

ÖNSÖZ

İşletme sermayesi yönetiminde başarı; risk, likidite ve kârlılık arasında doğru dengenin sağlanmasına bağlıdır. Bu dengenin etkin bir şekilde kurulabilmesi, işletmelerin hangi finanslama stratejisini benimseyeceği konusunu etkilemektedir. İşletme sermayesi finanslama stratejilerini, alınan riskin derecesine göre dengeli, ihtiyatlı ve atılgan olmak üzere üç başlıkta toplamak mümkündür.

İşletme sermayesi finanslama stratejilerinin kârlılık üzerindeki etkisini konu alan bu çalışmada konunun teorisi ve uygulaması tartışılarak Migros Türk T.A.Ş. verileri üzerinde bir uygulama yapılmıştır.

Çalışma konusunun seçiminde ve çalışmanın hazırlanmasında, fikirleriyle beni yönlendiren, yol gösteren hocam sayın Doç. Dr. Erkan POYRAZ'a teşekkürü bir borç bilirim. Çalışmanın uygulama bölümünde verdiği destekten dolayı hocam sayın Prof. Dr. Erdoğan GAVCAR'a çok teşekkür ederim.

Bunun yanı sıra, tez çalışmam boyunca benden hiçbir yardım ve fedakârlığı esirgemeyen değerli arkadaşlarım Arş. Gör. Tezcan KAŞMER'e, Arş. Gör. Funda KAYA'ya, Çağatay CAN'a, Şahin SAMSON'a ve Volkan KAYA'ya teşekkür ederim.

Son olarak, eğitim hayatım boyunca bana maddi ve manevi destek veren babam Nihat ATİOĞLU'na, annem Havva ATİOĞLU'na ve sevgili kardeşlerime çok teşekkür ederim.

ÖZET

Günümüzde hızlı bir değişim yaşanması sebebiyle likiditesi zayıf olan ekonomimizde, işletmelerin işletme sermayelerini yönetirken, günümüzün dinamik gelişme ve değişme sürecindeki yeni değerleri ve riskleri de dikkate almaları gerekmekte olup buna uygun finanslama stratejileri seçmeleri önem taşımaktadır.

İşletme sermayesi finanslama stratejileri, likidite, risk ve kârlılık gibi faktörlerin bileşimine göre oluşmaktadır. Finanslama stratejilerinin kısa vadeli ve uzun vadeli kaynaklara göre değişmesi bu kaynakların farklı likidite derecelerine sahip olmalarından kaynaklanmaktadır. Likidite derecelerine bağlı olarak da bu tür kaynakların maliyetleri farklı olmaktadır.

Bu çalışmada, işletme sermayesi finanslama stratejilerinin kârlılık üzerindeki etkilerinin ortaya konulması amaçlanmıştır. Bu amaca yönelik araştırma verileri, gıda ve ihtiyaç sektöründe faaliyet gösteren Migros Türk T.A.Ş.'nin mali tabloları incelenerek elde edilmiştir. Çalışmada çeşitli kaynaklardan yararlanılarak işletme sermayesi finanslama stratejileri konusunda temel yaklaşımların ortaya konulduğu teorik bölümlerin yanı sıra finanslama stratejileri ile kârlılık arasındaki ilişki üzerine yapılan ampirik çalışmanın verilerinin incelendiği uygulama bölümü yer almaktadır.

Anahtar Kelimeler: İşletme Sermayesi, Finanslama Stratejileri, Kârlılık

ABSTRACT

Nowadays, there is an accelerated change in our economy which lack of liquidity and it is not only enough to calculate the working capitals of the companies in classical meaning, but it is very necessary to evaluate the new values and new risks during the dynamically developing and changing processes and to apply the appropriate financing strategy.

Working capital financing strategies are formed according to combination of factors as liquidity, risk and profitability. Financing strategies change to short-term and long-term resources due to these resources is consisting of different kinds of liquidity level. According to liquidity level, costs of these kinds of resources become different.

This study aims to reveal the effects of working capital financing strategies to profitability. The data are gathered by financial statements of Migros Türk T.A.Ş. which company is working nutriment and necessity sector. In this study, there are some chapters which examine the theoretical aspects of working capital financing strategies revealing the main approaches on financing strategies by the help of various resources. There is also one chapter which data of the empirical study is examined.

Key Words: Working Capital, Financing Strategy, Profitability

İŞLETME SERMAYESİ FİNANSLAMA STRATEJİLERİNİN KÂRLILIK ÜZERİNDEKİ ETKİSİ VE MİGROS TÜRK T.A.Ş. UYGULAMASI

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	I
ÖZET.....	II
ABSTRACT.....	III
İÇİNDEKİLER	IV
ŞEKİLLER LİSTESİ	VII
TABLOLAR LİSTESİ.....	VIII
KISALTMALAR	IX
GİRİŞ	1

I. BÖLÜM

İŞLETME SERMAYESİNE GENEL BİR BAKIŞ

1.1. İŞLETME SERMAYESİ KAVRAMI.....	3
1.2. İŞLETME SERMAYESİNİN ÖNEMİ	4
1.3. İŞLETME SERMAYESİNİN UNSURLARI.....	6
1.3.1. Dönen Varlıklar.....	6
1.3.2. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar.....	10
1.4. İŞLETME SERMAYESİNİN ÖZELLİKLERİ	12
1.4.1. İşletme Sermayesi Unsurlarının Kısa Vadeli Olma Özelliği	13
1.4.2. İşletme Sermayesi Değişmelerinin Ani Olmayan ve Birlikte Meydana Gelmeyen Faaliyetlere Bağlı Olması	13
1.4.3. İşletme Sermayesi Unsurlarının Birbirleriyle Sürekli Etkileşim ve Dönüşüm Halinde Olma Özelliği.....	14
1.5. İŞLETME SERMAYESİ DÖNGÜSÜ.....	15
1.6. İŞLETME SERMAYESİNİN ÇEŞİTLERİ.....	17
1.6.1. Brüt ve Net İşletme Sermayesi.....	18
1.6.1.1. Brüt İşletme Sermayesi	18
1.6.1.2. Net İşletme Sermayesi.....	18
1.6.2. Sürekli İşletme Sermayesi.....	19

1.6.3. Değişken İşletme Sermayesi	20
1.6.3.1. Mevsimlik İşletme Sermayesi	20
1.6.3.2. Devresel İşletme Sermayesi	21
1.6.4. Olağanüstü İşletme Sermayesi	22
1.7. İŞLETME SERMAYESİ ANALİZİ.....	23
1.7.1. İşletme Sermayesinin Yeterliliği.....	24
1.7.1.1. İşletme Sermayesinin Yeterli Durumda Olması	24
1.7.1.2. İşletme Sermayesinin Yetersiz Olması	27
1.7.1.3. İşletme Sermayesinin Gerekenden Fazla Olması.....	31
1.7.2. İşletme Sermayesinin Oransal Analizi	34
1.7.2.1. Cari Oran	36
1.7.2.2. Asit - Test Oranı.....	38
1.7.2.3. Nakit Oranı.....	39
1.7.3. İşletme Sermayesi Unsurlarının Devir Hızı Oranları.....	40
1.7.3.1. Dönen Varlıklar Devir Hızı Oranı	40
1.7.3.2. Alacakların Devir Hızı Oranı	41
1.7.3.3. Stokların Devir Hızı Oranı	44

II. BÖLÜM

İŞLETME SERMAYESİ FİNANSMANI

2.1. İŞLETME SERMAYESİ İHTİYACININ BELİRLENMESİ	46
2.1.1. Faaliyet Devri Katsayısı Yöntemi.....	47
2.1.2. Günlük Masraf Tutarı Yöntemi.....	49
2.1.3. Schmallenbach Formülü Yöntemi	51
2.1.4. Mellerowicz Formülü Yöntemi.....	53
2.1.5. Proforma Bilanço Yöntemi	55
2.1.5.1. Satışların Yüzdesi Yöntemi	56
2.1.5.2. Rasyo Yöntemi.....	58
2.1.5.3. Regresyon Analizi Yöntemi.....	60
2.2. İŞLETME SERMAYESİ FİNANSLAMA STRATEJİLERİNİN LİKİDİTE, RİSK ve KÂRLILIK İLE İLİŞKİLERİ	62
2.3. İŞLETME SERMAYESİNİN FİNANSAL KAYNAKLARI	65

2.3.1. İşletme Sermayesinin Dış Kaynaklardan Finanse Edilmesi.....	65
2.3.1.1. Kısa Vadeli Finansal Kaynaklar	66
2.3.1.2. Uzun Vadeli Finansal Kaynaklar	68
2.3.2. İşletme Sermayesinin İç Kaynaklardan Finanse Edilmesi	71
2.3.2.1. İşletme Sermayesinin Kârlarla Finanse Edilmesi	72
2.3.2.2. İşletme Sermayesinin Amortismanlarla Finanse Edilmesi	73
2.3.2.3. İşletme Sermayesi Nakit Akışının Hızlandırılması.....	73
2.4. İŞLETME SERMAYESİ FİNANSLAMA STRATEJİLERİ	76
2.4.1. Dengeli Finanslama Stratejisi	78
2.4.2. İhtiyatlı Finanslama Stratejisi	80
2.4.3. Atılğan Finanslama Stratejisi	82

III. BÖLÜM

MİGROS TÜRK T.A.Ş. UYGULAMASI

3.1. MİGROS TÜRK T.A.Ş. HAKKINDA GENEL BİLGİ.....	85
3.1.1. Ortaklık yapısı.....	87
3.1.2. Kâr dağıtım politikası.....	89
3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI ve ÖNEMİ	90
3.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI ve KISITLARI	91
3.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	91
3.5. MİGROS TÜRK T.A.Ş. UYGULAMASI.....	93
SONUÇ.....	102
KAYNAKÇA	105

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1 İşletme Sermayesi Döngüsü

Şekil 1.2 İşletme Sermayesi Çeşitleri

Şekil 1.3 Likidite Oranları

Şekil 2.1 Nakit Dönüşüm Süreci

Şekil 2.2 İşletme Sermayesi Finanslama Stratejileri

Şekil 2.3 Dengeli Finanslama Stratejisi

Şekil 2.4 İhtiyatlı Finanslama Stratejisi

Şekil 2.5 Atılgan Finanslama Stratejisi

Şekil 2.6 Atılgan Finanslama Stratejisi

TABLULAR LİSTESİ

- Tablo 2.1** ABC İşletmesinin Proforma Bilançosu
- Tablo 2.2** ABC İşletmesinin 2009 Yılı Proforma Bilançosu
- Tablo 2.3** İşletme Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Karşılaştırılması
- Tablo 3.1** Hisse Devri Öncesi Ortaklık Yapısı
- Tablo 3.2** Hisse Devri Sonrası Ortaklık Yapısı
- Tablo 3.3** Çağrı Öncesi Ortaklık Yapısı
- Tablo 3.4** Çağrı Sonrası Ortaklık Yapısı
- Tablo 3.5** Çoklu Regresyon Modelinde Verilerin Gösterimi
- Tablo 3.6** ADF Birim Kök Testi Sonuçları
- Tablo 3.7** Birinci Farklara Göre ADF Birim Kök Testi Sonuçları
- Tablo 3.8** Net Kâr / Toplam Aktif Bağımlı Değişkeni İçin Model Özeti
- Tablo 3.9** Net Kâr / Toplam Aktif Çoklu Regresyon Analizi Sonuçları
- Tablo 3.10** KVKYK / UVYK Değişkeninin Anlam Düzeyi
- Tablo 3.11** Net Kâr / Özsermaye Bağımlı Değişkeni İçin Model Özeti
- Tablo 3.12** Net Kâr / Özsermaye Çoklu Regresyon Analizi Sonuçları
- Tablo 3.13** KVKYK / UVYK Değişkeninin Anlam Düzeyi

KISALTMALAR

ADHO	: Alacaklar Devir Hızı Oranı
AOTS	: Alacakların Ortalama Tahsil Süresi
DVDHO	: Dönen Varlıklar Devir Hızı Oranı
FVÖK	: Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KVYK	: Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
UVYK	: Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar

GİRİŞ

Dönen varlıklara yapılan yatırımı ifade eden işletme sermayesi, işletmelerin risk ve kârlılık arasında optimum dengenin sağlanmasına yönelik kararlarında etkili olmaktadır. Nakitlerin, alacakların ve stokların yönetiminde en uygun kararların alınması işletmelerin başarısı için büyük önem taşımaktadır. Kısa sürede paraya çevrilebilecek varlıklar ile kısa sürede ödenecek yabancı kaynaklar arasındaki fark olarak tanımlanan net işletme sermayesi kavramı; işletmelerin borç ödeme gücünün önemli bir göstergesidir. İşletme sermayesi yönetiminde bu konu dikkatle ele alınmakla birlikte işletmeler için kârlılık ile likidite arasındaki ilişki önem taşımaktadır.

İşletme sermayesinin finansmanında uygulanan stratejilere bağlı olarak işletmenin sahip olduğu varlıkların hangi vade yapısındaki borçlarla finanse edildiği değişmektedir. Uygulanan bu finanslama stratejileri de işletmenin likidite derecesini, riskliliğini ve sonuçta da kârlılığını etkilemektedir.

Çalışmanın amacı; işletme sermayesinin finanse edilmesinde tercih edilen yabancı kaynakların vade yapısına ve varlıkların likidite derecesine göre işletmelerin benimsedikleri çeşitli finanslama stratejilerinin kârlılık üzerindeki etkilerini incelemektir.

Üç bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde; işletme sermayesi tanımlanarak, işletme sermayesinin önemi, işletme sermayesinin türleri ve unsurları, özellikleri, işletme sermayesinin döngüsü ve yine bu bölümde yeterli işletme sermayesinin gerekliliği açıklanmış, işletme sermayesi yetersizliğinin ve fazlalığının nedenleri ile sonuçlarına değinilmiştir.

İkinci bölümde, işletme sermayesi ihtiyacının çeşitli yöntemlerle belirlenmesi ve işletme sermayesinin finansal kaynakları açıklanmış, yine bu bölümde işletme

sermayesi finanslama stratejileri ile bu stratejilerin likidite, risk ve kârlılık arasındaki ilişkileri incelenmiştir.

Üçüncü ve son bölümde ise, gıda ve ihtiyaç sektöründe faaliyet gösteren Migros Türk T.A.Ş.'nin 1999–2008 yılları arasındaki üçer aylık dönemlere ait mali tablolardan elde edilen veriler çeşitli testlerle analiz edilmiş ve değerlendirilmiştir.

I. BÖLÜM

İŞLETME SERMAYESİNE GENEL BİR BAKIŞ

1.1. İŞLETME SERMAYESİ KAVRAMI

Literatürde "Döner Sermaye" ve "Çalışma Sermayesi" olarak da ifade edilen işletme sermayesi çeşitli şekillerde tanımlanmaktadır. Yapılan bu tanımlar özde aynı olmakla birlikte, farklılıklar konunun ele alınış tarzından kaynaklanmaktadır. Literatürde yer alan belli başlı tanımlardan başlıcaları şunlardır; işletme sermayesi bilançoların aktifinde yer alan cari aktiflerle, pasif bölümündeki kısa vadeli borçlar arasındaki farkı ifade eder. Öte yandan işletme sermayesi, cari aktiflerin tümüne verilen isimdir. Bu iki tanım arasındaki fark, kısa vadeli borçların diğer bir ifadeyle cari pasiflerin, cari aktiflerden düşülmesi veya düşülmemesinden ileri gelmektedir. Birinci tanımdan, kısa vadeli borçları aşan cari aktiflerin fazlalığı anlaşıldığı halde ikinci tanımdan, kısa vadeli borçlar söz konusu edilmeyip sadece cari aktiflerin (Dönen Varlıkların) toplamı işletme sermayesidir, sonucu çıkmaktadır. Aslında ilk tanımın belirlediği işletme sermayesine "Net İşletme Sermayesi" sonraki tanımın ifade ettiğine ise "Brüt İşletme Sermayesi" veya kısaca "İşletme Sermayesi" denilmesi daha doğru olmaktadır (Erdoğan, 1978: 4).

İşletme sermayesi kavramı, önceleri tarıma dayalı sanayi işletmelerinin hasat mevsimi ile başlayan ve bir sonraki hasat mevsimine kadar süren para ihtiyaçlarını ifade etmek için kullanılan bir kavram olmuştur. Sanayinin tarıma dayalı olma özelliği zamanla değişip, tarım dışı sanayi kolları ortaya çıktığında da yine duran varlık yatırımı dışında işletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmesi için, bir miktar paranın benzer kalemlere bağlanması gereği devam edince işletme sermayesi kavramı finans literatüründeki yerini almıştır (Gönenli, 1988: 401).

Diğer bir tanımla kuruluş aşamasını tamamlamış, üretime hazır hale gelmiş bir işletmenin, üretime başlayabilmesi için gereken hammadde, işçilik, enerji, su, nakliye, depolama, sigorta, reklâm vb. giderleri karşılaması için para veya krediye ihtiyacı vardır. İşte üretimin başlatılabilmesi için gereken ve sayılan gider gruplarına

bağlanan para ve krediye işletme sermayesi denilmektedir (Usta, 1996: 126). İşletme sermayesi bir işletmenin bir hesap döneminde nakde çevrilebilir ekonomik değerlere, kısaca dönen varlıklara yaptığı yatırımı ifade etmektedir (Sarıaslan, 1994: 145).

İşletme sermayesini şu şekilde de tanımlamak mümkündür: Üretime yalnızca bir defa girip, üretim sırasında tükenerek veya şekil değiştirerek, mamul madde durumuna gelen ve mamullerin satılması ile işletmeye para olarak geri dönen varlıklardır (Şahin, 1987: 342).

Genel olarak işletme sermayesi kavramının kapsamında nakit, alacaklar, menkul kıymetler ve stoklardan oluşan dönen varlıklar ve kısa vadeli borçların tek tek kalemler halinde yönetimi ile bu ikisini birbirine ve diğer bilanço hesaplarına bağlayan karşılıklı ilişkilerin yönetimi bulunmaktadır. Bu açıklamalardan da anlaşılacağı üzere işletme sermayesi kavramı bir yandan döner nitelikteki üretim araçlarını, diğer yandan da bunların karşılanmasında kullanılan kaynakları birlikte kapsamaktadır (Hatipoğlu, 1995: 174).

1.2. İŞLETME SERMAYESİNİN ÖNEMİ

İşletme sermayesinin önemi; işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün ve ani ihtiyaçları karşılama yeteneğinin ölçüsü olmasından doğmaktadır (Kocaimamoğlu, 1985: 303). Bu nedenle işletme sermayesi, ister sanayi işletmesi isterse ticari işletme olsun tüm işletmeler için hayati derecede bir öneme sahiptir. Sanayi işletmeleri ürettikleri malları satmadan veya satılan malların nakit olarak tekrar işletmeye dönmelerinden önce önemli miktarlarda nakde veya nakit benzerlerine ihtiyaç duymaktadırlar. Diğer taraftan sabit varlıkları büyük olan işletmelerin bile sıradan ihtiyaçlarını karşılamak için yeterli düzeyde işletme sermayesine sahip olmadıkları zaman, başarısızlığa uğrama ihtimallerinin daha yüksek olduğu görülmektedir. Yeni kurulan bir işletmenin işletme sermayesinin yeterli düzeyde bulunması, finans yöneticisinin önemli görevlerinden biri olduğu gibi, önceden kurulmuş olup faaliyet halindeki bir işletmenin de işletme sermayesinin yeterliliği ve devir hızı sürekli göz önünde bulundurulmalıdır (Erdoğan, 1978: 16).

İşletme amaçlarının elde edilmesinde işletme sermayesi yönetimi çok önemli bir fonksiyona sahiptir. İşletme sermayesi, işletmenin tam kapasite ile çalışabilmesi, üretimin kesintisiz devam edebilmesi, iş hacminin genişletilebilmesi, yükümlülüklerini karşılayamama riskinin azalması, kredibilitenin artması, olağanüstü durumlarda mali yönden zor durumlara düşmenin önlenmesi, faaliyetlerin kârlı ve verimli bir şekilde yürütülmesi açısından büyük önem taşımaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 5).

İşletme sermayesi, çeşitli nedenlerle finansal yönetimin üzerinde durması gereken önemli konulardan biridir. Finansal yönetim açısından önemli bir konu olmasını sağlayan nedenler şu şekilde sıralanabilir (Yükçü, 1999: 576).

- İşletme sermayesinin hacmi yönetsel açıdan çok önemli bir konudur. Önem derecesi faaliyet kollarına göre değişmekle beraber, dönen varlıklar, bir işletmenin aktif toplamı içerisinde büyük yer tutmaktadır. Gayet genel olarak, tipik sınıai işletmelerde dönen varlıkların toplamı aktifler içerisinde %50'den fazla ağırlık taşıdığı söylenebilmektedir. Bu oran, toptan ve perakende ticaretle uğraşan işletmelerde %70'leri aşmaktadır. Buna karşılık enerji üreten işletmelerde, işletme sermayesi toplam aktiflerin ancak %10'u dolaylarında bir pay taşımaktadır. Dönen varlıklara yapılan yatırımın büyüklüğünün yanı sıra bu değerlerin, hızlı bir şekilde, bir biçimden diğer bir biçime (para-mal-alacak-para) dönüşmesi, finansman yöneticisinin dikkatini bu konu üzerinde yoğunlaştırmasına yol açmaktadır.
- İşletmenin satış büyüklüğü ve işletme sermayesi arasında çok yakın ve direkt bir ilişki bulunmaktadır. Satışlar arttıkça işletmeler stoklarını ve alacaklarını arttırmaya çalışmaktadırlar. Artan satışlar, alacak senetleri düzeyinin yükselmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla işletmeler, işlem ve satış ölçeklerini küçültüp büyüttüklerinde işletme sermayesi yönetimini etkin bir şekilde ele almalıdırlar.

- İşletmenin ekonomik durumu hakkındaki bilgiyi en iyi şekilde işletme sermayesi hesaplamaları ortaya koymaktadır. Özellikle envanter düzeyi, alacaklar ile işletme içi ve dışına akan nakit akımını düzenleyebilen işletmeler iyi çalışan işletmeler olarak kabul edilmektedir.
- Daha büyük oranda dönen varlık ve kısa vadeli borçlara sahip olduğundan özellikle küçük işletmeler için, işletme sermayesi daha çok önem taşımaktadır. Bu tip işletmelerin yaşamını devam ettirebilmesi etkin bir işletme sermayesi yönetimine bağlıdır. Küçük işletmeler için sermaye piyasasından ve kredi kurumlarından uzun vadeli fon sağlama olanağı sınırlıdır. Bu nedenle, finansmanda daha çok kısa vadeli yabancı kaynaklara yönelmek durumunda kalmaktadırlar. Finansmanda kısa vadeli borçlardan yararlanma, bu tip işletmelerin net işletme sermayesini ve likidite durumlarını etkilemektedir.
- İşletme sermayesi yönetimini likidite yönetimi olarak da düşünmek olanaklıdır. İşletmenin optimum likidite durumunun korunmasının önemi nedeniyle, işletme sermayesi yönetimi kapsamında, işletmenin dönen varlıklarındaki likidite değişikliklerinin izlenmesi mümkün olmaktadır.

1.3. İŞLETME SERMAYESİNİN UNSURLARI

Daha önce de deyinildiği gibi işletme varlıklarından yalnızca dönen varlıklar işletme sermayesi unsurudur. Oysa işletmede kullanılan kaynakların tümü, işletme sermayesini ilgilendirmektedir. Çünkü dönen varlıkların sağlanmasında kısa vadeli kaynaklarla birlikte orta ve uzun vadeli yabancı kaynaklar ve öz kaynaklardan oluşan uzun süreli kaynaklar da kullanılmaktadır. Ancak çalışmamızda yalnızca dönen varlıklar ve kısa vadeli yabancı kaynakları oluşturan alt kalemleri incelenecektir.

1.3.1. Dönen Varlıklar

Dönen varlıklar, nakit olarak elde ve bankada tutulan varlıklarla normal koşullarda en fazla bir yıl veya işletmenin normal faaliyet döneminde paraya

dönüşebilecek veya kullanılıp tüketilecek varlık kalemlerinden oluşmaktadır (Akdoğan ve Tenker, 2007: 94). İşletme yöneticileri, finansal yönden sorumlu bulunanlar ve kredi kurumları için dönen varlıklar grubunun büyük bir önemi vardır. İşletmelerin finansal başarıları, aynı düzeydeki iş hacmine daha az kaynak kullanmak yolu ile ulaşabilmeleri, borçlarını vadesinde ödeyebilmeleri, büyük ölçüde bu gruptaki varlıkların etkin yönetimine bağlıdır.

Likidite esas dikkate alındığında dönen varlıklar, en likit varlık kaleminden daha az likit varlığa doğru sıralanmaktadır. Ülkemizde 1994 yılında uygulamaya geçen "Tek Düzen Muhasebe Sistemi"ne göre ve "Türkiye Muhasebe Standartları"na dayanan dönen varlıkları meydana getiren alt unsurlar şunlardır (Akdoğan ve Tenker, 2007: 89-91).

DÖNEN VARLIKLAR

A. HAZIR DEĞERLER

- a. Kasa
- b. Alınan Çekler
- c. Bankalar
- d. Verilen Çekler ve Ödeme Emirleri (-)
- e. Diğer Hazır Değerler

B. MENKUL KIYMETLER (FİNANSAL VARLIKLAR)

- a. Gerçeğe Uygun Değer Farkları Kâr-Zarara Yansıtılan Finansal Varlıklar
- b. Satılmaya Hazır Finansal Varlıklar
- c. Vadeye Kadar Elde Tutulacak Finansal Varlıklar
- d. Diğer Finansal Varlıklar
- e. Finansal Varlıklar Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)

C. TİCARİ ALACAKLAR

- a. Alıcılar
- b. Alacak Senetleri
- c. Alacak Senetleri Reeskontu (-)
- d. Verilen Depozito ve Teminatlar
- e. Kazanılmamış Finansal Kiralama Faiz Gelirleri (-)
- f. Şüpheli Ticari Alacaklar

- g. Şüpheli Ticari Alacaklar Karşılığı (-)
- h. Diğer Ticari Alacaklar

D. İLİŞKİLİ TARAFLARDAN ALACAKLAR

- a. Ortaklardan Alacaklar
- b. İştiraklerden Alacaklar
- c. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar
- d. İş Ortaklarından Alacaklar
- e. Kilit Personelden Alacaklar
- f. Diğer İlişkili Taraflardan Alacaklar
- g. İlişkili Taraflardan Alacaklar Reeskontu (-)
- h. Şüpheli İlişkili Taraflardan Alacaklar Karşılığı (-)

E. DİĞER ALACAKLAR

- a. Personelden Alacaklar
- b. Diğer Çeşitli Alacaklar
- c. Diğer Alacaklar Reeskontu (-)
- d. Şüpheli Diğer Alacaklar Karşılığı (-)

F. STOKLAR

- a. İlk Madde ve Malzeme
- b. Yan Mamuller
- c. Mamuller
- d. Ticari Mallar
- e. Tamamlanmamış Hizmet Maliyetleri
- f. Tamamlanmış Hizmet Maliyetleri
- g. Diğer Stoklar
- h. Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)
- i. Verilen Sipariş Avansları

G. CANLI VARLIKLAR

- a. Tarla Bitkileri
- b. Bahçe Bitkileri
- c. Canlı Kümes Hayvanları
- d. Canlı Su Hayvanları
- e. Diğer Canlı Varlıklar
- f. Canlı Varlıklar Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)

H. İNŞAAT SÖZLEŞMELERİNE İLİŞKİN VARLIKLAR

- a. Önceden Yapılan İşler
- b. İş Sahibine Yansıtılacak Maliyetler
- c. Hakedişe Bağlanacak Gelir Tahakkukları
- d. Taşeronlara Verilen Avanslar

I. GELECEK AYLARA AİT GİDERLER VE GELİR TAHAKKUKLARI

- a. Gelecek Aylara Ait Giderler
- b. Gelir Tahakkukları

J. DİĞER DÖNEN VARLIKLAR

- a. Devreden KDV
- b. İndirilecek KDV
- c. Diğer KDV
- d. Peşin Ödenen Vergiler ve Fonlar
- e. Personel Avansları
- f. Sayım ve Tesellüm Noksanları
- g. Diğer Çeşitli Dönen Varlıklar
- h. Diğer Dönen Varlıklar Karşılığı (-)

K. SATIŞ AMAÇLI DURAN VARLIKLAR VE DURDURULAN FAALİYETLER

- a. Satış Amaçlı Duran Varlıklar ve Durdurulan Faaliyetler

Dönen varlıklar grubuna dâhil edilecek varlıklar tespit edilirken, varlığın niteliği kadar, işletmenin özelliği ve işletme yöneticilerinin bu varlıkları kullanım amaçları da göz önünde tutulmalıdır. Örneğin, inşaat ve bina satışı ile uğraşan bir işletmenin bilanço gününde elinde mevcut inşaatı devam eden veya inşaatı tamamlanmamış binalar, bu işletme için bir dönen varlık niteliğinde olduğu halde, bir sanayi işletmesinin faaliyetlerinde kullandığı binalar, o işletme için duran varlık niteliğindedir.

