

**T.C.**  
**MALTEPE ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**FİNANSAL ANALİZ İLE İŞLETME SERMAYESİ**  
**YÖNETİMİ: MOBİLYA SEKTÖRÜ İÇİN BİR**  
**UYGULAMA**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**TAYFUN KIZILBUDAK**  
**111141102**

**Danışman Öğretim Üyesi:**  
**Yrd. Doç. Dr. BEKİR MURAT BUKET**

**İstanbul, Kasım 2013**

**T.C.**  
**MALTEPE ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**FİNANSAL ANALİZ İLE İŞLETME SERMAYESİ**  
**YÖNETİMİ: MOBİLYA SEKTÖRÜ İÇİN BİR**  
**UYGULAMA**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**TAYFUN KIZILBUDAK**  
**111141102**

**Danışman Öğretim Üyesi:**  
**Yrd. Doç. Dr. BEKİR MURAT BUKET**

**İstanbul, Kasım 2013**

## ÖZET

Giderek küresel hale gelen dünyamızda artan rekabet sonucu oluşan günümüz piyasa koşulları işletmeler için hayatta kalmalarını zorlaştıran ve onları sürekli yıpratıcı bir hale gelmiştir. Bu durum karşısında işletmelerin geleceğine nasıl bir yön verecekleri, varlık ve kaynaklarını nasıl daha etkili kullanmaları gerektiği kendileri için bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır.

Firmaların stratejik finansal yönetimi bilançolarındaki varlıkların ve kaynakların optimal bir şekilde oluşumu ve yönetimine dayanır. Söz konusu stratejik yönetim kapsamında bilançodaki duran varlıklar yatırım yönetimini, dönen varlıklar ise işletme sermayesi yönetimini oluşturur.

İşletme sermayesi, gerek yerel ve küresel piyasalarda ayakta kalma, mevcut ve muhtemel rakiplerle rekabet etme gibi hususları doğrudan etkileyen unsurları içinde barındırması, gerekse işletmelerin gerçekleşen bu değişim ve gelişmeler karşısında duyarsız kalmamaları açısından önemlidir. Dolayısıyla firmaların varoluş amaçlarına uygun faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde yürütebilmeleri için işletme sermayesi yönetimine gereken hassasiyeti göstermek zorundadırlar.

İşletme sermayesi yönetimi; organizasyonun faaliyet alanına ve rekabet ettiği ortama göre plan ve politikaları değişen işletme sermayesini oluşturan unsurların işletme açısından risk, likidite ve karlılık üçgeninde finansal yönetimin etkinliğine uygun kısa vadeli finansman yönetimini oluşturmaktadır.

Bu çalışmada işletme sermayesi yönetimiyle ilgili kavramsal tanımlar açıklanarak bu konuya ilişkin gerçekleştirilen örnek bir finansal analiz yer almaktadır. Bu çalışmada işletme sermayesi yönetiminin önemini ortaya koyan iş kollarından biri olan mobilya sektöründe faaliyet gösteren ve hisseleri İMKB’de işlem gören firmaların kamuya açıklanan mali tablolarından alınan verilere finansal oran analizleri yapılmış, çıkan sonuçlar incelenerek işletme sermayesinin yönetiminin etkinliği ölçülmeye çalışılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** İşletme Sermayesi, Dönen Varlık, Finans

## **ABSTRACT**

The present market conditions which came into existence as a result of rising competition in our progressively globalizing world has become to an extent of obstruct and back breaking for the companies to remain themselves. In this circumstance it appears to be a problem for the companies whether how to direct their future and utilize their asset and sources much more effectively.

The strategic financial administration of firm relies on the optimal forming and management of the asset and sources in the equities. The fixed assets within the scope of the equities forms the investment management and the current assets forms the management of working capital.

The working capital is significant for companies in both remaining inside the local and global market; including the directly influencing facts of competing with the existing or potential competitors and it is both significant for them in order not to remain negligent against the existing concrete facts and developments. Due to this fact, the firms should attach the necessary importance to working capital management in order to function properly for the service to achieve their subsistence.

The working capital management constitutes the short term financial management related with risks, liquidity and profitability which is convenient for the financial management's efficiency according to the organization's function area and competition area, and according to its plans and policies.

In this study, the conceptual definitions related with the working capital management have been clarified and also a performed sample financial analysis has taken part in this study bound to this subject. In this study, the analysis has been done on the companies of furniture sector which have great sectoral significance in proving the importance of working capital management and there has been a financial rate analysis on firms whose shares have been traded on IMKB according to the data of the disclosed financial indicators; so having the results been examined, the efficiency of operational capital has been tried to be measured.

**Key Words:** Working Capital, Current Assets, Finance

## İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	iv
İÇİNDEKİLER .....	vi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	x
TABLolar LİSTESİ.....	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xii

GİRİŞ .....	1
-------------	---

### 1. BÖLÜM İŞLETME SERMAYESİ KAVRAMI

1.3. İŞLETME SERMAYESİ TANIMI .....	5
1.2. İŞLETME SERMAYESİ UNSURLARI.....	6
1.2.1. İşletme Sermayesinin Aktif Unsurları (Dönen Varlıklar) .....	7
1.2.2. İşletme Sermayesinin Pasif Unsurları (Kısa Vadeli Kaynaklar) .....	12
1.3. İŞLETME SERMAYESİ DÖNGÜSÜ.....	15
1.4. İŞLETME SERMAYESİNİN ÖZELLİKLERİ .....	17
1.4.1. İşletme Sermayesinin Kısa Vadeli Olması .....	17
1.4.2. İşletme Sermayesinin Kendi İçinde Değişken Olması .....	18
1.4.3. İşletme Sermayesi Unsurlarının Birlikte Değişmemesi .....	18
1.5. İŞLETME SERMAYESİ ÇEŞİTLERİ .....	19
1.5.1. Brüt ve Net İşletme Sermayesi .....	19
1.5.2. Devamlı İşletme Sermayesi .....	21
1.5.3. Mevsimlik (Dalgalandan) İşletme Sermayesi .....	22

1.5.4. Devresel ve Değişken İşletme Sermayesi.....	22
1.5.5. Olağanüstü İşletme Sermayesi .....	23
<b>1.6. İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİNİN ÖNEMİ .....</b>	<b>24</b>
1.6.1. İşletme Sermayesi Yönetiminin Finansal Önemi .....	26
1.6.2. İşletme Sermayesi Yönetiminin Firma Açısından Önemi.....	27
1.6.2.1. İşletme Sermayesine Ayrılan Süre.....	27
1.6.2.2. Dönen Varlıklara Yapılan Yatırımın Miktarı .....	28
1.6.2.3. İşletme Sermayesi ile Satışların Arasındaki İlişki.....	29
1.6.2.4. İşletme Sermayesi ile Karlılık Arasındaki İlişki.....	29
1.6.2.5. İşletme Sermayesinin Küçük İşletmeler Açısından Önemi .....	30
<b>2. BÖLÜM İŞLETME SERMAYESİ İHTİYACI VE FİNANSMANI</b>	
<b>2.1.İŞLETME SERMAYESİ İHTİYACINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....</b>	<b>31</b>
2.1.2. İşletmeyle İlgili Faktörler .....	31
2.1.2.1. İşletmenin Faaliyet Konusu ve Büyüklüğü.....	31
2.1.2.2. Nakit Dönüşüm Süresi .....	32
2.1.2.3. Devir Hızları .....	33
2.1.2.4. Satış ve Satın Alma Şartları.....	36
2.1.2.5. Üretim Süresi, Miktarı ve Maliyeti.....	37
2.1.2.6. Stok Politikası.....	37
2.1.2.7. Likidite Yönetimi .....	38
2.1.2.8. Satış Gelirlerinin Dalgalanma Derecesi.....	39
2.1.2.9. Sermaye Maliyeti.....	39
2.1.2.10. Amortisman Uygulamaları .....	40
2.1.2.11. Kar Dağıtım Politikaları .....	41
2.1.2.12. Yöneticilerin Riske Karşı Davranışları.....	42
2.1.3. İşletme Dışı Faktörler .....	43
2.1.3.1. Finansal Gelişmişlik Düzeyi.....	43

2.1.3.2. Vergi, Sosyal Güvenlik ve Teşvik Uygulamaları .....	44
2.1.3.3. Fiyat Değişimleri, Enflasyon ve Konjonktür Dalgalanmaları .....	45
2.1.3.4. Teknolojik Gelişmeler .....	47
<b>2.2. İŞLETME SERMAYESİ İHTİYACININ HESAPLANMASI .....</b>	<b>48</b>
2.2.1. Faaliyet Devri Katsayısı Yöntemi .....	48
2.2.2. Günlük Masraf Tutarı Yöntemi .....	51
2.2.3. Schmallenbach Formülü Yöntemi .....	54
2.2.4. Mellerowicz Formülü Yöntemi .....	55
<b>2.3. İŞLETME SERMAYESİ FİNANSMANI.....</b>	<b>56</b>
<b>2.4. İŞLETME SERMAYESİNİN FİNANSMAN KAYNAKLARI .....</b>	<b>57</b>
2.4.1. Kısa vadeli Fon Kaynakları .....	57
2.4.2. Uzun Vadeli Fon Kaynakları .....	61
2.4.2.1. Dış Kaynaklardan Sağlanan Fonlar .....	61
2.4.2.2. Öz Kaynaklardan Sağlanan Fonlar .....	62
2.4.2.3. Oto Finansman .....	63
2.4.3. Finansman Kaynaklarının Seçimini Etkileyen Faktörler .....	64
2.4.4. Finansmanda Kısa Vadeli Kaynak Kullanımının Üstünlük ve Sakıncaları..	66
<b>2.5. İŞLETME SERMAYESİNİN FİNANSMAN POLİTİKALARI .....</b>	<b>67</b>
2.5.1. İhtiyatlı Finansman Politikası .....	69
2.5.2. Dengeli Finansman Politikası .....	71
2.5.3. Atılgan Finansman Politikası .....	72
2.5.4. Finansman Politikalarının Likidite, Karlılık ve Risk İlişkileri .....	74

### **3. BÖLÜM İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİ ETKİNLİĞİNİN ÖLÇÜLMESİ AMACIYLA MOBİLYA SEKTÖRÜNDE ÖRNEK BİR FİNANSAL ANALİZ UYGULAMASI**

<b>3.1. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ .....</b>	<b>77</b>
-------------------------------------	-----------

3.1.1. Araştırma Örnekleme ve Sınırlılıklar .....	77
3.1.2. Kullanılan Veri Toplama Araçları .....	78
3.1.3. Veri Analiz İşlemi .....	93
3.1.3.1. Finansal Oran Analiz Tekniği .....	94
3.1.3.2. Analizde Kullanılacak Finansal Oranlar .....	95
3.1.3.3. Dikey Yüzde Analiz Tekniği .....	99
<b>3.2. ARAŞTIRMA BULGULARI .....</b>	<b>100</b>
<b>3.3. İŞLETMELERİN HESAPLANAN ANALİZ ORANLARI AÇISINDAN FİNANSAL DEĞERLENDİRMESİ .....</b>	<b>108</b>
3.3.1. Cari Oran Analizi Değerlendirilmesi .....	108
3.3.2. Asit-Test Oran Analizi Değerlendirilmesi .....	110
3.3.3. Nakit Oran Analizi Değerlendirilmesi .....	113
3.3.4. Stok Devir Hızı Analizi Değerlendirilmesi .....	115
3.3.5. Alacak Devir Hızı Analizi Değerlendirilmesi .....	118
3.3.6. Ticari Borç Devir Hızı Analizi Değerlendirilmesi .....	121
3.3.7. Nakit Döngü Hızı (Gün) Analizi Değerlendirilmesi .....	123
3.3.8. İşletme Sermayesi Devir Hızı Analizi Değerlendirilmesi .....	126
3.3.9. Net İşletme Sermayesi Devir Hızı Analizi Değerlendirilmesi .....	129
3.3.10. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı Analizi Değerlendirilmesi .....	132
3.3.11. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Yabancı Kaynak Toplamına Oranı Analizi Değerlendirilmesi .....	134
3.3.12. Dönen Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı Analizi Değerlendirilmesi ..	137
3.3.13. Satışların Karlılık Oranı Analizi Değerlendirilmesi .....	139
3.3.14. Öz Sermaye Karlılık Oranı Analizi Değerlendirilmesi .....	142
3.3.15. Varlıkların Karlılık Oranı Analizi Değerlendirilmesi .....	145
<b>SONUÇ VE ÖNERİLER .....</b>	<b>148</b>
<b>KAYNAKLAR .....</b>	<b>154</b>



## KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
FVÖK	: Faiz ve Vergi Öncesi Kar
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KDV	: Katma Değer Vergisi
KOBİ	: Küçük ve Orta Boy İşletme
SMM	: Satılan Malın Maliyeti
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜRMOB	: Türkiye Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler ve Yeminli Mali Müşavirler Odaları Birliği
VÖK	: Vergi Öncesi Kar

