE VE AMBALAJ SANAYİİ A.Ş.	1984
ERCİYAS BİRACILIK A.Ş.	1985
DENTAŞ OLUKLU MUKAVVA SANAYİİ A.Ş.	1984
DENİZLİ BASMA VE BOYA SANAYİ A.Ş.	1983
FENİŞ ALÜMİNYUM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1992
HAZNEDAR ATEŞ TUĞLA SANAYİİ A.Ş.	1995
ALARKO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1993



## EK-3: FİNANSAL BAŞARISIZ İŞLETMELERİN FİNANSAL ORANLARI

FİNANSAL BAŞARISIZ İŞLETMELER	Cari Oran	Likitte Oranı	Nakit Oranı	B.Ö.H	A.D.H	N.D.H	S.D.H.	D.V.D.H.	KVYK/TV	KVYK/TB	Brüt Kar	Dön.Vr./TV
EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.	1.617	1.116	0.079	2.544	3.991	40.760	5.080	1.981	0.440	0.88	0.206	71.22
PETKİM PETRO KİMYA HOLDİNG A.Ş.	0.809	0.197	0.011	2.671	20.822	278.567	4.364	3.769	0.175	0.63	0.124	14.16
PARSAN MAKİNE PARÇALARI A.Ş.	0.973	0.648	0.013	0.7	2.291	101.088	2.154	1.372	0.725	0.93	0.475	70.54
TÜRK HAVA YOLLARI A.Ş.	0.873	0.601	0.240	2.287	9.610	11.307	10.265	3.107	0.180	0.34	0.157	15.75
SOKSA-SINOP ÖRME VE KONF. SAN.TİC.A.Ş.	1.561	0.854	0.069	2.537	14.475	48.493	2.653	2.156	0.316	0.45	0.246	49.34
MARMARİS ALTIN YUNUS TURSİTİK TES.A26A.Ş.	0.567	0.425	0.130	0.92	26.115	44.604	6.474	10.202	0.035	0.28	0.841	1.99
GİMA İHTİYAÇ MADDELERİ T.A.Ş.	1.070	0.409	0.062	2.699	9.496	51.152	4.086	2.941	0.849	0.95	0.142	90.85
ABANA ELEKTROMEKANİK SAN. TİC. A.Ş.	3.267	0.834	0.389	6.354	20.495	22.366	2.612	2.666	0.111	0.31	0.270	36.24
OKAN TEKSTİL SAN. TİC. A.Ş.	1.110	0.766	0.009	1.614	4.626	184.238	4.686	1.521	0.249	0.97	0.044	27.61
METAŞ İZMİR METALURJİ FABRİKASI A.Ş.	1.281	0.635	0.122	3.599	10.333	35.596	5.569	3.400	0.368	0.84	0.174	47.19
TÜRKİYE PETROL RAFİNELERİ A.Ş.	1.383	0.810	0.324	4.886	31.081	15.289	8.528	3.580	0.422	0.67	0.013	58.35
PETROKENT TURİZM A.Ş.	0.508	0.386	0.025	1.414	328.877	62.560	11.601	3.089	0.127	0.94	0.098	6.42
EMSAN BEŞYILDIZ ÇELİK SAN. TİC. A.Ş.	1.175	0.816	0.017	0.428	2.778	46.621	1.188	0.665	0.804	0.99	0.454	94.51
TEZSAN TAKİM TEZGAHLARI SAN. TİC. A.Ş.	1.282	0.865	0.033	1.951	3.545	86.891	4.681	2.217	0.553	0.91	0.313	70.89
PİMAŞ PLASTİK İNŞAAT MALZEMELERİ A.Ş.	0.929	0.754	0.041	0.979	2.240	34.354	5.602	1.507	0.792	0.87	0.300	73.55
KEPEZ ELEKTRİK TÜRK A.Ş.	1.335	1.325	0.114	3.407	6.590	44.282	326.699	3.784	0.148	0.24	0.326	19.8
PINAR SU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	0.472	0.187	0.006	0.919	17.043	245.737	3.223	2.926	0.512	0.61	0.334	24.16
AKTAŞ ELEKTRİK TİCARET A.Ş.	1.115	1.101	0.161	3.375	4.623	21.866	236.293	3.154	0.617	0.67	0.040	68.79
MAKİNA TAKİM ENDÜSTRİSİ A.Ş.	1.252	0.816	0.051	0.704	1.803	21.479	1.615	0.880	0.635	0.76	0.361	79.54