Yine kısa sürede atıl duran fonları değerlendirmek amacı ile satın alınan menkul değerler işletmenin dönen varlıklarına dâhil olduğu halde, işletmelerin faaliyetlerini çeşitlendirmek, başka işletmeleri kontrol altında tutmak, diğer işletmelerle iyi iş ilişkileri kurmak ve uzun süreli gelir sağlamak amacı ile elde ettiği finansal varlıklar, bilançonun duran varlıklar bölümünde iştirakler olarak gösterilmektedir. Hatta bir işletmenin en akıcı varlığı olan para ve para benzerleri

dahi, eğer gelecek faaliyet döneminde işletmenin normal faaliyetlerinde ve kısa vadeli borçlarının ödenmesinde kullanılmayacak ise, diğer bir ifade ile belli bazı amaçlar için bloke edilmişler ise, dönen varlıklar arasına dâhil edilmemelidir (Akgüç, 1995: 255).

1.3.2. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Kısa vadeli yabancı kaynaklar, bir yıl veya daha az süreli borçlardan oluşmaktadır. Bu bölüm işletme sermayesi denilen dönen varlıkları azaltarak net işletme sermayesi kavramına ulaşmamızı sağlar. Bilindiği gibi işletme sermayesi duran varlıkların edinilmesini ve bunların çalışmasını sağlayan parasal bir enerji kaynağıdır. Bu açıdan işletme sermayesini bir aracın yakıt deposuna benzetebiliriz. Kısa vadeli yabancı kaynaklar bu enerjiyi azaltarak duran varlıkların üretim ve çalışma gücü üzerinde olumsuz etki yaparlar. Bu nedenle kısa vadeli yabancı kaynaklar bilanço analizlerinde üzerinde özenle durulan bir bölümdür (Akdoğan ve Tenker, 2007: 134).

Bilanço tablosunun pasif bölümü kaynaklardan oluşur. Kaynakların ilk grubu ise yabancı kaynaklardır. Bu sıralama, kaynakların geri talep edilme ilkesine göre sıralanmasının doğal bir sonucudur. Bu düşüncenin devamı olarak da yabancı kaynakların ilk sırasını kısa vadeli yabancı kaynaklar almaktadır. Ülkemizde 1994 yılında uygulamaya geçen "Tek Düzen Muhasebe Sistemi"ne göre ve "Türkiye Muhasebe Standartları"na dayanan kısa vadeli yabancı kaynakları meydana getiren alt unsurlar şunlardır (Akdoğan ve Tenker, 2007: 89).

KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR

A. FİNANSAL BORÇLAR (MALİ BORÇLAR)

- a. Banka Kredileri
- b. Finansal kiralama işlemlerinden borçlar
- c. Ertelenmiş finansal kiralama borçlanma maliyetleri (-)
- d. Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri
- e. Tahvil, Anapara Borç, Taksit ve Faizleri
- f. Çıkarılmış Bonolar ve Senetler

- g. Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler
- h. Menkul Kıymetler İhraç Farkı (-)
- i. Diğer Mali Borçlar

B. TİCARİ BORÇLAR

- a. Satıcılar
- b. Borç Senetleri
- c. Alınan Depozito ve Teminatlar
- d. Diğer Ticari Borçlar
- e. Ticari borçlar Reeskontu (-)

C. İLİŞKİLİ TARAFLARA BORÇLAR

- a. Ortaklara Borçlar
- b. İştiraklere Borçlar
- c. Bağlı Ortaklıklara Borçlar
- d. İş ortaklıklarına borçlar
- e. Kilit personele borçlar
- f. Diğer ilişkili taraflara borçlar
- g. İlişkili taraflara borçlar reeskontu (-)

D. DİĞER BORÇLAR

- a. Personele Borçlar
- b. Diğer Çeşitli Borçlar
- c. Diğer Borçlar Reeskontu (-)

E. ALINAN AVANSLAR

- a. Alınan sipariş avansları
- b. Alınan hakediş avansları
- c. Alınan diğer avanslar

F. ÖDENECEK VERGİ VE DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER

- a. Ödenecek Vergi ve Fonlar
- b. Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri
- c. Vadesi Geçmiş, Ertelenmiş veya Taksitlendirilmiş Vergi ve Diğer Yükümlülükler
- d. Ödenecek Diğer Yükümlülükler

G. BORÇ VE GİDER KARŞILIKLARI

- a. Dönem Kârı, Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülük Karşılıkları
- b. Dönem Kârının Peşin Ödenen Vergi ve Diğer Yükümlülükleri (-)

- c. Kıdem Tazminatı Karşılığı
- d. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları

H. GELECEK AYLARA AİT GELİRLER VE GİDER TAHAKKUKLARI

- a. Gelecek Aylara Ait Gelirler
- b. Gider Tahakkukları

İ. DİĞER KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR

- a. Diğer KDV
- b. Sayım ve Tesellüm Fazlaları
- c. Diğer Çeşitli Yabancı Kaynaklar

J. SATIŞ AMAÇLI DURAN VARLIKLARA VE DURDURULAN FAALİYETLERE İLİŞKİN BORÇLAR

- a. Satış amaçlı duran varlıklara ve durdurulan faaliyetlere ilişkin borçlar

İşletmeler tarafından kısa vadeli finansman kaynakları arasında seçim yapılırken göz önünde bulundurulması gereken temel unsurlar şunlardır (Akgüç, 1998: 595).

- Kaynağın sağlanabilme olanağı,
- Kaynağın maliyeti,
- Likidite ile ilgili risk,
- İşletmenin bağımsızlığını sınırlayıp sınırlamaması,
- İşletmenin fon gereksinimine göre ayarlanabilme esnekliği.

1.4. İŞLETME SERMAYESİNİN ÖZELLİKLERİ

Bir işletme ile ilgili olarak varlıkların değerlendirilmesi farklı çevrelerce farklı biçimde yorumlanmaktadır. Bu yorumlar aslında o çevrelerin bakış açıları ile ilgili olmaktadır. İşletmeye kredi vermesi söz konusu olan bir banka, işletmenin bir

takım varlıklarını ve performansını dikkate alırken eğer bir ortaklık söz konusu ise ilgilenilen varlıklar ve bakış açıları farklı olmaktadır.

Kredi veren kuruluşlar ve şirket yöneticileri daha çok kârlılık ve likidite derecelerine dikkat ederler. Likidite derecesi işletme sermayesi ile yakından ilgili olduğu için bu grupların ilgisi doğal olarak işletme sermayesi üzerine yoğunlaşmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 11).

Söz konusu işletme sermayesi ise diğer varlıklardan farklı olarak üç temel özelliğe sahiptir. Bu özellikler; işletme sermayesi unsurlarının kısa vadeli olması, işletme sermayesi unsurlarının değişimleri ani olmayan ve birlikte meydana gelmeyen faaliyetlere bağlı olması ve işletme sermayesi unsurlarının birbirleriyle sürekli etkileşim ve dönüşüm halinde olmasıdır (Taşlıca, 1994: 7).

1.4.1. İşletme Sermayesi Unsurlarının Kısa Vadeli Olma Özelliği

İşletme sermayesinin unsurları olarak kabul edilen işletme varlıkları, bir yıl içerisinde paraya dönüşebilme yeteneğine sahip varlıklardır. Nakit ile başlayan dönüşüm tekrar nakit ile bitmektedir. Nakit hammaddeye, hammadde işlenerek mamule, mamuller satılması ile alacaklara, alacaklar da tekrar nakde dönüşmektedir. Bu dönüşüm en az yılda bir kez olabileceği gibi, birkaç kez de gerçekleşebilmektedir.

Faaliyet konusu itibariyle farklılık gösteren, faaliyetlerinin devri bir yıldan daha uzun süreyi kapsayan işletmelerde, stoklar, alacaklar gibi işletme sermayesi unsurları, bir yıldan daha uzun bir sürede nakde dönüştürülmüş olsalar da, işletme sermayesi olarak kabul edilmektedirler (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 11).

1.4.2. İşletme Sermayesi Değişmelerinin Ani Olmayan ve Birlikte Meydana Gelmeyen Faaliyetlere Bağlı Olması

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

İşletme üretmiş olduğu mamullerini hemen satma imkânına 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 ve Yalçın, 2005: 13).

İşletme 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 görülmektedir.

1.4.3. İşletme Sermayesi Unsurlarının Birbirleriyle Sürekli Etkileşim ve Dönüşüm Halinde Olma Özelliği

İşletme sermayesi unsurları, faaliyet dönemi içinde nakit, stoklar, alacaklar, nakit şeklinde özetleyebileceğimiz, nakitten nakde olan akış içinde sürekli değişim halindedirler. İşletme sermayesi unsurları, normal süreç içindeki hareket kabiliyetlerinin ve değişim özelliklerinin yanı sıra istenildiğinde kıymetlerinden fedakârlık yapılarak nakit haline dönüştürülme özelliğine de sahiptirler (Taşlıca, 1994: 8).

İşletme sermayesini oluşturan unsurların kalitatif görünümü karşılıklı olarak birbirleriyle içten ilişkilidirler. Bir unsur hemen bir başka unsura dönüşmektedir. İşletmenin sahip olduğu nakitler stoklara dönüştüğünde azalmakta, vadeli satış yapıldığında stoklar azalmakta, tahsil edilmesiyle nakit tekrar artıp alacaklar azalmaktadır. Böylece bir unsur diğerine dönüşerek devrini tamamlamaktadır. Bu karşılıklı ilişki işletme sermayesi unsurlarının birbirini etkilemesine neden olacağından birinin etkin kullanımı diğerinin de etkin kullanılması yönünden yöneticiyi etkileyecektir. Bu nedenle de işletme sermayesi unsurları hatta işletmeyi oluşturan tüm varlıkların bir bütün olarak düşünülmesi kaçınılmaz olmaktadır.

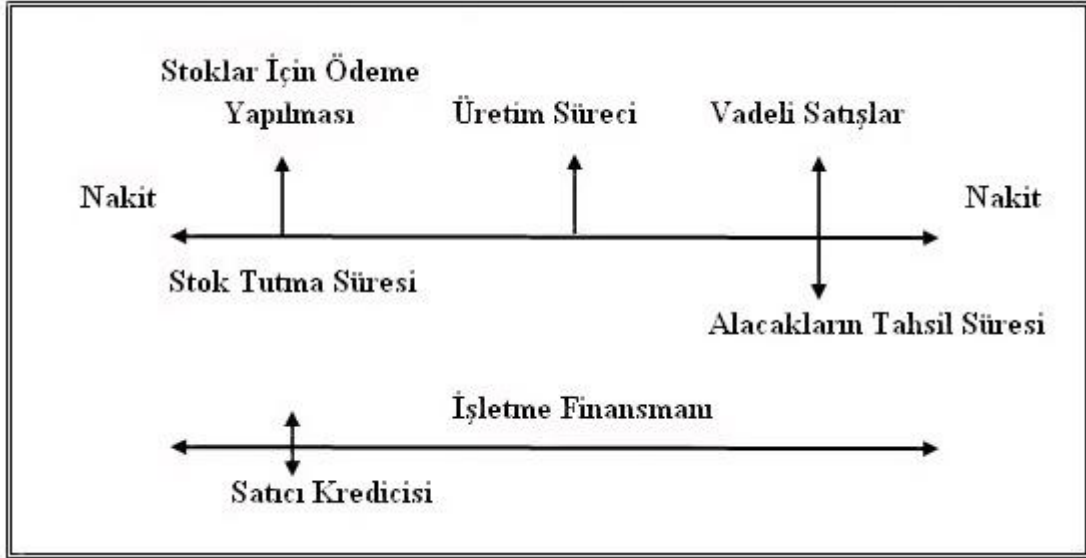
İşletme sermayesi unsurları ile işletmenin diğer varlıkları dıştan ilişkilidirler. İşletme sermayesinin artmasına ve azalmasına neden olan olaylar işletme sermayesi dışında kalan varlıklarla ilişkilerden kaynaklanmaktadır. Bu ilişkiler dış ilişkiler olarak tanımlanıp kantitatif ilişkileri göstermektedirler.

Peşin para ile stok alınması nedeniyle nakdin azalıp stokların artması kalitatif bir ilişki olmaktadır. İşletme sermayesi tutarında herhangi bir değişme olmamakla beraber sadece bir iç ilişki söz konusudur. Öte yandan, özsermayenin azalması gibi bir işlem net işletme sermayesinin seviyesini azaltabilmektedir. Buradaki azalış işletme sermayesini doğrudan ilgilendirmeyen bir işlemden doğmuş olabilmektedir. İşletmenin zarar etmesi nedeniyle özsermaye azalışı olacağından net işletme sermayesi azalışı, işletme sermayesi ile diğer unsurlar arasındaki dıştan ve kantitatif bir ilişkiyi göstermektedir (Aksoy ve Yalçın, 2005: 12).

1.5. İŞLETME SERMAYESİ DÖNGÜSÜ

Daha önce de bahsettiğimiz gibi işletmeler üretim - satış - tahsilât gibi üç temel fonksiyonu yerine getirmektedir. İşletme sermayesi döngüsü nakitlerin finansal kaynaklardan sağlanmasıyla başlayan ve nakitlerin hammaddeye, hammaddenin işlenerek mamule, mamullerin satılarak alacaklara, alacakların satılarak tekrar nakde dönüşmesi şeklinde devam eden bir süreçtir (Aydın, 2004: 115).

Şekil 1.1 İşletme Sermayesi Döngüsü



Kaynak: AYDIN, Nurhan. (2004), *Finansal Yönetim*, 2. Baskı, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.

Tipik bir üretim işletmesinde işletme sermayesi döngüsü aşağıdaki gibi açıklanabilir (Ercan ve Ban, 2005: 277).

- İşletme üreteceği mallar için gerekli hammaddeyi sipariş vermekte ve bu siparişler eline geçmektedir. Genellikle işletmeler bu alışlarını kredili olarak yapmakta, bu işlem işletmenin satıcılar hesabını oluşturmaktadır.
- Hammaddeyi mamul maddeye çevirmek için işçilikler yapılmaktadır. Bu işçiliklerin tamamı iş yapıldığında ödenmiş olmayacaktır.
- Mamul maddeler satılacaktır. Genellikle satışlar kredili olacak, satışlar alacaklar hesabını oluşturacaktır.
- Bu döngünün bazı noktalarında satıcılara borçların ödenmesi gerekmektedir. Bazı borçların ise alacaklar henüz tahsil edilmemişken ödenmesi gerekebileceğinden nakit ihtiyacı oluşacak, dolayısıyla borçlanmaya gidilebilecektir.

- İşletmenin, işletme sermayesi döngüsü alacakların tahsili ile tamamlanmış olacaktır.

Bu akış Şekil 1.1’de görüldüğü gibi işletmelerde süreklilik göstermektedir. Eğer mevcut nakit ve satışlardan elde edilen nakit, bu akımın düzenli olarak işlemesine yetmezse; gerekli olan nakit yabancı kaynaklardan sağlanacaktır. İşletme sermayesi kavramı bu açıdan ele alındığında; bir üretim dönemi içinde şekil değiştiren veya tamamen tükenen dönen varlıkları kapsarken, diğer taraftan bunların karşılanmasında kullanılan kısa vadeli finansman kaynaklarını da içine almaktadır. Dolayısıyla işletme sermayesinin unsurları; dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklardan oluşmaktadır (Taşlıca, 1994: 7).

1.6. İŞLETME SERMAYESİNİN ÇEŞİTLERİ

İşletme sermayesi çeşitlerinin belirtilmesi konusunda da birbirinden farklı tanımlar kullanılmaktadır. Tanımlar aynı işletme sermayesini belirtmekten çok, farklı özellikleri taşıyan işletme sermayesini açıklamak için yapılmaktadır. Cari varlıklar, dönen varlıklar, mütedavil kıymetler, işletme sermayesi olarak belirtilmek istenildiğinde brüt işletme sermayesi kastedilmektedir.

Faaliyetlerini sürdürmek amacıyla işletmelerin harcamalarda bulunmaları gerekmektedir. Her işletmede gerekli fon miktarı değiştiği gibi, değişik zamanlarda aynı işletmenin fon ihtiyaçlarında da farklılıklar olabilmektedir. Bunun yanında, işletmeler faaliyetlerinin aksamaması amacıyla sürekli işletme sermayesine ihtiyaç duymaktadırlar. İşletme sermayesini aşağıdaki gibi çeşitlendirerek incelemek etkin bir işletme sermayesi yönetimi açısından da uygun olabilecektir (Aksoy ve Yalçınar, 2005: 13).

- Brüt ve Net İşletme Sermayesi,
 - Brüt İşletme Sermayesi,
 - Net İşletme Sermayesi,

- Sürekli İşletme Sermayesi,
- Değişken İşletme Sermayesi,
 - Mevsimlik İşleme Sermayesi,
 - Devresel İşletme Sermayesi,
- Olağanüstü İşletme Sermayesi.

1.6.1. Brüt ve Net İşletme Sermayesi

Brüt ve net işletme sermayesi en yaygın kullanılan işletme sermayesi kavramlarıdır. Brüt işletme sermayesi kavramı ile cari aktiflere yapılan yatırım toplamı ifade edilmektedir. Net işletme sermayesi kavramı ise, cari aktiflerin cari pasifleri aşan bölümü olarak tanımlanmaktadır.

1.6.1.1. Brüt İşletme Sermayesi

Brüt işletme sermayesi cari varlıklardan oluşmakta, cari aktiflere yapılan yatırım toplamı, brüt işletme sermayesi olarak ifade edilmektedir. Bu varlıklar, nakit, vadesiz ve kısa vadeli mevduat, menkul değerler, kredili satışlardan doğan alacaklar ve stoklardır. Brüt işletme sermayesi, işletme sermayesi yönetimine ilişkin konuların, dolayısıyla sorumlulukların sınırlarını çizdiği için önem taşımaktadır. Bunlar likit değerler olarak, likidite derecelerine göre bilançonun aktifinde yer almaktadırlar. Böylece işletme sermayesi yönetimi, cari aktiflerin yönetimi anlamını taşımaktadır (Usta, 1996: 130).

1.6.1.2. Net İşletme Sermayesi

Net işletme sermayesi, işletmenin dönen varlıkları ile kısa vadeli borçları arasındaki farktır (Akgüç, 1998: 202). Diğer bir ifade ile net işletme sermayesi, cari varlıkların kısa vadeli borçlarla finanse edilmemiş bölümüdür. Net işletme sermayesi devamlı sermayeden (özsermaye + uzun vadeli yabancı kaynaklar) duran varlıkların çıkarılmasıyla da hesaplanabilmektedir. Bu yönü ile işletme sermayesinin uzun

vadeli kaynaklarla finanse edilen kısmını göstermektedir. Cari varlık ve kısa vadeli borçların yukarıda açıklanan niteliklerine göre net işletme sermayesi aşağıdaki bölümlere ayrılmaktadır (Aksoy ve Yalçın, 2005: 14).

Temel net işletme sermayesi, işletme faaliyetleri için dönen varlıkların gerekli seviyeleriyle, kısa vadeli borçların uygun kabul edilebilecek seviyeleri arasındaki farktan oluşmaktadır. Bu tür işletme sermayesi, iş hacminde azalma olmadığı, çalışma şartları değişmediği sürece seviyesini korumaktadır.

Geçici net işletme sermayesi, cari varlık ve kısa vadeli borçların işletme için uygun ve gerekli olmayan seviyeleri ile uzun vadeli aktif ve pasif unsurların bir yıl içinde işlem görecekle varlıklara dönüşen kısımlarından oluşmaktadır.

1.6.2. Sürekli İşletme Sermayesi

Normal, devamlı, duran veya esas işletme sermayesi olarak da adlandırılan sürekli işletme sermayesi, işletmelerin normal ve devamlı olarak kullandıkları işletme sermayesidir. Sürekli işletme sermayesi, bir işletmede faaliyet döneminin en durgun devresinde dahi faaliyetlerin yürütülebileceği minimum cari aktif toplamı anlamına gelmektedir. İşletmenin bulunduracağı sürekli işletme sermayesi minimumu ifade ettiğinden sabit niteliktedir, işletmenin ekonomik hayattan çekilmesine kadar sürekli işletme sermayesi işletmede mevcut olacaktır. İşletme faaliyetleri genişledikçe sürekli işletme sermayesi tutarı da artacaktır (Türko, 1978: 5).

Para ile başlayan ve para ile son bulan faaliyetlerin dönüşümü sırasında araya başka unsurlar girmektedir. İşletmelerde stok ve alacak kalemlerinin, atıl fonlarının değerlendirilmesi için pazarlanabilir senetlerin bulundurulması gerekmektedir. Satış ve üretimin belli bir düzeye ulaştığı dönemde, aydan aya ya da haftadan haftaya satış ve üretim birbirine yakın düzeylerde ise işletme sermayesi yatırımı devamlı ve belli bir tutarla bu normal dönemlerin rakamı olarak oluşmaktadır. İşte işletme

sermayesinin bu türde devamlılık gösteren kısmına sürekli işletme sermayesi denilmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 14).

1.6.3. Değişken İşletme Sermayesi

İşletme sermayesi ihtiyacını etkileyen çeşitli faktörlerdeki değişimler nedeniyle işletme sermayesi düzeyi değişmekte, hatta işletme sermayesini oluşturan varlıkların kompozisyonu farklılaşmaktadır. Belirtilen nedenler dışında işletme sermayesi ihtiyacı özellikle yılın belli dönemlerinde diğer zamanlara oranla daha az veya daha çok olabilmektedir. İşletme sermayesine bağlanan para, işletmelerin pazar payı veri olarak alınacak olursa, büyüyen pazar karşısında satışlardaki artışa bağlı olarak zaman içerisinde artacaktır. İşletme sermayesine bağlanan paranın artmasında parasal büyümelerin de büyük etkisi olacaktır (Gönenli, 1988: 402).

İşletmelerin mevsimsel ve devresel dalgalanmalar sonucu sürekli işletme sermayesinden ayrı olarak ihtiyaç duydukları işletme sermayesi çeşidine geçici ve değişken işletme sermayesi denilmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 15).

1.6.3.1. Mevsimlik İşletme Sermayesi

Dalgalanan işletme sermayesi olarak da belirtilen mevsimlik işletme sermayesi, iş hacmi ve faaliyetleri mevsimlik ve periyodik olarak değişen işletmelerde söz konusu olmaktadır. Mevsimlik işletme sermayesi iş hacminin arttığı mevsimlerde, talepleri karşılamak için ihtiyaç duyulan devamlı işletme sermayesinin ötesindeki ek işletme sermayesidir (Erdoğan, 1978: 5).

Bu gibi işletmeler ölü mevsim olarak adlandırılan dönemlerde işletme sermayesi sıkıntısı çekmezler. Çünkü satışların yavaşladığı ve iyice azaldığı dönemlerde stok bulundurma azalacak, tahsilatlar da hemen hemen tamamlanmış olacağından alacak unsuru azalacak, bunların sonucunda nakit mevcudu fazlalaşacaktır. Nakit fazlalıklarıyla kısa vadeli borç ödemelerini yapma imkânı olduğundan gereksiz faiz ödemelerinden sakınılacaktır.

Mevsimlik dalgalanmalarla satışların daraldığı, nakdin arttığı dönemlerde nakit fazlaları değişik şekillerde değerlendirilebilmektedir. Borç ödemelerinde kullanılmaması halinde bir sonraki satışların hızlanacağı mevsimdeki ihtiyaçlarda kullanılmak üzere muhafaza edilecektir. Bu yol tercih edildiğinde işletme sermayesinin seviyesi aynı kalacak, sadece yapısı değişecektir. Atıl tutmanın maliyetlerinden kurtulmak amacıyla fazla nakitler, gelir sağlayan kısa sürede paraya çevrilebilir, pazarlanma kabiliyeti bulunan menkul kıymetlere yatırılarak değerlendirilebilmektedir. Satışların hızlandığı dönemde tekrar diğer unsurlara dönüşerek kullanılabilir. Örneğin, şeker üretimi ile uğraşan bir işletmenin durumu yukarıdaki şartlara uymaktadır. Şekerpancarı üretimi ve şekerin elde edilmesi ağustos ayında başlayıp kış aylarında son bulmaktadır. Faaliyetlerin devam ettiği dönemlerde işletme sermayesinin tüm unsurlarına gerek duyulur. Faaliyetin sona erdiği aylarda ise işletme sermayesi unsurları nakit haline dönüşümünü tamamlamış olur. Buradaki nakitlerin faaliyetlerin başlayacağı ağustos ayına kadar atıl tutulması düşünülemeyeceğine göre yukarıda belirtilen yolların herhangi birisi ile değerlendirilmesine gidilecektir. Genel olarak, mevsimlik işletme sermayesi ihtiyacının ölü mevsimlerde oluşan nakit fazlalarının atıl kalmasını önlemek amacıyla kısa vadeli kredilerle finanse edilmesi uygun olmaktadır (Aksoy ve Yalçın, 2005: 15-16).

1.6.3.2. Devresel İşletme Sermayesi

Değişken işletme sermayesi bir kısım devresel dalgalanmalar nedeniyle oluşmaktadır. İşletmeler konjonktürün iyi gittiği, iş hacminin genişlediği dönemlerde sürekli işletme sermayesine ilave olarak iş hacmini genişletmek amacıyla ilave işletme sermayesi temin ederler.

Devresel işletme sermayesi gereksinimi, geçici bir özellik taşıdığından, kısa vadeli finansal kaynaklarla finanse edilmelidir. Oysa sürekli işletme sermayesi devamlılık özelliğinden dolayı uzun vadeli finansal kaynaklarla finanse edilmesinde yarar bulunmaktadır (Aydın, 2004: 114).

İşletmelerin çalışma performansı çeşitli faktörlerin etkisi altındadır. Çalışma gücünü etkileyen unsurlar da işletme sermayesinin dalgalanmasına neden olabilmektedir. İşletmenin kapasite kullanımını derecesinin artırılıp azaltılması, stok tedarik şartlarının değişmesi, üretim teknolojisinin değişmesi, üretim süresinin uzayıp kısılması gibi etmenler, faaliyetler üzerinde doğrudan etkili olacaklarından işletme sermayesi seviyesini de değiştirecektir.

Devresel olarak ortaya çıkacak işletme sermayesinin tutarı tam olarak tahmin edilemeyeceğine göre bu nitelikteki işletme sermayesi ihtiyacını finanse etmek için işletmelerin başvurabileceği kaynakların önceden hazır edilmeleri gerekmektedir. Aniden ortaya çıkan işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak amacıyla finansörlerle anlaşma yapılması ve her an fon kullanımının hazır edilmesi için finans kurumlarıyla ilişkilerin yoğunlaştırılması pek çok işletme tarafından uygulanan bir yöntemdir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 16).

1.6.4. Olağanüstü İşletme Sermayesi

Tüm işletmeler çeşitli beklenmeyen olayların etkileri altındadır. Olağanüstü işletme sermayesi, işletmelerin grevler, yangınlar, sel baskınları ve savaşlar gibi olağanüstü durumlarda karşılaştıkları güçlükleri kısmen gidermek amacıyla buldukları işletme sermayesidir.

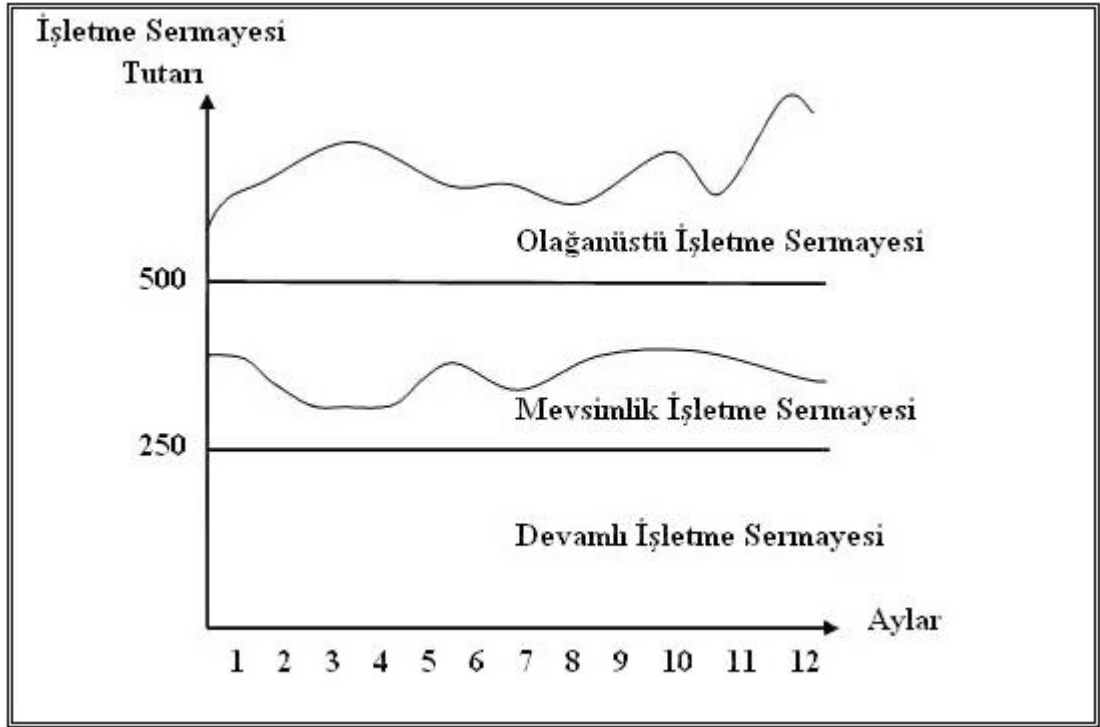
Olağanüstü durumlar genellikle faaliyetleri aksatmakta, etkinliği azaltmakta olduğundan olağanüstü işletme sermayesini gerektirmektedir. Bazen de olağanüstü durumlar faaliyetlerin daralmasına neden olarak, kullanılmayan varlıkları ortaya çıkarmakta ve atıl işletme sermayesi yaratabilmektedir (Aydın, 2004: 114-115).