## TABLULAR LİSTESİ

<b>Tablo 1.1.</b> Net İşletme Sermayesi .....	21
<b>Tablo 2.1.</b> Örnek Firmanın İşletme Sermayesi Finansman Politikaları .....	76
<b>Tablo 3.1.</b> Gentaş A.Ş. Bağlı Ortak ve İştirakler.....	79
<b>Tablo 3.2.</b> Gentaş A.Ş. Ortaklık Yapısı.....	80
<b>Tablo 3.3.</b> Gentaş A.Ş. Gelir Tablosu .....	80
<b>Tablo 3.4.</b> Gentaş A.Ş. Bilanço .....	81
<b>Tablo 3.5.</b> İdaş A.Ş. Bağlı Ortaklıklar.....	83
<b>Tablo 3.6.</b> İdaş A.Ş. Ortaklık Yapısı .....	83
<b>Tablo 3.7.</b> İdaş A.Ş. Gelir Tablosu.....	84
<b>Tablo 3.8.</b> İdaş A.Ş. Bilanço.....	84
<b>Tablo 3.9.</b> Kelebek Mobilya A.Ş. Bağlı Ortaklıklar .....	86
<b>Tablo 3.10.</b> Kelebek Mobilya A.Ş. Ortaklık Yapısı .....	87
<b>Tablo 3.11.</b> Kelebek Mobilya A.Ş. Gelir Tablosu.....	87
<b>Tablo 3.12.</b> Kelebek Mobilya A.Ş. Bilanço .....	88
<b>Tablo 3.13.</b> Yataş A.Ş. Ortaklık Yapısı.....	90
<b>Tablo 3.14.</b> Yataş A.Ş. Gelir Tablosu .....	90
<b>Tablo 3.15.</b> Yataş A.Ş. Bilanço .....	91
<b>Tablo 3.16.</b> Gentaş A.Ş. Bilanço Dikey Yüzde Analizi .....	100
<b>Tablo 3.17.</b> Gentaş A.Ş. Gelir Tablosu Dikey Yüzde Analizi .....	101
<b>Tablo 3.18.</b> İdaş A.Ş. Bilanço Dikey Yüzde Analizi.....	101
<b>Tablo 3.19.</b> İdaş A.Ş. Gelir Tablosu Dikey Yüzde Analizi.....	102
<b>Tablo 3.20.</b> Kelebek Mobilya A.Ş. Bilanço Dikey Yüzde Analizi .....	103
<b>Tablo 3.21.</b> Kelebek Mobilya A.Ş. Gelir Tablosu Dikey Yüzde Analizi.....	104
<b>Tablo 3.22.</b> Yataş A.Ş. Bilanço Dikey Yüzde Analizi .....	104
<b>Tablo 3.23.</b> Yataş A.Ş. Gelir Tablosu Dikey Yüzde Analizi .....	106
<b>Tablo 3.24.</b> Finansal Oran Analizi Bulguları .....	107

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. İşletme Sermayesi Döngüsü .....	16
Şekil 1.2. İşletme Sermayesi Çeşitleri .....	24
Şekil 2.1. İşletme Sermayesi Finansman Politikaları.....	68
Şekil 2.2. İhtiyatlı Finansman Politikası .....	70
Şekil 2.3. Dengeli Finansman Politikası .....	72
Şekil 2.4. Atılğan Finansman Politikası.....	73
Şekil 2.5. Daha Atılğan Finansman Politikası .....	74
Şekil 2.6. Likidite, Risk ve Getiri İlişkisi .....	75
Şekil 3.1. Cari Oran Verileri .....	109
Şekil 3.2. Asit-test Oran Verileri .....	111
Şekil 3.3. Nakit Oran Verileri .....	114
Şekil 3.4. Stok Devir Hızı Verileri .....	116
Şekil 3.5. Alacak Devir Hızı Verileri.....	119
Şekil 3.6. Ticari Borç Devir Hızı Verileri.....	121
Şekil 3.7. Nakit Döngü Hızı (gün) Verileri .....	124
Şekil 3.8. İşletme Sermayesi Devir Hızı Verileri .....	127
Şekil 3.9. Net İşletme Sermayesi Devir Hızı Verileri.....	130
Şekil 3.10. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı Verileri.	133
Şekil 3.11.Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Yabancı Kaynak Toplamına Oranı Verileri .....	135
Şekil 3.12.Dönen Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı Verileri.....	137
Şekil 3.13. Satışların Karlılık Oranı Verileri .....	140
Şekil 3.14. Öz Sermaye Karlılık Oranı Verileri.....	143
Şekil 3.15. Varlıkların Karlılık Oranı Verileri.....	146

## GİRİŞ

Günümüz dünyasında küreselleşme ile ortaya çıkan yoğun rekabet ortamında işletmeler faaliyetlerini belirledikleri amaçlara uygun bir biçimde yürütebilmeleri, organizasyonlarının yapısını oluşturan varlık ve kaynaklarını nasıl daha etkili kullanma yeteneğine sahip olmalarıyla ilgilidir. Firmaların buldukları sektörlerle gereği değişkenlik gösteren aktif yapısı bir anlamda misyonlarının varlıklarına yansımaları olarak açıklanabilir. Bu yüzden işletmelerin sahip oldukları varlıklar, onların doğma, büyüme, gelişme ve kalıcı olma evreleri adına rekabet kabiliyetlerini ortaya koyabilecekleri hayati önem taşıyan yegane unsurlarıdır.

İşletme finansı yazınlarda belirtildiği üzere üç temel üzerine kurulmuştur. Bunlar sermaye bütçeleme, sermaye yapısı ve işletme sermayesidir. Anılan temellerin tamamı yukarıda önemine işaret edilen işletme varlıklarının yönetilmesiyle ilgilidir. Organizasyonların kendi çıkarlarına göre inşa ettikleri finansal yapıları bir denge içinde hareket eder. Dolayısıyla işletmelerin sahip olduğu tüm bu varlıkların karşılığı onları finanse eden kaynaklarıdır. Bu yüzden işletmeler, finans literatüründe bahsedildiği gibi “ Firma hangi yatırımları(faaliyet konusuna göre kısa veya uzun) yapmalı?” ve “Yatırım ihtiyacını karşılayacak fon kaynaklarını nereden ve nasıl temin edecek?” sorularına yanıt aramaktadır.

İşletmeler varlıklara yapacağı yatırımlara bağlanan fonların kullanılması işletme özelliklerine göre değişkenlik gösterir. İşletmenin varlıklara bağlayacağı fonlar, makine, bina, teçhizat, arsa olabileceği gibi nakit, stoklar, alacaklar, menkul kıymetler (hisse senetleri, tahviller vb.) veya teknoloji, haklar, şerefîyeler olabilir. Söz konusu işletme varlıklarının türü ve miktarı birçok parametreye göre değişmekle birlikte hangi işe hizmet ederse etsin, finansal yönden işletmenin temel amacı firmanın piyasa değerini yükseltmek ve sermaye sahiplerinin refahlarını arttırmaktır.

İşletme varlıkları temelde kendisini finanse eden fon kaynaklarının sürelerine göre iki gruba ayrılırlar. Yazınlarda belirtilen uygulamada bir yıla kadar nakde dönüşebilen varlıklara; İşletme sermayesi, dönen varlıklar veya cari aktifler, daha uzun süreli olanlara; sabit veya duran varlıklar denilir. İşletme sermayesi, firmanın;

nakit, pazarlanabilir menkul değerler, ticari alacaklar, stoklar ve diğer cari aktiflerini, daha doğrusu kısa süre içerisinde paraya dönüşen varlıklarını ifade eder.

“İşletme Sermayesi” kavramı, arabasını mallarla dolduran ve sonra o mallarını dolaşarak satma amacıyla yola çıkan eski bir Kuzey Amerikalı (yankee) seyyar satıcı ile birlikte ilk kez kullanılmaya başlanmıştır. Mallar seyyar satıcının “işletme sermayesi” oluyordu. Çünkü kar elde etmek için sattığı veya çevirdiği mallar onlardı. Araba ve atlar kendisinin olduğu için bir anlamda “öz sermaye” ile finanse edilmişlerdi. Fakat seyyar satıcı malları satın almak için ödediği paraları borç alıyordu. Bu borçlanmalar onun “İşletme Sermayesi Borçları” olarak adlandırılıyordu. Borç aldığı bankaya karşı kendisinin güvenilir olduğunu kanıtlamak için her ticari seyahat dönüşü borçlarını ödemek zorundaydı. Eğer borçlarını her seferinde ödüyorsa banka kendisine bir daha borç veriyordu (Brigham, 1999, s.310).

Yukarıda anlatılan hikayeden anlaşılacağı üzere işletme çalıştığı sürece ihtiyaç duyulan işletme sermayesi; firmanın süreklilik adına faaliyetlerini kesintisiz devam ettirmesi, üretimin ve satışlarının aksamaması, yükümlülüklerini zamanında yerine getirmesi açısından son derece önemlidir. Öte yandan işletme sermayesi yönetiminin önemini her ne kadar dönen varlıklara yapılan yatırımın tutarı belirliyor olsa da firmanın sahip olduğu uzun ve kısa süreli varlıklar arasındaki optimal dengenin sağlanması ve finansmanda kullanılacak olan en uygun fon kaynaklarının belirlenmesi de önemlidir.

Okka (2010); Firma işletme sermayesini finanse ederken finansın temel kuralı olan işletme sermayesini kısa vadeli fonlarla, sabit varlıklarını ise uzun vadeli fonlar ve öz kaynaklarla finanse etmesinin uygun olacağını, bu politikayı doğru uygulamayan ve aşırı genişleyen firmaların 2008 yılındaki mortgage krizi dahil yaşanan finansal krizlerde nasıl ağır faturalar ödediğini, doğru politika izleyen firmaların nispeten korunduğunu ifade etmiştir. Bu yüzden işletme sermayesi yönetimi; likidite, karlılık ve risk arasında en uygun dengenin sağlanmasını gerektirir.

## **ARAŞTIRMANIN AMACI**

Bu çalışmada, işletme sermayesi yönetiminin önemini ortaya koyan faaliyet alanlarından biri olan mobilya sektöründe faaliyet gösteren ve hisse senetleri İMKB’de işlem gören firmalara ait mali tablolardan alınan verilere finansal oran analizleri yapılarak, saptanan sonuçlar üzerinde işletme sermayesi yönetiminin etkinliğinin incelenmesi ve açıklanan kavramsal bilgilerin ışığında değerlendirmeler yapılarak mevcut durum ortaya konularak çözüm önerileri sunmak amaçlanmıştır.

## **ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ**

İŞletmelerin piyasa değerlerinin artırılması amacıyla sahip oldukları varlıklarının etkin kullanılması bakımından işletme sermayesi yönetiminin özellikle kısa vadeli finansal planlamadaki yeri ve önemi gerekli kaynaklar tarafından ortaya konmuŐtur.

Yapılan araŐtırmalarda, işletmelerin finans yöneticilerinin firmaları adına kısa vadeli işlemlere ne kadar yöneldiklerini ve zamanlarının büyük bölümünü bu konuya ayırdıkları belirtilmektedir. Bununla beraber firmanın geleceğini ve piyasa değerini göz önünde bulundurarak likiditesi, karlılığı ve riski üzerinde bir dengenin kurulması, işletme sermayesi yönetiminin firma açısından hayati öneme sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

Bu alıŐmada İŞletme sermayesi yönetimi ve bu konuya ilişkin örnek bir finansal analiz yapılmıştır. Yapılan alıŐma, mevcut piyasalarda rekabet eden veya faaliyet alanına göre işletme sermayesi ihtiyacı yoğun olan firmalara, bu konuda bilgi sahibi olmak isteyen okuyucular, ilgililer ve bilim çevrelerine, gerek bilgi verilmesi gerekse kullanılan verilerin güncel ve mevcut durumu ortaya koyması açısından önemlidir.

Anılan kapsamda yapılan çalışma üç bölümden oluşmaktadır;

Birinci bölümde,

İşletme sermayesi kavramı ile ilgili genel bilgilerin verilmesi çerçevesinde; işletme sermayesinin tanımı, işletme sermayesinin hangi unsurlardan meydana geldiği, işletme sermayesi döngüsünün nasıl işlediği, işletme sermayesinin hangi özellikleri olduğu, işletme sermayesinin çeşitleri ve işletme sermayesi yönetiminin hem finansal hem de firma açısından önemi hakkında bilgi verilmiştir.

İkinci bölümde,

İşletme sermayesi ihtiyacı ve finansmanı ile ilgili genel bilgilerin verilmesi çerçevesinde; İşletme sermayesi ihtiyacının belirlenmesine etki eden faktörler, işletme sermayesi ihtiyacının belirlenmesinde uygulanan yöntemler, işletme sermayesi finansmanının sağlandığı kaynaklar, finansman kaynaklarının seçimini etkileyen faktörler, işletme sermayesinin finansman politikaları ve bu politikaların likidite, karlılık ve risk ilişkileri hakkında bilgi verilmiştir.

Üçüncü Bölümde,

İşletme sermayesi yönetimi etkinliğinin tespit edilmesi ve mevcut durumu ortaya koymak adına mobilya sektöründe yapılan örnek bir finansal oran analizi uygulaması çerçevesinde; ilk olarak araştırmada kullanılacak olan yöntem açıklanmış, araştırma örneklemini oluşturan firmalar hakkında kısa bilgiler verilerek mali tablo verileri yayınlanmış ve bu verilere uygulanacak analiz teknikleri ile finansal oranlar hakkında kavramsal bilgiler verilmiştir. Daha sonra bu çerçevede yayınlanan verilere dikey analiz ve finansal oran analizi uygulanmıştır. En son elde edilen araştırma bulguları üzerinden işletmelerin finansal değerlendirmeleri yapılarak, saptanan sonuçlarla ilgili ortaya konan durum sonuçlar ve öneriler kısmında açıklanmıştır.