POLYLEN SENTETİK İPLİK SANAYİİ A.Ş.	1.380	1.234	0.074	0.932	1.535	22.432	6.397	1.206	0.567	0.76	0.440	78.2
AFYON ÇİMENTO SANAYİ TÜRK A.Ş.	1.531	0.996	0.006	2.232	33.329	575.401	4.178	2.181	0.490	0.67	0.331	74.95
EMSAN PASLANMAZ ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1.565	0.767	0.003	0.7	5.174	314.258	0.877	0.654	0.607	0.78	0.316	94.97
ENTDEMİR ANTALYA DEMİR ÇELİK SAN.VE TİC. A.Ş.	1.927	1.007	0.215	14.2	425.155	68.057	15.440	7.606	0.042	0.08	0.031	8
ASİL ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	0.854	0.560	0.070	1.184	2.148	15.108	4.031	1.233	0.399	0.66	-0.125	34.07
BMC SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1.092	0.821	0.048	1.565	5.217	40.043	5.761	1.766	0.771	0.86	0.189	84.18
BUTRAK BURDUR TRAKTÖR VE ONY. SAN. VE TİC. A.Ş.	0.627	0.354	0.063	0.619	2.780	10.022	2.264	1.009	0.681	0.8	0.022	42.7
ÇAMŞAN AĞAÇ VE SANAYİ A.Ş.	0.897	0.340	0.086	0.539	1.385	4.085	0.969	0.392	0.204	0.26	-0.532	18.34
ÇİANKUR İNŞAAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	0.499	0.391	0.096	0.845	4.674	12.922	7.776	2.496	0.655	0.7	0.322	32.71
ÇİNKUR ÇİNKO KURŞUN METAL SANAYİ A.Ş.	1.481	0.525	0.016	1.457	3.891	90.221	1.524	0.984	0.425	1	0.000	62.92
DOKUSAN İSTANBUL DOKUMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	0.520	0.420	0.018	0.904	2.295	39.339	9.049	1.395	0.299	0.37	-0.247	15.57
GÖNEN GIDA SANAYİ A.Ş.	2.071	1.388	0.485	2.192	2.812	5.209	3.210	1.220	0.394	0.48	0.132	81.63
GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	0.994	0.622	0.018	1.93	4.015	111.590	5.191	2.040	0.642	0.82	0.047	63.79



KARADENİZ BAKIR İŞLETMELERİ A.Ş.	0.632	0.356	0.006	0.596	1.928	117.552	2.162	1.029	0.621	0.83	0.083	39.29
KEMSAN KAYSERİ ET ÜRÜNLERİ VE MARGİR. SANA.Ş.	0.170	0.069	0.000	0.485	9.207	880.072	4.771	2.156	0.587	0.75	-0.322	10
LÜKS KADİFE TİCARET SANAYİİ A.Ş.	0.775	0.519	0.003	1.337	2.875	419.846	5.226	1.877	0.719	1	0.081	55.73
MEYBUZ MEYVE VE BUZLU MUHAFF. VE ENT. NAK. A.Ş.	1.492	0.972	0.044	0.649	7.915	13.881	1.246	0.413	0.363	0.56	-0.053	54.13
OTOSAN OTOMOBİL SANAYİİ A.Ş.	0.849	0.468	0.043	1.623	63.726	40.947	4.261	2.072	0.699	0.9	0.077	59.35
PANCAR MOTOR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1.587	0.370	0.093	0.638	6.596	18.158	0.525	1.065	0.565	0.91	0.622	89.59
PİMAŞ PLASTİK İNŞAAT MALZEMELERİ A.Ş.	1.685	1.340	0.057	0.812	1.136	25.514	2.359	0.862	0.449	0.63	0.441	75.66
PINAR ENTEGRE ET VE YEM SANAYİİ A.Ş.	0.740	0.459	0.203	1.311	6.043	6.539	4.669	1.794	0.371	0.45	0.013	27.46
SİSTAŞ SİIRT MEYAN KÖKÜ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1.988	1.234	0.098	0.008	0.010	0.094	0.011	0.005	0.095	0.12	0.086	18.94