Olağanüstü şartların önceden tahmini yapılamadığından ihtiyaç duyulacak olağanüstü işletme sermayesi tutarı da önceden tahmin edilememektedir. Bu durumda karşılaşılabilecek risklerin kısmen önlenmesi için işletme kârlarının

fazla olduğu dönemlerde bir kısım kârların ihtiyat olarak bulundurulması uygun olmaktadır (Erdoğan, 1978: 22).

İşletme sermayesinin buraya kadar açıklanan çeşitleri Şekil 1.2’de topluca gösterilmektedir.

Şekil 1.2 İşletme Sermayesi Çeşitleri



Kaynak: AKSOY, Ahmet., YALÇINER, Kürşat. (2005), *İşletme Sermayesi Yönetimi*, Ankara: Gazi Kitabevi.

1.7. İŞLETME SERMAYESİ ANALİZİ

Optimal düzeyde işletme sermayesine sahip olmanın işletme açısından önemi büyüktür. Bu nedenle işletme sermayesinin yeterli olup olmadığının incelenmesi amacıyla analiz edilmesi gerekmektedir. Her ne kadar, yeterli olan işletme sermayesini tespit etmek için kesin bir kural konulmazsa da işletmelerin kendi özellikleri dikkate alınıp, bazı genel esaslar ortaya konularak işletme sermayesi yeterliliği ölçülebilmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 134).

1.7.1. İşletme Sermayesinin Yeterliliği

İşletmeler çeşitli tehlikelerden korunabilmek için her şeyden önce uygun miktarda işletme sermayesine ihtiyaç duymaktadırlar. İşletme sermayesinin uygun miktarda olması; bu sermayenin, işletmenin cari borçları ve cari harcamaları yanında muhtemel geçici ihtiyaçlarını da karşılayabilmesiyle anlaşılabilir. Bu miktarın kesin olarak tespiti, işletmeler için her zaman büyük önem gösteren ve özenli çalışma isteyen bir konu olmaktadır.

İşletmelerde, işletme sermayesinin uygun miktarda olmamasının nedeni, çoğunlukla işletmenin kuruluşu sırasında ve ilk finansmanında yapılan hatalardan kaynaklanabilmektedir. Çünkü işletmeler faaliyetlerine başlamadan, işletme sermayesine olan gerçek ihtiyaçlarının ne ölçüde olduğunu tam olarak bilemediklerinden, tahmininde de zorlanmaktadırlar. Ayrıca işletmenin donanım ve buna benzer değerleri sağlamak için gerekli olan sermaye ihtiyacı çok dikkatli tahmin edilmelidir (Bektöre, 1970: 13).

İşletme sermayesi gereksinimi doğru bir biçimde kesin olarak hesap edilse dahi, işletmenin dinamik yapısı ve işletme sermayesini etkileyen faktörlerdeki değişimler nedeniyle işletme sermayesinin düzeyi zaman içinde artıp azalmaktadır. Başlangıçta yeterli görülen işletme sermayesi tutarı, daha sonra yetersiz kalabilmektedir.

Çeşitli belirsizliklerin etkilerinden korunmak ve faaliyetleri aksatmadan düzgün bir biçimde yürütebilmek için her şeyden önce işletme sermayesi tutarının optimum düzeyinin zaman içinde korunması gerekmektedir. İşletme sermayesinin gereken tutardan az olmasının ya da çok olmasının çeşitli sakıncaları bulunmaktadır. Optimum düzeyde işletme sermayesine sahip olmanın işletme açısından önemi büyüktür (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 133).

1.7.1.1. İşletme Sermayesinin Yeterli Durumda Olması

İşletme sermayesi, işletmenin faaliyetlerini herhangi bir mali sıkıntıya düşmeden en ekonomik şekilde yürütebilmesine ve mali bir tehlikeye katlanmadan ani ihtiyaçlarını ve zararlarını karşılayabilmesine yetecek miktarda olmalıdır. İşletme sermayesinin yeterli olması, işletmeye aşağıda belirtilen yararları sağlamaktadır (Aydın, 2004: 118).

- Dönen varlıklardaki ani değer kayıplarının olumsuz etkilerinden işletmeyi korumayı sağlar,
- Kârların daha rahat biçimde ortaklara dağıtılmasını kolaylaştırarak, temettü politikasının yönlendirilmesine yardımcı olur,
- Cari borçların vadesinde ödenmesini kolaylaştırarak kredi değerliliğinin artmasına olanak sağlar,
- Müşteri gereksinimlerini, taleplerini doyurucu şekilde karşılayacak miktarda stok bulundurulmasına olanak verir,
- Grev, deprem, su baskını, yangın gibi doğal afetlerde işletmenin mali yönden sıkıntıya düşmesini önler,
- Alıcılara tanınan vadelerin uzatılması yolu ile rekabette üstünlük sağlayarak satışların ve dolayısıyla kârlılığın artmasına da katkıda bulunur,
- Yeterli işletme sermayesi, işletmenin likiditesini dengeleyip riski makul seviyelere getirerek kârlılığın mümkün olduğunca artırılmasını, diğer bir deyişle likidite, risk, kârlılık üçgeninin dengelenmesini de sağlar,
- İşletmenin kapasite kullanma derecesini artırıp, tam kapasiteye ulaşmasını sağlar,

Genel olarak, işletme sermayesinin yeterli olup olmaması çeşitli etkenlere bağlı olmaktadır. Bu nedenle işletme sermayesinin yeterliliği konusunda bir sonuca varmak için aşağıdaki etmenlerin göz önünde bulundurulması gerekmektedir (Akgüç, 1998: 25-26).

- İşletmenin faaliyette bulunduğu endüstri kolu,
- Dönen varlıkların yapısı ve dağılımı,
- Dönen varlıkların gerçek (piyasa) değeri,
- Dönen varlıkların değerinde değişme olasılığı,
- İşletmenin satın alma ve satış şartları,
- Stok devir hızı,
- Alacak devir hızı,
- Ticari alacakların senetli ve senetsiz olarak dağılımı,
- Kısa vadeli borçların vadeler itibariyle dağılımı,
- İşletmenin ticaret bankalarıyla ilişkisi, bankalarda kullanılabilir kredi limitlerinin bulunup bulunmaması,
- İşletmenin borçlarını konsolide etme, erteleme ve röfinansman imkânı,
- İşletmenin yakın bir gelecekte büyük ödemelerde bulunması olasılığı,
- Mevsimlik hareketlerin işletme sermayesi üzerine etkisi,

- İşletmenin içinde yer aldığı piyasa koşulları,
- İşletmenin, işletme sermayesi düzeyinin son yıllarda göstermiş olduğu trend,
- İşletmenin gerektiğinde borçlanarak likidite sağlayabilme imkânı,
- İşletmenin, satışlarının yıl içindeki dağılımının düzenli olup olmaması,

1.7.1.2. İşletme Sermayesinin Yetersiz Olması

İşletme sermayesinin yetersiz olması, işletmelerin kuruluşu sırasındaki hatalı hesaplamalar sonucunda işletme sermayesinin uygun miktardan az tespit edilmesi ya da işletmeler faaliyete geçtikte sonra, önceleri yeterli olan işletme sermayesi miktarının, çeşitli nedenlerle yetersiz hale dönüşmesinden kaynaklanmaktadır. Her iki durumda da işletme sermayesi, işletmelerde faaliyetlerin aksamasına yol açabilmekte; bu ise işletmeler için önemli bir nokta olmaktadır. Borçların zamanında ödenememesi ve işletmelerde faaliyetlerin devamı için gerekli harcamaların yapılamaması, işletmelerin faaliyetlerini sona erdiren nedenlerin başında gelmektedir (Aksoy ve Yalçın, 2005: 129).

Optimal seviyenin altında işletme sermayesiyle faaliyetlerini sürdürmek isteyen işletmeler, hızlı bir şekilde teknik likidite sınırına ulaşarak borçlarını vadesinde ödeyemez duruma düşmektedirler. İşletmeler bu durumda, teknik likidite bozukluğunu sürdürür ve gerekli önlemler almazlarsa iflas edebilmektedirler. Ayrıca yetersiz işletme sermayesi düşük kapasite ile çalışılmasına, mamullerin birim maliyetinin yükselmesine ve satış fırsatlarının kaçırılmasına yol açmaktadır (Pamukçu, 1989:134).

İşletme sermayesi yönetimi, risk ve kâr arasında uygun bir dengenin kurulmasını gerektirir. Zira işletme sermayesinin atıl kalması kârlılığın azalmasına yol açarken, işletme sermayesi yetersizliği de işletmenin ödeyememe riskini ortaya koymaktadır (Berk, 1990: 86).

İşletme sermayesinin yetersiz olmasının belirtileri olarak aşağıdaki hususlar gösterilmektedir (Güvemli, 1977: 116).

- Kısa vadeli yabancı kaynakların dönen varlıklara yakın bir seviyeye ya da daha yüksek bir seviyeye çıkmış olması,
- İşletmenin borçlarını zamanında ödemede güçlük çekmesi,
- İşletmenin hammadde ve malzeme stoklarının üretim ihtiyacını, mamul stoklarının ise talepleri karşılayamayacak durumda olması,
- İşletmenin müşterilere satışlarda vade yapma imkânının daralması,
- Hammadde ve malzemelerle diğer imalat araçlarının zamanında ve elverişli koşullarla temin edilememesi,
- İşletme mamullerine talebin artmasına karşılık, üretim hacmini genişletebilmek için gerekli üretim araçlarının tedarikinde finansal güçlüklerle karşılaşılması,

İşletme sermayesinin yeterli seviyenin altına inmesinde temel neden yönetim hatası olmakla birlikte, işletme sermayesi seviyesini etkileyen çeşitli faktörlerdeki beklenmeyen ani değişimler de yetersizliğe yol açmaktadır. İşletme sermayesi yetersizliğinin oluşmasına yol açan nedenler aşağıdaki şekilde sıralanabilmektedir (Aksoy ve Yalçın, 2005: 130-131).

- İşletme faaliyetlerinin zararlı sonuçlanması halinde işletme sermayesi azalacaktır. Zararın nedeni rekabet v.b. olaylar sonucunda fiyatların düşmesi ya da kötü bir satış politikası olabileceği gibi giderlerin kontrol edilemeyip artması gibi konulardan da kaynaklanabilir,

- Olağandışı olayların neden olduğu büyük hacimli tamir ve bakım giderleri ile yenileme harcamaları büyük zararlara sebebiyet verebilir. Yangın, sel, deprem, kaza gibi olağanüstü olaylar da harcamaları artırarak işletme sermayesini azaltabilmektedir,
- Yanlış bir kâr dağıtım politikasının uygulanması da işletme sermayesini azaltmaktadır. Kâr dağıtımını için mali yapısı uygun olmamasına rağmen çeşitli amaçlar için kârın dağıtılıp, işletme dışına çıkarılması, işletmenin işletme sermayesini azaltmaktadır,
- İşletmenin sahip olduğu satılabilir senetlerin ve stokların düşük bedellerle satılarak fon kaybı yaratması işletme sermayesini azaltmaktadır,
- Maddi duran varlık alımında işletme sermayesi unsurlarının kullanılması ya da kısa vadeli kaynaklarla finans edilmek suretiyle duran varlık alınması, işletme sermayesini azaltmaktadır,
- Fiyatların artması sonucunda, işletmelerin en az eski seviyesinde stok bulundurmak ve müşterilerini finanse etmek istemesi karşısında işletme sermayesi yetersiz kalabilmektedir. İş hacminin gelişmesi ya da çalışma şartlarının değişmesi karşısında yeni şartlara uygun faaliyetleri eski seviyedeki işletme sermayesinin karşılamaması da yetersizlik olarak görülmektedir,
- İşletme sermayesi unsurları arasında yer alan alacaklar tutarının vadesinde tahsil edilememesi, şüpheli ve tahsili imkânsız alacakların çoğalması işletme sermayesi miktarını azaltmaktadır,
- Çeşitli nedenlerle işletmenin küçülme politikası uygulayarak, sermayesini azaltması ve uzun vadeli borçlarını ödemesi gibi durumlar da işletme sermayesinin azalmasına yol açmaktadır.

İşletme sermayesinin yeterli düzeyden az olmasının sakıncaları olarak aşağıdaki hususlar gösterilebilmektedir (Erdoğan, 1990: 74).

- İşletmenin başarısızlığına yol açar,
- Fonsuzluk nedeniyle işletme amaçlarının gerçekleşmesi önlenir,
- Toplam yatırımın devir hızı azalır,
- Peşin ve kısa vadeli mal alımlarında sağlanacak iskontolar önlenir,
- Fiyatların cazip olduğu zamanlarda fazla mal alımları önlenir,
- Kâr payı politikasını olumsuz etkiler,
- Kredi itibarını azaltır,
- Yönetimin moralinin bozulmasına neden olur,
- Uzun vadeli fon elde etmek için hisse senedi ve tahvil ihracını zorlaştırır.

İşletme sermayesi yetersizliği sorunu ile karşılaşan işletmeler, sorunu çözebilmek için aşağıda bulunan bazı önlemleri uygulayabilmektedirler (Poyraz, 2008: 263-264).

- Uzun vadeli kaynaklara ağırlık verilmesi,
- Satıcı kredilerine ağırlık verilmesi,
- Satış fiyatlarında yeni düzenlemeye gidilmesi,
- Alacakların devir hızının arttırılması,

- Stokların azaltılması ve/veya devir hızının arttırılması,
- Üretim kapasitesini etkilemeyecek şekilde duran varlıkların azaltılması,
- Kısa vadeli borçların ertelenmesi girişiminde bulunulması,
- İşletmenin ödenmiş sermayesinin arttırılarak işletme sermayesi olarak kullanılması.

1.7.1.3. İşletme Sermayesinin Gerekenden Fazla Olması

İşletme sermayesinin gereğinden fazla olması işletmelere rahat çalışma imkânı sağlarken, beraberinde bazı problemler de getirmektedir. En temel sorun olarak, fazla işletme sermayesi atıl varlık bulundurma olup, işletmenin kârlılığını azaltan etkisi vardır. İşletme sermayesinin fazlalığı, işletme sermayesi unsurlarının işletme çalışmaları için gerekli olan seviyeden daha yüksekte bulunmaları ya da kısa vadeli yabancı kaynakların gerektiğinden daha düşük olmaları halinde söz konusudur (Güvemli, 1977: 118).

Gerekli seviyenin üzerindeki işletme sermayesi likiditeyi artırıp, riski azaltmakta buna karşın kârlılığı düşürmektedir. Normal seviyeden fazla işletme sermayesine sahip olmanın belirtileri olarak aşağıdaki hususlar gösterilebilmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 131-132).

- Cari aktif unsurlarının gerekenden fazla olması,
- Kısa vadeli yabancı kaynakların hiç olmaması ya da çok düşük olması,
- Stok seviyesinin ihtiyaç duyulan miktarın üzerinde bulunması,
- Müşterilere tanınan kredilerin artması, özellikle vadelerinin uzaması,

- İşletmede paraya dönüştürülebilen varlıklara(menkul kıymet türü araçlara) yatırımın artmasıdır.

İşletme sermayesinin yeterli seviyeden fazla olmasına neden olan faktörler, işletmenin başlangıçta ihtiyacının üzerinde işletme sermayesi ile işe başlamış olması ya da sonradan faaliyetler esnasında sağlanan fonların işletme sermayesini artırıcı nitelikte kullanılarak fazlalığın doğmasına yol açması şeklindedir. İşletme sermayesinin gerektiğinden fazla olmasının nedenlerinden bazıları aşağıda belirtilmiştir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 132).

- İşletmenin borç ödeme açısından fazla ihtiyatlı davranma isteği,
- Uzun vadeli yabancı kaynak sağlanmasına karşın bunların duran varlık yatırımında kullanılmaması,
- Tahvil ve hisse senetlerinin gerekenden fazla çıkarılmış olması,
- Maddi duran varlıklar satıldığı halde yerine yenisinin alınmaması,
- İşletme kazançlarının kâr payı ödemelerinde veya başka amaçlarda kullanılmaması,
- Maddi duran varlıkların amortisman süreleri tamamlandığı halde yerine yenileri alınmadığından birikmiş amortismanların işletme sermayesine dönüşmesi,
- İşletmenin, duran varlık elde etmek için gerek olandan çok daha fazla öz sermayesi olması veya uzun vadeli olarak borçlanması,
- İşletme sermayesinin fazlalığı, kuruluştaki hesap hatalarından da kaynaklanabilmektedir.

İşletmelerde gereğinden fazla bulundurulma nedenleri ve belirtileri açıklanan işletme sermayesi, işletmelerin hesaplarında kalmaya devam ettikçe bir takım tehlikeleri de beraberinde getirmektedir. Yatırıma dönüştürülmeyle, optimal miktarın üzerinde işletme sermayesi bulundurulmasının işletmelere vereceği zararlar aşağıdaki şekilde açıklanabilmektedir (Bektöre, 1970: 15).

- Gerekliden fazla işletme sermayesi bulundurmak, işletmelerin kârlılık derecesini düşürmektedir. Çünkü işletme sermayesinin kullanılmayan kısmı, atıl kalmasına veya verimli alanlara yatırılmış olmamasına rağmen yine de kârdan hisse almakta, bu durum ise, işletmelerde kârlılığın düşük olmasına yol açmaktadır.
- İşletmelerin, işletme sermayelerindeki fazlalık, fazla miktarda cari borçlanmalardan ileri geliyorsa, gereksiz borçların faizleri nedeniyle kârı azaltıcı bir durum ortaya çıkacaktır.
- İşletme sermayesinin fazlalığı, gereksiz harcamalara ve alımlara yol açabilmektedir. Cari aktif değerinin aşırı olması ve gereksiz değerlere fazla para yatırılması, işletmelerin faaliyetlerinin aksamasına yol açmaktadır.
- İşletme sermayesinin fazla olmasına rağmen, yapılan gereksiz alım ve harcamalar, işletmelerin likidite durumlarını bozmakta, oluşacak işletme sermayesi açığını kapatmak için bankalara başvuru halinde ise işletmelerin kredi talepleri geri çevrilebilmektedir.

Mevsimsel dalgalanmaların fazla olduğu işletmeler ve mevsimsel dalgalanmalara tabi olmayan işletmeler, fazla olan işletme sermayelerini atıl durumda tutmamak için, bir gelir elde etme düşüncesiyle bazı yollara başvururlar. Bu durumda söz konusu işletmeler, piyasadaki kendi tahvillerini, başka işletmelerin tahvillerini ya da devlet tahvillerini, fiyatlarının düştüğü zamanlarda satın alarak

yeterli düzeyden fazla olan işletme sermayelerini değerlendirebilmektedirler (Erdoğan, 1990: 75).

1.7.2. İşletme Sermayesinin Oransal Analizi

İşletme sermayesinin yeterli olup olmadığının tespitinde en çok kullanılan araçlar rasyolardır. İşletme sermayesi yönetimi likidite, risk ve kârlılık üçgeninin işletme amacı için dengelenmesini zorunlu kıldığından belirtilen durumlarla ilgili oranların ele alınması gerekmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 134). Genel olarak, likidite kavramının iki anlamı vardır (Hatipoğlu, 1995: 142).

- **Fiili Likidite:** İşletmenin tasfiyesi halinde borçlarını ödeyebilme gücünü gösterir.
- **Teknik Likidite:** İşletmenin vadesi gelen borçlarını ödeyebilme gücünü gösterir.

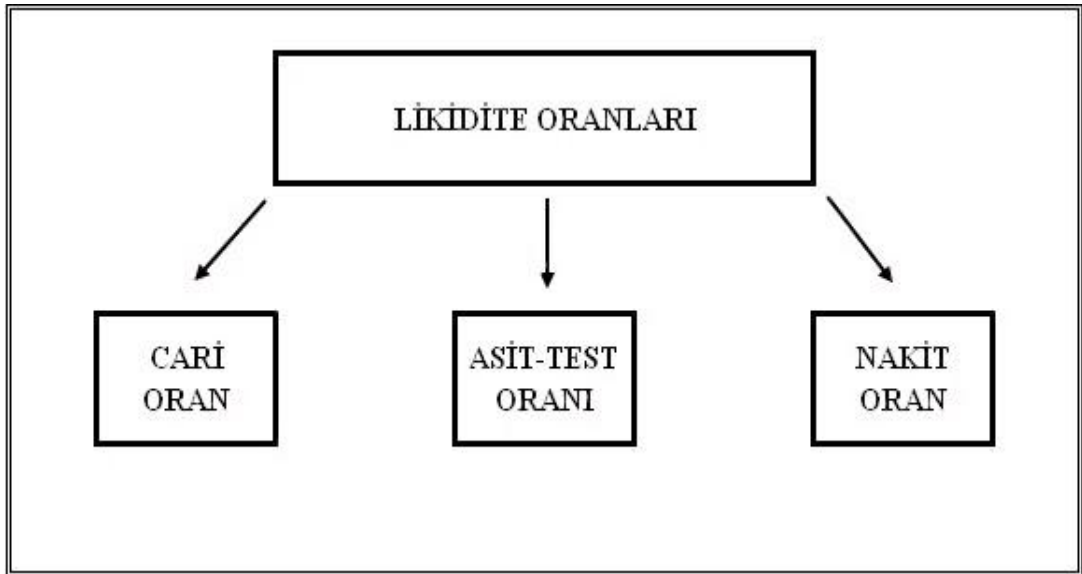
İşletme sermayesi yeterliliğinin analiz edilmesinde en sık kullanılan oran, likidite oranlarıdır. Likidite oranları, işletmenin parasal durumunu göstererek, vadesi gelen borçların, ödenme olanaklarını saptamaya yardım etmektedir. Diğer bir deyişle, bu oranlar, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğinin ölçülmesinde ve işletme sermayesinin yeterli olup olmadığının belirlenmesinde kullanılmaktadır. Ödeme gücünün saptanmasında, işletmenin dönen varlıkları ile kısa vadeli yabancı kaynakları arasındaki ilişkiler analiz edilmektedir (Akdoğan ve Tenker, 2007: 644).

İşletmenin likidite oranlarının analizinde özellikle şu temel noktalar araştırılmaktadır (Berk, 1990: 39).

- Dönen varlıkların iş hacmine oranla gösterdiği eğilim,
- Likit varlıkların geçen dönemlere oranla gösterdiği eğilim,

- Kayıtlı alacakların tahsil yeteneği, süreleri, doğuş nedenleri ve bunun satışlara uygunluğu,
- Senetli alacakların doğuş nedeni,
- Stokların niteliği,
- Kısa vadeli yabancı kaynakların vade yapısının uygunluğu,
- İş hacmine oranla net işletme sermayesinin uygunluğu,
- İşletmenin kısa vadeli borç ödeme yeteneğini etkileyen diğer faktörlerin değerlendirilmesi,

Şekil 1.3 Likidite Oranları



Kaynak: POYRAZ, Erkan. (2008), *Finansal Yönetim*, Bursa: Ekin Yayınevi.

Dönen varlık unsurları ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki ilişki kurulurken, dönen varlık grubundan dikkate alınacak kalemlerin özelliklerine göre, likidite oranları kendi içinde üçe bölümlenmektedir (Akdoğan ve Tenker, 2007: 644-645).

- Cari Oran (Üçüncü Derece Likidite Oranı)
- Asit-Test Oranı (İkinci Derece Likidite Oranı)
- Nakit Oran (Birinci Derece Likidite Oranı)

1.7.2.1. Cari Oran

Cari oran, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü ve net işletme sermayesinin yeterli olup olmadığını göstermektedir (<http://www.tacirler.com.tr>). Dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki sayısal ilişkiyi gösteren bu oran, kredi taleplerinin değerlendirilmesinde kullanılan en eski oranlardan biridir (Ceylan, 2007: 47).

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

Oranın payında yer alan dönen varlıklar toplamı, şüpheli alacaklar karşılığı, stok değer düşüklüğü karşılığı gibi aktif düzenleyici hesapların toplamından düşüldükten sonraki tutarını yansıtmaktadır. Analistlerce, cari oranın payını oluşturan dönen varlıkların, paydada yer olan kısa vadeli yabancı kaynaklardan fazla olması istenilir. Yani işletmenin net işletme sermayesinin yeterli olması arzu edilir. Bu nedenle oranın mutlaka 1'den büyük olması istenilir. Cari oranın 1'den büyük olması, işletmenin ödeme gücünün emniyet marjı olarak görülmektedir. Genel bir kural olarak, cari oranın 2 olması ya da kaynak yaratma sıkıntısı bulunan ülkelerde veya sektörlerde 1,5 olması yeterli görülmektedir. Kısa vadeli yabancı kaynakların veya beklenmedik yükümlülüklerin zamanında karşılanabilmesi için, dönen varlıklarda ortaya çıkabilecek değer kayıpları veya paraya çevrilimde karşılaşılabilecek güçlükler önlem olarak, dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynakların iki katı olması uygun görülmektedir (Akdoğan ve Tenker, 2007: 645-646).

Cari oranın yüksek olması, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün yüksek olduğunu göstermektedir. Ancak, cari oranın çok yüksek olması, işletmeye kredi verenlerin lehine olmasına karşın, işletme açısından olumsuz bir gelişmeyi ifade etmektedir. Çünkü cari oranın çok yüksek olması, işletmede kullanılmayan fonların bulunduğu işaretlerdir. Başka bir deyişle, işletme yönetiminin başarılı olmadığına bir göstergesidir. İşletmelerde gereğinden fazla likit bulundurmak, işletmenin kârlılığını olumsuz yönde etkilemektedir.

Öte yandan, cari oranın yorumunda birtakım başka etmenlerin de göz önünde bulundurulması gerektiği konusu unutulmamalıdır. Bazen cari oran 2'den büyük olmasına rağmen, yetersiz olarak yorumlanabilmektedir. Yani cari oran 2'den büyük olması, her zaman işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme yeteneğinin iyi olduğunun göstergesi değildir. Bu bakımdan cari oranın yorumunda, dönen varlıkların devir hızları (stok devir hızı, alacakların devir hızı gibi), dönen varlıkların gerçek değerleri veya bu değerlerde oluşabilecek muhtemel değer değişimleri ile dönen varlıkların hangi varlık unsurlarından oluştuğu gibi etmenler göz önünde bulundurulmalıdır. Örneğin; cari oran küçük olsa bile, stok devir hızı ile alacakların devir hızı yüksek olan bir işletme, borçlarını kolaylıkla ödeyebilecektir. (Akdoğan ve Tenker, 2007: 645-646).

Diğer taraftan, dönen varlık unsurları içinde hazır değerleri ile hızla paraya çevrilebilir değerleri fazla olan işletmeler, dönen varlıklarının büyük bir kısmı stoklardan oluşan işletmelere göre borçlarını kolaylıkla ödeyebilecektir (Akdoğan ve Tenker, 2007: 646).

Dönen varlıkların kalitesi de borçların ödenme gücünün belirlenmesinde önemli bir etmendir. İşletme sermayesi unsurlarının kaliteli olması, yani satışa çıkarıldığı zaman gerçek değerini bulması gerekmektedir. Bu durumda işletme sermayesinin tutarından ziyade kalitesini analiz etmek gerekmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 136).

1.7.2.2. Asit - Test Oranı

Bilanço kalemlerinin, likidite düzeyine göre sıralandığı kabul edildiğinden, stoklar nakit ve alacaklara göre daha az likit varlıklardır. İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü doğru tespit edebilmek için, kısa vadede nakde dönüşebilecek varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki ilişkinin incelenmesinde dönen varlıklar içerisinde stokların dikkate alınması yanıltıcı olacaktır. Bunun için, cari oranın dönen varlıklar içerisinde stoklar hariç tutularak, hesaplanmasına Asit - Test oranı adı verilmektedir (Ercan ve Ban, 2005: 39).

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

Asit - Test oranı, cari oranı tamamlayan, onu daha anlamlı hale getiren bir orandır. Bu oranın cari orandan tek farkı, dönen varlıklardan stokların düşülmesidir. Bunun nedeni, stokların nakde dönüşümlerinin zor olmasıdır. Başka bir deyişle, stokların satışının zaman alması veya satışı takiben paranın işletmeye dönmesi, borçların vadesine göre daha fazla zaman alabilmesidir (Ceylan, 2007: 48-49).

Oran, işletmelerin eğilimlerini erken teşhis etmekte oldukça faydalıdır. Bu nedenle işletmeye düzeltici hareketleri uygulama ve izleme olanağı sağladıkları için işletme içinde finans, banka içinde ise kredi tahsis yöneticileri açısından değerli bir araçtır (<http://joy.yasar.edu.tr>).

Genel olarak, Asit - Test oranının 1 olması yeterli sayılmaktadır. Oranın 1 olması, işletmenin kısa vadeli borçlarının tamamının nakit ve süratle paraya çevrilebilir değerlerle karşılanabileceğini gösterir. Ancak oranın 1'den küçük olması veya 1'e eşit olması her zaman işletmenin likidite durumunun kötü veya iyi olduğunun bir göstergesi değildir. Cari oranda olduğu gibi oranın değerlendirilmesinde, stok devir hızı, alacakların tahsilat süreleri, stoklara olan

bağımlılığın ve diğer faktörlerin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir (Akdoğan ve Tenker, 2007: 648).