# 1.BÖLÜM

## İŞLETME SERMAYESİ KAVRAMI

### 1.1. İŞLETME SERMAYESİ TANIMI

İşletme sermayesi hakkında birçok tanım olmasına karşın genel tanım olarak bakıldığında işletmenin normal bir yıl içerisinde nakde dönüşebilen varlıklarını ifade etmektedir (Aydın, 2003,s.235). İşletmelerin sahip oldukları kısa sürede paraya dönüşme özelliği bulunan bu varlıklar, cari aktifler, dönen varlıklar, mütedavil kıymetler gibi isimler almaktadırlar. Bu tür varlıklara aynı zamanda işletme sermayesi, çalışma sermayesi döner sermaye gibi isimlerde verilmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2008, s.6). Öte yandan işletme sermayesi bazen herhangi bir işletmenin vadesi gelen borçlarını karşılayabilme kabiliyetinin ölçüsü olduğundan kısa vadeli borçları ödeme gücü olarak da kabul edilmektedir (Erdoğan, 1978, s.4).

Kuruluş aşamasını bitirmiş, üretim yapmaya hazır halde bulunan işletmenin, üretime geçmesi için gereken hammadde, işçilik, enerji, su, nakliye, depolama, sigorta, reklam vb. giderleri karşılaması için para ve krediye ihtiyacı vardır. Bu nedenle üretimin başlatılabilmesi için gereken ve sayılan gider gruplarına bağlanan para ve krediye “işletme sermayesi” denir. “Working Capital” yani çalışma sermayesi olarak da isimlendirilen bu kavram, işletmenin dönen varlıklarını ifade etmek için kullanılmaktadır (Usta, 2002, s.126).

İşletme sermayesi terimi ilk önceleri, tarıma dayalı sanayi işletmelerinde hasat mevsimi ile başlayan ve bir sonraki hasat mevsimine kadar devam eden para ihtiyacını ifade etmek için kullanılıyordu. Daha sonra sanayinin tarıma endeksli olan bu özelliği değişip zamanla tarım dışı diğer sanayi kolları ortaya çıktığında da, yine sabit varlık yatırımı dışında işlerin yürütülebilmesi için bir miktar para ve benzeri kalemlerin gerekli olduğu devam edince işletme sermayesi finans literatüründeki yerini almıştır (Gönenli, 1979, s.423).



Her işletme faaliyetini sürdürebilmek için kendisine uzun süre gelir getirecek sermaye yatırımları yanında nakit, alacaklar ve stoklar gibi kısa sürede şekil değiştiren, diğer bir deyişle eskisi gidip yenisi gelen cari varlıklara sahiptir. Bu varlıklar sabit varlık yatırımlarına eşlik edeceklerdir. Yani işletmenin en verimli bir biçimde çalışmasına imkan tanıyacak yatırımların nasıl yönetileceği, sabit sermayesi dışındaki diğer yatırımlara işletme sermayesi denilmektedir (Akkuş, 2010, s.54).

Başka bir tanımlamayla İşletme sermayesini; işletmenin faaliyet konusuna göre derecelendirdiği ve bünyesinde bulundurduğu nakit, pazarlanabilir menkul kıymetleri, stoklar alacaklar gibi likiditesi yüksek cari varlıklarını, uygulamada bir yıl kabul edilen süre içinde kendi içinde birbirlerine ve nakde dönüşüm sürelerine göre yönetimleri ve finansman politikaları belirlenen işletmenin ekonomik değerleri olarak ifade edebiliriz.

## **1.2. İŞLETME SERMAYESİ UNSURLARI**

İşletmelerin faal durumlarının sürekliliğini sağlayan dönen varlıklar ve bunların finansmanında kullanılan kısa vadeli yükümlülükler bilanço büyüklüğü içerisinde önemli değerleridir. Bu değerlerin işletmelerde bilanço büyüklüğü içerisinde optimal dengesinin sağlanarak işletmenin kazanç sağlama amacının gerçekleştirilmesi doğrultusunda kullanılması gerekmektedir (Büyükşalvarcı ve Abdioğlu, 2010, s.48). Başka bir deyişle, işletme Sermayesi, işletmenin cari aktifleri ve cari pasifleri toplamı olup, firmaya canlılık veren, onu statik durumdan dinamik duruma geçiren sermayenin tümüdür (Ceylan, 2000, s.213).

İşletme sermayesini oluşturan unsurlar, dönen varlıklar ve kısa vadeli kaynaklardan oluşur (Pamukçu, 1999, s.307). İşletme sermayesi yönetiminde kabul edilen genel düşünce bilançonun aktifindeki daha likit olan dönen varlıkların bilançonun pasifinde yer alan kısa vadeli yabancı kaynaklar ile finanse edilmesidir. Buradan hareketle işletme sermayesinin iki ana unsurundan bahsetmek mümkündür. Bunlardan ilki İşletme sermayesinin aktif unsurları (Dönen varlıklar) ikincisi işletme sermayesinin pasif unsurlarıdır. (Kısa vadeli Kaynaklar)

### 1.2.1. İşletme Sermayesinin Aktif Unsurları (Dönen Varlıklar)

Dönen varlıklar, para ile bilançonun düzenlendiği tarihten itibaren, olağan koşullar altında en fazla bir yıl veya işletmenin normal faaliyet dönemi içinde paraya çevrilebilir veya işletme faaliyetinde kullanılabilir veya tüketilebilir varlıkları kapsar.

Firma yöneticileri, mali yönetimden sorumlu bulunanlar ve kredi kurumları için dönen varlıklar grubunun büyük önemi vardır. İşletmenin mali başarısı, aynı düzeydeki iş hacmine daha az kaynak kullanarak ulaşması, yükümlülüklerini zamanında yerine getirebilmesi büyük oranda bu varlıkların etkin yönetimine bağlıdır. Bu nedenle bilançolar, bir firmanın dönen varlıklarını ilk bakışta rahatlıkla görülebilecek şekilde düzenlenmektedir. Ayrıca dönen varlıkları oluşturan unsurlar, genellikle bilançolarda likidite derecelerine, yani paraya çevrilme hızlarına göre sıralanırlar (Akgüç, 2013, s.49). Bu unsurlar; hazır değerler, menkul değerler, ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar ve diğer dönen varlıklar şeklinde sıralanabilir.

**Hazır Değerler;** nakit olarak elde veya bankada bulunan varlıklar ile istenildiği zaman değer kaybına uğramadan paraya çevirme imkânı bulunan varlıkları (Menkul kıymetler hariç) kapsar.

- Kasa: İşletmenin sahip olduğu ulusal para cinsinden nakitlerin ve yabancı paraların yine ulusal para cinsinden karşılıklarının takip edildiği yerdir.
- Alınan Çekler: Gerçek ve tüzel kişiler tarafından işletmeye verilmiş olup, henüz tahsil için bankaya verilmemiş veya ciro edilmemiş olan çeklerin izlendiği yerdir.
- Bankalar: İşletmenin yurt içi ve yurt dışı banka ve benzeri finans kurumlarına yatırılan ve çekilen paraların izlenmesini sağlayan hazır değer unsurudur.
- Verilen Çekler ve Ödeme Emirleri (-) : İşletmenin üçüncü kişilere bankalardan çekle veya ödeme emriyle yapacağı ödemeleri kapsar.
- Diğer Hazır Değerler: Nitelikleri itibarıyla hazır değer sayılan pullar, vadesi gelmiş kuponlar, tahsil edilecek banka ve posta havaleleri (yoldaki paralar gibi) değerleri kapsar (Türmob yayınları 234, 2005, s.126-128).

**Menkul Değerler;** menkul kıymet kavramı yazılı evrak olarak hüküm ifade eden kıymetleri temsil etmektedir. Türk vergi kanunlarında menkul kıymetler için

tanımlama yapılmamıştır. Diğer taraftan, yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nda menkul kıymetler para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere geniş bir kapsamda ele alınmasına (SPK/6362/md.3/o) karşın bundan önceki sermaye piyasası kanununda, 3. maddenin b bendinde menkul kıymet, “Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurul'ca belirlenen kıymetli evrak” olarak tanımlanmıştır (SPK/2499/md.3/b).

İşletmenin fonlarını geçici bir süre için değerlendirmek amacıyla aldığı, ihtiyaç duyduğunda sattığı pazarlanabilir konumdaki hisse senedi, tahvil, hazine bonusu, finansman bonusu, yatırım fonu katılma belgesi, kâr-zarar ortaklığı belgesi, gelir ortaklığı senedi ve benzeri varlıklar menkul kıymetleri oluşturur. Bu özellikteki kıymetler alım satım amaçlı kullanılır. Buna karşılık uzun vadeli amaçlarla edinilen menkul kıymetler mali duran varlık olarak nitelendirilir. İşletmeler ellerinde bulundukları menkul kıymetleri emniyet, yararlanma ve spekülasyon amaçları için edinirler (Sevilengül, 2011, s.187-188).

- Hisse Senetleri: Hisse senedi bir anonim şirketin sermayesinin birbirine eşit paylardan bir parçasını temsil eden, kanuni şekil şartlarına uygun olarak düzenlenen ve sahibine ortaklık hakkı sağlayan hukuken kıymetli evrak hükmünde bir belgedir. Bu değer grubu işletmenin geçici olarak iştirak amacı dışında, spekülasyon amacı ile gelirlerinden istifade etmek gerektiğinde nakde dönüştürmek üzere alınan hisse senetlerini kapsar.
- Tahvil, Senet ve Bonolar: Kısa vadeli kamu ve özel sektörün çıkarmış olduğu tahvil, senet ve bonolar bu değer grubunda yer alır. Anonim şirketlerin ödünç para bulmak için üzerindeki yazılı değerleri (itibari değeri) eşit ve ibareleri aynı olmak üzere borç senetlerine tahvil denir (TTK/6762/md.420, 1956). Bono ise, kayıtsız ve şartsız muayyen bir bedeli ödemek vaadinde emre muharrer senet olarak tanımlayabiliriz (TTK/6762/md.688, 1956). Bütçe kanunlarının uygulamasında devlet iç borçlanma senetlerinden vadesi 1 yıldan kısa olanlar hazine bonusu olarak adlandırılmaktadır. Hisse senetlerine göre daha az riskli olduğu için işletmeler kısa süreli nakit fazlalarını değerlendirmede bu gibi menkul kıymetlere yönelebilir.

- Diğer Menkul Kıymetler: Hisse senetleri, kamu ve özel sektörün çıkarmış olduğu tahvil, bono ve senetlerin dışındaki diğer menkul kıymetleri kapsar. Varlığa dayalı menkul kıymetler, gelir ortaklığı senetleri, yatırım fonu katılma belgeleri, kar-zarar ortaklığı belgeleri bunların arasında sayılabilir.
- Menkul Kıymetler Değer Düşüklüğü Karşılığı (-): Menkul kıymetlerin borsa veya piyasa değerlerinde önemli ölçüde ya da sürekli değer azalması olduğu tespit edildiğinde ortaya çıkacak zararların karşılanması amacı ile ayrılması gereken karşılıkların izlendiği hesaptır (Türmob yayınları 234, 2005, s.130).

**Ticari Alacaklar;** bir yıl içinde paraya dönüşmesi öngörülen, işletmelerin faaliyet konusuyla ilgili mal ve hizmet satışı nedeniyle ortaya çıkan senetli ve senetsiz alacaklarını kapsar.

- Alıcılar: İşletmenin faaliyet konusunu oluşturan mal ve hizmet satışlarından kaynaklanan senetsiz alacakları alıcıları oluşturur. Söz konusu alacakların vadesi bir yılı aşmadığı sürece dönen varlıklar arasında gösterilir. Tahsil süresi bir yılı aşanlar duran varlıklar bölümünde yer alır.
- Alacak Senetleri: İşletmenin faaliyet konusunu oluşturan mal ve hizmet satışlarından kaynaklanan vadesi bir yıldan kısa olan senede bağlanmış alacaklarıdır.
- Alacak Senetleri Reeskontu (-) : Bilanço gününde, senetli alacakların tasarruf değeri ile değerlendirilmesini sağlamak üzere alacak senetleri için ayrılan reeskont tutarlarının izlenmesinde kullanılır.
- Kazanılmamış Finansal Kiralama Faiz Gelirleri (-) : Finansal kiralamanın yapıldığı tarihte kiralama işlemlerinden doğan alacaklar ile kira ödemelerinin bugünkü değeri arasındaki farkı gösteren henüz kazanılmamış finansal kiralama faiz gelirlerinin izlenmesinde kullanılır.
- Verilen Depozito ve Teminatlar: İşletme üçüncü kişilere karşı bir işin yapılmasının üstlenilmesi veya bir sözleşmenin ya da diğer işlemlerin karşılığı olarak geri alınmak üzere verilen depozito ve teminatları kapsar.
- Şüpheli Ticari Alacaklar: Ödeme süresi geçmiş, bu nedenle vadesi bir kaç defa düzeltilmiş veya protesto edilmiş, yazı ile birden fazla istenmiş ya da dava ve icra safhasında bulunan senetli ve senetsiz ticari alacakları kapsar.

- Şüpheli Ticari Alacaklar Karşılığı (-) : Şüpheli duruma düşen senetli ve senetsiz ticari alacaklar için ayrılan karşılıklar ile perakende satış yöntemi kullanılarak bilanço gününden önceki hesap döneminde vadesinde tahsil edilemeyen alacakların, ilgili dönemlerdeki toplam vadeli satışlara oranlarının ortalamasının değerlendirilmesindeki vadeli satışlara uygulanması suretiyle bulunacak ortalama, şüpheli alacaklar için ayrılan karşılıkları kapsar (Akdoğan ve Tenker, 2010, s.104-105).

**Diğer Alacaklar;** ticari alacaklar tanımının tam tersine işletmenin faaliyet konusu dışında kalan, bir yıl içerisinde nakde dönüşmesi beklenen senetli ve senetsiz alacaklarıdır.