SUMAŞ SUN'I TAHTA VE MOBİLYA SANAYİİ A.Ş.	0.854	0.296	0.132	3.111	17.351	16.839	5.579	2.611	0.133	0.17	-0.396	11.37
TERMİE METAL SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	1.042	0.138	0.047	1.545	74.099	35.971	1.709	1.605	0.230	0.3	0.076	23.97
TUNGAŞ TUNCELİ GIDA SANAYİİ A.Ş.	2.780	1.020	0.033	0.105	0.104	3.147	0.060	0.037	0.087	0.18	-0.025	24.16
TÜRK TUBORG BİRA VE MALT SANAYİİ A.Ş.	0.541	0.202	0.048	0.17	3.789	8.866	0.504	0.790	0.317	0.62	0.600	17.12
TURKTUR GIDA SANAYİİ A.Ş.	0.190	0.122	0.018	0.908	4.855	26.982	13.452	2.619	0.486	0.62	-0.827	9.22
UŞAK SERAMİK SANAYİ A.Ş.	13.296	4.010	1.832	1.208	2.405	0.675	0.130	0.093	0.011	0.02	0.023	13.98
ALTINYUNUS ÇEŞME TURİSTİK TES. A.Ş.	1.012	0.998	0.023	0.422	27.871	34.185	30.780	0.781	0.512	0.92	0.466	51.84
HURRIYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.	1.022	0.956	0.029	1.606	4.742	118.776	24.376	3.333	0.468	0.63	0.528	47.85
BİRLİK MENSUCAT TİCARET VE SANAYİİ A.Ş.	1.781	0.987	0.039	2.777	4.942	96.144	3.498	2.101	0.337	0.93	0.258	60.07
DENİZLİ CAM SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	1.885	1.212	0.074	1.943	2.788	40.922	2.886	1.615	0.371	0.63	0.362	69.95
DOĞUSAN BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	1.831	0.604	0.154	2.284	10.834	27.872	1.862	2.347	0.228	0.47	0.468	41.73
DURAN OFSET MATBAACILIK VE AMBALAJ SANAYİ A.Ş.	1.043	0.890	0.093	2.278	3.436	28.847	14.544	2.577	0.494	0.92	0.173	51.57

## EK-4: FİNANSAL BAŞARISIZ OLMAYAN İŞLETMELERİN FİNANSAL ORANLARI

FİNANSAL BAŞARISIZ OLMAYAN İŞLETMELER	Can Oran	Likidite Oranı	Nakit Oranı	B.Ö.H	A.D.H	N.D.H	S.D.H.	D.V.D.H.	KVYKTV	KVYKTB	Brüt Kar	Dön.Vr./TV
ADANA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	2.561	2.330	1.019	2.592	8.278	4.250	11.217	1.692	0.232	0.65	0.402	59.3
AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.	2.335	2.049	0.490	2.588	3.627	8.410	9.064	1.766	0.354	0.95	0.372	82.69
AKSU İPLİK DOKUMA VE BOYU APRE FABR. TÜRK A.Ş.	3.412	2.702	0.115	4.09	2.743	52.510	5.760	1.769	0.232	0.74	0.322	79.03
ANADOLU BIRACILIK VE GIDA SANAYİİ A.Ş.	4.513	3.371	0.071	3.42	13.937	84.815	2.997	1.327	0.090	0.89	0.429	40.49
ANADOLU CAM SANAYİİ A.Ş.	1.692	1.334	0.011	1.302	10.949	199.622	3.638	1.252	0.428	0.66	0.385	72.38
BORUSAN BİRLEŞİK BORU FABRİKALARI A.Ş.	1.385	0.986	0.027	2.9	6.611	129.349	7.281	2.479	0.540	0.94	0.155	74.81
EGE SERAMİK SANAYİİ A.Ş.	4.264	3.012	0.050	3.913	2.879	165.437	3.125	1.926	0.119	0.2	0.523	50.56
EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.	1.891	1.151	0.054	3.605	5.145	97.737	4.875	2.810	0.267	0.59	0.321	50.42