Asit - Test oranı ile ilgili hesaplanan değerler yorumlanırken, işletmenin faaliyette bulunduğu sektör özellikleri de göz önünde bulundurulmalıdır. Bazı sektörlerde üretim süreci uzun olduğundan, bu sektörlerde faaliyette bulunan işletmeler önemli miktarlarda stok tutmakta ve alıcılara uzun vade tanımaktadırlar. Bazı sektörlerde ise, üretim süreci kısa olduğundan işletmeler daha az stokla çalışabilmekte ve alıcılara tanınan vade kısa olabilmektedir. Likidite oranları yorumlanırken bu gibi durumlar da dikkate alınmalıdır (Özdemir, 1997: 38).

1.7.2.3. Nakit Oranı

Bu oran, para ve benzeri değerlerin kısa vadeli yabancı kaynaklara oranıdır. İşletmenin elindeki mevcut hazır değerler ile kısa vadeli yabancı kaynaklarını ne ölçüde karşıladığını ölçmede kullanılan bir orandır (Akgüç, 1998: 30). İşletmelerin hem stoklarını elden çıkaramama hem de alacaklarını tahsil edememe gibi çok olağanüstü bir ekonomik sıkıntı durumunda hazır değerleri ile kısa vadeli yabancı kaynaklarının ne kadarını ödeyebileceklerini ortaya koyan Asit - Test oranından da keskin bir orandır (Aydın, 2004: 49).

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

Oranın 0,20'nin altına düşmemesi genel bir kural olarak arzulanmaktadır. Nakit oranının hesaplanmasında, nakde eşdeğer varlık olarak bazı menkul kıymet kalemleri de dikkate alınmaktadır. Özellikle repodaki paraların bu oranın hesabında dikkate alınması gerekmektedir (Akdoğan ve Tenker, 2007: 649).

Bu oranın çok düşük olması nakit sıkıntısına işaret ederken, fazlalığı da atıl nakit mevcudunu ifade etmektedir. Nakit oranının yorumlanmasında bazı hususların

dikkate alınması zorunludur. Kısa vadeli yabancı kaynaklar bir yıl içinde ödenecek olanlardır. Hazır değerler ise oranın hesaplandığı tarihteki mevcut nakit ve nakit benzeri değerlerdir. Bugünkü kasadaki mevcut değerler ile bir yıl sonraki borçların karşılaştırılması doğru anlam ifade etmeyebilmektedir. Bu nedenle kısa vadeli yabancı kaynaklar, vadelerine göre gruplandırılarak bu oranın hesaplanması daha gerçekçi olacaktır (Aksoy ve Yalçın, 2005: 137).

1.7.3. İşletme Sermayesi Unsurlarının Devir Hızı Oranları

Bu oranlar, dönen varlıkların işletme faaliyetlerinde ne derece etkin ve verimli kullanıldıklarını ölçen oranlardır. Bu yönüyle, işletmelerin kendi içinde analiz yapılmasına olanak verdiği gibi, aynı endüstri kolundaki işletmeler ile karşılaştırılma yapılmasında da kullanılmaktadır.

1.7.3.1. Dönen Varlıklar Devir Hızı Oranı

Bu oran, işletmenin yıllık net satışlarının, ortalama dönen varlıklara bölünmesiyle bulunmaktadır.

$$D. V. D. H. O. = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Dönen Varlıklar}}$$

İşletmenin satışları ile dönen varlıklar arasında doğrusal bir ilişki vardır. Satışlar arttıkça bunu karşılayacak dönen varlığa daha çok ihtiyaç duyulmaktadır. İşletme likiditesinin gereğinden fazla yüksek olması ve stoklara aşırı yatırım yapılması dönen varlıklar devir hızının düşük kalmasına yol açmaktadır. Ayrıca yatırımları devam eden ve satışları da beklenen artışları gerçekleştiremeyen işletmelerin söz konusu devir hızları da düşük olacaktır (Berk, 1990: 48).

Dönen varlıklar devir hızının yüksek olması (Akgüç, 1998: 386);

- İşletme sermayesinin yetersizliğini,
- Stok ve alacakların devir hızının yüksek olduğunu,
- Stok ve alacakların, nispeten az işletme sermayesine gereksinme duyduğunu gösterir.

Buna karşılık dönen varlıklar devir hızının düşük olması ise (Akgüç, 1998: 387);

- İşletmenin aşırı işletme sermayesine sahip olduğunu,
- Stok ve alacakların devir hızının yavaş olduğunu,
- İşletmenin ihtiyacından fazla hazır değerlere sahip olduğunu,
- İşletme sermayesinin geçici yatırımlar için kullanıldığını gösterir.

Genel olarak, dönen varlıklar devir hızı için belirlenmiş standart değerler yoktur (Akdoğan ve Tenker, 2007: 666). Sonuçları değerlendirirken, işletmenin önceki dönemlerde elde ettiği sonuçlarla ve sektör ortalama sonuçları ile karşılaştırmalar yapmak uygun olmaktadır.

1.7.3.2. Alacakların Devir Hızı Oranı

Alacaklar, işletmenin müşterilerini finanse ettiği tutarı ifade etmektedir. Faaliyetlerin artırılması ile müşterileri finanse etmenin sıkı ilişkisi bulunmaktadır. Vadeli satışlar arttıkça işletmenin faaliyet hacminin artacağı kabul edilmektedir. Ne var ki işletmenin vadeli satışlarını sınırlandıran çeşitli faktörlerden en önemlisi kaynakların sınırlılığı ve maliyetidir. İşletmenin net şimdiki değerinin maksimum kılınmasına alacak yönetiminin maksimum katkı vermesi için en uygun seviyesinin tespiti gerekmektedir (Aksoy ve Yalçın, 2005: 49).

$$\text{A. D. H. O.} = \frac{\text{Kredili Net Satışlar}}{\text{Ortalama Ticari Alacaklar}}$$

Alacakların devir hızı oranı, belirli bir dönemdeki kredili satışlar tutarının, hesap dönemi sonundaki ticari alacaklar tutarına veya aylık ortalama ticari alacak miktarına bölünmesi ile elde edilmektedir. Alacakların devir hızı, alacakların tahsil ve tedavül yeteneğini gösteren önemli bir orandır. Bu orana, ticari alacakların kalitesi ve likiditesi hakkında bir yargıya ulaşmak istenildiğinde başvurulmaktadır (Akdoğan ve Tenker, 2007: 662).

Bir işletmenin alacak devir hızı hesaplanırken şu hususlara dikkat edilmelidir (Akgüç, 1995: 362);

- İşletmenin ticari alacakları, kredili satışlar sonucu doğduğundan, oranın payında hesap dönemi içindeki kredili satışlar tutarının yer olması gerekir.
- Oranın paydasında yer alan alacaklar, işletmenin esas faaliyetlerinden doğan senetli ve senetsiz alacaklar toplamıdır. İşletmenin cari işlemlerden doğan alacakları (örneğin; duran varlık satışından doğan alacakları) söz konusu oranın hesabında paydada yer almamalıdır.
- İşletmenin alacakları hesap dönemi içinde devamlı ve istikrarlı olarak artmış ise, dönem başı ve dönem sonu alacak tutarlarının ortalamasının alınması uygun olmaktadır.
- Mevsimlik hareketlerin etkisinde bulunan işletmelerde, alacak devir hızının, dönem sonu ticari alacaklara göre hesaplanması, bir ölçüde yanıltıcı olabilmektedir. Bu nedenle, bu tür işletmelerde alacakların devir hızı hesaplanırken, kredili satışlar tutarının daha ince hesaplama yöntemlerinin uygulanması ile bulunarak ortalama ticari alacak tutarına (örneğin, ay sonları

ticari alacaklar tutarı toplamının 12'ye bölünmesi gibi) oranlanması daha doğru olmaktadır.

- Hesap döneminde şüpheli ve değersiz hale gelmiş alacakların da paydada yer alması gerekmektedir. Bunlar dikkate alınmadığı takdirde, işletmenin alacaklarının önemli bir bölümünün şüpheli alacak haline alması, alacak devir hızının artışı şeklinde bir yoruma neden olabilmektedir.

Hesaplanan alacak devir hızı oranının 365'e bölünmesiyle işletme alacaklarının ortalama tahsil süresi hesaplanmaktadır.

$$\text{A. O. T. S.} = \frac{365}{\text{Alacakların Devir Hızı}}$$

İşletmeler, alacakların devir hızını artırıp tahsil süresini kısaltarak işletme sermayesi ihtiyacını azaltma imkânına sahiptir. Tahsil süresinin uzunluğuna bağlı olarak işletme sermayesi unsurlarından alacaklara bağlanacak tutarlar artacaktır (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 49).

Alacak devir hızı yüksek olan bir işletmenin, düşük bir cari ve asit-test oranı ile çalışması, borç ödeme açısından sorun yaratmayabilir. Ancak, alacak devir hızının genel çizgiden yüksekliği, bazen işletmenin kredili satışlar konusunda çok kısıtlayıcı bir tutum içerisinde oluşunun ve/veya kredili satış yapılacak müşterilerde gereksiz ölçüde yüksek standartlar ve nitelikler aramasının sonucu olabilmektedir. Böyle bir durum, işletmenin satışlarındaki, dolayısıyla kârındaki artış hızını yavaşlatabilmektedir. İşletme, satışlardaki artıştan vazgeçme pahasına, alacak devir hızını yükseltmiş olabilir. Böyle bir durumda, satış şartlarının müşteriler açısından daha elverişli hâle getirilerek, satışlarda artış sağlayacak şekilde alacak devir hızının yavaşlatılması, kârlılık açısından işletmenin daha lehine olabilecektir (Akgüç, 1995: 363).

1.7.3.3. Stokların Devir Hızı Oranı

Stokların devir hızı oranı, stokların bir yılda kaç defa satışa sunulduğunu göstermektedir. Bir başka deyişle, işletmenin stoklarının yılda kaç kez devrettiğini göstermektedir. Dolayısıyla devir hızının artması, stokların daha kısa sürede döndüğünü, stok olarak daha kısa durduğunu göstermektedir (Konuralp, 2001: 105). Stokların fazla bekletilmeden satılabilmesi durumunda bu oran yüksek değerler olacaktır. Düşük bir devir hızı ise, uzun bir stoklama süresinin olduğunu göstermektedir.

$$\text{Stok Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Satılan Ticari Malların Maliyeti}}{\text{Ortalama Ticari Mal Stoku}}$$

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 hesaplanabilmektedir. Dolayısıyla işletme sermayesinin etkin bir şekilde yönetilip yönetilmediğinin saptanmasında rahatlıkla kullanılabilir. Ancak stok hareketlerinin yıl içinde büyük dalgalanmalar göstermesi durumunda, yukarıdaki esaslara göre saptanan ortalama stok yanıltıcı olabilecektir. Bu gibi durumlarda, ortalama stok, her ay sonundaki stok rakamlarının basit aritmetik ortalamasının alınması suretiyle saptanabilmektedir (Akdoğan ve Tenker, 2007: 660).

Stok devir hızı oranının yükselmesi, ortalama stok süresini azaltacağından işletme sermayesine olan gereksinim azalabilmektedir. Stok devir hızının yüksek olması, işletme mallarının stokta fazla beklemeden hemen satıldığını ve bu nedenle de malların sürümünün iyi olduğunu, işletmenin fiyat, moda ve talep değişikliklerinden fazla etkilenmediğini, likiditesinin yüksek ve varlıkların etkin kullanılmakta olduğu anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, devir hızı arttıkça işletmenin kazanma gücü artmakta ve nakit ihtiyacı azalmaktadır (Özdemir, 1997: 46).

Stokların devir hızı, stok politikasının sağlamlığı, stok kalitesinin iyi olup olmadığı konusunda aydınlatıcı bilgiler vermektedir. Çünkü işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilmesi, dönen varlıkları oluşturan kalemlerden biri olarak stokların paraya dönüşme yeteneğine bağlıdır (Usta, 1996: 87).

Stokların devir hızı oranının işletmenin çalışma alanına göre normal sayılan ölçülerden farklı olması, işletmenin iyi çalışmadığının veya talepleri karşılayamayacak duruma düştüğünü göstermektedir. İşletmenin satış hacmine oranla fazla miktarda stok bulundurması, hem stokların depolama giderlerini artırmakta, hem de stokların fiziki vasıflarının bozulmasına ve tüketici tercihlerinin değişmesi nedeni ile stokların demode olmasına yol açmaktadır. Diğer taraftan stokların devir hızının çok yüksek olması da kısa dönemde sipariş verilmesine ve işletmenin sipariş giderlerinin artmasına yol açabilmektedir. Bu nedenle stok bulundurma politikası belirlenirken, tüm faktörlerin göz önünde bulundurulması, depolama giderleri ile stok tedarik giderleri toplamının minimum olacağı stok düzeyinin belirlenmesi gerekmektedir (Akdoğan ve Tenker, 2007: 660).

II. BÖLÜM

İŞLETME SERMAYESİ FİNANSMANI

2.1. İŞLETME SERMAYESİ İHTİYACININ BELİRLENMESİ

İşletmelerin işletme sermayesi ihtiyaçlarının hesaplanması, temel olarak finans yöneticisinin yapacağı bir iş olmakla birlikte, sağlıklı bir tahminin yapılabilmesi, işletmedeki satın alma, üretim, satış gibi diğer bölüm yöneticilerin işbirliğini gerektirmektedir. Ayrıca, hesaplama yapılırken işletme sermayesi ihtiyacının dönen varlık kalemleri arasındaki dağılımının ayrıntılı ve planlı bir şekilde yapılması, bu ihtiyaçların finansmanını da kolaylaştıracaktır (Türko, 1999: 213).

İşletmelerin işletme sermayesi ihtiyaçlarının belirlenmesi için bir takım veriler gerekmektedir. Bu veriler, işletme sermayesinin bağlandığı dönen varlık kalemleri ve işletme sermayesinin kaynakları ile ilgilidir. İşletme sermayesi, stoklara, alacaklara ve genel giderlere harcanmaktadır. Satışlar, satışlar üzerinden sağlanan brüt kâr ve stokları elde etmede satıcıların tanıdığı kredi süresi ile kaynak yaratılmaktadır. Bu bağlamda, söz konusu gerekli olan verileri aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür (Büker ve Aşıkoğlu, 1994: 202):

- Ortalama stok tutarı,
- Yıllık satış tutarı,
- Yıllık genel gider tutarı,
- Satış tutarı üzerinden brüt kâr,
- Satıcıların tanıdığı kredi süresi,

- Müşterilere tanınan kredi süresi.

İşletme sermayesi ihtiyacı, bu veriler arasında ilişki kurularak hesaplanır. Uzun yıllar faaliyette bulunan bir işletme için yukarıdaki verilerin alacağı değerleri bulmak oldukça kolaydır. Ancak daha proje aşamasında bulunan bir işletmede bu veriler, bazı tahminler yapılarak tespit edilecektir.

2.1.1. Faaliyet Devri Katsayısı Yöntemi

Bu yöntemde işletme sermayesi ihtiyacı satış hacmine bağlı olarak bulunan işletme giderlerinin faaliyet devri katsayısına bölünmesiyle bulunmaktadır. Faaliyet devir katsayısı ise işletmenin faaliyetlerinin tamamlanılması için gereken sürenin, yıllık toplam gün sayısına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Faaliyet devir hızı uzun süreyi kapsayan işletmelerde düşük, kısa zamanda tamamlayan işletmelerde faaliyet devir hızı büyük olmaktadır (Poyraz, 2008: 272).

Faaliyet devrini bulmak için gerekli olan bilgiler şunlardır (Sayılğan, 2003: 82);

- Stokta kalma süresinin bilinmesi gerekmektedir. Bu süre hammaddelerin ürün haline getirilip satılmasına kadar geçen süreyi ifade etmektedir ve bir yıldaki gün sayısının stok devir hızına bölünmesi ile bulunmaktadır.
- Ortalama tahsilat süresini bilmek gerekmektedir. Ortalama tahsilat süresi bir yıldaki gün sayısının alacak devir hızına bölünmesi ile bulunmaktadır.
- İşletmenin bir yıl içindeki toplam masraflarını bilmek gerekmektedir.
- Etkinlik süresinin bilinmesi gerekmektedir. Birinci ve ikinci maddelerde belirtilen ortalama stokta kalma süresi ve ortalama tahsilat süresinin toplamı etkinlik süresi olarak ifade edilmektedir.

$$\text{Faaliyet Devri Katsayısı} = \frac{365}{\text{Faaliyet Devri Süresi (Etkinlik Süresi)}}$$

$$\text{İşletme Sermayesi İhtiyacı} = \frac{\text{Yıllık Gider Toplamı}}{\text{Faaliyet Devri Katsayısı}}$$

İkinci formülde yer alan yıllık işletme giderleri satışları elde etmede katlanılan tüm harcamaları kapsamaktadır. Hammadde, yardımcı madde, yakıt, su, elektrik, işçilik ve benzeri kalemler için yapılan harcamalar, maliyet muhasebesi esaslarına göre belirli oranlarda üretilen mal birimlerine yüklenmektedir. Bütün bu harcamaların toplamı, satılan malın maliyetini oluşturur ve tahmini yıllık işletme giderleri olarak formülde yer alır (Kargül, 1996: 120).

Faaliyet devri katsayısı yöntemine yöneltilen eleştiriler aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (<http://www.slideshare.net>).

- Satışlar ve alışların aylara düzenli olarak yayıldığı varsayılmaktadır,
- Kısa vadeli yabancı kaynaklar dikkate alınmamaktadır, dolayısıyla bu yöntemle hesaplanan işletme sermayesi ihtiyacı, brüt işletme sermayesini ifade etmektedir,
- İşletmenin faaliyet devrine ilişkin süreler tam olarak hesaplanmayabilmektedir,
- Zaman içinde giderlerin, mamule nasıl dönüştüğü basit olarak ele alınmaktadır,

- Hesaplamalarda yıllık satılan malın maliyetinden yıllık amortisman tutarı düşülmelidir.

Faaliyet devri katsayısı yöntemini bir örnekle açıklamak gerekirse; bir işletmenin yıllık satış tutarı 4.000 TL, satılan malın maliyeti 3.600 TL olarak tahmin edilmektedir. Buna göre işletmenin işletme sermayesi ihtiyacını hesaplayalım (<http://www.mu.edu.tr>).

Hammadde ve Malzemenin Stokta Bekleme Süresi	: 15
Üretimde Geçen Süre	: 10
Mamullerin Depoda Bekleme Süresi	: 20
Satışta Alıcılara Tanınan Vade	: 90
Kasa ve Bankadaki Paraların Ortalama Günlük Ödemeleri Karşılacağı Gün Sayısı	: 5
Faaliyet Devri Süresi	: 140

$$\text{Faaliyet Devri Katsayısı} = \frac{365}{140} = 2,60$$

$$\text{İşletme Sermayesi İhtiyacı} = \frac{3.600}{2,60} = 1.384,62$$

Projede işletmenin faaliyet devri ile ilgili yukarıda verilen tahmini bilgilere göre işletme sermayesi ihtiyacı 1.384,62 TL olarak hesaplanmıştır.

2.1.2. Günlük Masraf Tutarı Yöntemi

Faaliyet devri katsayısı esas alınarak yapılan hesaplamaların eksiliğini giderici bir yöntemdir. Burada işletme sermayesi seviyesi, maliyet unsurlarının

üretim sürecine katılma aşamaları esas alınarak hesaplanmaktadır. Ayrıca faaliyetlerden sağlanan ve işletme sermayesi ihtiyacı doğurmayan kâr ve amortismanlar ile vadeli alımların yaratacağı krediler dikkate alınmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 82).

Yöntemde öncelikle, her bir giderin günlük tutarları belirlenir. Daha sonra dönen varlıkların bekleme süreleri ile günlük tutarları çarpılır. Elde edilen bu rakamlar ile günlük giderler toplamı bulunur. Bulunan günlük giderler toplamından, günlük bazda hesaplanan amortisman giderleri ve vergi toplamı çıkarılır. Buradan elde edilen tutar ise günlük işletme sermayesi gereksinimi olarak kabul edilmektedir. Günlük masraf tutarı yöntemini rakamsal bir örnek ile açıklayacak olursak (Poyraz, 2008: 274):

Toplam maliyetleri 1.000.000 TL satış tutarı 3.000.000 TL olan ABC A.Ş.'nin maliyet unsurları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. ABC A.Ş.'nin ihtiyaç duyduğu işletme sermayesi miktarını hesaplayalım.

Maliyet Unsurları	Tutarı	Ortalama Günlük Maliyet Harcamaları
Hammadde ve Malzeme	100.000 / 365	273,97
İşçilik Giderleri	200.000 / 365	547,94
Genel Üretim Giderleri	200.000 / 365	547,94
Amortisman Giderleri	100.000 / 365	273,97
Finansman Giderleri	300.000 / 365	821,91
ÜRETİM MALİYETİ	900.000	2465,73
GENEL YÖNETİM VE SATIŞ GİDERLERİ	100.000 / 365	273,97
Toplam Maliyet	1.000.000	2.739,70
KÂR	2.000.000 / 365	5.479,45
Satışlar	3.000.000	8.219,15

	Günlük Harcama	Faaliyet Devir Süresi (Sermaye Bağlılık Süresi)	İşletme Sermayesi Unsurlarının Ortalama Tutarı
Hammadde ve Malzeme	273,97	50	13.698,50
Yarı Mamuller	1.369,85	30	41.095,50
Mamuller	2.465,73	40	98.629,20
Alacaklar	8.219,15	30	164.383,00
Kasa ve Bankadaki Para	8.219,15	30	246.574,50
İşletme Sermayesinin Ortalama Tutarı			564.380,70

	Günlük Amortisman	Günlük Kâr	Toplam	Faaliyet Devri	Düşülecek Tutar
Yarı Mamuller	821,91	---	821,91	30	24.657,30
Mamuller	273,97	---	273,97	40	10.958,80
Alacaklar	273,97	5.479,45	5.753,42	20	115.068,40
Kasa ve Bankalar	273,97	5.479,45	5.753,42	30	172.602,60
İşletme Sermayesi Toplamından İndirilecek Amortisman ve Kârlar					323.287,10

$$\text{İşletmenin Brüt İşletme Sermaye İhtiyacı} = 564.380,70 - 323.287,10$$

$$\text{İşletmenin Brüt İşletme Sermaye İhtiyacı} = 241.093,60 \text{ TL}$$

İkinci tabloda elde ettiğimiz işletme sermayesinin ortalama tutarından yani 564.380,70 TL'den, üçüncü tabloda elde ettiğimiz Amortisman ve Kârlar tutarını yani 323.287,10 TL yi çıkararak ABC A.Ş.'nin ihtiyaç duyduğu işletme sermayesi miktarı belirlenmiş olmaktadır.

2.1.3. Schmallenbach Formülü Yöntemi

Tarihsel olarak eski olmasına rağmen, formülü geliştiren Alman iktisatçının ismi ile tanınan Schmallenbach formülü, işletmelerin işletme sermayesi ihtiyacının stok tutarı, alacakların tahsil süresi (müşterilere tanınan vade), satıcıların işletmeye

tanıldığı vade ve faaliyet giderleri tutarına bağlı olduğunu göstermektedir (Akgüç, 1998: 229).

İşletme sermayesi hesaplama yöntemlerinden biri olan Schmallenbach yöntemi aşağıdaki biçimde ifade edilmektedir:

$$S_i = S + \left(1 - \frac{K_k}{100}\right) \times \left(C \times \frac{V_2}{12} - \frac{V_1}{12}\right) + \left(GG \times \frac{V_2}{12}\right)$$

S_i : İşletme sermayesi tutarı

S: Ortalama stok tutarı

C: Yıllık satış tutarı

GG: Genel giderlerin yıllık tutarı

V_1 : Tedarikçi tarafından tanınan kredi süresi

V_2 : Müşteriye tanınan kredi süresi

Schmallenbach yöntemini rakamsal bir örnek ile açıklayacak olursak: ABC işletmesine ait veriler aşağıdaki gibidir (Poyraz, 2008: 276).

- Yıllık genel giderler (Faaliyet Giderleri): 20.000 TL
- Yıllık satış tutarı: 50.000 TL
- Satış kârı: 30.000 TL
- İşletme tedarikçiden 6 ay vadeli kredi temin ederken,
- Malını müşteriye 8 ay vadeli satmaktadır.
- İşletmenin 50.000 TL'lik satış tutarını gerçekleştirebilmesi için bulundurması gereken stok tutarı 5.000 TL'dir.

Buna göre Schmallenbach yöntemine göre işletmenin sahip olması gereken işletme sermayesi tutarını hesaplayalım.

$$\text{Brüt Kâr Marjı} = \frac{\text{Brüt kâr}}{\text{Net satışlar}}$$

$$\text{Brüt kâr marjı} = \frac{30.000}{50.000} = \%60$$

$$S_i = S + \left(1 - \frac{K_k}{100}\right) \times \left(C \times \frac{V_2}{12} - \frac{V_1}{12}\right) + \left(GG \times \frac{V_2}{12}\right)$$

$$S_i = 5.000 + \left(1 - \frac{60}{100}\right) \times \left(50.000 \times \left(\frac{8}{12} - \frac{6}{12}\right)\right) + \left(20.000 \times \frac{8}{12}\right)$$

S_i : 21.666 TL bulunur.

Verilen tutarları formüle yerleştirdiğimizde işletmenin sahip olması gereken işletme sermayesi miktarını 21.666 TL olarak bulmaktayız.

2.1.4. Mellerowicz Formülü Yöntemi

Mellerowicz yöntemiyle işletme sermayesi ihtiyacı hammadde ve malzemelerin günlük tutarının, bu maddelerin satın alma vadesi ile ambarda bekleme süreleri arasındaki gün farkı ile çarpımı ve bulunacak tutarı; imalat süresi, mamullerin ambarda bekleme süresi ve satış vadesinin toplam günüyle hammadde dışındaki günlük masraf tutarının çarpımının eklenmesi suretiyle hesaplanmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 90).

Buna göre Mellerowicz formülü aşağıdaki biçimde gösterilmektedir.

$$S_i = H_G (t_3 - t_5) + M_G (t_1 + t_2 + t_4)$$

- S_i = İşletme sermayesi ihtiyacı,
 M_G = Günlük maliyet tutarı,
 H_G = Günlük hammadde ve malzeme harcamaları tutarı,
 t_1 = İmalat süresi,
 t_2 = Mamullerin stokta bekleme süresi,
 t_3 = Hammadde ve malzemelerin stokta bekleme süresi,
 t_4 = Müşterilere tanınan vade,
 t_5 = Satıcıların tanıdıkları vade,

Mellerowicz formülü yöntemini aşağıda bilgileri verilen örnekte ABC işletmesinin işletme sermayesi ihtiyacını hesaplayalım (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 91).

- M_G = 280.000 TL
 H_G = 620.000 TL
 t_1 = 10 gün
 t_2 = 20 gün
 t_3 = 20 gün
 t_4 = 50 gün
 t_5 = 40 gün

Belirtilen verileri formüle yerleştirirsek;

$$S_i = 620.000(20 - 40) + 280.000(10 + 20 + 50)$$

$$S_i = -12.400.000 + 22.400.000$$

$$S_i = 10.000.000 \text{ TL}$$

Bu yöntemle hesaplanan ve net işletme sermayesi ihtiyacını ifade eden 10.000.000 TL, diğer yöntemlerle hesaplanan işletme sermayesi tutarları arasında farklılıklar bulunmaktadır. Diğer yöntemlerle aynı sonuca ulaşabilmek aşağıda belirtilen düzeltmelerin yapılması gerekmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 91-92).

- **Yarı Mamul Tutarının Düzeltilmesi:** Yarı mamuller, hammadde ve malzeme ile işçilik giderlerinin tümü, genel imalat giderleri, amortisman giderleri ve finans giderlerinin yarısından oluşmaktadır. Oysa Mellerowicz formülü yönteminde bu giderlerin tamamı dikkate alınmıştır.
- **Amortismanların Payının İndirilmesi:** Amortisman giderleri yarı mamullerin, mamullerin ve alacakların içerisinde yer almaktadır. Amortismanlar işletme sermayesi ihtiyacı gerektirmediğinden bunların içerisinde indirilerek düzeltmenin yapılması gerekir.
- **Kasa, Banka ve Alacakların Eklenmesi:** Bu yöntemle hesaplanan işletme sermayesi ihtiyacında bulundurulması gereken asgari kasa ve banka miktarı bulunmamaktadır. Bu nedenle bu tutarın eklenmesi gerekmektedir. Ayrıca alacaklar içerisinde de yer alması gereken genel yönetim ve satış giderlerinin eklenmesi gerekir. Çünkü genel yönetim ve satış giderleri mal ve hizmetlerin satış maliyetini oluşturan unsurlardan olup, satış fiyatı içerisinde yer alacaktır. Bu nedenle de alacak tutarı içerisinde yer almalıdır.

2.1.5. Proforma Bilanço Yöntemi

İşletmelerin faaliyetleri ile ilgili en önemli gösterge satış hacmidir. Proforma bilanço, planlanan satış hacmini gerçekleştirmek amacıyla varlık ve kaynak yapısının hangi değerlerde olacağını gösteren tablodur. Tablonun hazırlanması ve tutarlılığı, satış tahminlerinin gerçekçiliğine bağlıdır. Gelecek dönemlerde satışlara bağlı olarak bilanço kalemlerinin varlık ve kaynak olarak toplamı ile her bir varlık ve kaynak unsurunun alacağı değerler tahmin edilerek işletmenin finansman ihtiyacı ya da fon fazlalığı tespit edilmiştir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 107).