- Ortaklardan Alacaklar
- İştiraklerden Alacaklar
- Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar
- Personelden Alacaklar
- Diğer Çeşitli Alacaklar
- Diğer Alacak Senetleri Reeskontu (-)
- Şüpheli Diğer Alacaklar
- Şüpheli Diğer Alacaklar Karşılığı (-)

**Stoklar;** işletmelerin satmak, üretimde kullanmak veya mamul, ticari mal, yan ürün, artık ve hurda gibi bir yıldan az sürede kullanılacak olan veya bir yıl içerisinde nakde çevrileceği düşünülen varlıklarını oluşturur. 15.01.2005 tarih ve 25701 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan muhasebe standartlarına göre stoklar;

- (i) İşin normal akışı içinde (olağan işletme faaliyetleri kapsamında ) satılmak için elde tutulan;
- (ii) Satılmak üzere üretilmekte olan ya da
- (iii) Üretim sürecinde ya da hizmet sunumunda kullanılacak ilk madde ve malzemeler şeklinde bulunan varlıklardır.

- İlk Madde ve Malzeme: Üretimde veya diğer faaliyetlerde kullanılmak üzere işletmede bulundurulmuş hammadde, yardımcı madde, işletme malzemesi, ambalaj malzemesi ve diğer malzemelerden oluşur.

- Yarı Mamuller: Henüz tam mamul haline gelmemiş ancak direkt ilk maddeye malzeme ile direkt işçilik ve genel üretim giderlerinden belli oranlarda pay almış üretim aşamasındaki mamullerdir.
- Mamuller: Üretim çalışmaları sonunda elde edilen ve satışa hazır hale gelmiş bulunan mamullerdir.
- Ticari Mallar: Herhangi bir değişikliğe tabi tutulmadan satmak amacı ile işletmeye alınan ticari mallar (emtia) ve benzeri kalemlerdir.
- Diğer Stoklar: Yukarıdaki stok kalemlerinin hiç birinin kapsamına alınmayan ürün, artık ve hurda gibi kalemleri oluşturur.
- Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-) : Yangın, deprem, su basması gibi doğal afetler ve bozulmak, çürümek, kırılmak, çatlamak, paslanmak, teknolojik gelişmeler ve moda değişiklikleri nedenleriyle stokların fiziki ve ekonomik değerlerinde önemli azalışların ortaya çıkması veya bunların dışında diğer nedenlerle stokların piyasa fiyatlarında düşmelerin meydana gelmesi dolayısıyla, kayıpları karşılamak üzere ayrılan karşılıkların izlendiği hesaptır.
- Verilen Sipariş Avansları: Yurt içinden ya da yurt dışından satın alınmak üzere siparişe bağlanan stoklarla ilgili olarak yapılan avans ödemelerinin izlendiği hesaptır (Örten, 2003, s.159-160).

***Diğer Dönen Varlıklar;*** yukarıda sayılan varlık kalemleri arasına girmeyen, yine kısa vadede paraya dönüşme özelliğine sahip olan döner varlık kalemlerinin oluşturduğu gruptur.

- Devreden KDV
- İndirilecek KDV
- Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar
- İş Avansları
- Personel Avansları
- Sayım ve Tesellüm Noksanları
- Diğer Çeşitli Dönen Varlıklar
- Diğer Dönen Varlıklar Karşılığı(-)

### 1.2.2. İşletme Sermayesinin Pasif Unsurları (Kaynaklar):

Dönen varlıkların ayrılmasında kullanılan ölçüye uygun olarak, en çok bir yıl veya işletmenin normal faaliyet dönemi sonunda ödenecek yabancı kaynakları kapsar (Örten, 2003, s.263). Kaynakların sıralanmasının geri talep edilme ilkesine uygun olarak bilançonun pasif bölümünün ilk grubunu kısa vadeli kaynaklar oluşturur. Bu kaynaklar işletme sermayesi denilen dönen varlıkları azaltarak net işletme sermayesini 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 (Akdoğan ve Tenker, 2010, s.134). Kısa vadeli yabancı kaynakları; mali borçlar, ticari borçlar, diğer borçlar, alınan avanslar, yıllara yaygın inşaat onarım hak edişleri ödenecek vergi ve diğer yükümlülükler, borç ve gider karşılıkları, gelecek aylara ait gelirler ve gider Tahakkukları ile diğer kısa vadeli yabancı kaynaklar oluşturur.

**Mali Borçlar;** kredi kurumlarına olan kısa vadeli borçlar ile kısa vadeli para ve sermaye piyasası araçları ile sağlanan krediler ve vadesine bir yıldan daha az bir süre kalan uzun vadeli mali borçların anapara, taksit ve faizleridir (Örten, 2003, s.263).

- Banka Kredileri: Banka veya diğer finans kuruluşlarından sağlanan kısa vadeli kredileri kapsar.
- Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar: Kiracıların, finansal kiralama yapanlara olan vadesi bir yılı geçmeyen borçlarını kapsar.
- Ertelenmiş Finansal Kiralama Borçlanma Maliyetleri(-): Finansal kiralamanın yapıldığı tarihte kiralama işlemlerinden doğan borçlar ile kiralanan varlığa ilişkin kira ödemelerinin bugünkü değeri arasındaki farkı gösteren henüz ödenmemiş finansal kiralama borçlanma maliyetlerini kapsar.
- Uzun Vadeli Kredilerin Ana Para, Taksitleri ve Faizleri: Vadelerine bir yıldan fazla süre bulunmakla birlikte, uzun vadeli kredilerin bilanço tarihinden itibaren bir yıl içinde ödenecek anapara taksitleri ile vadesi bir yılın altına düşenleri ve bunların tahakkuk ettiği ödenmemiş faizleridir.

- Tahvil Anapara Borç Taksit ve Faizleri: Bir yıl içinde ödenecek tahvil anapara borç taksitleri ile tahakkuk edip henüz ödenmeyen faizlerini kapsar.
- Çıkarılmış Bonolar ve Senetler: Finansman ve banka bonoları gibi kısa vadeli para ve sermaye piyasası araçlarından sağlanan fonları kapsar.
- Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler: Çıkarılmış bono ve senetler dışında kalan diğer menkul kıymetleri kapsar.
- Menkul Kıymetler İhraç Farkı (-) : Menkul kıymetlerin nominal değeri ile satış fiyatı arasındaki farkın gelecek döneme ait kısmı bu grupta incelenir.
- Diğer Mali Borçlar: Yukarıdaki grupları kapsamayan mali borçlar izlenir.

**Ticari Borçlar;** işletmenin ticari faaliyetleri sonucunda işletmeye sağlanan borçların henüz ödenmemiş tutarını gösterir. İşletme mal veya hizmeti almış,fakat tedarikçi firmaya oluşan borcu ödemek için belli bir dönem vermiştir. Gerçekte işletme, satıcıları kısa vadeli finansman kaynağı olarak kullanmaktadır. Bu nedenle ticari borçlar işletmenin kullandığı açık bir kaynaktır (Wilson, 1996, s.38).

- Satıcılar: İşletmeye kredi ile mal satan veya hizmet sağlayan kişilerin işletmeden olan senetsiz alacaklarını kapsar.
- Borç Senetleri: İşletmenin satın aldığı mal veya hizmetin bedelini ya da daha önceki bir borca karşılık verilen ticari senetleri kapsar.
- Borç Senetleri Reeskontu (-) : Senetli ticari borçların değerinin bilanço günündeki tarihe indirilmesinde kullanılır.
- Alınan Depozito ve Teminatlar: İşletmeye karşı belirli bir işin yapımını üstlenen kişilerin bu yükümlülüklerini yerine getirmelerini, geri vermek üzere işletmeden alınan değerlerin iadesinin yapılması firmanın gerçekleştirecek bir alacağının ilgili üçüncü kişi tarafından ödenmesinin sağlanması amacıyla ve bir sözleşmenin gereği olarak alınan paraları kapsar.
- Diğer Ticari Borçlar: Yukarıda sayılan borçlar kapsamına girmeyen işletme borçlarının izlendiği bölümdür (Sevilengül, 2011, s.493-507).

**Diğer Borçlar;** işletmenin herhangi bir ticari ilişkiye dayanmayan faaliyetleri sonucu ortaya çıkmış kısa vadeli borçlarıdır.

- Ortaklara Borçlar
- İştiraklere Borçlar



- Bağlı Ortaklıklara Borçlar
- Personele Borçlar
- Diğer Çeşitli Borçlar
- Diğer Borç Senetleri Reeskontu (-)

**Alınan Avanslar;** gerek satış sözleşmeleri dolayısıyla gerekse diğer nedenlerle, İşletme tarafından üçüncü kişilerden alınan kısa vadeli avanslardır.

- Alınan Sipariş Avansları
- Alınan Diğer Avanslar

**Yıllara Yaygın İnşaat Onarım Hak Edişleri;** yıllara yaygın taahhüt işleri yapan işletmelerin üstlendikleri işlerden, gerçekleştirdikleri kısım karşılığında aldıkları hak edişleri kapsar (Türmob yayınları 234, 2005, s.178-179).

- Yıllara Yaygın İnşaat ve Onarım Hak Edişleri
- Yıllara Yaygın İnşaat ve Onarım Hak Ediş Bedelleri
- Yıllara Yaygın İnşaat Enflasyon Düzeltme Hesabı

**Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler;** işletmenin sorumlu veya mükellef sıfatıyla, ödeyeceği vergi, resim, harç, kesinti, sigorta primi, sendika aidatları, icra taksitleri ve buna benzer borçlarını kapsadığı grubudur (Örten, 2003, s.280).

- Ödenecek Vergi ve Fonlar
- Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri
- Vadesi Geçmiş, Ertelenmiş veya Taksitlendirilmiş Vergi ve Diğer Yükümlülükler
- Ödenecek Diğer Yükümlülükler

**Borç ve Gider Karşılıkları;** bilanço tarihinde belirgin olarak ortaya çıkan ancak tutarının ne olacağı kesin olarak bilinmeyen ya da tutarı bilinmekle birlikte ne zaman tahakkuk edeceği bilinmeyen kısa vadeli borçlar veya giderler için ayrılan karşılıkları kapsayan gruptur (Örten, 2003, s.285).

- Dönem Karı, Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülük Karşılığı
- Dönem Karının Peşin Ödenen Vergi ve Diğer Yükümlülükleri (-)
- Kıdem Tazminatı Karşılığı

- Maliyet Giderleri Karşılığı
- Diğer Borç ve Gider Karşılıkları

***Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları;*** içinde bulunulan dönemde ortaya çıkan ancak gelecek aylara ait gelirler ile faaliyet dönemine ait olup ödenmesi gelecek aylarda yapılacak giderlerden oluşur.

- Gelecek Aylara Ait Gelirler
- Gider Tahakkukları

***Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar;*** özellikle kendi bölümlerinde tanımlanmamış olan diğer kısa vadeli yabancı kaynakları ifade eder (Türmob yayınları 234, 2005, s.185-186).

- Hesaplanan KDV
- Diğer KDV
- Merkez ve Şubeler Cari Hesabı
- Sayım ve Tesellüm Fazlaları
- Diğer Çeşitli Yabancı Kaynaklar

### **1.3. İŞLETME SERMAYESİ DÖNGÜSÜ**

İşletme sermayesi tutarı sabit kalmakla beraber, onu meydana getiren unsurlar faaliyet döngüsüyle birlikte sürekli değişmektedir (Brealey, Myers, Marcus, 2001, s.523). Başka bir ifadeyle işletme sermayesini oluşturan unsurlardaki değişimler ani olmayan ve birlikte meydana gelmeyen faaliyetlere bağlıdır. Bir firmada üretim satış tahsilat gibi üç temel faaliyet aynı anda gerçekleşmiş olsa işletme sermayesine ihtiyaç olmayacaktır (Aksoy ve Yalçiner, 2008, s.7).

İşletme sermayesinden bahsederken bu kavram unsurlarını, yapısını ve özelliklerini daha net çözümlayebilmemiz için anahtar kavramlardan biri olan işletmenin nakitle başlayan ve yine nakitle biten işletme sermayesi döngüsünden bahsetmek gerekir. Gole(1977) 'ye göre; her işletmenin faaliyet gösterdiği alana göre değişen bir faaliyet döngüsü vardır.