SÖNMEZ PAMUKLU SANAYİİ A.Ş.	1.304	0.214	0.028	1.529	12.398	77.881	1.404	1.663	0.277	0.89	0.295	36.14
VIKING KAĞIT VE SELÜLOZ A.Ş.	1.685	1.294	0.021	1.952	5.233	153.151	4.989	1.921	0.451	0.83	0.397	76.04
TAT KONSERVE SANAYİİ A.Ş.	2.114	0.900	0.034	1.838	6.037	85.779	1.514	1.396	0.411	0.86	0.377	86.82
NETAŞ NORTHERN ELECTRIC+A35 TELEKA13 A.Ş.	1.414	1.258	0.001	1.017	1.562	3032.322	6.527	1.335	0.667	0.92	0.461	94.27
RAKS ELEKTRONİK SANAYİİ A.Ş.	1.958	1.149	0.020	1.464	2.648	123.271	1.812	1.243	0.310	0.97	0.398	50.78
PEG PROFİLO ELEKTRİK GEREÇLERİ A.Ş.	1.474	1.135	0.014	2.076	5.575	213.260	6.120	2.033	0.576	0.84	0.307	84.85
NET TURİZM TİCARET VE SANAYİİ A.Ş.	1.198	0.759	0.118	1.683	6.758	24.754	3.838	2.444	0.486	0.71	0.425	58.26
OTOKAR OTOBÜS KAROSERİ SANAYİİ A.Ş.	1.399	0.957	0.025	3.314	4.459	161.565	7.503	2.898	0.457	0.68	0.182	63.93
KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	3.726	2.664	1.083	4.785	10.795	7.884	4.509	2.291	0.150	0.67	0.439	55.97
PETROL OFİSİ A.Ş.	2.285	1.725	0.562	18.035	19.184	34.648	32.158	8.519	0.398	0.84	0.074	91.05
SASA SUNİ VE SENTETİK ELYAF SANAYİİ A.Ş.	1.627	1.398	0.025	1.182	3.509	74.180	5.160	1.123	0.498	0.93	0.353	81.1
MEGES BOYA SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	1.760	1.183	0.062	1.753	3.066	53.771	3.037	1.906	0.433	0.96	0.477	76.29
TURK YITONG SANAYİİ A.Ş.	1.953	1.389	0.493	1.731	4.428	7.140	3.070	1.803	0.333	1	0.508	65.08
KUMAŞ KUTAHYA MANYEZİT İŞLETMELERİ A.Ş.	1.066	0.605	0.123	2.118	6.473	24.480	4.598	2.828	0.221	0.39	0.297	23.53
TOROS GÜBRE VE KİMYA ENDÜSTRİSİ A.Ş.	1.045	1.042	0.032	1.782	2.332	64.290	581.716	1.973	0.641	0.83	0.138	67.04
MİGROS TÜRK TİCARET A.Ş.	1.243	0.733	0.307	4.162	38.127	17.681	8.161	4.370	0.639	0.86	0.234	79.47
SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SAN. VE TİC.A4 A.Ş.	1.416	0.911	0.022	3.486	5.605	202.740	6.908	3.108	0.491	0.92	0.208	69.59
MERKO GIDA SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	1.606	0.900	0.041	2.213	7.967	84.903	3.136	2.185	0.319	0.67	0.369	51.3
KASTAMONU ENTEGRE AĞAÇ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	3.087	1.540	0.327	5.889	5.679	20.717	3.808	2.195	0.294	0.7	0.131	78.26
MODERN KARTON SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	12.674	10.869	6.398	9.503	5.357	2.723	5.264	1.375	0.037	0.11	0.455	47.52
BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	3.188	2.228	0.746	4.463	11.959	8.711	4.649	2.039	0.240	0.88	0.313	76.67
BRİSA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SAN.VE TİC. A.Ş.	1.351	0.782	0.011	2.122	4.719	286.974	3.727	2.366	0.365	0.74	0.336	49.31