Proforma bilançolar dört adımda hazırlanmaktadır. Bunlar (<http://www.tspakb.org.tr>):

- Satışlar ve buna bağlı olarak her bir bilanço hesabına yapılacak yatırımın saptanması,
- Kendiliğinden oluşacak fon kaynaklarının belirlenmesi,
- Öz sermaye tutarını belirlemek,
- Aktif ve pasif taraflarını dengelemek.

Öte yandan, proforma bilançolar üç farklı yöntemle hazırlanabilmektedir (<http://www2.aku.edu.tr>):

- Satışların Yüzdesi Yöntemi
- Rasyo Yöntemi
- Regresyon Analizi Yöntemi

2.1.5.1. Satışların Yüzdesi Yöntemi

Satışların yüzdesi yöntemi temelde, doğrudan doğruya satışlara bağlı olarak gelişme gösteren kalemlerle, doğrudan bağlı olarak gelişme göstermeyen kalemlerin belirlenmesi esasına dayanır. Yöntemde, işletme sermayesi unsurlarının her birisi satışların yüzdesi olarak belirlenir.

Bilançonun pasif tarafındaki kısa vadeli satıcı kredilerinin, ödenecek gelirler ve tahakkuk etmiş vergi, resim ve sigorta prim borçlarının satışlara paralel bir gelişme göstereceği beklenir. Buna karşılık satışlarla uzun vadeli yabancı kaynaklar arasında doğrudan bir ilişki kurulması zordur. Satış hacmiyle kârlılık, dolayısıyla dağıtılmamış kârların da artması doğaldır. Ancak bu kalemlerdeki artış yüzdesiyle satışlardaki artış arasındaki ilişki sabit değildir. Yedek akçelerdeki değişme, işletmenin izlediği kâr dağıtma politikasına bağlıdır. Öte yandan, satış hacmi ile kasa, alacaklar ve stoklar arasında doğrudan bir ilişki rahatlıkla kurulurken, peşin ödenmiş giderlerle sabit varlıklar arasında aynı ilişkiyi kurmak oldukça zordur (Poyraz, 2008: 192).

Satışların yüzde yöntemi, genellikle bilgilerin kısıtlı olduğu durumlarda kullanılmaktadır. Yöntemi rakamsal bir örnekle açıklayacak olursak (Aydın, 2004: 91); ABC işletmesinin 2007 yılı satışları 100.000.000 TL ve 2008 yılı için toplam satış tahmini 145.000.000 TL'dir. ABC işletmesinin diğer bilgileri Tablo 2.1'de verilmiştir. Buna göre aynı tabloda işletme sermayesi ihtiyacını hesaplayalım.

Tablo 2.1 ABC İşletmesinin Proforma Bilançosu

	2007 Aralık Bilançosu	2007 Aralık Bilanço Kalemlerinin Satışlara Oranı	2008 Yılı Proforma Bilanço
Kasa	630.000	%0.60	913.500
Alacaklar	23.000.000	%23	33.350.000
Stoklar	54.000.000	%54	78.300.000
Peşin Ödemeler	260.000		260.000
Net Duran Varlıklar	87.000.000	%87	126.150.000
Toplam Aktif	164.890.000		238.973.500
Satıcılara Borçlar	2.900.000	%2.90	4.205.000
Banka Borçları	13.800.000	%13.80	20.010.000
Diğer KVK	60.000	%0.06	87.000
UVYK	47.550.000		47.550.000
Toplam Borçlar	64.310.000	%64.31	93.249.500
Adi Hisse Senetleri	85.000.000		85.000.000
Dağıtılmamış Kârlar	21.250.000		57.929.050
Toplam Pasif	164.890.000		236.178.550
İşletme Sermayesi İhtiyacı			2.794.950
			238.973.500

ABC işletmesinde kâr dağıtımı yapılmamaktadır ve 2008 yılında 36.679.050 TL'lik kâr yapılacağı tahmin edilmektedir ve bu tutar proforma bilançodaki dağıtılmamış kârlara eklenmiştir. Hisse senetlerinde bir değişiklik olmayacağı ve uzun vadeli yabancı kaynakların da satışlarla doğrudan ilişkili olmadığı için bu kalemlerde değişiklik yapılmamıştır. Öte yandan peşin ödenmiş giderler, dönen varlıklar arasında yer almasına rağmen satışlarla doğrudan ilişkisi olmadığı için değişiklik yapılmamıştır.

2.1.5.2. Rasyo Yöntemi

Proforma bilançoların hazırlanmasında kullanılacak oranlara ilişkin bilgiler başlıca üç kaynaktan sağlanır. Bunlar; işletmelerin tarihi verilerinden yararlanarak bulunan oranlar, işletmenin faaliyette bulunduğu sektörün ortalaması olan oranlar ve benzer yapıda olan işletmelerin finansal oranlarıdır. Bu yöntemi kullanarak proforma bilanço düzenlemek için satış tahminlerinin yanı sıra yeterli sayı ve özellikte finansal oranın belirlenmesi gerekmektedir. Seçilen finansal oranlardan sağlanan bilgilerin bir araya gelmesinin proforma bilançonun düzenlenmesine olanak vermesi bu tekniğin en önemli özelliğidir (Aydın, 2004: 94).

Rasyo yöntemini bir örnekle açıklayacak olursak (<http://www.muhasabetr.com>); endüstriyel makine üreten ABC işletmesinin 2008 yılında satışları 120.000 TL olarak tahmin edilmektedir. İşletmenin faaliyette bulunduğu sektörün standart oranları aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir.

Satışlar / Öz Sermaye	: 3
KVYK / Öz Sermaye	: 0,40
Top. Yabancı Kay. / Öz Sermaye	: 0,60
Cari Oran	: 3
Satışlar / Ortalama Stok	: 4
Alacaklar X 360 / Satışlar	: 42 Gün
Duran Varlıklar / Öz Sermaye	: 0,40

Yukarıdaki bilgilere dayanarak, ABC işletmesinin tahmini bilançosunu hazırlayalım.

$$\begin{aligned} \text{Satışlar} / \text{Öz Sermaye} &= 3 \\ 120.000 / \text{Öz Sermaye} &= 3 \\ \text{Öz Sermaye} &= 40.000 \end{aligned}$$

$$\text{Toplam Yabancı Kaynaklar} / \text{Öz Sermaye} = 0,60$$

$$\text{Toplam Yabancı Kaynaklar} / 40.000 = 0,60$$

$$\text{Toplam Yabancı Kaynaklar} = 24.000$$

$$\text{KVYK} / \text{Öz Sermaye} = 0,40$$

$$\text{KVYK} / 40.000 = 0,40$$

$$\text{KVYK} = 16.000$$

$$\text{UVYK} = \text{Toplam Yabancı Kaynaklar} - \text{KVYK}$$

$$\text{UVYK} = 24.000 - 16.000$$

$$\text{UVYK} = 8.000$$

$$\text{Toplam Pasif} = \text{Toplam Yabancı Kaynaklar} + \text{Öz Sermaye}$$

$$\text{Toplam Pasif} = 24.000 + 40.000$$

$$\text{Toplam Pasif} = 64.000$$

$$\text{Cari Oran} = \text{Dönen Varlıklar} / \text{KVYK}$$

$$3 = \text{Dönen Varlıklar} / 16.000$$

$$\text{Dönen Varlıklar} = 48.000$$

$$\text{Satışlar} / \text{Ortalama Stoklar} = 4$$

$$120.000 / \text{Ortalama Stoklar} = 4$$

$$\text{Ortalama Stoklar} = 30.000$$

$$\text{Alacak Tahsil Süresi} = \text{Alacaklar} \times 360 / \text{Satışlar}$$

$$42 = \text{Alacaklar} \times 360 / 120.000$$

$$\text{Alacaklar} = 14.000$$

$$\text{Kasa} = \text{Dönen Varlıklar} - (\text{Alacaklar} + \text{Stoklar})$$

$$\text{Kasa} = 48.000 - (14.000 + 30.000)$$

$$\text{Kasa} = 4.000$$

$$\text{Duran Varlıklar} / \text{Öz Sermaye} = 0,40$$

Duran Varlıklar / 40.000 = 0,40

Duran Varlıklar = 16.000

Yapılan hesaplamalar sonucunda ABC işletmesinin 2009 yılı için proforma bilançosu aşağıdaki gibi olacaktır.

Tablo 2.2 ABC İşletmesinin 2009 Yılı Proforma Bilançosu

Varlıklar		Kaynaklar	
Kasa	4.000	KVYK	16.000
Alacaklar	14.000	UVYK	8.000
Stoklar	30.000	Özsermaye	40.000
Duran Varlıklar	16.000		
<hr/>		<hr/>	
Toplam Aktif	64.000	Toplam Pasif	64.000

Daha çok yeni kurulan işletmelerin proforma tablo hazırlamalarında kullanılan rasyo yöntemi, kendi verileri olmayan işletmelerin gelecekteki fon ihtiyaçlarını belirleyebilmesine yardımcı olmaktadır.

2.1.5.3. Regresyon Analizi Yöntemi

Regresyon analizi; iki ya da daha çok değişken arasındaki ilişkiyi belirtmek için kullanılan matematiksel bir teknik olarak karşımıza çıkmaktadır. En yalın biçimde, bir serpilme diyagramında noktalar bulutuna en iyi biçimde uyacak doğru olabileceği gibi, doğrusal olmayan regresyon durumları gibi karmaşık da olabilmektedir. İlişki doğrusal olduğunda, iki değişkenden birinin bağımlı, ötekinin bağımsız olduğu kabul edilen bir eşitlik elde edilmektedir (Demir ve Gümüşoğlu, 1998: 444).

Bu yöntemde satışlar ile işletme sermayesi unsurları arasındaki ilişki istatistiki yöntemlerle hesaplanmaktadır. İşletme sermayesi unsurları satışların bir fonksiyonu olarak ele alınır, her bir unsur bağımlı değişken, satış tutarı da bağımsız değişken olarak kabul edilmektedir. İşletme sermayesi unsuru ile satışlar arasındaki ilişkiye uygun fonksiyon tespit edilir ve değişkenler arasındaki ilişkinin eğimi belirlenip $y = ax + b$ doğru denkleminde yerine konulur. Regresyon doğrusunda a ve b parametreleri çeşitli istatistik ve matematik tekniklerle hesaplanmaktadır. En küçük kareler tekniği ile (Aksoy ve Yalçın, 2005: 111);

$$\Sigma = a\Sigma x + bn$$

$$\Sigma xy = a\Sigma x^2 + b\Sigma x \quad \text{formülüyle hesaplanır.}$$

Formülde,

y : Geçmiş dönemlerde işletme sermayesi tutarı,

x : Her dönemdeki satışların tutarı,

n : Dönem sayısını,

a : Satışların bir birim değişmesi karşısında işletme sermayesinin değişme derecesini,

b : x'in sıfır olması halinde y'nin sahip olacağı değeri göstermektedir.

y : $ax + b$ denkleminde a ve b'nin değerleri doğrudan aşağıdaki formüllerle de hesaplanılmaktadır.

$$a = \frac{N\Sigma xy - \Sigma x \cdot \Sigma y}{N\Sigma x^2 - (\Sigma x)^2}$$

$$b = \frac{\Sigma Y - a\Sigma x}{n}$$

Yöntemi bir örnek ile açıklayacak olursak (Aksoy ve Yalçın, 2005: 112); bir işletmenin geçmiş beş yıldaki satışları ile alacaklarının ortalama tutarları aşağıda verilmektedir. Buna göre satışlar ile alacakları arasındaki ilişkiyi belirleyelim.

Yıllar	x Satışlar	y Alacaklar	x ²	y ² (000)	xy (000.000)
2004	400.000	30.000	160.000	900.000	12.000
2005	500.000	35.000	250.000	1.225.000	17.500
2006	600.000	40.000	360.000	1.600.000	24.000
2007	700.000	45.000	490.000	2.025.000	31.500
2008	800.000	50.000	640.000	2.500.000	40.000
n = 5	$\sum x$ =3.000.000	$\sum y$ = 200.000	$\sum x^2$ =1.900.000	$\sum y^2$ =8.250.000	$\sum xy$ = 125.000

$$a = \frac{(5 \times 125.000.000.000) - (3.000.000 \times 200.000)}{(5 \times 1.900.000.000.000) - (3.000.000)^2} = 0.05$$

$$b = \frac{(1.900.000.000.000) \times (200.000) - (3.000.000) \times (125.000.000.000)}{(5 \times 1.900.000.000.000) - (3.000.000)^2}$$

= 10.000.000 TL

Satışları 1 Milyar TL'ye yükseldiğinde alacaklara bağlaması gereken tutar,
 $y = 0,05 \times 1.000.000.000 + 10.000.000 = 60.000.000$ TL'si olacaktır.

İşletme sermayesi unsurlarından alacaklar gibi diğer unsurların da her biri ayrı ayrı belirlenmek suretiyle işletme sermayesi tutarı bulunmaktadır.

2.2. İŞLETME SERMAYESİ FİNANSLAMA STRATEJİLERİNİN LİKİDİTE, RİSK ve KÂRLILIK İLE İLİŞKİLERİ

İşletme sermayesi finanslama stratejileri likidite, risk ve kârlılık gibi faktörlerin bileşimine göre oluşmaktadır. Likidite derecesi ile kârlılık arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Likidite arttıkça işletmenin likit varlıklar üzerinden sağlayacağı kazançlar azalacaktır. Likiditenin fazla olması riskin azalmasına neden

olacaktır. Öte yandan, risk ile kârlılık arasında doğru orantı bulunmaktadır. Risk azaldıkça kârlılık da azalmakta, risk arttığında ise kârlılık da artmaktadır.

Finanslama stratejilerinin kısa vadeli ve uzun vadeli kaynaklara göre değişmesi bu kaynakların farklı likidite derecelerine sahip olmalarından kaynaklanmaktadır. Likidite derecelerine bağlı olarak da bu tür kaynakların maliyetleri farklı olmaktadır. İşletme sermayesi kısa vadeli kaynaklar ile finanse edildiğinde riskin artmasına karşılık maliyetler azalmaktadır. Kârlılığın artması nedeniyle belli bir dereceye kadar riske katlanılacak, likidite sıkıntısına girileceğinin hissedilmesi halinde sıkıntıya girip riskin daha fazla artırılmaması için likiditeden fedakârlık yapılarak uzun vadeli kaynak kullanmaya yönelerek kârlılıktan da belli derecede vazgeçilecektir (Aksoy ve Yalçın, 2005: 36).

Belirtildiği gibi işletme sermayesinin oluşumu işletmenin likidite derecesini, riskliliğini ve sonuçta da kârlılığını etkilemektedir. Aşağıdaki örnek üzerinde bu ilişki dengeli, ihtiyatlı ve atılgan finanslama stratejilerine göre rakamsal olarak gösterilmektedir (Akgüç, 1998: 205-207).

Bir işletmenin varlık toplamı 100.000 TL'dir. 50.000 TL duran varlıklara 50.000 TL'si de işletme sermayesi unsurlarına aittir. İşletme, sermaye yapısını %50 yabancı kaynak, %50 öz sermaye karışımından oluşturmaktadır. İşletme sermayesi finansmanı konusunda, maliyeti %36 olan kısa vadeli yabancı kaynaklarla, maliyeti %42 olan uzun vadeli yabancı kaynaklar arasında bir seçim yapmak durumundadır. Finanslama stratejileri dengeli, ihtiyatlı ve atılgan durumlar olarak aşağıdaki tabloda belirtilen sonuçları yaratmaktadır.

Tablonun incelenmesiyle söz konusu ilişkiler açıkça görülmektedir. İşletme ihtiyatlı finanslama stratejisi izleyerek işletme sermayesi gereksinimini uzun vadeli yabancı kaynaklarla karşılaması halinde likidite yönünden çok fazla rahatlığı vardır. Dolayısıyla riskliliği de az olmaktadır. Buna karşın %42 olan maliyeti yüksek kaynaklar kullanması nedeniyle, aynı faiz ve vergiden önceki kâr elde edilmesine rağmen öz sermaye kârlılığı %39 seviyesinde ve en düşük düzeyde kalmaktadır.

Tablo 2.3 İşletme Sermayesi Finanslama Stratejilerinin Karşılaştırılması

	İhtiyathî Strateji	Dengeli Strateji	Atılğan Strateji
İşletme Sermayesi (Dönen Varlıklar)	50.000	50.000	50.000
Duran Varlıklar	50.000	50.000	50.000
Toplam Varlıklar	100.000	100.000	100.000
Özsermaye	50.000	50.000	50.000
Toplam Yabancı Kaynaklar	50.000	50.000	50.000
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar (%36)	---	25.000	50.000
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar (%42)	50.000	25.000	---
FVÖK	60.000	60.000	60.000
Finansman Giderleri (-)	(21.000)	(19.500)	(18.000)
Vergi Öncesi Kâr	39.000	40.500	42.000
Vergi (%50)	(19.500)	(20.250)	(21.000)
Vergiden Sonreki Kâr	19.500	20.250	21.000
Net Kâr / Özsermaye	%39	%40,5	%42
Cari Oran	---	2	1

Kaynak: AKGÜÇ, Öztin. (1998), Finansal Yönetim, İstanbul: Avcıol Basım Yayın.

İşletmenin dengeli finanslama stratejisini uygulaması durumunda, işletmenin cari oranı 2'dir. Kısa vadeli yabancı kaynakların ödenmesi yönünden sıkıntı bulunmayıp likidite derecesi yüksektir. Kısa vadeli yabancı kaynak kullanmanın maliyetlerde yaratacağı azalma sonucunda öz sermaye kârlılığı %40,5 olarak gerçekleşmektedir.

İşletmenin atılğan finanslama stratejisini seçmesi durumunda, işletmeyi likidite yönünden sıkıntılar beklemektedir. Bu stratejide, diğerlerine göre en düşük seviyede olup, kısa vadeli yabancı kaynaklar işletme sermayesinin tümünün nakde dönüşmesi halinde ancak ödenebilecektir. Bu nedenle bu stratejinin finansal riski de en yüksek seviyededir. Riske katlanmanın bedeli olarak öz sermaye kârlılığı diğer finanslama stratejilerinden daha yüksek olarak %42 seviyesinde gerçekleşmektedir.

Belirlenecek olan finanslama stratejileri işletmeden işletmeye farklı olmakla birlikte bazen aynı işletmedeki yöneticilerin tarzlarına bağlı olarak da değişiklik

göstermektedir. Yine belirlenen bu stratejiler zamana, uygulanan ekonomik ve mali politikalar da göz önünde bulundurularak duruma göre arzu edilen kâr seviyesine bağlı olarak tercih sebebi olabilmektedir (Aksoy ve Yalçın, 2005: 37-38).

2.3. İŞLETME SERMAYESİNİN FİNANSAL KAYNAKLARI

İşletme sermayesinin finansmanı işletmenin toplam finans politikasının bir parçasıdır. Bu nedenle, uzun vadeli finanslama politikası ile iç içedir. Örneğin, uzun vadeli kredilerin vadesi gelen taksitleri ile faiz ödemeleri kısa vadeli kaynaklar arasına katılarak işletme sermayesi yönetiminin konusu içine girmiş olmaktadır. Diğer yandan işletme sermayesi unsurlarının finanslamasının sadece kısa vadeli kaynaklarla yapılması diye bir zorunluluk bulunmamaktadır. Bu durum finanslama stratejilerine göre düzenlenmektedir. İşletmenin kârlılık, risk ve likidite durumları birlikte ele alınarak işletme sermayesini oluşturan varlıkların finanslamasına gidilmektedir (Aksoy ve Yalçın, 2005: 19).

Finansman yöneticisinin asıl görevlerinden birisi işletmenin ihtiyaç duyduğu gerekli fonları değişik yerlerden ya da kaynaklardan sağlamaktır. Bu fonlar bilançonun pasifinde görüldüğü gibi işletme dışındaki yabancı kaynaklardan veya işletmenin iç kaynaklarından finanse edilmektedir (<http://www.ekodialog.com>).

2.3.1. İşletme Sermayesinin Dış Kaynaklardan Finanse Edilmesi

İşletme dışındaki kişi veya kuruluşlardan faiz karşılığında ve belli bir süre kullanıp geri ödenmek üzere alınan fonlar dış kaynaklardır. Bu kaynaklar, işletmelerin yararlanabileceği sermaye piyasasının hacmine göre çok değişik özelliklerde ve oldukça çeşitlidir (Aksoy ve Yalçın, 2005: 19).

İşletme sermayesi finansmanında kullanılan işletme dışı kaynaklar, kısa vadeli finansal kaynaklar ve uzun vadeli finansal kaynaklar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bu iki temel işletme dışı finansman kaynağının kullanılması

işletmeleri bir takım maliyet ve risklerle karşı karşıya bırakmaktadır. Aşağıda bu iki işletme dışı finansman kaynağının genel olarak değerlendirilmesi yapılacaktır.

2.3.1.1. Kısa Vadeli Finansal Kaynaklar

Kısa vadeli finansal kaynaklar, işletmenin en çok bir yıl ya da normal faaliyet dönemi içerisinde vadesi gelen borçlarından oluşmaktadır. Bu kaynaklar genellikle dönen varlıkların özellikle de alacak ve stokların finansmanında kullanılmaktadır (<http://www.ekodialog.com>).

Başlıca kısa vadeli finansal kaynaklar aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Poyraz, 2008: 364).

- Kısa vadeli ticari krediler
- Finansman bonusu
- Repo işlemleri
- Kısa vadeli banka kredileri
- Factoring
- Hazine bonusu

İşletmelerin kısa vadeli finansal kaynaklarının tutarını belirleyen faktörlerden bazıları şunlardır (Okka, 2005: 433).

- **İşletmenin Varlıklarının Yapısı ve Dağılımı:** İşletme bir ticaret işletmesiye cari aktifleri yüksek olacak daha çok kısa vadeli kredi kullanacaktır. Bir sanayi işletmesi ise uzun vadeli fonları kullanacaktır.

- **Mevsimlik ve Dönemsel Hareketler:** Mevsimlik dönemlerde kısa vadeli kredilerin yükselmesi ve mevsimin sona ermesiyle azalması normaldir. Aynı şekilde ekonominin yükselme dönemlerine kısa vadeli krediler de yükselir, durgunluk veya küçülme dönemlerinde kısa vadeli kredileri kullanmak büyük risk oluşturur.
- **Faiz Oranlarının Durumu:** İşletmeler faizlerin gelecekte yükselme eğilimi varsa uzun vadeli kredilere, düşme eğilimi varsa kısa vadeli kredilere yönelirler.
- **İşletmenin Likidite Durumu:** İşletmenin likiditesinin yeterli olduğu dönemlerde kısa vadeli krediler de yükselir. Likiditenin azalma dönemlerinde uzun vadeli kaynaklarla finansman işlemeyi rahatlatır.
- **Firmanın Ölçeği ve Hukuki Yapısı:** Türkiye'de işletmeler genellikle küçük ölçekli olup KOBİ niteliğindedir. Türkiye'de finansal piyasaların yeterince gelişmemiş olması, uzun yıllar devam eden istikrarsız ekonomik yapı, yüksek enflasyon ve yüksek faiz oranları, sağlıklı bir dereceleme sisteminin kurulamaması gibi nedenlerle KOBİ'lerin uzun vadeli kredi sağlama imkânları pek yoktur ve kısa vadeli kredi kullanmak durumundadırlar. Büyük anonim şirket şeklindeki kuruluşlarsa uzun vadeli kredi bulma açısından daha şanslıdırlar ve finans kurumları bunları tercih etmektedirler.

İşletme sermayesi finansmanında kısa vadeli finansal kaynakların kullanılmasının bazı üstünlükleri bulunmaktadır. Bu üstünlüklerin başlıcaları aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Akgüç, 1998: 221-222).

- **Esneklik:** İşletmelerin ek kaynak gereksinimi, mevsimlik veya ekonomik dönemsel hareketler veya izlenen politikalar sonucu kısa vadeli olabilmektedir, bu durumda işletmenin uzun vadeli bağlantılara girmek istememesi doğaldır.

- **Maliyet:** İşletme sermayesi finansal kaynakları arasında yapılacak bir seçimde dikkate alınması gereken etmenlerden biri de kaynak maliyetidir. Uzun vadeli finansal kaynakların faiz oranları, genellikle kısa vadeli finansal kaynakların faiz oranlarından daha yüksek olmaktadır.
- **Sağlanabilme Olanağı:** Gelişmiş ülkelerin ekonomik şartlarına göre kısa vadeli ya da uzun vadeli finansal kaynak sağlanma olanağı arasında büyük fark bulunmayabilmektedir. Ancak ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde, işletmelerin kısa vadeli finansal kaynak bulma olanakları çok daha fazla olmaktadır.

Kısa vadeli finansal kaynakların belirtilen üstünlüklerine karşı uzun vadeli finansal kaynaklara kıyasla en önemli sakıncası, daha riskli olmasıdır. Görece olarak daha riskli olmasının nedeni aşağıdaki nedenlerden kaynaklanmaktadır (Akgüç, 1998: 222).

- Enflasyon nedeniyle faiz oranlarının yükselme eğilimi göstermesi ve işletmelerin kısa vadeli kredileri yenilerken daha yüksek faiz ödeme zorunda kalmaları,
- Ekonominin genel durumu, hükümetlerin izledikleri para politikası veya işletmenin finansal gücünün yeterli görülmemesi gibi nedenlerden dolayı geri ödeme süresi gelen kredilerin yenilenmemesi,

2.3.1.2. Uzun Vadeli Finansal Kaynaklar

Uzun vadeli finansal kaynaklar, işletmenin vadeleri bir yıldan daha fazla olan borçlarından oluşmaktadır. Uzun vadeli finansal kaynaklar; yatırımların finansmanı, net işletme sermayesinde artış sağlama ve kısa vadeli borçları karşılama için başvurulan kaynaklardır. Bu nedenle büyük önem taşımaktadırlar (Akdoğan ve Tenker, 2007:145).

İşletmelerin finans yöneticileri için uzun vadeli finansal kaynak bulunması ve bu kaynaklar arasında seçim yapılması sık karşılaşılan sorunlar değildir. Bu sorun, genelde işletmelerin kuruluşu sırasında ve büyük girişimlerde buldukları zamanlarda ortaya çıkmaktadır. Bunun beraber uzun vadeli kaynak sağlanması işletme açısından büyük önem taşımaktadır. Bu konuda alınacak bir karar, uzun yıllar işletmenin faaliyeti ve kârı üzerinde etkili olacaktır (Akgüç, 1998: 645). Öte yandan, işletmenin tedarik ettiği uzun vadeli finansal kaynakları geri ödeme kabiliyeti, işletmenin yatırım gücü ve kârlılığı ile ilgilidir (<http://www.isletme.biz>).

İşletmelerin dış kaynaklardan sağladıkları uzun vadeli finansal kaynaklar, tahvil ihracı ve uzun vadeli banka kredileridir. Tahvil ihraçları halka açık yapılabileceği gibi özel ihraç şeklinde sınırlı sayıda kişi ve kuruma da yapılabilir (Ceylan, 2007: 193).

Uzun vadeli finansal kaynakların kısa vadeli finansal kaynaklardan farklı yönleri ya da en belirgin özellikleri aşağıdaki şekilde sıralanabilir (<http://www.ekodialog.com>):

- **Geri Ödeme Süresi:** Uzun vadeli finansal kaynakların geri ödenmesi, belirlenen ödeme planına uygun biçimde üç aylık, altı aylık ya da yıllık olarak yapılır. Ödeme planı, genellikle kredi alanın borç ödeme gücü ve krediyi veren finansal kuruluşun ihtiyaçları göz önüne alınarak hazırlanır.
- **Kredinin Güvencesi:** İşletmelere uzun vadeli finansal kaynak sağlayan finansal kuruluşlar, tedarik ettiği kredinin geri ödenmesini sağlama almak yani güvence altına almak isteyecektir. Bu kredilerde, genellikle krediyi alan tarafın duran varlıkları (arsa, binalar, makineler, araç-gereç v.b.) kredinin güvencesi olarak gösterilir.
- **Kredi Sözleşmesi:** Finansal kuruluşlar, işletmelere uzun vadeli kaynak sağlarken maddi güvenceleri aramanın yanında kredi sözleşmesine konulacak özel koruyucu koşullar ya da hükümlerle kredinin geri ödenmesini güvence

altına almaya çalışırlar. Gelişmiş ülke ve sektörlerde bu özel koşul ve hükümlere daha çok ağırlık verilmektedir.

Uzun vadeli finansal kaynakların işletme açısından bazı üstünlükleri bulunmaktadır. Bunlar aşağıdaki şekilde sıralanmaktadır (<http://www.ekodialog.com>).

- Kredi için yapılan faiz ödemeleri vergi matrahından düşülebilmektedir,
- Uzun vadeli finansmanın maliyeti, genellikle öz sermaye ile fon sağlamaya göre daha düşüktür,
- Uzun vadeli kaynak sağlamada, hisse senedi ile finansmanda olduğu gibi işletmenin sahip ve ortaklarının yönetim gücü ve gelirlerinde azalma olmaz,
- Uzun vadeli kaynağın işletmeye maliyeti belirli ve sınırlıdır, borç verenlerin işletme çok başarılı olsa dahi işletmenin başarısına ve dolayısıyla kârına ortak olma hakları yoktur,
- Finansal kaldıracın olumlu çalışması durumunda, borçlanma işletmenin öz sermaye kârlılığını artırabilmektedir.