### Örnek faaliyet devri:

İmalat işletmesinde,

Nakit→Hammadde →Üretim→ Mamul Mallar →Satışlar→Borçlular →Nakit

Ticari işletmede,

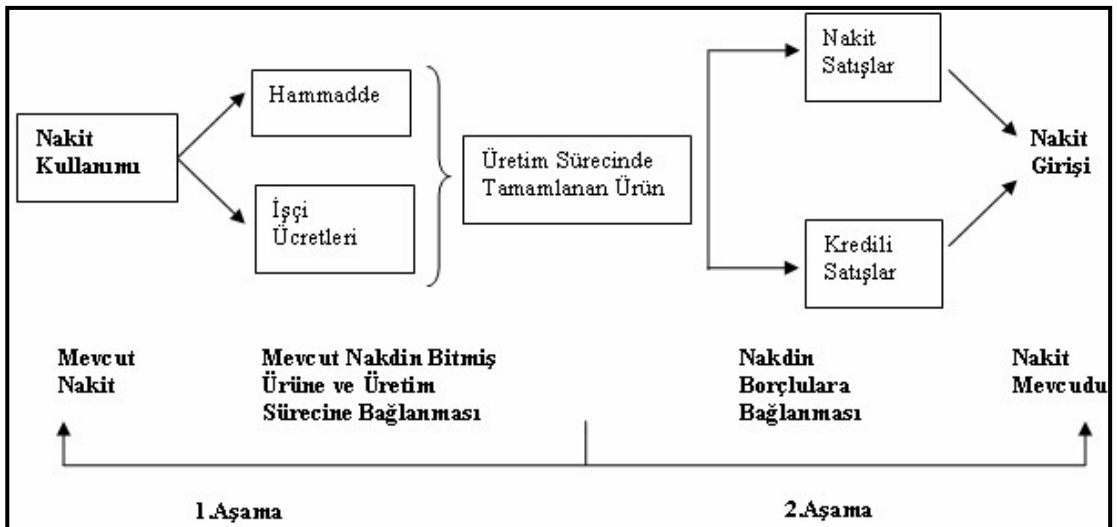
Nakit→Ticari Mallar →Satışlar→Borçlular →Nakit

Finansman İşletmesinde,

Nakit→Borçlular →Nakit

İşletme sermayesi döngüsü işletmenin ihtiyaç duyduğu nakitlerin sağlanması ile başlar. Nakit girişi öz kaynaklardan ya da gerektiğinde yabancı kaynaklardan sağlanmaktadır. İkinci aşama sağlanan nakitle işletmenin faaliyet gösterdiği alana göre hammadde veya mal alınır. Ancak bu alımlar her zaman nakit kullanılarak gerçekleşmez. Bu malların edinilmesinden ödenmesine kadar geçen zamanda işletmeler satıcı kredilerinden faydalanmış olur. Üçüncü aşama alınan stokların üretim sürecine girmesi veya depolarda bekleme süresidir. Bu aşamada oluşan giderleri firma finanse etmek durumundadır. Dördüncü aşama satış hazır halde olan stokların satılmasıdır. Yapılan satışlar peşin olabileceği gibi kredilide olabilir. Satılan malın bedelini tahsil edinceye kadar geçen zamanı da işletme finanse etmek zorundadır. Son aşama ise satışlardan doğan alacakların tahsil edilmesiyle tekrar nakit elde edilmesidir (Aydın, Coşkun, Bakır, Ceylan, Başar, 2006, s.113).

Şekil 1.1. İşletme Sermayesi Döngüsü



Kaynak: Stoltz, A., Viljoen, M., Gool, S. & Cronje, R. (2007). Financial Management: FreshPerspectives. Cape Town: Pearson Education, s.316

## 1.4. İŞLETME SERMAYESİNİN ÖZELLİKLERİ

İşletmeyle ilgilenen çevreler, işletmenin sahip olduğu varlıklara farklı açılardan bakmakta ve değerlendirmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2008, s.16). İşletmenin duran varlıkları, uzun vadeli borçlar ve işletme sahiplerinin refahı, kısa vadeli kredi verenlerin dışında herkesi az çok ilgilendirdiği halde işletme sermayesi başta kısa vadeli kredi sağlayanlar olmak üzere işletmeyle ilgili olan herkesi yakından ilgilendirir (Erdoğan, 1978, s.17).

Dolayısıyla işletme bünyesine katılacak bir iştirak, bir sermaye ortağı ya da işletmeye finansman kaynağı sağlayacak kişi veya kurum, kısaca işletme ile etkileşim halinde bulunan tüm çevresi işletmenin mevcut varlıklarını kendi istek ve gerçekleştirecekleri işlere göre değişen bir olguyla değerlendireceklerdir.

İşletme sermayesinin hızlı nakde dönüşen likit yapısı tabii ki en belirgin özelliğidir. Bu dönüşüm varlıkları hızlı tükettiği için ömrünün kısa olmasını da beraberinde getirmektedir. Bunun yanında varlıkları oluşturan kalemler birbirleri ile bağlantılı çalıştıklarından ötürü hareket özelliğinden de bahsedebiliriz.

### 1.4.1. İşletme Sermayesinin Kısa Vadeli Olması

Firmanın aktifinde bulunan sabit varlıkları işletmenin bir yılı aşan uzun sürelerdeki faaliyetlerinin devamını sağlamak için kullanılırken, işletme sermayesi işletmenin kısa vadeli faaliyetlerinin devamını sağlamak için kullanılır (Tekok, 1977).

İşletme sermayesini oluşturan unsurlar olarak kabul edilen varlıklar bir yıl içinde paraya dönüşme özelliğine sahip olan kalemlerdir. İşletme faaliyetlerinde nakitle başlayan dönüşüm tekrar nakitle son bulmaktadır. Nakit hammaddeye, hammadde işlenerek mamule, mamuller satılmasıyla alacaklara, alacaklar tahsil edilmesiyle tekrar nakde dönüşmektedir (Ercan ve Ban, 2005, s.276).

İşletme sermayesini meydana getiren dönen varlıklar ve kısa vadeli yabancı kaynakların küçük bir kısmı dışında hemen hepsi kısa vadeli olup ömürleri bir yılı geçmez. Aynı zamanda bu unsurların bazıları tamamen likit, bazıları ise en geç bir yıl

içinde likit hale gelebilen varlıklardır. Öte yandan bazı cari varlıkların vadeleri, bu kuralın dışında nispeten uzun olmaktadır. Yine de İşletmenin faaliyet konusuna göre vadeleri bir yılı aşan devlet tahvilleri, fazla bekleyen hammadde stokları, vb. gibi varlıklar işletme sermayesi kapsamında değerlendirilirler (Erdoğan, 1978, s.19).

#### **1.4.2. İşletme Sermayesinin Kendi İçinde Değişken Olması**

İşletme sermayesi unsurları en çok bir yıl vadeli olmaları yanında bir yılda birden çok hareketlilik göstermektedirler. Söz konusu hareketliliğin ölçüsüne göre işletme sermayesi bileşeninin kullanım yerindeki etkinliği belirlenmekte, bu konuda bir yetersizlik var ise ortaya çıkarılmaktadır. İşletme sermayesi yönetimiyle ilgili ilkelere bağlı olarak bileşenlerin hareketlilik dereceleri farklı olmaktadır.

İşletme sermayesini oluşturan unsurlar nitelik bakımından karşılıklı olarak birbirleri ile ilişki içindedirler. Bir unsur hemen başka bir unsura dönüşebilmektedir. Firma mal aldığı anda elindeki nakit stoka dönüşmekte nakit azalmaktadır. Aynı şekilde vadeli satış yapıldığında stok azalmakta, tahsil edildiğinde yine nakit artıp alacaklar azalmaktadır. Böylece bir unsur diğer bir unsura dönüşerek faaliyet devrini tamamlamaktadır. Bu karşılıklı ilişki işletme sermayesi unsurlarının birbirini etkilemesine neden olduğundan birinin etkin kullanılması diğerinin de etkin kullanılması yönünden yöneticiyi etkileyecektir. Bu nedenle de işletme sermayesi unsurları hatta firmanın sahip olduğu tüm varlıkların bir bütün halinde dönüşmesi kaçınılmaz olmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2008, s.18).

#### **1.4.3. İşletme Sermayesi Unsurlarının Birlikte Değişmemesi**

İşletme üretim, satış ve tahsilât gibi üç temel fonksiyonu yerine getirmektedir. Sayılan bu temel fonksiyonlar aynı anda yerine getirilmiş olsa işletme sermayesi yönetiminin önemi olmayacaktır. Firma üretmiş olduğu malları hemen satışını gerçekleştirirse stok yönetiminden bahsedilmeyecektir. Aynı şekilde işletme tüm satışlarını peşin gerçekleştirirse alacak yönetimine ihtiyaç duyulmayacaktır. Bu konudaki örnekler genişletilebilir, esas olan işletme sermayesi bileşenlerindeki değişimler birlikte meydana gelmediği gibi her zaman önceden planlanmış bir biçimde de gerçekleşmezler (Ercan ve Ban, 2005, s.277).

## 1.5. İŞLETME SERMAYESİ ÇEŞİTLERİ

İşletme sermayesinin açıklanması konusunda birbirinden farklı birçok tanımlar bulunmaktadır. Bu konuya farklı açılardan yaklaşarak çeşitli işletme sermayesi tanımları ortaya çıkarılmıştır. Bunların en yaygın bilinen tanımı brüt ve net işletme sermayesidir. Yapılan tanımlamalar aynı işletme sermayesini belirtmekten öte, farklı özellikler taşıyan işletme sermayesini açıklamak içindir (Kiracı,2000, s.20).

İşletmeler faaliyetlerini sürdürebilmek için birtakım harcamalarda bulunmaları gerekmektedir. Her işletme için gerekli olan fon ihtiyacı değiştiği gibi farklı zamanlarda aynı işletmenin fon ihtiyaçlarında da farklılıklar olabilmektedir. Bununla beraber işletmeler faaliyetlerinin aksamaması için devamlı miktarda işletme sermayesine ihtiyaç duyarlar (Bektöre, 1970, s.4).

### 1.5.1. Brüt ve Net İşletme Sermayesi

İşletme sermayesi çoğu zaman brüt işletme sermayesi olarak adlandırılır ve basitçe cari aktifler toplamıdır (Brigham, 1999, s.310). Başka bir deyişle işletme sermayesini oluşturan para, menkul kıymetler, alacaklar, stoklar gibi varlıklar brüt işletme sermayesini oluşturur (Berk, 2005, s.111). Yani cari aktiflere yapılan yatırımın toplamı, brüt işletme sermayesi olarak ifade edilir. Brüt işletme sermayesi, işletme sermayesi yönetimiyle ilgili konuların, dolayısıyla sorumlulukların sınırlarını çizdiği için önem taşımaktadır. Bunlar likit değerler olarak, likidite derecelerine göre bilançonun aktifinde yer alırlar. Böylece işletme sermayesi yönetimi. Cari aktiflerin yönetimi anlamı taşır (Usta, 2002, s.130).

Net işletme sermayesi, firmanın dönen varlıkları ile kısa vadeli yabancı kaynakları arasındaki farktır. Dolayısıyla bu fark brüt işletme sermayesinin kısa vadeli yabancı kaynakları aşan tutarıdır. Diğer bir ifadeyle dönen varlıkların uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmiş bölümüdür (Akgüç, 2010, s.202).

İşletme ortakları, kredi kurumları, işletmeye kredili satış yapan firmalar daha çok net işletme sermayesiyle ilgilendikleri halde, yöneticilerin daha brüt işletme sermayesine önem verdikleri söylenebilir (Kiracı,2000, s.20).

Net işletme sermayesi finansal güvenliği, alacakların ve gelecekteki faaliyetlerin emniyet marjını ifade eder (Usta, 2002, s.130-131). Başka bir deyişle net işletme sermayesini araçlardaki hava yastığına benzetebiliriz. Olağan şartlarda ihtiyaç olmasa da varlığı kuşkusuz işletmeye güven veriyor.

Bu anlamda firma yeterli net işletme sermayesiyle;

- Dönen varlıklardaki ani değer düşüşlerin olumsuz etkisinden korunur.
- Borçlarının zamanında ödenmesini sağlar.
- Kredibilitiyi yükseltir.
- Olağanüstü durumlarda finansal zorluklara karşı rahatlık verir.
- Ürün taleplerinin sürekli karşılanmasını sağlar.
- Alıcılara vadeli satış imkânı tanıyarak satış hacmini yükseltir.
- Duran varlıkların tam kapasite ile çalışmasını sağlar.

Net işletme sermayesindeki artışlar: Dönen varlıklardaki artış ve kısa vadeli kaynaklarda azalışlar. Net işletme sermayesi kaynakları (arttırıcı etki)

- Net kar
- Amortisman
- İtfa payları
- Duran varlık satışı
- Öz sermaye artırımı
- Uzun vadeli borç artışı

Net işletme sermayesindeki azalışlar: Dönen varlıklardaki azalış ve kısa vadeli kaynaklardaki artışlar. Net işletme sermayesi kullanımları (azaltıcı etki)

- Uzun vadeli Borçların ödenmesi
- Duran varlık alımı
- Öz sermayenin azaltılması
- İşletmenin zarar etmesi

Tablo 1.1.Net İşletme Sermayesi

ABC A.Ş. 31.12.20XX Tarihli Bilançosu (TL)

**VARLIKLARKAYNAKLAR**

DÖNEN VARLIKLAR	2.000.000	KISA VADELİ BORÇLAR	1.000.000
Net İşletme Sermayesi			
		DEVAMLI SERMAYE	3.000.000
DURAN VARLIKLAR	2.000.000	(Uzun vadeli Borçlar+Öz Sermaye)	
Toplam Varlıklar	4.000.000	Toplam Kaynaklar	4.000.000

Kaynak: Aksoy A. & Yalçiner K. (2008). İşletme Sermayesi Yönetimi. Ankara: Gazi Kitabevi, s.20

Tablo 1.1’de görüldüğü gibi dönen varlıkların kısa vadeli borçları aşan kısmı (2.000.000 TL – 1.000.000 TL = 1.000.000 TL) net işletme sermayesi olduğu gibi devamlı sermayeden duran varlıklar çıkarılarak da (3.000.000 TL – 2.000.000 TL = 1.000.000 TL) net işletme sermayesini hesaplamak mümkündür.

**1.5.2. Devamlı İşletme Sermayesi**

Satış ve üretimin belli bir düzeyde olduğu dönemlerde, aylık olarak ya da haftalık sürelerde satış ve üretimin birbirine yakın düzeylerde çalışma sermayesi yatırımı devamlı olarak bu normal dönemlerin rakamları olarak karşımıza çıkacaktır. Kısaca işletme faaliyetlerinden dolayı para ile başlayan ve tekrar para ile bitecek olan devamlı hareketi sürecektir. İşletme bu faaliyeti çevirmek için gerekli yatırımı yapmak zorundadır. İşte firmanın faaliyetleri sonucu işletme sermayesinin süreklilik gösteren kısmına daimi veya devamlı işletme sermayesi denir (Gönenli, 1988, s.404).