EGE PROFİL TİCARET A.Ş.	1.646	1.214	0.471	3.588	7.377	11.118	8.306	3.178	0.398	0.83	0.314	65.48
BANMİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİİ TİCARET A.Ş.	1.647	1.001	0.649	5.069	33.414	11.134	7.851	4.386	0.419	0.89	0.298	69.02
ÇUMRA KAĞIT SANAYİİ A.Ş.	1.584	1.289	0.949	3.641	15.051	4.623	12.343	2.770	0.438	0.73	0.170	69.32

ALTINYILDIZ MENECUCAT VE KONFEKSİYON FABR. A.Ş.	1.870	1.764	0.050	1.476	3.286	51.325	13.954	1.365	0.358	0.67	0.422
ARÇELİK A.Ş.	1.653	1.597	0.025	4.164	12.341	212.285	74.235	3.226	0.387	0.84	0.219
ÇANAKKALE SERAMİK FABRİKALARI A.Ş.	3.050	2.562	1.468	3.629	5.690	3.830	7.233	1.843	0.214	0.78	0.372
ÇELİK HALAT VE TEL SANAYİİ A.Ş.	3.723	2.316	0.254	5.515	5.122	33.577	3.918	2.293	0.140	0.62	0.354
DOKTAŞ DÖKÜMÇÜLÜK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	1.860	1.152	0.026	2.555	3.904	144.590	3.610	2.010	0.305	0.83	0.317
ECZACIBAŞI YAPI GEREÇLERİ SANAYİ A.Ş.	0.828	0.507	0.066	0.37	1.913	12.497	1.155	1.002	0.522	0.77	0.553
DITAŞ DOĞAN YEDEK PARÇA İMALATI VE TEKNİK A.Ş.	1.819	1.065	0.006	2.704	3.637	520.324	3.584	1.834	0.340	0.73	0.189
GESAŞ GENEL GIDA SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	1.776	1.154	0.429	3.81	17.978	9.880	6.128	2.387	0.439	1	0.101
İE KİMYA EVİ T.A.Ş.	2.382	2.230	0.238	3.633	10.325	26.289	23.917	2.624	0.336	0.8	0.419
KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	1.298	0.938	0.056	2.049	3.433	52.132	5.689	2.232	0.382	0.56	0.293
KAV ORMAN SANAYİİ A.Ş.	15.970	10.990	0.668	10.007	2.175	32.083	2.010	1.342	0.052	0.36	0.533
MODERN KARTON SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	9.340	6.768	1.936	11.585	7.783	8.545	4.503	1.771	0.050	0.73	0.300
AKKARDAN SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	13.445	7.894	3.219	7.407	3.694	4.908	1.334	1.175	0.056	0.32	0.531
BOTAŞ BORNOVA TENKE VE AMBALAJ SANAYİİ A.Ş.	1.195	0.922	0.099	1.287	2.538	16.891	4.718	1.405	0.536	0.76	0.233
ERCİYES BİRACILIK A.Ş.	0.778	0.432	0.185	0.462	5.128	6.388	1.336	1.518	0.468	0.77	0.608
DENTAŞ OLUKLU MUKAVVA SANAYİİ A.Ş.	21.458	14.897	1.114	40.393	5.656	57.347	6.156	2.977	0.033	0.48	0.368
DENİZLİ BASMA VE BOYA SANAYİİ A.Ş.	0.955	0.622	0.039	1.253	4.343	44.632	3.754	1.800	0.616	0.97	0.271
FENİŞ ALÜMİNYUM SANAYİİ VE TİCARET AŞ.	1.071	0.969	0.036	1.315	1.940	49.214	12.952	1.649	0.664	0.93	0.255
HAZNEKAR ATEŞ TUĞLA SANAYİİ A.Ş.	1.673	1.304	0.278	1.73	3.611	9.632	4.697	1.601	0.546	0.93	0.354
ALARKO SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	2.220	1.216	0.226	2.675	736.208	19.192	2.663	1.954	0.373	0.92	0.383