Uzun vadeli finansal kaynakların işletme açısından üstünlüklerinin yanında bazı sakıncaları bulunmaktadır. Bu sakıncalar aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Akgüç, 1998: 646).

- Uzun vadeli finansal kaynaklar, faiz yükü getirdiğinden işletmenin satış ve kârlarının dalgalanma gösterdiği dönemlerde büyük bir risk taşımaktadır. İşletmenin borçlarını, sürelerinde ödeme gücüne sahip olmaması, varlığını tehlikeye düşürmektedir,

- Uzun vadeli finansal kaynaklar, finansal kaldıraçın olumlu etkisiyle öz sermaye kârlılığını yükseltse dahi, işletmenin riskini artırdığından, işletmenin piyasa değerinde veya anonim ortaklıklarda pay senetlerinin değerinde düşüşe yol açabilmektedir,
- Yabancı kaynak, vadesi ne kadar uzun olursa olsun belirli bir tarihte geri ödenecektir. Bu nedenle finans yöneticileri, borçların zamanında ödenmesine olanak verecek fonların sağlanması için gerekli önlemleri almak zorundadırlar,
- Uzun vadeli finansal kaynak, işletmeyi uzun vadeli yükümlülük altına soktuğu için risk taşır. Bu risk, borç alınırken yapılan tahmin ve planların, şartların değişmesi sonucu gerçekleşmemesinden doğar.
- Uzun vadeli finansal kaynak sağlayan finans kurumları, kredi sözleşmesine bağlayıcı, işletme yöneticilerinin hareket serbestisini sınırlayan hükümler koymaktadırlar.
- Finansman kurumlarınca genellikle kabul edilen standartlara göre bir işletmenin “yabancı kaynak/öz kaynak” oranı belirli bir sınırın üstüne çıkmamalıdır. Finansal yapısı finansman kurumlarınca aranan standartlara uygun olmayan işletmelerin, uzun vadeli finansal kaynak bulma olanakları çok sınırlı olmakta ya da böyle bir olanakları bulunmamaktadır.

2.3.2. İşletme Sermayesinin İç Kaynaklardan Finanse Edilmesi

İşletmeler, kendi faaliyetleri sonucu oluşturduğu kaynaklar sayesinde de işletme sermayesini finanse edebilmektedir. Bu kaynaklar arasında kârlar, amortismanlar ve nakit akışının hızlandırılması yer almaktadır.

2.3.2.1. İşletme Sermayesinin Kârlarla Finanse Edilmesi

Temelde finans yönetiminin amacı, işletmenin piyasa değerini en yüksek düzeye çıkarmaktır. Bu bakımdan işletme çıkarına olan her şey ortakların da çıkarınadır. Fakat işletme yönetimi daha uzun süreli düşünürken, hissedarlar doğal olarak her yıl düzenli bir kâr payı almayı umut ederler. İşletmeler elde ettikleri kârları, gerekli yasal ihtiyatları ayırdıktan sonra, iki amaçla kullanma olanağına sahiptir. Bunlar;

- Hissedarlara kâr payı olarak dağıtılması
- Kârın işletmede tutulması ve yeni projelerin finansmanında kullanılması

İşletme, kârlı yatırım olanaklarına sahipse, hissedarlarına yasal zorunluluk hariç, hiçbir kâr payı dağıtmayarak, kârının tümünün işletme içinde kalmasını isteyebilir veya tersi olabilir (<http://www.reyi.net>).

İşletmelerin kendi faaliyetlerinden yarattığı kaynakların en başında işletmenin bir dönem içinde elde ettiği kârları gelmektedir. Daha sonra işletmede bırakılan yedekler ve kârın dağıtılmayan kısmı otofinansman kaynağı olarak işletme sermayesinin finansmanında kullanılabilir. Otofinansman, işletmenin kendi gücü ile ortaya sermaye koymasındır (<http://www.finansonline.com>).

İşletmeler faaliyetlerini kârla ya da zararlarla sürdüreceğinden kârlı ya da zararlı sonuçlar, kaynaklar üzerinde etkili olacaktır. Faaliyetlerin doğurduğu maliyet harcamalarını karşıladıktan sonra bir miktar da kâr elde edebilmek için satış gelirleri, maliyet ve kâr tutarlarını içerecektir. Faaliyetlerin yabancı kaynaklarla finanse edilmesi durumunda, maliyet harcamaları kredi ile finanse edildikten sonra, satış bedelleri tahsil edildiğinde yabancı kaynakların geri ödemesi yapılır. Kârlı sonuçlanan işlemlerde yabancı kaynak maliyetlerinin, diğer maliyetlerin karşılanmasından sonra bir miktar da işletmeye kalmaktadır (Aksoy ve Yalçın, 2005: 21).

İşletme sermayesinin kârlarla finanse edilmesinin işletme açısından bir takım dezavantajları da söz konusudur. İşletme sermayesini finanse ederek, işletmenin mali dengesini sağlamlaştırma amacıyla işletmede bırakılacak kârlar sonucunda hissedarların kâr beklentilerine cevap verilemez. Bu durum da işletme değerinin bir göstergesi olan hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilemektedir (Türko, 1978: 95).

2.3.2.2. İşletme Sermayesinin Amortismanlarla Finanse Edilmesi

Amortisman, bir varlığın öngörülen hizmet süresi boyunca artık değerinden sonraki elde edilme maliyetinin dönemlere dağıtılmasıdır (TMS-9, Madde: 3). Fon çıkışı gerektirmediği için olağan kâra eklenmesi gereken amortisman giderleri; maddi duran varlıklara ilişkin amortisman giderleri ile maddi olmayan duran varlıkların itfa payları ve özel tükenmeye tabi varlıklara ilişkin tükenme paylarından oluşmaktadır (Ergun, 2000: 123).

İşletme sermayesini finanse etmesi açısından amortismanın belirtilmesi gereken iki ayrı yönü bulunmaktadır. Birincisi, amortismanların net işletme sermayesini finanse etmede fon girişi olmasıdır. Bu, net işletme sermayesi anlamında fon girişidir. Amortismanların bu özelliği üretim faaliyetinin tamamlanmasına bağlıdır. Üretim maliyetleri arasında yer alan amortisman giderleri, mamullerin elde edilip stoklara alınmasıyla, stokların değerleri arasında yer alıp işletme sermayesini artırarak kaynak olmaktadır.

Amortismanın diğer bir yönü ise, nakit anlamında fon çıkışı gerektirmemesidir. Nakit anlamında fon sağlama özelliği satışlara ve alacakların tahsil edilmesine bağlıdır. Stoklar satılıp bedellerinin tahsil edilmesi halinde satış bedelleri içerisinde amortismanlar nakit girişi olarak işletmeye dönecektir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 29).

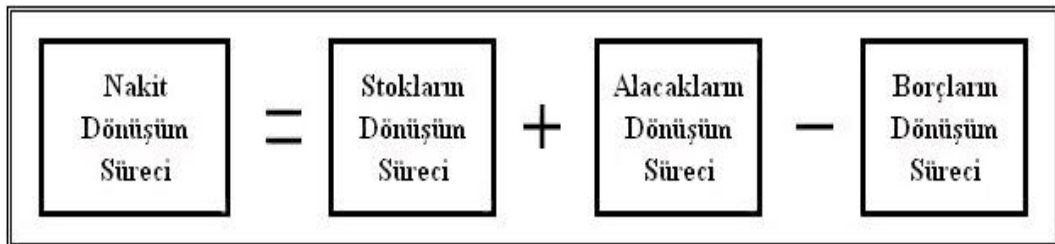
2.3.2.3. İşletme Sermayesi Nakit Akışının Hızlandırılması

İşletmelerin faaliyet süreçleri içerisinde işletme sermayesini oluşturan unsurlar sürekli dönüşüm halindedir. İşletmenin çalışmaya başladığında hazır bulunan nakit, faaliyet biçimine uygun olarak imalat işletmelerinde önce hammaddeye, hammaddeden yarı-mamul ve mamule dönüşmekte, stokların peşin veya vadeli satılmasına bağlı olarak da nakde veya alacağa dönüşmektedir. Alacakların tahsilinde ise nakitle başlayan faaliyet döngüsü yine işletmeye nakit girişiyle son bulmaktadır (<http://iibf.sdu.edu.tr>).

Sayılan bu işlemler belli periyodik aralıklarla tekrarlanmaktadır. Bir yıl içerisinde faaliyet konusuna bağlı olarak gerçekleşen bu dönüşüm, işletmelerin işletme sermayesi nakit akışı olarak adlandırılmaktadır. Nakit akışı süresinin kısaltılması ile üretimin aksamadan sürdürülmesi, işletmelerin kaynak ihtiyacını azaltmaktadır. Nakit dönüşüm süresinin kısalığı, kaynaklardan tasarruf yaratarak kârlılığın artmasına da yardımcı olmaktadır. Bu nedenlerle işletmeler, nakit dönüşüm süresini mümkün olduğu kadar kısaltıp kaynak ihtiyaçlarını azaltmaya çalışmaktadırlar (Aksoy ve Yalçın, 2005: 22).

Nakit akış süresi aynı zamanda, işletmenin faaliyetlerinden ne kadar sürede nakit sağladığını da göstermektedir. Nakit akış süresi uzadıkça, nakit sağlanana kadar geçecek süre de uzayacak, dolayısıyla gerekli olacak işletme sermayesi de artacaktır. Nakit akış süresinin düşmesi durumunda işletmenin, işletme sermayesinin ticari borçlar ile finanse edildiği anlaşılır ki, bu işletme için işletme sermayesi finansman ihtiyacının düşmesi nedeniyle olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca bu sürenin düşmesi, genelde işletmenin ticari itibarının artması ve iyi bir finansal yönetime sahip olması anlamına gelmektedir (Özerol, 2005: 77).

Şekil 2.1. Nakit Dönüşüm Süreci



Kaynak: <http://w3.gazi.edu.tr/web/soner.gokten/ISY/isletmesermayesifinansmani.ppt>

Nadir de olsa (-) negatif nakit akış süresi durumu da oluşabilmektedir. Bu durum işletmenin, işletme sermayesine ihtiyaç duyduğuna, fakat tedarikçiler tarafından finanse edildiğini göstermektedir. Bu durum daha ziyade ülkemizde hızlı tüketim malları sektöründe çalışan büyük market zincirlerinde görülen bir durumdur. Negatif nakit akış süresi, yüklü miktarlarda ve vadeli mal alan işletmelerin düşük stok tutma süresi ve nakit ağırlıklı satış yapmaları neticesinde oluşmaktadır (Tokaç, 2005: 55).

Başarılı bir nakit akışı sağlamak için dikkate alınması gereken hususlar aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (<http://www.bilgicenneti.com>).

- **Mali Tahminlerin Yapılması:** Giderler ve gelirlere ilişkin olarak yapılacak olan tahminler, ne zaman nakde sahip olunması gerektiğinin önceden görülmesini sağlamaktadır.
- **Değişik Senaryoların Oluşturulması:** Başarılı bir nakit akışı için birkaç farklı bütçe senaryosu birden oluşturulması gerekmektedir. En iyi ve en kötü duruma ilişkin birer nakit senaryosu oluşturularak, bu durumlarda nakit akışının nasıl yönlendireceğini önceden planlamak gerekmektedir.
- **Harcamaların Sınırlandırılması:** Yeni iş sahiplerinin en sık düştükleri hatalardan biri de yöneticilerin hiç bir kaygı taşımaksızın yaptıkları harcamalardır. Harcama yaratan her kararın ve giderin minimuma indirgenmesi için iyi bir şekilde analiz edilmesi gerekmektedir.
- **Stokların Minimum Seviyede Tutulması:** Stok yönetimine ilişkin kararların, ilerideki 6 ay içinde ne satılmak istenildiği baz alınarak değil, ne satılabileceği göz önünde bulundurularak alınması gerekmektedir.
- **Leasing Kullanılması:** Leasing, ya da finansal kiralama, kısa vadede nakitte kalınmasını sağlamaktadır. Leasing her ne kadar uzun vadede maliyetli olsa

da, kısa vadede yüksek tutarlardaki nakdin, bir anda harcanmasını engellemektedir.

- **Yeni İstihdamın Geciktirilmesi:** Yeni istihdam yaratmak yerine, mevcut çalışanların verimliliğinin artırılması daha faydalı olabilmektedir.
- **Müşteri Ödemelerinin Hızlandırılması:** Müşterilerin işletmeye olan ödemelerini zamanında, hatta zamanından önce yapmalarını sağlayabilmek için, zamanında ve zamanından önce yapılan ödemelere indirim ya da promosyon vaat edilerek alacakların dönüşüm sürecinin hızlandırılması sağlanabilmektedir.
- **Gereksiz Masraflardan Kaçınılması:** Küçük masraflar bir araya geldiğinde, işletme giderlerinin büyük bir bölümünü oluşturmaktadır.

2.4. İŞLETME SERMAYESİ FİNANSLAMA STRATEJİLERİ

İşletme sermayesi yönetimi ile ilgili izlenecek politikaların temel unsurlarından birisi işletme sermayesi tutarının tespiti, diğeri de işletme sermayesinin hangi kaynaklardan finanse edileceğinin belirlenmesidir. Çünkü finansman kaynağının seçimi, işletmenin sermaye maliyeti üzerinde etki yaratan bir unsur olacağından sermaye maliyetindeki olası bir artış işletmenin piyasa değerinde düşüşe yol açacaktır. Bu nedenle işletme sermayesinin finansmanında risk ve getiri dengesinin göz önünde bulundurulması finansal yönetimin nihai amacı bakımından daha uygun olacaktır (Poyraz, 2008: 277).

İşletmelerde para giriş ve çıkışları arasında tam bir zaman uyumu sağlanabilse, nakit hareketleri kesinlikle tahmin edilebilse, satın alma, üretim, satış ve tahsilât eşzamanlı olarak gerçekleştirilebilse, işletmeler işletme sermayesine gereksinim duymayacaklardır. Ancak uygulamada bunların hiç biri gerçekleşemediğinden, işletmeler önemli tutarlara ulaşan para ve stok tutmanın, fonlarının bir bölümünü müşterilerine bağlamanın gereğini duymaktadırlar. İşletme

sermayesinin bir bölümünün, mevsimlik hareketlerin etkisiyle veya yönetimin izlediği stratejiler sonucu dalgalanma göstermesi, diğer bir bölümünün ise değişmez, sabit bir yatırım niteliğinde olması, işletmeleri işletme sermayesi finansmanında çeşitli seçeneklerle karşı karşıya bırakmaktadır (Akgüç, 1998: 216).

İşletmelerdeki işletme sermayelerinin bir bölümü, yukarıda sayılan nedenlerle, daha açık bir ifade ile yönetimin izlediği stok ve satış politikaları ile mevsimlik dalgalanmaların etkisi altında kalırken, diğer bölümü ise zaman itibarıyla önemli değişiklikler göstermemektedir. Söz konusu bölümün sabit bir yatırım niteliğinde sayılması gerekmektedir. İşletme sermayesinin bu şekilde iki bölüm olarak ele alınması, finansmanları açısından önem kazanmaktadır. Zira her bölümün finansmanı farklı kaynaklarla yapılacak ve bu finansman biçimleri yöneticilerin riske karşı tavırlarını karakterize edebilecektir (Türko, 1999: 236).

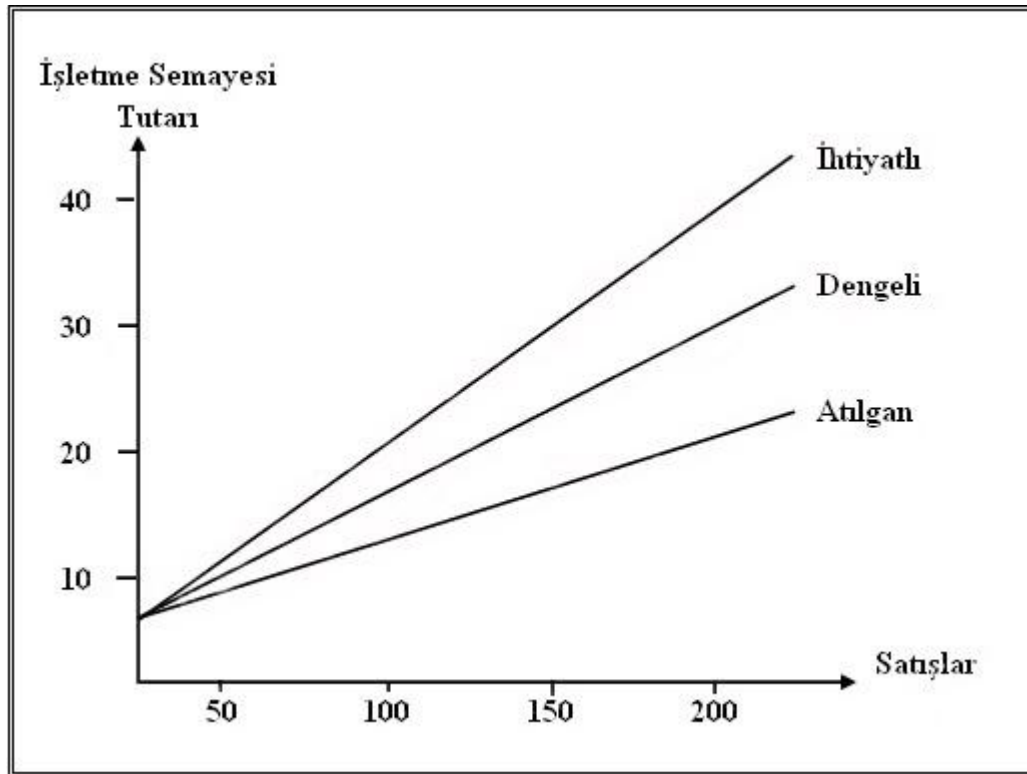
İşletme sermayesi yönetiminde 3 çeşit finanslama stratejisi bulunmaktadır. Bunlar (<http://www.isletme.biz>);

- Dengeli Finanslama Stratejisi
- İhtiyatlı Finanslama Stratejisi
- Atılgan (Atak) Finanslama Stratejisi

Finansmanın temel ilkesi gereği, dönen varlıkların kısa vadeli kaynaklarla, duran varlıkların ise uzun vadeli kaynaklar ve öz kaynaklarla karşılanması gerekmektedir. Varlıklar bu temel ilkeye göre finanse edilmediğinde işletmenin riski artmaktadır. Bu anlamda duran varlıklar kısa vadeli kaynaklarla finanse edildiğinde, işletme vadesi gelen kısa vadeli borçlarını ödemekte zorluk çekebilecektir. Dönen varlıkların uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesi durumunda ise, bu kaynakların maliyeti yüksek olabileceği gibi, işletme yöneticilerinin esnekliği de kaybolacaktır (Aydın, 2004: 120).

Şekil 2.2’de işletme sermayesinin miktarını belirlemek için kullanılan üç alternatif strateji görülmektedir. İşletme sermayesi yatırım politikalarına göre, her satış düzeyini desteklemek için farklı miktarda dönen varlık bulundurulmaktadır. Şekilde en dik eğimli doğru ‘ihtiyatlı’ finanslama stratejisini göstermektedir. Bu stratejide daha fazla nakit, nakit benzeri varlık ve stok bulundurulmaktadır. Ayrıca bu stratejide satışların müşterilere uygun bir kredi politikası ile teşvik edilmesinden dolayı alacakların miktarı da fazladır. Bu stratejinin tam tersi olan atılğan finanslama stratejisi durumunda en az miktarda nakit, nakit benzeri varlık, alacak ve stok bulundurulmaktadır. Üçüncü finanslama stratejisi olan dengeli finanslama stratejisi ise diğer iki stratejinin arasında yer alan bir stratejidir (Aydın, 2004: 119).

Şekil 2.2 İşletme Sermayesi Finanslama Stratejileri



Kaynak: http://www.tspakb.org.tr/egitim/egitimnotlari/finansal_yonetim_ileri.pdf

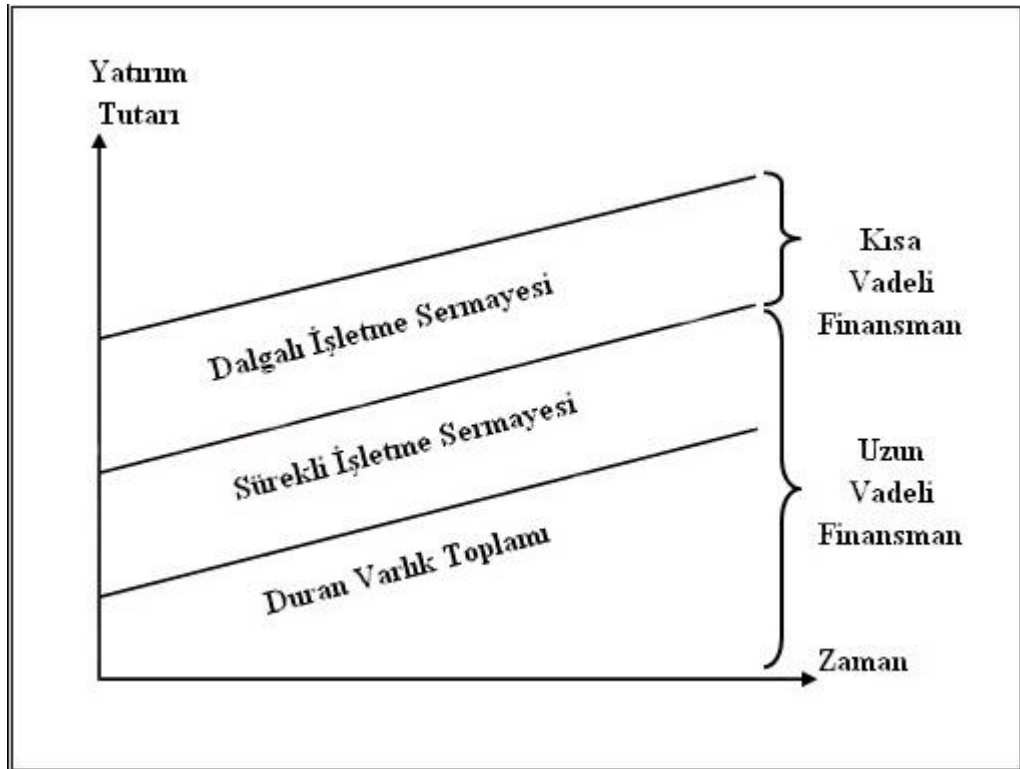
2.4.1. Dengeli Finanslama Stratejisi

Dengeli finanslama stratejisine göre, duran varlıklarla, işletme sermayesinin süreklilik gösteren kısmı uzun vadeli kaynaklarla, işletme sermayesinin dalgalanma

gösteren kısmı ise kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmektedir. Kaynakların sağlandığı süre ile kullanıldığı varlıkların paraya çevrilme zamanlarının uyumlu olması kuralı bu politikada yerine getirilmektedir. Bu alternatifte işletmenin likidite riski oldukça düşük düzeydedir. Ayrıca bu alternatifte diğerlerine kıyasla kaynak maliyeti daha yüksektir. Çünkü uzun vadeli kaynakların fazla kullanılması kaynak maliyetinin yükselmesine, kârlılığın da düşmesine neden olmaktadır (<http://www.erolonder.com>).

Şekil 2.3'de de görüldüğü gibi işletmenin sabit aktifleri ve işletme sermayesinin sabit kısmındaki artışlar uzun vadeli finansman kaynakları ile finanse edilmektedir, işletmenin uzun vadeli finansman düzeyi, sabit aktif ve sabit işletme sermayesi düzeyindeki değişmelere göre değişmektedir. İşletmede geçici işletme sermayesi ihtiyacı arttığında, kısa vadeli finansman ihtiyacı da artmaktadır. Geçici işletme sermayesine ihtiyaç olmadığı dönemlerde ise, kısa vadeli finansman ihtiyacı da azalmaktadır.

Şekil 2.3 Dengeli Finanslama Stratejisi



Kaynak: POYRAZ, Erkan. (2008), *Finansal Yönetim*, Bursa: Ekin Yayınevi.

Bu açıklamalardan da anlaşılacağı gibi dengeli finansman stratejisi daha çok, işletme sermayesi dalgalanan işletmelerin başvurdukları bir seçenek olarak karşımıza çıkmaktadır. Örneğin, tebrik kartları üretimi ile ilgili bir işletmenin durumunun açıklanan alternatifine uygun olduğu görülmektedir. Yeni yıla hazırlık aşamasında artacak olan satışları karşılamak için kart üretiminin hızlanmasına ihtiyaç duyulacak, özellikle kutlama günlerinin bulunduğu dönemlerde gereken işletme sermayesi unsurları, kısa vadeli kaynaklardan finanse edildiğinde; işletme kendisini rahat hissedecektir. Bu tür kaynaklardan kullanılan kredilerin belirtilen durumlarda geri ödemeleri de kolay olmaktadır. Kart satışlarının gerçekleşmesinden sağlanan nakitler varsa, borç ödemelerinde kullanılabilir. Diğer dönemlerde ve işletme sermayesinin süreklilik gösteren kısımlarında, kısa vadeli yabancı kaynaklar kullanılmamaktadır (Aksoy ve Yalçın, 2005: 31-32).

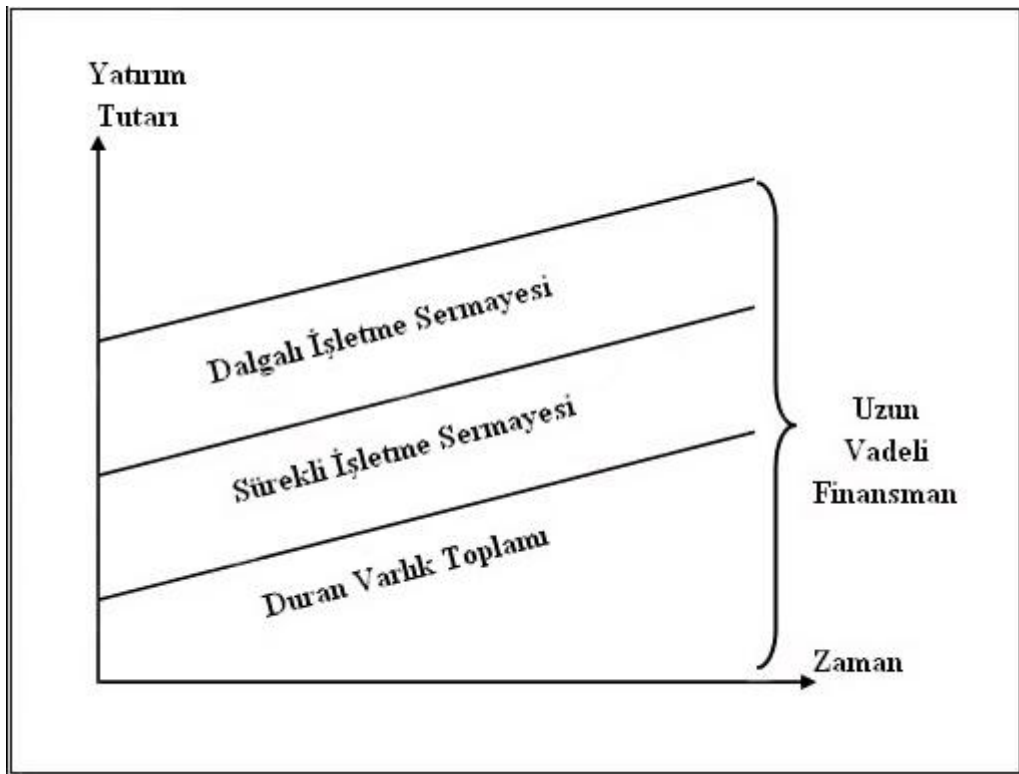
2.4.2. İhtiyatlı Finanslama Stratejisi

Bu finanslama stratejisinde finans yöneticileri riski en düşük düzeyde tutmayı amaçlamaktadırlar. İhtiyatlı finanslama stratejisine göre, işletmenin sahip olduğu tüm varlıkların, başka bir deyişle dönen ve duran varlıkların tümü uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmektedir (Aydın, 2004: 121).

İhtiyatlı finanslama stratejisini uygulayan işletmeler, esas itibarıyla uzun vadeli kaynaklar kullanmakta olduğundan, bunların sürelerini, geri ödeme planlarını çok önceden bilmekte ve buna göre önlem alma olanağına sahiptirler. Örneğin, işletme yeni finansman kaynakları sağlayabilmekte ya da varlıklarını değer kaybına uğramadan azaltarak, borç ödemedeki kullanabileceği gerekli fonları yaratabilmektedir. Varlıkların, özellikle duran varlıkların paraya çevrilmesi zaman almaktadır. Eğer işletme varlıklarını kısa sürede nakde çevirme gereği duyarsa, bir anlamda zoraki satışa mecbur kalırsa, böyle bir durum önemli zararlara neden olabilmektedir. Varlıklarını uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse eden bir işletme için, bu tehlike söz konusu değildir (Akgüç, 1998: 221).

Ne var ki, bu finanslama stratejisinin pratikte uygulanması çok zor olup genellikle teoride kalmaktadır. Pratiğe uygulamayı zorlaştıran temel iki neden bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, sadece finansal yönden güçlü ve genellikle büyük işletmeler, etkin sermaye pazarlarına uzun vadeli kaynak sağlamak için başvurabilmektedir. Küçük işletmelerin hemen hemen hepsi ve pek çok büyük işletme dahi, kolaylıkla uzun vadeli finansal pazarın kaynaklarına sahip olamamaktadır.