Devamlı veya sürekli işletme sermayesi, işletme faaliyetlerinin minimum düzeyde yerine getirildiği dönemlerde bile, işletme aktivitelerinin devam etmesini sağlayan cari aktif tutarıdır. Bu tutar minimum dönen varlık toplamını temsil ettiğinden devamlı işletme sermayesi, aynı zamanda duran varlık niteliğine sahiptir. Bir başka deyişle, işletme faaliyetleri son bulana kadar, devamlı işletme sermayesi firma



bünyesinde mevcut bulunmalıdır. Bundan dolayı, işletme varlıkları büyüdükçe, devamlı işletme sermayesi ihtiyacı artacaktır (Hacıoğlu ve Dinçer, 2009, s.282).

### **1.5.3. Mevsimlik (Dalgalanan) İşletme Sermayesi**

Yıl içinde farklı mevsimlerdeki dalgalanmalar sonucu işletmelerin ihtiyaç duydukları mevsime özgü işletme sermayesi, devamlı işletme sermayesinin üzerinde bulundurulması gereken miktardır (Erdoğan, 1978, s.21).

İş hacmi ve faaliyetleri belirli mevsimlerde azalan veya çoğalan işletmelerde, mevsimlik işletme sermayesi ihtiyacı doğmaktadır. Satışların arttığı mevsimlerde mevcut talebi karşılamak için gereksinim duyulan işletme sermayesi tutarına mevsimlik veya dalgalanan işletme sermayesi denilmektedir. Eğer işletme faaliyetlerinde mevsimlik dalgalanmalar söz konusu değilse, kuramsal açıdan mevsimlik işletme sermayesine ihtiyaç duyulmayacaktır (Ceylan, 2004, s.229).

İşletme sermayesinin devamlı ve mevsimlik olarak sınıflandırılması, bunların finansmanları açısından çok önemlidir. Çünkü ihtiyaçlarına göre fon kaynakları farklılık göstermektedir. Mevsimlik işletme sermayesi ihtiyacı, geçici bir durum arz ettiğinden ölü dönemlerde oluşan fazla nakitlerin atıl kalmasını önlemek amacıyla kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmesi uygun olacaktır (Usta, 2002, s.135). Öte yandan işletme sermayesinin süreklilik gösteren kısmı devamlı ihtiyacı gösterdiği için uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmelidir.

### **1.5.4. Devresel ve Değişken İşletme Sermayesi**

İşletmeler, devresel dalgalanmaların etkisinde kalması sonucu işletme sermayesini arttırma gereği duyacaklardır (Erdoğan, 1978, s.21). İşletme sermayesine bağlanan para işletmenin pazar payı değerlendirilecek olursa, büyüyen pazarı neticesinde satışlarındaki artışa bağlı olarak zaman içerisinde artış gösterecektir (Gönenli, 1988, s.404). Bu görüşten hareketle, mevsimlik olmayan ve yılın bütün dönemlerinde faaliyetini sürdüren işletmelerin, faaliyet gösterdiği yıl içerisinde belli zamanlarda diğer aylara göre satışları artacaktır. Dolayısıyla bu hareketlilik yıl içerisinde devamlı işletme sermayesinden ayrı olarak değişkenlik gösterecektir.

Öte yandan işletme sermayesi ihtiyacını etkileyen çeşitli faktörlerdeki değişimler nedeniyle işletme sermayesi tutarı değişmekte ve işletme sermayesini oluşturan unsurların yerleşimi farklılaşabilmektedir (Kiracı,2000, s.20). Bununla birlikte işletmelerin çalışma performansı birçok faktöre bağlı olarak değişkenlik göstermektedir.

- Çalışma gücünün etkilenmesi,
- İşletmenin kapasite kullanım derecesindeki farklılıklar,
- Stok tedarik şartlarının değişmesi,
- Üretim teknolojilerindeki değişimler,
- Üretim sürelerinin uzayıp-kısalması,
- Ekonomik konjonktür

gibi bu ve buna benzer dalgalanmaların etkisiyle işletme sermayesi düzeyleri değişmektedir. Devresel olarak ortaya çıkan bu nedenlerden dolayı işletme sermayesi tutarı tam olarak tahmin edilemeyeceğine göre bu nitelikteki işletme sermayesi ihtiyacını finanse etmek için firmalar kullanacakları kaynakları önceden hazır etmeleri gerekir. Beklenmeyen bir şekilde ortaya çıkan işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak üzere finans kurumlarıyla anlaşma yapılması ve fonların her an kullanıma hazır tutulması birçok işletme tarafından uygulanan yöntemdir (Aksoy ve Yalçiner, 2008, s.23).

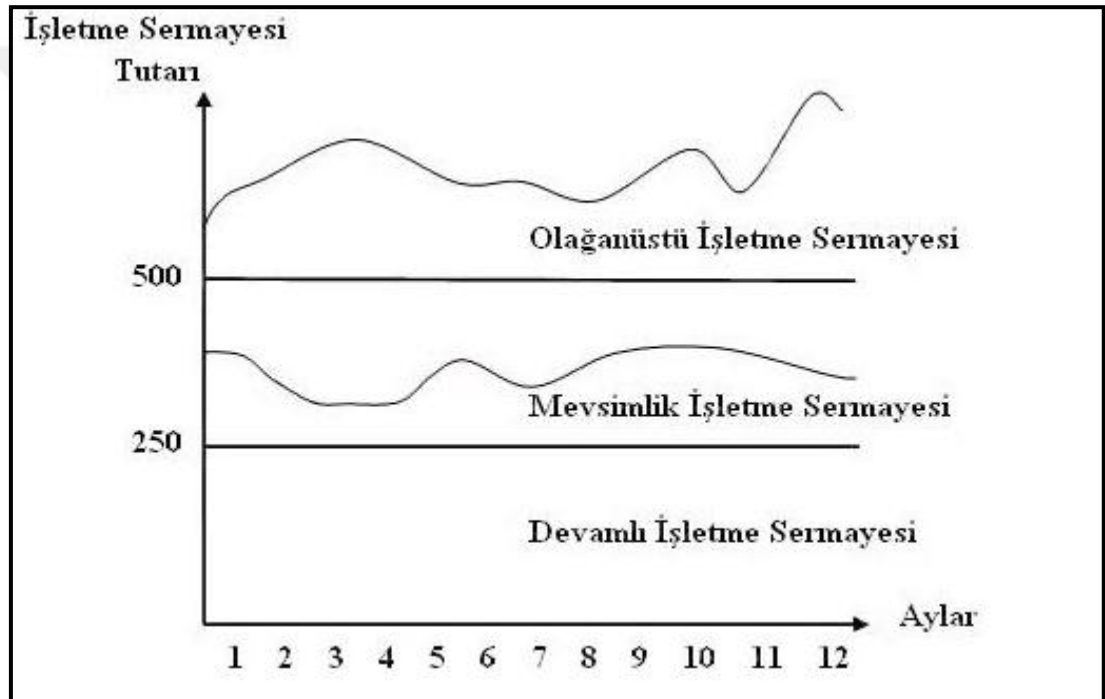
#### **1.5.5. Olağanüstü İşletme Sermayesi**

İşletmelerin normal seyreden ticari hayatlarında yazınlarda sayılan devamlı işletme sermayesi ile birlikte işletmenin ihtiyacına yönelik mevsimlik veya nispeten öngörülebilir nedenlerden dolayı tutarları ve gereklilikleri değişkenlik gösteren işletme sermayesi çeşitlerinin dışında olağan dışı bir durumun varlığında ortaya çıkan ve önceden tahmin edilmesi mümkün olmayan işletme sermayesine olağanüstü işletme sermayesi denilebilir. Bu tür bir işletme sermayesi ihtiyacını diğerlerinden farklı kılan bu özel durumun nedenleri kısaca şöyle sıralanabilir.

- Doğal afetler (deprem, sel, kasırga vb.)
- Toplumsal infialler (grev, ayaklanma, kargaşa)
- Savaş (bölgesel, kitlese)
- Tahmin edilemeyen olağan dışı durumlar (yangın, hastalık, terör vb.)

Olağanüstü durumlar genellikle işletme faaliyetlerini aksatmakta, etkinliğini azaltmakta olduğundan olağanüstü işletme sermayesi gerektirmektedir. Bazen de olağandışı durumlar faaliyetlerin daralmasına neden olarak, kullanılmayan varlıkları ortaya çıkarmakta, atıl işletme sermayesi meydana getirebilmektedir. Olağandışı şartların önceden tahmini mümkün olmadığından olağanüstü işletme sermayesi tutarı önceden bilinmemektedir. Bu durumlarda karşılaşılabilecek risklerin kısmen önlenmesi için işletme karlılığının fazla olduğu dönemlerde bir kısım karların tedbir olarak bulundurulması uygun olmaktadır (Aydın ve ark. 2006, s.114).

Şekil 1.2. İşletme Sermayesi Çeşitleri



Kaynak: Aksoy A. & Yalçın K. (2008). İşletme Sermayesi Yönetimi. Ankara: Gazi Kitabevi, s.24

## 1.6. İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİNİN ÖNEMİ

Sabit tesislerini tamamlayan dünyanın en iyi donatılmış fabrikaları bile faaliyete başlayacakları zaman hammadde, maaş, günlük giderler vb. işletme masraflarını karşılamak için işletme sermayesi fonlarına ihtiyaç duyarlar. Aynı şekilde imalatçı işletmelerinde üretimini yaptıkları malların satışını gerçekleştirmedikleri veya satmış oldukları mallar işletmeye tekrar nakit olarak dönünceye kadar önemli ölçüde nakde ihtiyaçları vardır. Sabit varlıkları çok büyük olan işletmelerin bile günlük veya

olağan ihtiyaçlarını karşılamak için yeterli düzeyde işletme sermayeleri olmadığı takdirde, genellikle başarısızlığa uğrama ihtimalleri çok fazladır (Erdoğan, 1978, s.16).

Finans yöneticisi, İşletme sermayesi yönetimi açısından esasen iki temel soruya cevap vermek durumundadır. Bunlardan ilki “*firma dönen varlıklara ve her bir dönen varlık unsuruna yapacağı yatırımın tutarı ne olacak?*” Diğeri ise, “*yatırım yapılacak dönen varlıklar hangi kaynaklarla finanse edilecek?*” (Okka, 2010, s.213).

İşletme faaliyetleri bir bütün oluşturduğunda, mevcut faaliyetlere ilişkin herhangi bir konuda alınan karar firmanın tümünü etkilediğine ve işletmeye ait çeşitli kaynakların birbirleriyle bağlantılı olduğundan dolayı, işletme sermayesi yönetiminin ayrı olarak değerlendirilmesinin subjektif bir ayırım olacağı ve optimal olmayan sonuçlara götürebileceği düşünülebilir. Ancak bir bütünü anlamak için onu oluşturan etmenleri ayrı olarak değerlendirmek daha yararlı olacaktır. Zaten işletme sermayesi ile sabit varlık yatırımları finansal yönetim açısından, yalnız fiziki özelliklerinin farklı olması yönünden değil bölünebilir ve nakde dönüşümü bakımından da birbirinden çok farklıdır. Kasadaki nakit, pazarlanabilir menkul kıymetler, stoklar ve alacaklar küçük miktarlar halinde azaltılabilir veya çoğaltılabilir. Buna karşılık duran varlık yatırımlarında, yatırımı yaparsınız veya yapmazsınız böyle bir durum karşısında bölünebilirlikten de söz edemeyiz.

İşletme sermayesi, bölünebilir olmasının yanında, duran varlık yatırımlarına göre daha likittir. İşletme sermayesinin bölünebilir ve likiditesinin yüksek olması firmanın finansman kararlarını da etkilemektedir. Bir işletmenin toplam varlıklarının büyük bölümünü dönen varlıklar oluşturuyorsa, söz konusu işletme, yükümlülüklerini karşılayamama riski sınırına kadar finansmanda görel olarak daha fazla yabancı kaynak kullanabilir. İşletme sermayesi bölünebilir olduğundan, firma işletme sermayesine yapacağı yatırımları öncelikli gereksinimlerine göre belirleyebilir. Neticede firmalar işletme sermayesinin kendisine özgü esnekliğinden faydalanarak finansmanlarını ayarlayabilirler (Akgüç, 2010, s.203).

### 1.6.1. İşletme Sermayesi Yönetiminin Finansal Önemi

İşletme sermayesinin yönetimi ve kontrol edilmesi firma açısından yaşamsal önem taşıdığı göz ardı edilemez. Ayrıca bu konu finans yöneticisinin özel dikkat ve özenini gerektirmekte ve iş yükünün büyük bir bölümünü oluşturmaktadır. İşletme sermayesi, firmanın tam kapasite ile çalışabilmesi, üretimi kesintisiz sürdürebilmesi, iş hacmini genişletebilmesi, yükümlülüklerini yerine getirememeye riskini azaltması, kredi değerliliğini artırması, olağanüstü durumlarda mali yönden zorlanmaması, faaliyetini karlı ve verimli bir şekilde yürütebilmesi açılarından büyük önem taşımaktadır. Bu yüzden işletme sermayesi yönetiminde yapılacak yanlışlar aşağıda belirtilen olumsuzluklarla karşılaşma ihtimalini gündeme getirecektir.