Şekil 2.4 İhtiyatlı Finanslama Stratejisi



Kaynak: POYRAZ, Erkan. (2008), Finansal Yönetim, Bursa: Ekin Yayınevi.

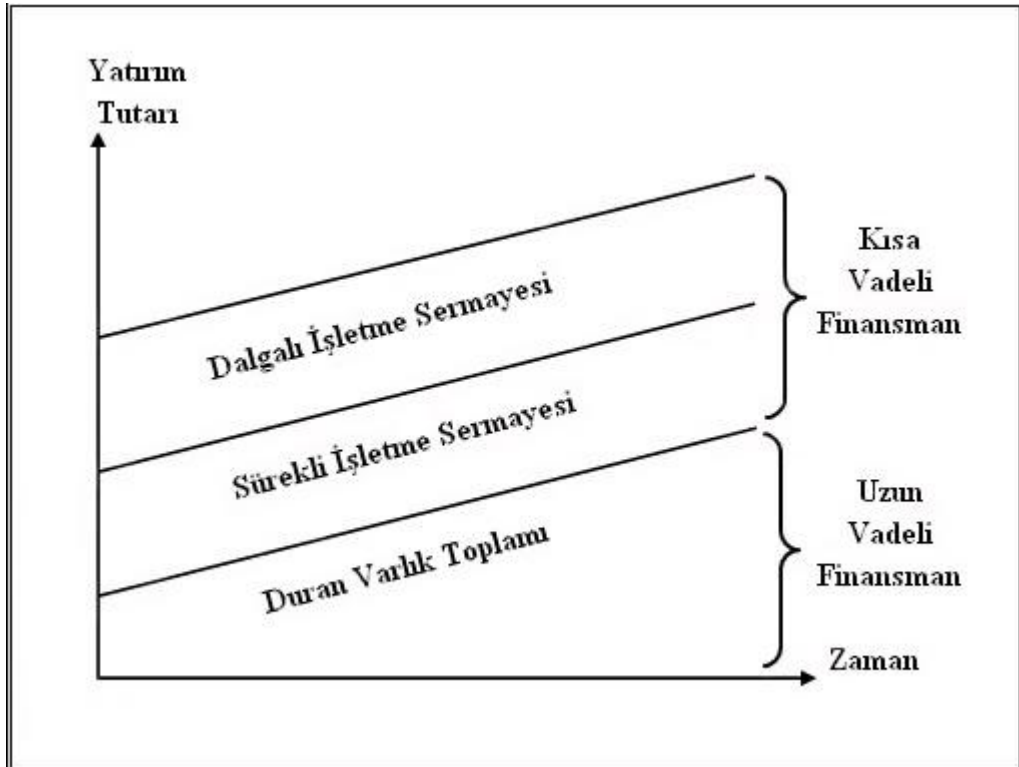
İkincisi de, bu stratejinin maliyeti ile ilgilidir. İhtiyatlı finansman stratejisi, diğer alternatif stratejilere nazaran daha fazla maliyete sebep olmaktadır. Çünkü kısa vadeli fonların maliyeti, uzun vadeli fonların maliyetinden daha düşük olmaktadır. Maliyetlerdeki farklılıklar, kısa vadeli fonlardan atıl kalan zamanlarda elde edilen verimliliklerle dengelenememektedir. Kısa vadeli atıl fonların değerlendirilmesi amacıyla pazarlanabilir senetlere sık sık yatırım yapılması ve paraya çevrilmesi işlem

maliyetlerini yükseltecektir. Bu stratejinin etkinliği risk ve verimliliğin dengelenmesine bağlı olmaktadır (Aksoy ve Yalçın, 2005: 34).

2.4.3. Atılğan Finanslama Stratejisi

Atılğan finanslama stratejisinde duran varlıklar, uzun vadeli finansman kaynaklarıyla finanse edilirken, işletme sermayesinin hem sürekli hem de dalgalanan kısmı, kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmektedir. Atılğan finanslama stratejisi diğer finanslama stratejilerine göre daha risklidir. Buna karşılık, kârlılık düzeyi de yükselmektedir. Kısa vadeli kaynakların maliyeti, uzun vadeli kaynakların maliyetinden daha düşük olduğundan dolayı, kısa vadeli borç miktarının artırılması kaynak maliyetini azaltacağından özsermaye verimliliğinin de artmasına neden olmaktadır (Aydın, 2004: 121).

Şekil 2.5 Atılğan Finanslama Stratejisi

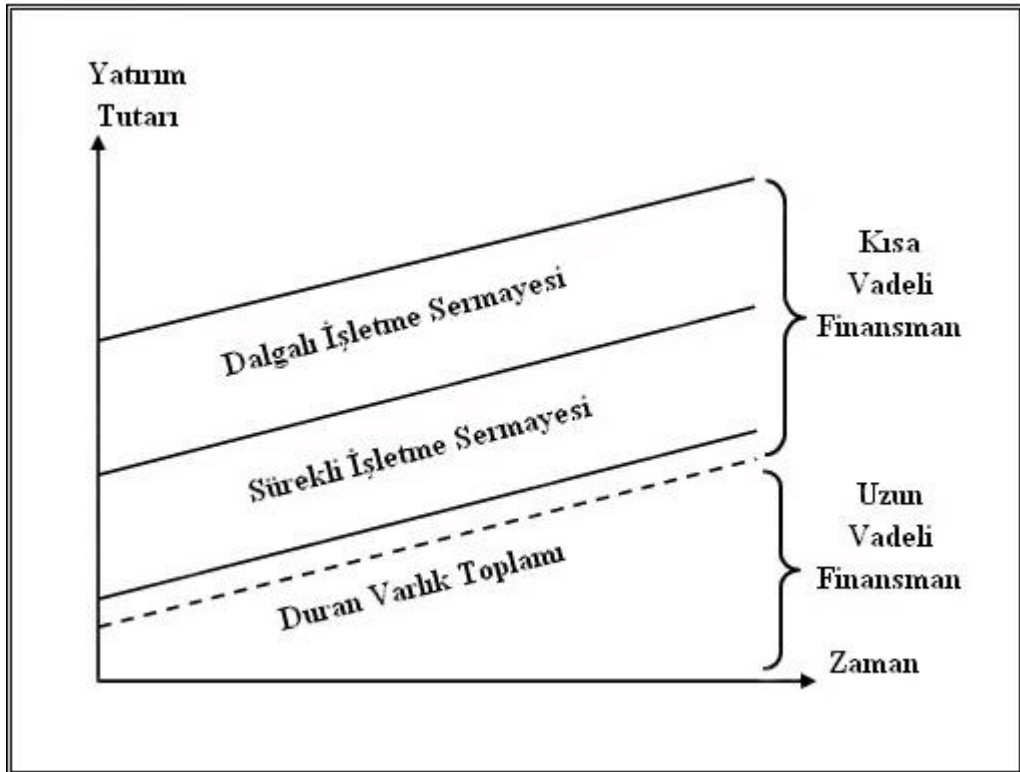


Kaynak: POYRAZ, Erkan. (2008), Finansal Yönetim, Bursa: Ekin Yayınevi.

Bu stratejide işletmeler, kısa vadeli kaynakların yenilenmesi sorunu ile çok sık karşı karşıya kalacak, büyük bir olasılıkla, finansman kurumlarından kredilerin sürelerinin uzatılması isteminde bulunacaklardır. Kredi kurumlarının, yenileme istemlerini kabul etmemeleri veya hükümetlerin izlemiş oldukları para politikaları sonucu ekonomideki genel bir likidite sıkıntısı, işletmeleri mali açıdan çok zor durumda bırakacak, dolayısıyla işletmeler yükümlülüklerini vadesinde yerine getiremeyeceklerdir. Böyle bir durum işletmelerin varlığını tehlikeye düşürerek tasfiyelerine yol açabilecektir. Bu riskine karşılık, söz konusu finansman stratejisinin üstünlüğü, finansmanda daha az maliyetli ve kaynakların esnek biçimde kullanılmasına olanak vermesidir (Akgüç, 1998: 219-220).

Bu finanslama stratejisi daha da ileri götürülerek atılğanlığın seviyesi artırılabilir. Aşağıda Şekil 2.6'da gösterildiği biçimde bir stratejiye sahip olunabilmektedir

Şekil 2.6 Atılğan Finanslama Stratejisi



Kaynak: AKSOY, Ahmet., YALÇINER, Kürşat. (2005), İşletme Sermayesi Yönetimi, Ankara: Gazi Kitabevi.

Alternatifin daha fazla atılanaştırılması durumunda duran varlıkların bir kısmı da kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmektedir. Bu durumda işletme, kısa vadeli kaynak baskısı altına girecek ve borçların yenilenme ihtiyaçları daha da artacaktır. Kısa vadeli kaynakların maliyetinin az olmasından kaynaklanan kârlılık avantajı, bazı durumlarda yok olmakta ve dezavantaja dönüşmektedir. Çünkü ilave risk, karşılığında sağlanacak verimle dengelenememiş olabilmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2005: 35-36).

Genel olarak, işletmeler tedbirli hareket ederek işletme sermayelerinin tümünü uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse etmeleri durumunda kârlılıklarının azalmasına karşın, dönen varlıklarının tümünü hatta bir kısım duran varlığı kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse ederlerse, kârlılıkları artmakta, fakat finansman riskleri de yükselmektedir. Böylece risk ve kârlılık arasında optimal dengenin kurulması, önemli bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Söz konusu dengeyi sağlayacak optimal bir stratejinin belirlenmesi için tüm dönen varlık kalemleri hakkında ayrıntılı bir takım bilgilere ve her bir varlığa yapılacak optimum yatırım tutarlarının belirlenmesi için yararlanılacak modellerin bilinmesine ihtiyaç duyulmaktadır (Türko, 1999: 239).

III. BÖLÜM

MİGROS TÜRK T.A.Ş. UYGULAMASI

3.1. MİGROS TÜRK T.A.Ş. HAKKINDA GENEL BİLGİ

Migros Türk T.A.Ş., 1954 yılında İsviçre Migros Kooperatifler Birliği ve İstanbul Belediyesi'nin girişimleri ile İstanbul'da kurulmuştur. Gıda ve ihtiyaç sektöründe faaliyet gösteren Migros Türk T.A.Ş., hür türlü gıda ve tüketim mallarının perakende ve perakende tüketime yönelik toptan satışını yapmaktadır. Ayrıca şirket, yurt içinde ve bağlı ortaklıkları vasıtasıyla yurt dışında alışveriş merkezi işletmeciliği faaliyetlerini de sürdürmektedir (<http://www.migros.com.tr>).

1954 yılında, gıda ve tüketim maddelerini 45 satış arabası ile tüketicilere ulaştırmakla işe başlayan Migros, daha sonra ilki 1957 tarihinde balık pazarındaki Beyoğlu mağazası olmak üzere çeşitli semtlerde mağazalar açmıştır. 1975 yılında çoğunluk hisseleri Koç Grubu tarafından devir alınan Migros, bu tarihten itibaren yeni bir anlayışla çalışmaya başlamış ve tüm ülkeye yayılan mağazalarının sayısını hızla artırmıştır (<http://www.migros.com.tr>).

Migros Türk T.A.Ş., 1991 yılında halka açılarak İMKB'ye kote olmuştur. Migros yeni bölgelerde yaygınlaşıp gerekli altyapı çalışmalarını da tamamlayarak MMM Migros Antalya'yı hizmete açmış ve Antalya Bölge Müdürlüğü'nü kurmuştur.

1995 yılında, Şok Ucuzluk Marketleri'ni de devreye sokarak sektörde bir yeniliğe daha imza atmıştır. Ardından 1996 yılında, Doğu Anadolu'daki ilk mağazası MM Migros Erzurum'u açan Migros Türk T.A.Ş., böylece Türkiye'nin 6 bölgesinde faaliyet göstermeye başlamıştır. Öte yandan yine aynı yıl içinde, Azerbaycan'da ilk yurt dışı mağazası Ramstore'u Bakü'de hizmete açmıştır (<http://www.migros.com.tr>).

1998 yılında, müşteri sadakatini artırmak ve müşteri talebi doğrultusunda kampanyalar düzenleyebilmek için ilk CRM uygulamasını Migros Club ile başlatmıştır.

2000 yılında, Türkiye'nin ilk sanal alışveriş merkezi Kangurum Türkiye'nin her köşesine hizmet vermeye başlamıştır.

2003 yılında, yurtdışı genişleme politikası ile Rusya'da ilk kez Ramstore'lar Moskova dışına taşınmıştır. Sibiry'a'nın Krasnoyarsky bölgesinde açılan Ramstore'u Sibiry'a'dan sonra Nisan ayında Tataristan'ın başkenti Kazan'da açılan Ramstore izlemiştir (<http://www.migros.com.tr>).

2005 yılında, önemli bir atılımla perakende zinciri Tansaş'ı satın alarak sektördeki liderliğini perçinleyen Migros, yaratılan sinerji ile müşterilerine farklı formatlarda farklılaşan markalarla hizmet sunmaya başlamıştır. Makedonya'da yapılan en büyük Türk yatırımı 25.000 m²'lik Ramstore Mall Alışveriş Merkezi hizmete girmiştir. Yine aynı yıl Türkiye'de 7 coğrafi bölgede 505 mağaza ile hizmet sunan Migros yurtdışında da büyümeye devam etmiştir.

2008 yılında, Koç Holding Migros Türk T.A.Ş.'nin elinde bulundurduğu %50,83'lük hissesini BC Partners tarafından yönetilen fonların kontrol ettiği Moonlight Perakendecilik ve Ticaret A.Ş.'ye 1.922.439.587,64 TL bedel karşılığında satmıştır (<http://www.migros.com.tr>).

Migros Türk T.A.Ş., 2009 yılı itibariyle yurtiçinde 7 coğrafi bölgede 98 adet M, 101 adet MM, 44 adet MMM, 282 adet Tansaş, 703 adet Şok, 8 adet Macrocenter ve 6 adet 5M ile 1242 mağaza sayısına ulaşmıştır. Yurtdışında ise 17 mağaza ile hizmet veren Migros Türk T.A.Ş., toplamda 1259 mağaza sayısına ulaşmıştır (<http://www.migros.com.tr>).

3.1.1. Ortaklık yapısı

Migros Türk T.A.Ş.'nin ana hissedarı Koç Holding A.Ş. 18 Haziran 2007'de J.P. Morgan PLC yatırım bankasını Migros ile ilgili hisse satışı da dahil, her türlü stratejik alternatifi değerlendirmek üzere yetkilendirmiştir.

Koç Holding ile uluslar arası bir girişim sermayesi şirketi olan BC Partners tarafından yönetilen fonların kontrol ettiği Moonlight Capital S.A. arasında, şirketin 178.030.000 TL'lik sermayesinde Koç Holding tarafından sahip olunan %50,83'lük payı temsil eden hisselerin 1.922.439.587,64 TL bedel karşılığında satışı için 13 Şubat 2008 tarihinde bir hisse devir sözleşmesi imzalanmıştır (<http://www.migros.com.tr>).

Tablo 3.1 Hisse Devri Öncesi Ortaklık Yapısı

Migros Türk T.A.Ş.		
Adı	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Koç Holding A.Ş.	%50,83	90.497.272,56
Halka Açık Kısım	%49,17	87.532.727,44
Toplam	%100,00	178.030.000,00

Kaynak: http://www.migros.com.tr/download/faaliyet_raporu/Migros_FR_Mart_2008.pdf

BC Partners tarafından yönetilen fonların kontrol ettiği Moonlight Perakendecilik ve Ticaret A.Ş., Migros Türk T.A.Ş.'nin çıkarılmış sermayesinin %50,83'üne karşılık gelen, her biri 1 Kuruş nominal değerli 9.049.727.256 adet hissesini Koç Holding A.Ş.'den 1.922.439.587,64 TL'ye satın almıştır.

Bu satın alma toplam 3.8 Milyar TL şirket değerine karşılık gelmektedir. Hisse devri 30 Mayıs 2008 tarihinde tamamlanmıştır (<http://www.migros.com.tr>).

Tablo 3.2 Hisse Devri Sonrası Ortaklık Yapısı

Migros Türk T.A.Ş.		
Adı	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Moonlight Perakendecilik ve T.A.Ş.	%50,83	90.497.272,56
Halka Açık Kısım	%49,17	87.532.727,44
Toplam	%100,00	178.030.000,00

Kaynak: http://www.migros.com.tr/download/faaliyet_raporu/Migros_Ara_Donem_Faaliyet_Raporu_Haziran_2008.pdf

Moonlight perakendecilik ve Ticaret A.Ş.'nin 06 – 20 Ekim 2008 tarihleri arasındaki çağrı toplama sürecinde yaptığı alımlarla Migros sermayesinin %97,90'nına ulaşmıştır. Moonlight çağrı öncesi 08, 11, 18 ve 19 Ağustos 2008 tarihlerinde İMKB ulusal pazarda yaptığı alımlarla Migros'taki pay oranını %81,59'a pay tutarını da 145.262.716,56 TL'ye çıkarmıştır.

Tablo 3.3 Çağrı Öncesi Ortaklık Yapısı

Migros Türk T.A.Ş.		
Adı	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Moonlight Perakendecilik ve T.A.Ş.	%81,59	145.262.716,56
Halka Açık Kısım	%18,41	32.767.283,44
Toplam	%100,00	178.030.000,00

Kaynak:

http://www.migros.com.tr/download/faaliyet_raporu/Migros_092008_Ara_Donem_FR.pdf

SPK'ya yapılan başvuruda beheri 1 Kuruş olan 1 hisse için çağrı fiyatı, Moonlight'ın Koç Holding'e hisse alımında ödediği toplam net tutarın

(1.922.439.587,64 TL) satın alınan toplam hisse adedine (9.049.727.256 adet) bölünmesiyle 0,21243 TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 3.4 Çağrı Sonrası Ortaklık Yapısı

Migros Türk T.A.Ş.		
Adı	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Moonlight Perakendecilik ve T.A.Ş.	%97,92	174.323.340,16
Halka Açık Kısım	%2,08	3.706.659,84
Toplam	%100,00	178.030.000,00

Kaynak:

http://www.migros.com.tr/download/faaliyet_raporu/Migros_092008_Ara_Donem_FR.pdf

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22 Ağustos 2008 tarih ve 23/909 kararı uyarınca çağrı fiyatı, ilgili tutara 15 Haziran 2008 tarihi ile 30 Temmuz 2008 tarihi arasında geçen 45 günlük süre için, TCMB'nin 28 Aralık 2007 tarihinden itibaren avans işlemlerinde uyguladığı %27 avans faiz oranı kullanılarak faiz eklenmesiyle, beheri 1 Kuruş olan 1 hisse için 0,2195 TL'ye yükseltilmiştir (<http://www.migros.com.tr>).

3.1.2. Kâr dağıtım politikası

Migros Türk T.A.Ş.'nin kârına katılım konusunda imtiyaz yoktur. Kâr dağıtımı yasal süreler içinde gerçekleştirilmektedir. Migros, borsaya kote olduğu yıl olan 1991'den beri her yıl net kâr elde etme başarısını göstermiştir. Aynı paralelde Migros Türk T.A.Ş., miktarı elde edilen net kâra bağlı olarak, tam 15 yıldır kesintisiz olarak her yıl sermayesinin çeşitli oranlarında temettüyü ortaklarına dağıtmıştır.

Bu anlamda, kâr payı dağıtımı Migros için, ortaklarının menfaati açısından her zaman önem verilen bir unsur olmuştur. Migros Türk T.A.Ş.'nin büyüme stratejileri ve kâr payı dağıtımı arasındaki hassas denge titizlikle yönetilmektedir.

Buna göre, Migros Türk T.A.Ş.'nin uzun vadeli stratejileri, yatırım, finansman planları ve kârlılık durumu da dikkate alınarak ve SPK tebliğlerine istinaden hesaplanan dağıtılabilir kârın en az %20'si oranında temettüyü nakit ya da bedelsiz hisse senedi vermek suretiyle dağıtılabilir (http://www.migros.com.tr).

3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI ve ÖNEMİ

Bu araştırmanın amacı; işletme sermayesinin finanse edilmesinde tercih edilen yabancı kaynakların vade yapısına ve varlıkların likidite derecesine göre işletmelerin benimsedikleri çeşitli finanslama stratejilerinin kârlılık üzerindeki etkilerini incelemektir.

Dönen varlıklara yapılan yatırımı ifade eden işletme sermayesi, işletmelerin kârlılık ve risk arasında optimum dengenin sağlanmasına yönelik kararlarında etkili olmaktadır. Nakitlerin, alacakların ve stokların yönetiminde en uygun kararların alınması, işletmelerin başarısı için gereklidir. Net işletme sermayesi kavramı ile açıklanan, kısa dönemde paraya çevrilebilecek varlıklar ile kısa sürede ödenecek borçlar arasındaki fark; işletmelerin borç ödeme gücünün önemli bir göstergesidir. İşletme sermayesi yönetiminde bu konu dikkatle ele alınmakla birlikte işletmelerin kâr ile likidite arasındaki ilişkileri önem taşımaktadır.

Günümüzde hızlı bir değişim yaşanması sebebiyle likiditesi zayıf olan ekonomimizde, işletmelerin işletme sermayelerini yönetirken, günümüzün dinamik gelişme ve değişme sürecindeki yeni değerleri ve riskleri de dikkate almaları gerekmekte olup buna uygun finanslama stratejileri seçmeleri önem taşımaktadır.

İşletme sermayesinin finansmanında uygulanan stratejilere bağlı olarak işletmenin sahip olduğu varlıkların hangi vade yapısındaki borçlarla finanse edildiği değişmektedir. Uygulanan bu stratejiler de işletmenin likidite derecesini, riskliliğini ve sonuçta da kârlılığını etkilemektedir.

Bu araştırmada elde edilecek verilerin değerlendirilmesi sonucunda, işletme kârlılığı ile işletme sermayesi finanslama stratejileri arasındaki ilişki ortaya çıkacaktır.

3.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI ve KISITLARI

Çalışmanın sağlıklı bir biçimde yürütülmesini sağlamak ve saptanan amaçlara ulaşabilmek için çeşitli sınırlamalar yapılmıştır. Bu sınırlamaların başında, veri almanın kolaylığı açısından hisse senetleri İMKB’de işlem gören bir işletmenin tercihi gelmektedir.

Çalışmanın uygulama alanı olarak, Türkiye’de gıda ve ihtiyaç sektöründe faaliyet gösteren işletmeler içinde ilk sıralarda ve alanında en eski kuruluşlardan biri olduğundan dolayı Migros Türk T.A.Ő. seçilmiştir.

Bu alışma, Migros Türk T.A.Ő.’nin 1999 – 2008 yılları arasındaki üçer aylık dönemlere ait mali tablolarının analiziyle sınırlıdır. Daha nceki dönemlere ait mali tablolar çalışmanın kapsamı dışında bırakılmıştır.

3.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Çalışmamızın analizinde Migros Türk T.A.Ő.’nin 1999 – 2008 yılları arasındaki üçer aylık dönemlere ait toplam 40 adet mali tablodan elde edilen bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında çoklu regresyon analizi yapılarak, tespit edilen bu değişkenler arasında ilişkinin var olup olmadığı araştırılmıştır.

Çalışmada iki bağımlı ve beş bağımsız değişken kullanılmıştır. Kullanılan değişkenler ve bunlar için kullanılan kısaltmalar şunlardır. Cari Oran (CO), KVK/UVK (KU), UVK/Toplam Pasif (UT), KVK / Toplam Pasif (KT), Devamlı Sermaye / Toplam Pasif (DT) değişkenleri bağımsız değişken, Net Kâr / zsermaye ve Net Kâr / Toplam Aktif değişkenleri ise bağımlı değişken olarak

kullanılmıştır. Çalışmanın analizinde çeşitli istatistik paket programlarından yararlanılmıştır.

Değişkenler arası ilişkileri incelemeye en çok kullanılan istatistik yöntemlerinden biri regresyon analizidir. Regresyon analizi, aralarında sebep sonuç ilişkisi olan iki veya daha fazla değişken arasındaki ilişkiyi incelemek ve o konuyla ilgili tahmin yapabilmek amacıyla oluşturulan ve matematiksel bir model ile belirtilen istatistiksel bir analizdir. Bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler arasında kurulan istatistiksel modelle bağımsız değişkenlerin belirli değerleri için bağımlı değişkenlerin alacağı değeri tahmin etme yöntemidir.

Tablo 3.5 Çoklu Regresyon Modelinde Verilerin Gösterimi

Gözlem	y	x ₁	x ₂	x ₃	...	x _p
1	y ₁	x ₁₁	x ₁₂	x ₁₃	x _{1p}
2	y ₂	x ₂₁	x ₂₂	x ₂₃	x _{2p}
3	y ₃	x ₃₁	x ₃₂	x ₃₃	x _{3p}
.
.
.
n	y _n	x _{n1}	x _{n2}	x _{n3}	x _{np}

Kaynak: <http://acikarsiv.atauni.edu.tr/fulltext/606.pdf>

Burada bir bağımlı değişken (Y) ile bir bağımsız değişken (X₁) arasındaki bağıntıyı inceleyen yöntem basit regresyon, bir bağımlı değişken (Y) ile iki ya da daha fazla bağımsız değişken (X₁, X₂, X₃, X_p) arasındaki bağıntıları modeller aracılığı ile inceleyen yöntem ise çoklu regresyon adı verilmektedir (<http://acikarsiv.atauni.edu.tr>). Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında ilişki varsa

regresyon denklemi kurulur. Çalışmada, hesaplanan korelasyon katsayılarının istatistiksel bakımdan manidar olup olmadıklarını saptamak için 0,05 anlam düzeyi seçilmiştir.

Genel olarak, çoklu regresyon analizinin kullanım amacı aşağıdaki biçimde açıklanmaktadır (Şıklar, 2000: 51).

- Bağımlı değişkendeki değişimi açıklayabilmek için kullanılmaktadır.
- Faktörlerin, diğer faktörlerin etkisi olmaksızın bağımlı değişkene etkilerinin kestirimi için yapılmaktadır. Bu kestirim her değişken için bulunur. Bunlardan hangilerinin açıklamada daha önemli oldukları da aynı amaç içinde incelenir.
- Bağımlı değişkene ilişkin ortalama Y ya da \hat{Y} değerlerinin bulunması amacıyla kullanılmaktadır.

3.5. MİGROS TÜRK T.A.Ş. UYGULAMASI

Ekonometrik testlerin en başında değişkenler için durağanlık testleri gelmektedir. Zaman serisi analizlerinde öncelikle modelde kullanılan zaman serilerinin durağan olup olmadığının sınanması gerekmektedir. Bir zaman serisinin durağan olması, ortalamasının ve varyansının zaman içinde değişmemesi, sabit kalmasıdır (http://www.iibf.deu.edu.tr/dergi/1139576124_1.pdf). Durağan olmayan zaman serileriyle çalışıldığı zaman düzmece regresyon problemiyle karşılaşılabilir. Bu durumda regresyon analiziyle elde edilen sonuç, gerçek ilişkiyi yansıtmamaktadır (<http://www.iticu.edu.tr>).

Bu nedenle ekonometrik analizden önce değişkenlerin durağanlıkları ADF (Augmented Dickey Fuller) birim kök testi ile test edilmiş ve aşağıdaki tablolar elde edilmiştir. Tablolarda verilen kritik değerler MacKinnon (1996)'den alınmıştır. Parantez içindeki sayılar, optimal gecikme derecesini vermektedir. ADF (Augmented

Dickey Fuller) testleri yürütülürken söz konusu gecikme değerleri otomatik olarak SIC (Schwarz Information Criteria) kriterine göre belirlenmiştir.

Tablo 3.6 ADF Birim Kök Testi Sonuçları

DEĞİŞKEN	I(0)	f
Net Kâr / Özsermaye	-2,23 (3)	0,19
Net Kâr / Toplam Aktif	-1,02 (3)	0,73
Cari Oran	-1,99 (0)	0,28
KVYK / UVYK	-0,99 (1)	0,74
KVYK / Toplam Pasif	-2,12 (0)	0,23
UVYK / Toplam Pasif	-1,22 (0)	0,65
Devamlı Sermaye / Toplam Pasif	-2,12 (0)	0,23
Kritik Değer	-2,94	

Tablo 3.6'dan de görüleceği üzere tüm değişkenler için elde edilen ADF – t istatistiği değerleri %5 anlam seviyeli MacKinnon kritik değerinden daha büyük oldukları için durağan olmadıkları görülmektedir. Bu değişkenlerin birinci farkları alınarak durağanlık testi sonuçları tablo 3.7'de verilmiştir.

Tablo 3.7 Birinci Farklara Göre ADF Birim Kök Testi Sonuçları

DEĞİŞKEN	I(0)	f	I(1)	f
Net Kâr / Özsermaye	-2,23 (3)	0,19	-8,45 (2)	0,00
Net Kâr / Toplam Aktif	-1,02 (3)	0,73	-8,09 (2)	0,00
Cari Oran	-1,99 (0)	0,28	-5,86 (0)	0,00
KVYK / UVYK	-0,99 (1)	0,74	-6,04 (0)	0,00
KVYK / Toplam Pasif	-2,12 (0)	0,23	-6,91 (0)	0,00
UVYK / Toplam Pasif	-1,22 (0)	0,65	-5,32 (0)	0,00
Devamlı Sermaye / Toplam Pasif	-2,12 (0)	0,23	-6,91 (0)	0,00
Kritik Değer	-2,94		-2,94	

Tablo 3.7'deki sonuçlara göre, tüm değişkenler için elde edilen ADF – t istatistiği değerleri %5 anlam seviyeli MacKinnon kritik değerinden daha küçüktür. Dolayısıyla, değişkenler birinci farklara göre durağandır.

Belirlenen bağımlı değişkenlerden birincisi olan Net Kâr / Toplam Aktif değişkeninin üzerinde Cari Oran, KVKYK / UVYK, KVKYK / Toplam Pasif, UVYK / Toplam Pasif, Devamlı Sermaye / Toplam Pasif bağımsız değişkenlerinin etkisi olup olmadığının belirlenmesi için katlı korelasyon ve regresyon analizi uygulanmış ve analiz sonucunda “r” katlı korelasyon katsayısı 0,59 olarak bulunmuştur. “r” katlı korelasyon katsayısı Net Kâr / Toplam Aktif bağımlı değişkeni ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin derecesini vermektedir. 0 ile 1 arasında değişen katlı korelasyon katsayısı Tablo 3.8’de de belirtildiği gibi 0,59 ile ılımlı bir ilişkinin varlığı görülmektedir.

Tablo 3.8 Net Kâr / Toplam Aktif Bağımlı Değişkeni İçin Model Özeti

r	r ²	Düzenlenmiş r ²	Tahminin Standart Sapması
0,596	0,355	0,282	0,0383

Öte yandan yine Tablo 3.8’de bulunan r² yani çoklu belirtme katsayısı, katlı korelasyon katsayısının karesidir. Regresyon denkleminin uygunluk ölçüsü olarak da kullanılan r², regresyon modeliyle açıklanan değişimin toplam değişimdeki yüzdesi olarak da bilinmektedir. r² değeri 0 ile 1 arasında değer almaktadır. r² değeri 1’e yaklaştıkça bağımsız değişkenlerin Net Kâr / Toplam Aktif bağımlı değişkenini daha iyi açıkladığı 0’a yaklaştıkça modelde yer alan bağımsız değişkenlerin Net Kâr / Toplam Aktif bağımlı değişkenini iyi açıklamadığı şeklinde ifade edilmektedir.

Buna göre bağımsız değişkenler; Cari Oran, KVKYK / UVYK, KVKYK / Toplam Pasif, UVYK / Toplam Pasif, Devamlı Sermaye / Toplam Pasif olduğunda Net Kâr / Toplam Aktif bağımlı değişkenine etki eden r² değeri 0,35 olarak hesaplanmış olup, bunun iyi uyum iyiliğine sahip olmadığı gözlenmiştir.

Aşağıda görüldüğü üzere Tablo 3.9, Net Kâr / Toplam Aktif bağımlı değişkeninin regresyon denklemi için kullanılan regresyon katsayılarını ve bunların anlamlılık düzeylerini vermektedir.

Tablo 3.9 Net Kâr / Toplam Aktif Çoklu Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	Standartlaştırılmamış Katsayılar		Standartlaştırılmış Katsayılar	t istatistiği	Anlamlılık
	B	Standart Hata	Beta		
CO	0,060	0,048	0,245	1,235	0,225
KU	0,006	0,003	0,520	2,246	0,031
UT	0,071	0,155	0,118	0,458	0,650
DT	-0,002	0,107	-0,003	-0,014	0,989
Sabit	-0,066	0,064		-1,028	0,311

Bağımlı Değişken: Net Kâr / Toplam Aktif

Tablo 3.9 ve tablo 3.10'dan da görüldüğü üzere, $p < 0,05$ anlamlılık düzeyi ile Net Kâr / Toplam Aktif bağımlı değişkeni üzerine etkisi olan bağımsız değişken X_3 , yani KVKYK / UVYK bağımsız değişkenidir. Net Kâr / Toplam Aktif bağımlı değişkeni ile diğer tüm bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Bu bulgudan hareketle diğer bağımsız değişkenlerin Net Kâr / Toplam Aktif bağımlı değişkenine anlamlı bir etki yapmadığı saptanmaktadır.

Tablo 3.10 KVKYK / UVYK Değişkeninin Anlam Düzeyi

Değişken	t istatistiği	Anlam Düzeyi
X_2	1,235	0,225
X_3	2,246	0,031
X_4	0,558	0,650
X_5	-0,014	0,989
Sabit	-1,028	0,331

Regresyon analizi yapılırken, gözlem değerlerinin ve etkilenilen olayların bir matematiksel gösterimle yani bir fonksiyon yardımıyla ifadesi gerekmektedir. Kurulan bu modele, regresyon modeli denilmektedir. Net Kâr / Toplam Aktif bağımlı değişkenine ait sonuçlar ve regresyon modeli aşağıdaki gibidir.

$$\begin{array}{rcccccc} \mathbf{X_1} & = & -0,066 & + & 0,060\mathbf{X_2} & + & 0,006\mathbf{X_3} & + & 0,071\mathbf{X_4} & - & 0,002\mathbf{X_5} \\ \mathbf{Standart Hata} & & (0,064) & & (0,048) & & (0,003) & & (0,155) & & (0,107) \end{array}$$

$$\mathbf{X_1} = -0,066 + 0,006\mathbf{X_3}$$

$\mathbf{X_1}$: Net Kâr / Toplam Aktif (Bağımlı Değişken)

$\mathbf{X_2}$: Cari Oran

$\mathbf{X_3}$: KVK / UVK

$\mathbf{X_4}$: UVK / Toplam Pasif

$\mathbf{X_5}$: Devamlı Sermaye / Toplam Pasif

Elde edilen regresyon modelinde de belirtildiği üzere Net Kâr / Toplam Aktif bağımlı değişkenine yani Migros Türk T.A.Ş.'nin aktif kârlılığı ile seçilen bağımsız değişkenler arasında sadece KVK / UVK bağımsız değişkeni arasında ilişki bulunmaktadır. Buradaki ilişkiden de Migros Türk T.A.Ş.'nin tercih edeceği finanslama stratejisinin aktif kârlılığını etkileyeceği görülmektedir.

Net Kâr / Toplam Aktif bağımlı değişkeninin regresyon modelinden görüldüğü gibi KVK / UVK bağımsız değişkeni oranındaki '1' birimlik artış Migros Türk T.A.Ş.'nin aktif kârlılığında '0,006'lık bir artışa neden olmaktadır.

Çalışmamızın teorik bölümlerinde de açıklandığı gibi finanslama stratejilerini birbirlerinden ayıran özellikleri işletme sermayesinin finanse edilmesinde kullanılan yabancı kaynakların vade yapılarıydı. Eğer Migros Türk T.A.Ş. ihtiyatlı finanslama stratejisini benimser ise burada UVK oranı, KVK oranından daha yüksek olacak ve KVK / UVK bağımsız değişkeni oranı düşük bir seviyede olacaktır.

Dolayısıyla aktif kârlılık seviyesi düşük kalacaktır. Migros Türk T.A.Ş.'nin dengeli finanslama stratejisini benimsemesi durumunda ise KVKYK oranı, UVYK oranı dengeli olacak ve aktif kârlılık seviyesi ihtiyatlı finanslama stratejisinin oranından nispeten yüksek olacaktır. Son olarak, Migros Türk T.A.Ş.'nin atılған finanslama stratejisini benimsemesi durumunda ise KVKYK oranı, UVYK oranından daha yüksek olacak ve KVKYK / UVYK bağımsız değişkeni oranı yüksek bir seviyede olacaktır. Dolayısıyla aktif kârlılık seviyesi en yüksek seviyesini alacaktır.

Belirlenen diğer bağımlı değişken olan Net Kâr / Özsermaye değişkeninin üzerinde Cari Oran, KVKYK / UVYK, KVKYK / Toplam Pasif, UVYK / Toplam Pasif, Devamlı Sermaye / Toplam Pasif bağımsız değişkenlerinin etkisi olup olmadığının belirlenmesi için katlı korelasyon ve regresyon analizi uygulanmış ve analiz sonucunda "r" katlı korelasyon katsayısı 0,57 olarak bulunmuştur. 0 ile 1 arasında değişen "r" katlı korelasyon katsayısı Net Kâr / Özsermaye bağımlı değişkeni ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin derecesini vermektedir. Tablo 11'de de görüldüğü gibi Net Kâr / Özsermaye bağımlı değişkeni ile bağımsız değişkenler arasında 0,57 ile ılımlı bir ilişkinin varlığı görülmektedir.

Tablo 3.11 Net Kâr / Özsermaye Bağımlı Değişkeni İçin Model Özeti

r	r ²	Düzenlenmiş r ²	Tahminin Standart Sapması
0,572	0,327	0,250	0,081

Öte yandan yine Tablo 11'de bulunan r², yani çoklu belirtme katsayısı, 1'e yaklaştıkça bağımsız değişkenlerin Net Kâr / Özsermaye bağımlı değişkenini daha iyi açıkladığı 0'a yaklaştıkça modelde yer alan bağımsız değişkenlerin Net Kâr / Özsermaye bağımlı değişkenini iyi açıklamadığı şeklinde ifade edilmektedir.

Buna göre bağımsız değişkenler; Cari Oran, KVKYK / UVYK, KVKYK / Toplam Pasif, UVYK / Toplam Pasif, Devamlı Sermaye / Toplam Pasif olduğunda

Net Kâr / Özsermaye bağımlı değişkenine etki eden r^2 değeri 0,32 olarak hesaplanmış olup, bunun iyi uyum iyiliğine sahip olmadığı gözlenmiştir.

Aşağıda görüldüğü üzere Tablo 3.12, Net Kâr / Özsermaye bağımlı değişkeninin regresyon denklemi için kullanılan regresyon katsayılarını ve bunların anlamlılık düzeylerini vermektedir.

Tablo 3.12 Net Kâr / Özsermaye Çoklu Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	Standartlaştırılmamış Katsayılar		Standartlaştırılmış Katsayılar	t istatistiği	Anlamlılık
	B	Standart Hata	Beta		
CO	0,127	0,103	0,250	1,232	0,226
KU	0,013	0,006	0,502	2,125	0,041
UT	0,296	0,331	0,236	0,893	0,378
DT	-0,268	0,229	0,210	-1,172	0,249
Sabit	-0,001	0,136		-0,008	0,994

Bağımlı Değişken: Net Kâr / Özsermaye

Tablo 3.12 ve tablo 3.13'den de görüldüğü üzere, $p < 0,05$ anlamlılık düzeyi ile Net Kâr / Özsermaye bağımlı değişkeni üzerine etkisi olan bağımsız değişken X_3 , yani KVK / UVK bağımsız değişkenidir. Net Kâr / Özsermaye bağımlı değişkeni ile diğer tüm bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Bu bulgudan hareketle, diğer bağımsız değişkenlerin Net Kâr / Özsermaye bağımlı değişkenine anlamlı bir etki yapmadığı saptanmaktadır.

Tablo 3.13 KVK / UVK Değişkeninin Anlam Düzeyi

Değişken	t istatistiği	Anlam Düzeyi
X_2	1,232	0,226
X_3	2,125	0,041
X_4	0,893	0,378
X_5	-0,172	0,249
Sabit	-0,008	0,994

Net Kâr / Özsermaye bağımlı değişkenine ait sonuçlar ve regresyon modeli aşağıdaki gibidir.

$$\begin{array}{r} \mathbf{X_1} \\ \text{Standart Hata} \end{array} = -0,001 + 0,127\mathbf{X_2} + 0,013\mathbf{X_3} + 0,296\mathbf{X_4} - 0,268\mathbf{X_5}$$

$$\begin{array}{r} \\ \text{Standart Hata} \end{array} \quad \begin{array}{r} (0,136) \\ (0,103) \\ (0,006) \\ (0,331) \\ (0,229) \end{array}$$

$$\mathbf{X_1} = -0,001 + 0,013\mathbf{X_3}$$

$\mathbf{X_1}$: Net Kâr / Özsermaye (Bağımlı Değişken)

$\mathbf{X_2}$: Cari Oran

$\mathbf{X_3}$: KVKYK / UVYK

$\mathbf{X_4}$: UVYK / Toplam Pasif

$\mathbf{X_5}$: Devamlı Sermaye / Toplam Pasif

Net Kâr / Özsermaye bağımlı değişkenine ait regresyon modelinde de belirtildiği üzere, bağımlı değişken ile yani Migros Türk T.A.Ş.'nin özsermaye kârlılığı ile seçilen bağımsız değişkenler arasında sadece KVKYK / UVYK bağımsız değişkeni arasında ilişki bulunmaktadır. Buradaki ilişkiden de Migros Türk T.A.Ş.'nin tercih edeceği finanslama stratejisinin özsermaye kârlılığını etkileyeceği görülmektedir.

Net Kâr / Özsermaye bağımlı değişkeninin regresyon modelinden görüldüğü gibi KVKYK / UVYK bağımsız değişkeni oranındaki '1' birimlik artış Migros Türk T.A.Ş.'nin özsermaye kârlılığında '0,013'lük bir artışa neden olmaktadır.

Migros Türk T.A.Ş.'nin ihtiyatlı finanslama stratejisini benimsemesi durumunda, burada UVYK oranı, KVKYK oranından daha yüksek olacak ve KVKYK / UVYK bağımsız değişkeni oranı düşük bir seviyede olacaktır. Dolayısıyla özsermaye kârlılık seviyesi de düşük kalacaktır. Migros Türk T.A.Ş.'nin dengeli finanslama stratejisini benimsemesi durumunda ise KVKYK oranı ve UVYK oranı dengeli olacak ve özsermaye kârlılık seviyesi ihtiyatlı finanslama stratejisinin oranından nispeten yüksek olacaktır. Son olarak, Migros Türk T.A.Ş.'nin atılğan

finanslama stratejisini benimsemesi durumunda ise KVYK oranı, UVYK oranından daha yüksek olacak ve KVYK / UVYK bağımsız değişkeni oranı, yüksek bir seviyede olacaktır. Dolayısıyla özsermaye kârlılık seviyesi en yüksek seviyesini alacaktır.

SONUÇ

İşletmelerin en önemli amacı, kârı en yüksek seviyeye çıkarmaktır. Hedeflenen kâra ulaşılması açısından, işletme sermayesi yönetimi çok önemli bir fonksiyona sahiptir. İşletme sermayesi, işletmenin tam kapasite ile çalışabilmesi, üretimin kesintisiz devam edebilmesi, iş hacminin genişletilebilmesi, yükümlülüklerini karşılayamama riskinin azalması, kredibilitenin artması, olağanüstü durumlarda mali yönden zor durumlara düşmenin önlenmesi, faaliyetlerin kârlı ve verimli bir şekilde yürütülmesi açısından büyük önem taşımaktadır

İşletme sermayesi yönetiminde başarı; risk, likidite ve kârlılık arasında doğru dengenin sağlanmasına bağlıdır. İşletme ödemelerini karşılayacak kadar likiditeye ihtiyaç duyarken diğer yandan müşterilerinin ani taleplerini karşılamak ve üretimine devam edebilmek için stok bulundurmaya zorundadır. Bu iki durum işletme sermayesi yönetiminin önemini arttırmaktadır.

İdeal bir ekonomide kısa vadeli varlıklar, kısa vadeli yabancı kaynaklarla, uzun vadeli varlıklar ise uzun vadeli yabancı kaynak ve öz sermayeyle finanse edilmekte ve böylece net işletme sermayesi daima sıfır olmaktadır. İşletme sermayesi, işletmenin faaliyetlerinin herhangi bir sıkıntıya düşmeden en iktisadi bir şekilde yürütülmesine imkân vermeli ve mali bir sıkıntı ile karşılaşmadan ani olarak ortaya çıkan ihtiyaç ve zararları karşılayabilecek düzeyde olmalıdır. Bu yüzden işletme, günlük faaliyetlerinde likit kalmak zorundadır. Aynı zamanda faaliyetlerini mümkün olduğunca etkin ve kârlı bir şekilde yürütmelidir. Dolayısıyla, işletmenin risk ve kârlılık dengesi, işletme sermayesinin hangi finanslama stratejisiyle finanse edileceği konusunu etkilemektedir. İşletme sermayesi finanslama stratejilerini, alınan riskin derecesine göre dengeli, ihtiyatlı ve atılgan olmak üzere üç başlıkta toplamak mümkündür.

Bu üç yaklaşımdan hangisinin seçileceği; ekonominin durumuna, işletmenin kredibilitesine, işletmenin finansal sağlamlılığına ve fon bulma imkânına, risk ve kârlılık dengesindeki tutumuna, fonların maliyetine ve yöneticinin riske katlanma

yapısına göre değişmektedir. İşletme yönetimi, uygun düzeyde işletme sermayesi tutmaya karar verdiğinde risk ve kârlılık ilişkisi iyi bir şekilde değerlendirilmelidir. Bu konuda yönetici muhafazakâr davrandığında, elinde yüksek oranda cari aktif bulunacaktır. Böylece, işletmenin satışlarında aksama ve kısa vadeli borçlarını karşılayamama riski ortadan kalkacak, likidite fazlalığı da kârlılığı azaltacaktır. Eğer atılcı davranırsa işletmenin kârlılığı artacak; ancak kısa vadeli borçlarını karşılayamama riski artacağı gibi satışlarının aksama durumu da söz konusu olabilecektir.

Çalışmamızın uygulama bölümünde Migros Türk T.A.Ş.'nin aktif kârlılığı ile seçilen bağımsız değişkenler arasında KVK / UVK bağımsız değişkeni arasında ilişkinin olduğu saptanmıştır. Net Kâr / Toplam Aktif bağımlı değişkeninin regresyon modelinde görüldüğü gibi KVK / UVK bağımsız değişkeni oranındaki '1' birimlik artış Migros Türk T.A.Ş.'nin aktif kârlılığında '0,006'lık artışa neden olmaktadır. Bu da demektir ki KVK oranı ne kadar yüksek olursa aktif kârlılığı da aynı doğrultuda artacaktır. Dolayısıyla, Migros Türk T.A.Ş.'nin işletme sermayesi finanslama stratejilerinden, KVK oranının en yüksek olduğu strateji olan atılgan finanslama stratejisini benimsemesi durumunda, aktif kârlılığın en yüksek seviyeyi alacağı görülmektedir. Burada işletme sermayesi finanslama stratejilerinden ihtiyatlı finanslama stratejisinin benimsenmesi durumunda ise, aktif kârlılık en düşük seviyesini alacaktır. Tabi bu durumda da Migros Türk T.A.Ş., KVK'nın getirdiği likidite riskinden kurtulmuş olacaktır.

Öte yandan, Migros Türk T.A.Ş.'nin özsermaye kârlılığı ile seçilen bağımsız değişkenler arasında yine KVK / UVK bağımsız değişkeni arasında ilişkinin olduğu saptanmıştır. Net Kâr / Özsermaye bağımlı değişkeninin regresyon modelinde görüldüğü gibi KVK / UVK bağımsız değişkeni oranındaki '1' birimlik artış Migros Türk T.A.Ş.'nin özsermaye kârlılığında '0,013'lık artışa neden olmaktadır. Aynı şekilde, KVK oranı ne kadar yüksek olursa özsermaye kârlılığı da aynı doğrultuda artacaktır. Dolayısıyla Migros Türk T.A.Ş.'nin işletme sermayesi finanslama stratejilerinden, KVK oranının en yüksek olduğu strateji olan atılgan finanslama stratejisini benimsemesi durumunda özsermaye kârlılığının en yüksek

seviyeyi alacağı görülmektedir. Burada işletme sermayesi finanslama stratejilerinden ihtiyatlı finanslama stratejisinin benimsenmesi durumunda ise, özsermaye kârlılığı en düşük seviyesini alacaktır. Yine bu durumda da Migros Türk T.A.Ş., KVKYK nedeniyle oluşacak likidite riskinden kurtulmuş olacaktır.

Sonuç olarak, likidite, risk ve kârlılığın dengelendiği bir stratejinin uygulanması en uygun strateji olacaktır. Ancak stratejinin belirlenmesi işletmeden işletmeye farklı olacağı gibi aynı işletme içinde yöneticinin yaklaşımına ve zamana göre de farklılık gösterecektir. İşletme sermayesi finanslama stratejisi, uygulanan ekonomik ve mali politikalara bağlı olarak ekonomik konjonktürün yönüne göre de değişecektir.

KAYNAKÇA

AKDOĞAN, Nalân., TENKER, Nejat. (2007), *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, 11. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.

AKGÜÇ, Öztin. (1995), *Mali Tablolar Analizi*, 9. Baskı, İstanbul: Avcıol Basım Yayın.

AKGÜÇ, Öztin. (1998), *Finansal Yönetim*, İstanbul: Avcıol Basım Yayın.

AKSOY, Ahmet., YALÇINER, Kürşat. (2005), *İşletme Sermayesi Yönetimi*, Ankara: Gazi Kitabevi.

AYDIN, Nurhan. (2004), *Finansal Yönetim*, 2. Baskı, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.

BEKTÖRE, Sabri. (1970), *İşletmelerde Çalışma Sermayesi Analizi*, Ankara: Sevinç Matbaası.

BERK, Niyazi. (1990), *Finansal Yönetim*, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.

BÜKER, Semih., AŞIKOĞLU, Rıza. (1994), *Yatırım ve Proje Değerlemesi*, No: 436, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Yayınları.

CEYLAN, Ali. (2007), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bursa: Ekin Kitabevi.

DEMİR M. Hulusi., GÜMÜŞOĞLU, Şevkinaz (1998), *Üretim Yönetimi*, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.

ERCAN, K. Metin., BAN Ünsal. (2005), *Finansal Yönetim*, Ankara: Gazi Kitabevi.

ERDOĞAN, Muammer. (1990), *İşletme Finansmanı*, Diyarbakır: Dicle Üniversitesi Diyarbakır Meslek Yüksekokulu Yayınları.

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

ERGUN, Ülkü. (2000), *Finansal Tablolar*, İzmir: Ege Üniversitesi Basımevi.

GÖNENLİ, Atilla. (1988), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, 6. Baskı, İstanbul: İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayını.

GÜVEMLİ, Oktay. (1977), *İşletmelerde Nakit Akışı Planlaması*, İstanbul: Çağlayan Kitabevi.

HATİPOĞLU, Zeyyat. (1995), *Ayrıntılı İşletme Finansı*, İstanbul: Lebib Yalkım Yayınları.

KARGÜL, İ. Doğan. (1996), *Yatırımlarda Proje Analizi*, İstanbul: İMKB Yayınları.

KONURALP, Gürel. (2001), *Sermaye Piyasaları Analizler*, Kuramlar ve Porföy Yönetimi, İstanbul: Alfa Yayınları.

KOCAİMAMOĞLU, Sururi. (1985), *Bankacılık Ansiklopedisi*, 4. Baskı, Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.

OKKA, Osman. (2005), *Finansal Yönetime Giriş*, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

ÖZDEMİR, Muharrem. (1997), *Finansal Yönetim*, Ankara: Gazi Kitabevi.

ÖZEROL, Hakan. (2005), *Finansçı Olmayanlar İçin Finans*, Ankara: Elma Yayınevi.

PAMUKÇU, Bülent. (1989), *İşletme Finansı*, İstanbul: Der Yayınları.

POYRAZ, Erkan. (2008), *Finansal Yönetim*, Bursa: Ekin Yayınevi.

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

SAYILGAN, Güven. (2003), *İşletme Finansmanı*, Ankara: Turhan Kitabevi.

ŞAHİN, Mehmet. (1987), *İş İdaresine Giriş*, Ankara: Anadolu Üniversitesi Yayınları.

ŞIKLAR, Emel. (2000), *Regresyon Analizine Giriş*, Eskişehir: Anadolu Üniv. Yayınları.

TAŞLICA A. Osman. (1994), *İşletmelerde Nakit Yönetimi*, Eskişehir: Türk Dünya Araştırma Vakfı Yayınları.

TOKAÇ, Ahmet. (2005), *İşletmelerde Finansal Yönetim Becerileri*, İstanbul: Tunca Kitabevi.

TÜRKO, Metin. (1978), *Döner Sermaye Yönetimi, Prensipler ve Analiz*, No: 541, Erzurum: Atatürk Üniversitesi Yayını.

TÜRKO, Metin. (1999), *Finansal Yönetim*, Erzurum: Alfa Yayıncılık.

USTA, Öcal. (1996), *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*, İzmir: Anadolu Matbaası.

YÜKÇÜ, Süleyman. (1999), *Finansal Yönetim*, İzmir: Vizyon Yayınları.

Türkiye Muhasebe Standardı-9 (TMS-9), Madde:3

INTERNET KAYNAKÇASI

<http://www.tacirler.com.tr/arastirma/oranlar.pdf>, *Oranlar ve Çarpanlar*, Erişim Tarihi: 10.11.08

<http://joy.yasar.edu.tr/makale/ilksayi/rasyolar.doc>, *Rasyolar Vasıtasıyla Finansal Durumunuzu Nasıl Analiz Edersiniz?*, Erişim Tarihi: 10.11.08

<http://www.slideshare.net/etufan/yatrm-proje-deerleme-27-kasm-2008-presentation>, *Yatırım Proje Değerleme*, Erişim Tarihi: 08.09.08

http://www.tspakb.org.tr/egitim/egitimnotlari/finansal_yonetim_ileri.pdf, *Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi*, Erişim Tarihi: 06.09.08

<http://www2.aku.edu.tr/~mehmeterkan/sayfalar/fplan.ppt>, *Finansal Planlama*, Erişim Tarihi: 06.09.08

<http://www.muhasabetr.com/yazarlarimiz/erdogan/002/>, *Finansal Planlama ve Tahmin*, Erişim Tarihi: 20.09.08

http://www.ekodialog.com/finansal_eko/finansman_kaynaklari.html, *Finansman Kaynakları*, Erişim Tarihi: 20.09.08

<http://www.isletme.biz/mali-tablolar-analizi/mali-tablolar-analizi.html>, *Mali Tablolar Analizi*, Erişim Tarihi: 11.12.08

http://www.ekodialog.com/finansal_eko/uzun_vadeli_yabanci_kaynaklar.html, *Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Değerlendirilmesi*, Erişim Tarihi: 11.12.08

<http://www.reyi.net/isletme-iktisat/5508-kar-dagitim-politikasi/>, *Kâr Dağıtım Politikaları*, Erişim Tarihi: 07.07.08

https://www.finansonline.com/pages_help_terms_o.asp, *Terimler Sözlüğü*, Erişim Tarihi: 12.25.08

http://iibf.sdu.edu.tr/dergi/files/2008_2_14.pdf, *Nakit Yönetiminde Nakit Dönüş Süresi Analizinin Kullanımı*, Erişim Tarihi: 12.25.08

<http://w3.gazi.edu.tr/web/soner.gokten/ISY/isletmesermayesifinansmani.ppt>, *İşletme Sermayesi Finansmanı*, Erişim Tarihi: 10.01.09

http://www.mu.edu.tr/sbe/sbedergi/dosya/5_6.pdf, *Yatırım Projeleri Kapsamında Mali Etüd Üzerine Bir Çalışma*, Erişim Tarihi: 15.08.08

<http://www.bilgicenneti.com/d-6426-basarili+bir+nakit+akisi+yonetiminin+8+sirri.html>, *Başarılı Bir Nakit Akışı Yönetiminin 8 Sırrı*, Erişim Tarihi: 12.01.09

<http://www.isletme.biz/finansman/calisma-sermayesi-yonetimi-2.html>, *Çalışma Sermayesi Yönetimi*, Erişim Tarihi: 15.01.09

<http://www.erolonder.com/finansal/uniteler/FY%206U.doc>, *Çalışma Sermayesi Yönetimi*, Erişim Tarihi: 20.02.09

http://www.migros.com.tr/download/faaliyet_raporu/Migros_092008_Ara_Donem_FR.pdf, *Migros Türk T.A.Ş. 01.01.08 – 30.09.08 Ara Dönem Faaliyet Raporu*, Erişim Tarihi: 02.03.09

http://www.migros.com.tr/migrosa_bakis.asp, *Migros'a Bakış*, Erişim Tarihi: 02.03.09

http://www.migros.com.tr/download/faaliyet_raporu/Migros_FR_Mart_2008.pdf, *Migros Türk T.A.Ş. 01.01.08 – 31.03.08 Ara Dönem Faaliyet Raporu*, Erişim Tarihi: 02.03.09

http://www.migros.com.tr/download/faaliyet_raporu/Migros_Ara_Donem_Faaliyet_Raporu_Haziran_2008.pdf, *Migros Türk T.A.Ş. 01.01.08 – 30.06.08 Ara Dönem Faaliyet Raporu*, Erişim Tarihi: 02.03.09

<http://www.migros.com.tr/kardagitim.asp>, *Kâr Dağıtım Politikası*, Erişim Tarihi: 02.03.09

<http://acikarsiv.atauni.edu.tr/fulltext/606.pdf>, *Çok Değişkenli Varyans Analizi ve Çoklu Doğrusal Regresyon Analizinin Uygulamalı Olarak Karşılaştırılması*, Erişim Tarihi: 05.03.09

http://www.iibf.deu.edu.tr/dergi/1139576124_1.pdf, *Koentegrasyon ve Neden sellik İlişkileri*, Erişim Tarihi: 05.03.09

<http://www.iticu.edu.tr/kutuphane/dergi/s13/89-104.pdf>, *Gümrük Birliği Sonrası Türkiye'nin İhracat Fonksiyonunun Tahmini*, Erişim Tarihi: 05.03.09