Dönen varlıklara yapılan her yatırımın işletme için bir maliyeti söz konusudur. İşletme gereğinden fazla dönen varlığa sahipse ve bu varlıklar yabancı kaynaklarla finanse ediliyorsa firmanın finansman giderleri artacak, öz kaynaklarla finanse ediliyorsa, öz kaynağın diğer kullanım alanlarının sağladığı avantajlardan yoksun olunacaktır. Finansman şekli nasıl olursa olsun fazla işletme sermayesi firma karlılığını olumsuz etkileyecektir. Ayrıca stok kontrolünün yetersiz oluşu halinde stokların modasının geçmesi nedeniyle uğranılacak zararlar artabileceği gibi, alacakların yönetiminde yapılacak yanlışlarda firmanın şüpheli ve değersiz alacak tutarını artırarak, önemli zararlara yol açacaktır.

Tam tersi yönden bakarsak, işletme sermayesinin yetersiz olmasının da firmaya yüksek maliyeti söz konusudur. Bu yetersizlik birçok işletmenin tam kapasite ile çalışmasını engellediği gibi, üretimde bir takım kesintilere neden olabileceğinden maliyetleri yükseltmekte ve müşteri taleplerinin zamanında karşılanmasını engellemektedir. Siparişlerin zamanında ve tümüyle karşılanamaması firmayı, yeni satış fırsatlarından yoksun bırakabileceği gibi elverişli koşullarda satış yapma olanağını ortadan kaldırarak iş hacminin daralmasına da neden olacaktır.

Öte yandan işletme sermayesi yetersizliği, firmanın vadesi gelmiş yükümlülüklerini karşılayamaması anlamı taşımaktadır. Böylesi bir durum işletmeleri önce teknik açıdan yükümlülüklerini yerine getiremez duruma düşürmekte, gerekli müdahale yapılmadığı takdirde işletme sermayesi eksikliği firmanın nihai tasfiyesine neden

olabilmektedir. Gelecekte yıldızı parlayacak birçok firma yola çıkarken, işletme sermayesi yetersizliği ve bu konudaki yönetim zafiyetinden dolayı başarısızlığa uğramaktadır. Özellikle ekonomik kriz dönemlerinde, işletme sermayesi yetersizliği, likidite riskinin yüksek olması, firmaların faaliyetlerini durdurmalarına ve ödeme sıkıntısı içine girmelerine yol açmaktadır.

Enflasyonist ortamlarda enflasyonun hızını kesmek için para otoritelerinin yaptıkları müdahaleler sonucu banka kredilerinin kısılması, faiz oranlarındaki artışlar, dönen varlıklarının önemli bir kısmını kısa vadeli yabancı kaynaklarla karşılayan işletmeleri karlılık ve likidite açısından zor duruma düşürmektedir.

Firmalar gerek piyasa değerlerini gerekse kredibilitelerini yükseltmek veya korumak için optimal tutarda işletme sermayesine sahip olmak zorundalar. Firma ile ilişkide olan paydaşlar (satıcılar, bankalar, kreditorler, yatırım sahipleri vb.) firmanın işletme sermayesi durumunu analiz etmektedirler. Dolayısıyla gerekli yükümlülükleri yerine getiremeyen veya gelecekte mevcut yükümlülükleri karşılayamama riskiyle karşı karşıya olan firmaların kendilerine yeni kaynak bulma olanağı azalmaktadır. Bu nedenle hem işletmenin kendi geleceği hem de ilişkide olduğu çevreyi göz önünde bulunduracak olursak işletme sermayesi yönetimine gereken önemin verilmesi kaçınılmaz hale gelmektedir (Akgüç, 2010, s.201-202).

### **1.6.2. İşletme Sermayesi Yönetiminin Firma Açısından Önemi**

İşletme sermayesini dönen varlık kalemlerinin oluşturduğunu belirtmiştik. İşletme sermayesi yönetimi ise sadece bu varlık kalemlerinin yönetimini değil bu kalemlerin finansmanında kullanılan kaynak kalemlerinin, dönen varlık kalemleri ile olan ilişkisinin dahil olduğu geniş kapsamlı bir yönetimdir (Aydın, 2003).

#### **1.6.2.1. İşletme Sermayesine Ayrılan Süre**

Birçok yazında belirtildiği üzere işletme sermayesi yönetiminin firmaların finansal işleri ile ilgilenen yöneticilerini en çok meşgul eden kararlar dizini olduğu gözükmektedir. Çünkü ortada dinamik bir durum vardır. Paranın döngüsü devamlı ve her gün yürütülen bir iş olduğundan finans yöneticisi günlük çalışmalarının büyük kısmında paranın günlük akışı ile ilgilenmek zorundadır (Usta, 2002, s.127).

Öte yandan finans yöneticileri, duran varlıkların yönetimi için mesailerinden bu kadar süreyi harcamazlar. Bir işletmenin kurulması için gerekli olan duran varlık yatırımı kararı bir defa alınır. Bunun dışında sadece bazı dönemlerde duran varlıklarla ilgili faaliyetler görülür. Bu faaliyetler sırasında belli periyodik zamanlarda bakım, onarım ve yenileme gibi durumlarda duran varlıklar ile kararlar söz konusudur (Kiracı,2000, s.30). Dolayısıyla işletme var olduğu sürece hem rutinde tekrar eden işlerinin hem de işletme sermayesi unsurlarının hızlı tükenmeye bağlı kısa vadeli ve birbirine dönüşebilen yapısından kaynaklı firma adına finansal karar alanların çalışma süresinin büyük bir bölümünü harcadığı ortadadır. Burada önemli olan firmanın geleceği açısından harcanan bu mesainin ne kadar etkili ve verimli kullanıldığı konusudur.

#### 1.6.2.2. Dönen Varlıklara Yapılan Yatırımın Miktarı

Dönen varlıklara yapılacak olan yatırım tutarı iki şekilde karşımıza çıkıyor. Bunlardan ilki işletmenin kuruluşu sırasında yatırım yapılırken gündeme gelen, kurulan tesisleri harekete geçirmek için gerekli olan işletme sermayesi, diğeri ise çalışmakta olan işletmede kullanılan, başlangıçta belirlenmiş olan veya değişen şartlara göre şekillenen işletme sermayesidir (Güzel, 2012, s.272). Bununla beraber her işletmenin ihtiyaç duyduğu işletme sermayesi tutarı birbirinden farklılık gösterir. Sanayi alanında faaliyet gösteren firmalar sabit yatırımlar olarak daha fazla varlığa sahip olurken, işletme sermayesi yatırımları nispeten daha az olacaktır. Dolayısıyla Üretim yapacak olan firma gerekli tesislerin yapılması için sabit varlıklara yatırıma ağırlık vermek zorundadır. Pazarlama yapacak olan işletme ise üretilmiş olan mamullerin satışı ile ilgili daha fazla işletme sermayesine gereksinim duyacaktır. Öte yandan işletme sermayesinin unsurlarının dağılımı da firmalara göre farklılık göstermektedir. Hatta aynı alanda faaliyet gösteren benzer ölçüdeki firmaların işletme sermayesi bileşimleri değişmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2008, s.11).

Dönen varlıklar, önem derecesi faaliyet kollarına ve işletme sermayesi ihtiyacını etkileyen birçok faktöre göre değişmekle birlikte, bir firmanın toplam varlıkları içinde büyük yer tutmaktadır. Genel olarak üretim işletmelerinde dönen varlıkların toplam varlıklar içerisinde %50'den fazla ağırlık taşıdığı söylenebilir. Bu oran toptan ve perakende ticaretle uğraşan firmalarda %70 oranını aşmaktadır. Buna karşılık

enerji üreten işletmelerde, dönen varlıklar toplam varlıklar içinde ancak %10'luk bir pay taşımaktadır (Akgüç, 2010, s.204).

#### 1.6.2.3. İşletme Sermayesi ile Satışların Arasındaki İlişki

Bir işletmenin satış hacminin artması, işletme sermayesini de aynı yönde artış göstermesine neden olacaktır. Satışların büyümesi işletmenin hammadde alışlarında, stoklarında, alacaklarında, nakit ve benzeri cari varlıklarında büyümeye sebep olacaktır. Ancak, satışlarla işletme sermayesi arasındaki bu yakın ilişki her zaman doğrusal olmayabilir. Diğer bir değişle, etkin bir işletme sermayesi yönetimiyle işletme sermayesindeki artış oranı, satışların artış oranından daha düşük seviyede gerçekleşebilir (Aydın, 2003, s.237). İşletme sermayesi devir hızının artması etkin bir yönetimin göstergesi olarak yorumlanabilir. Diğer koşullar sabit kalmak üzere, işletme sermayesi devir hızının artması olumlu gelişmedir. Ancak büyük ve sağlam firmalarda, uzun süre içerisinde işletme sermayesi ile satışları arasında sabit bir oran gözlenmektedir. Yani uzun faaliyet dönemi geçiren büyük, sağlam ve piyasaya oturmuş firmaların işletme sermayesi devir hızında dikkat çekici bir değişim olmamıştır. Buna karşılık kısa sürede özellikle faaliyetleri mevsimlik hareketlerin etkisi altında olan firmalarda işletme sermayesi devir hızı oranları dalgalanma göstermektedir (Akgüç, 2010, s.205).

#### 1.6.2.4. İşletme Sermayesi ile Karlılık Arasındaki İlişki

İşletmeler cari varlıklara yapılacak yatırımı belirlerken karlılık ve risk faktörlerini göz önünde bulundurarak bu faktörler arasında iyi bir denge kurmaları gerekir. İşletme sermayesine yapılan yatırımın bir fırsat maliyeti söz konusudur. Firma işletme sermayesine yaptığı yatırımı arttırarak likiditeyi yükseltip riski düşürürken karlılığını da düşürmüş olur.

Firma aktifinde daha fazla nakit tutulması alternatif kullanım alanlarının kullanılamamasına neden olacaktır. Örneğin bu fazlalığın borç ödemelerinde kullanılmasıyla faiz yükünden kurtulmak mümkündür. Yine daha fazla stok bulundurma (bozulma, modası geçme vs.) alacakların artması (değersiz, şüpheli alacaklar vs.) veya diğer cari varlıklarda yapılan fazla yatırımlar karlılığı olumsuz etkileyecektir. Diğer taraftan karlılığı arttırmak için işletme sermayesine yapılan



yatırım tutarını azaltmak kısa vadeli borçları ödenememesi ve işletmenin faaliyetlerinin engellenmesine sebep olabilecek riskleri beraberinde getirmektedir (Aydın, 2003, s.237). Bu yüzden durumun iyi analiz edilerek işletme sermayesinin karlılık ve risk hassasiyetlerini iyi ortaya koymak gerekir.

#### 1.6.2.5. İşletme Sermayesinin Küçük İşletmeler Açısından Önemi

Küçük işletmeler, değişen konjoktüre daha kolay adapte olabilmekte ve yenilikleri daha kolay hayata geçirebilmektedirler. Bu nedenle KOBİ'ler ülke ekonomisi için çok büyük önem taşımaktadırlar (Arslan, 2003, s.122).

İşletme sermayesi yönetimi, özellikle küçük işletmelerin yapacakları varlık yatırımları bakımından önem taşımaktadır. Çünkü küçük işletmeler, sermaye yetersizliği nedeniyle duran varlık yatırımlarını kiralayarak veya ikinci el satın alma yoluna giderek çözmeye çalışırlar. Ancak benzer bir alternatif durumun nakit, stok, alacaklar gibi dönen varlıklar için yapılması çok mümkün değildir. Bu nedenle dönen varlıklara yatırım küçük işletmelerin finans yöneticisi için daha önemlidir. Çünkü dönen varlıklara yapılacak olan yanlış yatırımlar, zaten sınırlı finans kaynağına sahip olan işletmeler için başarısızlığa neden olabilir.

Öte yandan, küçük işletmeler, sermaye piyasasından fon sağlayamazlar. İşletmelerin bu tip alternatif finans kaynaklarından yoksun olmaları, onları ticari kredi ve kısa vadeli banka kredilerine ağırlık vermelerine sevk eder (Ceylan, 2004, s.230). Kısa vadeli yabancı kaynaklardan yararlanma küçük işletmelerin net işletme sermayesi ve likidite durumlarını büyük oranda etkilemekte ve bu nedenle işletme sermayesi yönetimi bu tür işletmeler için büyük önem arz etmektedir (Erdinç, 2008, s.231).

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren küçük işletmeler sermaye piyasasından hemen hiç yararlanamazlar. Bunun yanında, Türkiye'de KOBİ'lerin ticari bankalardan kredi kullanımları, tüm ticari kredilerin %4'ü civarındadır (Ceylan, 1983, s.11). Bütün bu nedenlerle işletme sermayesi yönetimi küçük işletmeler için büyük işletmelerden daha fazla önemlidir.

## **2. BÖLÜM**

### **İŞLETME SERMAYESİ İHTİYACI VE FİNANSMANI**

#### **2.1. İŞLETME SERMAYESİ İHTİYACINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER**

İşletmelerin ihtiyacına göre belirlenen işletme sermayesi tutarı, zaman içinde ve değişen şartlara göre değişim göstermektedir. Genel görüş olarak işletme sermayesi ihtiyacı çalışmaların düzeyine bağlı olarak değişme gösterir (Usta, 2002, s.128). İşletme sermayesi ihtiyacında, firmanın işletme sermayesinin tutarının yeterli seviyede olması anlaşılmalıdır. Bu yeterlilik; işletme faaliyetlerinin aksamadan sürdürülmesi, risk derecesini yükseltmeden karlılığın artırılması, borçların zamanında karşılanması anlamına gelmektedir (Aydın ve ark. 2006, s.114).

İşletmelerin ihtiyaç duyacağı işletme sermayesi tutarları birçok faktöre bağlı olarak değişmektedir. İşletme sermayesi ihtiyacını doğru ve yeterli düzeyde belirlemek amacıyla kullanılan çeşitli hesaplama yöntemlerinden önce işletme sermayesi ihtiyacını etkileyen faktörlere göz atmamız gerekir. Bu faktörleri işletmeyle ilgili faktörler ve işletme dışı faktörler olarak incelememiz mümkündür.

#### **2.1.2. İşletmeyle İlgili Faktörler**

Bir işletmede işletme sermayesi ihtiyacı, işletmenin içinde bulunduğu koşullara, faaliyette bulunulan sektöre, işletmenin özelliklerine ve kapasitesine göre farklılık göstermektedir. İşletmenin kendi özellikleri ile ilgili faktörleri işletmeyle ilgili faktörler altında toplayabiliriz.

##### **2.1.2.1. İşletmenin Faaliyet Konusu ve Büyüklüğü**

İşletme sermayesi tutarını etkileyen faktörlerden ilk gösterebileceğimiz işletmenin genel tipi diyebiliriz (Erdoğan, 1978, s.117). Bu önemli ayrım işletmenin üretim veya ticaret işletmesi olması durumunda işletme sermayesi ihtiyacını direkt etkileyecektir. Çünkü ticari faaliyette bulunan işletmeler üretim işletmelerine göre daha çok işletme sermayesine sahiptirler. Üretim işletmelerinde, işletme sermayesi seviyesi üretim sürecine, alış ve satış politikalarına bağlı olarak değişmektedir.

İşletme sermayesini oluşturan unsurlar faaliyet süresince sürekli olarak değişmektedir. Üretim süreci uzadıkça stoklara bağlanan fonlarda o kadar artacaktır. Diğer yandan alışlarda ödemeler geciktirildiği ölçüde nakit ihtiyacı azalacaktır. Dolayısıyla işletmelerin faaliyet konusuna göre nakde dönüşüm süreleri uzadıkça işletme sermayesi ihtiyacı artış gösterecektir (Aydın, Başar, Coşkun, 2009, s. 135).

İşletme büyüklüğü kavramının temel göstergesi, üretim ve satış hacminin miktarıdır. Üretim miktarı ve buna bağlı satış miktarı büyüdükçe işletme sermayesine duyulan gereksinim artacaktır. Başka bir deyişle işletmenin nakit ihtiyacı değişecek, büyüyen satış hacmine bağlı daha fazla alacak oluşacak ve faaliyetlerin yürütülmesi için gerekli stok miktarı yükselecektir. Dolayısıyla tüm bu nedenler fazla işletme sermayesi gerektirecektir (Büker, Aşıkoglu, Sevil, 1997, s.148).

#### **2.1.2.2. Nakit Dönüşüm Süresi**

Firmalarda işletme sermayesi ihtiyacını belirlerken kullanılan argümanlardan biride nakit dönüşüm süresidir. Nakit Dönüşüm Süresi; alacakların tahsili ile borçların ödenmesi arasındaki geçen sürenin uzunluğunu, yani nakdin ne kadar süre ile dönen varlıklara bağlandığını gösterir. Eğer firma bütün satışlarını peşin yaparsa, nakit sadece stoklara bağlanacak ve onlar satıldığında yine nakde dönüşecektir. Daha doğrusu stok dönüşüm süresi nakit dönüşüm süresine eşit olacaktır. Ancak genel görünüm eldeki fonların önce stoklara dönüşmesi, bunların kredili olarak satılması ve alacakların tahsili ile eldeki fonların tekrar nakde dönüşmesidir (Okka, 2010, s.218).

Nakit Dönüşüm Süresi = Stok Dönüşüm Süresi + Alacak Tahsil Süresi – Borçları Ödeme Süresi

$$\text{Stok Dönüşüm Süresi} = \frac{360}{\text{Stok Devir Hızı}}$$

$$\text{Alacak Tahsil Süresi} = \frac{360}{\text{Alacak Devir Hızı}}$$

$$\text{Borcun Ödenme Süresi} = \frac{360}{\text{Ticari Borç Devir Hızı}}$$

### 2.1.2.3. Devir Hızları

Firmanın kasasında bulunan nakit, bankalardaki vadesiz mevduatı, hemen paraya çevrilebilir özellikteki menkul kıymetleri, alacakları, tahsil edilecek gelirleri, stokları, peşin ödenmiş giderleri ve önceden verilmiş avansları gibi cari değerlerin tümü işletme sermayesini oluşturur. Anılan değerlerin hepsini her firmada görmek mümkün değilse de kasa, stoklar ve alacaklar gibi işletme sermayesinin temel unsurlarını bütün işletmelerde görmek mümkündür.

Dönen varlıklar, çeşitli unsurları içinde barındırdığından her unsurun devrini incelemek yanında toplamın genel olarak incelenmesi de gerekir. İşletme sermayesi unsurları olarak kabul edilen paraya çevrilebilir menkul kıymetlerin devrinin tek başına incelenmesi anlamlı olmayabilir. Aynı şekilde verilen avansların, peşin ödenen giderler gibi unsurların varlığı sürekli olsa da, ortaya çıkışları normal ve periyodik zamanlara tabi olmayabilir. Bu yüzden bu tür unsurları dikkate alabilme açısından genel olarak tüm dönen varlık devir hızını ve süreklilik gösteren unsurları incelemek daha uygun olur (Aksoy ve Yalçın, 2008, s.73).

#### İşletme Sermayesi (Dönen Varlıklar) Devir Hızı

Satışlarla dönen varlıklar arasında yakın bir ilişki vardır. Satış hacmi büyüdükçe, özellikle stoklar ve alacaklar artış göstereceği için işletme sermayesi ihtiyacının artması normaldir. İşletme sermayesinin ne kadar verimli kullanıldığını belirlemek amacıyla işletme sermayesi devir hızı hesaplanabilir.

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

İşletme sermayesi devir hızının yüksek olması görece olarak finansman ihtiyacını azalttığı için olumlu yorumlanabilir. Öte yandan devir hızındaki artış işletme sermayesi yetersizliğinden kaynaklanıyorsa bu durumu olumlu yorumlamak gerekir. Sonuçta bir firmanın işletme sermayesi devir hızının yeterli olup olmaması konusunda aynı iş kolunda faaliyet gösteren diğer firmalarla karşılaştırmalar yapılarak bir sonuç çıkarılabilir (Akgüç, 2013, s.506).

### Hazır Değerler Devir Hızı

Hazır değerleri oluşturan kasa, banka, pullar, çekler, kuponlar gibi kalemlerin satış hasılatı ile kaç defa karşılandığını gösterir. Firmanın iş yapma amacıyla işletmede tutacağı hazır değerlerin saptanmasına yardımcı bir orandır. Bu oran için genel bir değer olmamakla birlikte her işletme kendi özelliklerine göre geçmiş yıllar veya diğer firmalarla karşılaştırmalar yapmakla bazı uygulamalar geliştirebilir (Akdoğan ve Tenker, 2010, s.665).

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

### Alacak Devir Hızı

Faaliyet dönemindeki kredili satışların ticari alacaklara bölünmesi ile hesaplanır. Ancak işletmenin kredili satış tutarı belirlenemiyorsa, payda net satışlara verilmek suretiyle de oran hesaplanır.

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

$$\text{Ortalama Ticari Alacaklar} = \frac{\text{Dönem Başı} + \text{Dönem Sonu Ticari Alacaklar}}{2}$$

Ticari alacaklar işletmenin ana faaliyet konusundan kaynaklanan senetli ve senetsiz alacaklarını kapsar. Bu oran işletmenin alacaklarının paraya dönüşüm hızını, yani likiditesini gösterir. Mali analist için firmanın likidite durumunu değerlemede yararlı bilgiler verir. Alacakların yılda kaç defa tahsil edildiğini gösteren bu oranın büyümesi devir hızının arttığını, yani vadelerin kısaldığını, küçülmesi ise devir hızının düştüğünü, dolayısıyla vadelerin uzadığını gösterir. Alacak devir hızı hesaplanırken aşağıdaki şu hususlara dikkat edilmelidir.

- Dönem başı, dönem sonu ticari alacaklarda büyük farklılıklar varsa oranın paydasına ticari alacakların ortalaması konmalıdır. Aksi halde cari yıl alacakları alınabilir.

- İşletme faaliyetleri mevsimlik dalgalanmaların etkisinde kalıyorsa bunun paydadaki ticari alacaklar üzerindeki etkisini giderecek şekilde ortalama hesaplanmalıdır.
- Hem satışlar hem de ticari alacaklar arasında sadece işletmenin ana ticari faaliyetlerinden kaynaklanan tutarlara yer verilmelidir.
- Ticari alacaklar vadesi henüz gelmemiş, değersiz veya şüpheli halde olmayan alacakları kapsmalıdır (Çabuk ve Lazol, 2008, s.188).

### Stok Devir Hızı

Bir işletmede stokların ne kadar hızlı satışa çevrildiğini gösteren ölçüdür. Satılan malın maliyetinin ortalama stok miktarına bölünmesiyle bulunur.

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

$$\text{Ortalama Stok} = \frac{\text{Dönem Başı Stok} + \text{Dönem Sonu Stok}}{2}$$

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

Bütün faaliyet dönemi boyunca ortalama stok rakamı her zaman olmayabilir. Eğer hesap dönemi başında ve sonundaki stok miktarı ortalama stoku ifade ediyorsa yani yıl içerisinde stok hareketlerinde büyük dalgalanmalar gözlenmiyorsa, hesap dönemi başı ve sonundaki stok rakamları toplanıp ikiye bölünmek suretiyle ortalama stok bulunabilir. Ancak hesap döneminde mevsimlik hareketlerin getirdiği büyük dalgalanmalar oluyor, stokların aşırı yüksek veya düşük dönemlere ait bilanço düzenleniyor ise hesaplanan ortalama stok anlamlı olmayabilir. Faaliyet dönemi içerisinde stok hareketlerinde meydana gelen dalgalanmalar karşısında her ay sonunda stok tutarının basit aritmetik ortalaması alınarak ortalama stok bulunabilir. Satılan malın maliyetinin tespit edilemediği durumlarda da net satış hasılatının ortalama stoka bölünmesiyle de stok devir hızı hesaplanabilir (Akgüç, 2013, s.491).

## Etkinlik Oranı

İşletmelerin faaliyetleri boyunca işletme sermayesini oluşturan unsurları sürekli dönüşüm halindedir. Ekinlik süresi de işletme faaliyet döngüsünün zaman açısından uzunluğunu ölçmektedir. Bu süre iki temel cari faaliyet süresinin bileşiminden oluşmaktadır. Bunlardan biri alacakların tahsil süresi diğeri ise stok dönüşüm süresidir. Dolayısıyla alacak ve stok devir hızları arasındaki karşılıklı etkileşim işletmelerde etkinlik süresinin uzunluğunu belirlemektedir. Alacakların ortalama tahsil süresine stok tutma süresinin eklemesi ile hesaplanan etkinlik oranı veya süresi alacak devir hızı ile stok devir hızı hesaplanarak bulunmakta ve bu iki devir hızının oluşturduğu toplamın bir sonucu olmaktadır. Bir yıl içindeki gün sayısının devir hızına bölünmesi suretiyle bulunan sonuçlar gün olarak ifade edilir.

Etkinlik Süresi (Oranı) = Alacakların Tahsil Süresi + Stok Tutma Süresi

İşletmelerde alacak devir hızı ile stok devir hızının birlikte artması kaynak kullanımının verimli olması açısından olumlu bir gelişmedir. Ancak firmalar genelde bu iki sureyi aynı anda kısaltmamaktadırlar. Bunun başlıca sebebi ise satışlarını artırmak isteyen bir firmanın kredili satışlarında vadeyi uzatama veya peşinat oranını düşürme yoluna gitmesidir. Bu şekilde satışlar artacak ve stokların tüketilme süresi azalsa da; alacak tahsil süresi artacaktır. Bunun tersi de olabilir. Özellikle gelecekteki belirsizliğin arttığı dönemlerde firma tahsil süresini kısaltmaya çalışabilir. Bunu da kredili satışlarını azaltarak veya vadelerini kısaltarak yapmaya çalışacaktır. Böylece satışların azalması, yani stokların artmasına neden olacaktır. Sonuçta işletmeler bu iki orandan birini kısaltmaya çalıştığında, muhtemelen diğeri artacağından, etkinlik süresini kısaltmak oldukça zordur (Akgün, 2002, s.186-198).

### 2.1.2.4. Satış ve Satın Alma Şartları

Satışlar ne kadar istikrarlı ve ne kadar düzenli olursa işletme sermayesi ihtiyacı da aynı oranda azaltılabilir. Satışlarda gözlenen artış, ivedi bir şekilde işletme sermayesini oluşturan kalemlerinde artmasına neden olacaktır. Diğeri taraftan satışlardaki azalış da, aynı şekilde, işletme sermayesi kalemlerinin azalmasına neden olacaktır. İşletme sermayesi yönetiminde etkinlik arttıkça işletme sermayesindeki artış, satışlardaki artıştan daha düşük olacaktır (Aydın ve ark., 2009, s. 136).

Üretim için gerekli olan girdileri nakit ile sağlayan işletmeler, girdilerini vadeli olarak satın alma yoluna gidenlere göre daha fazla işletme sermayesi bulundurmamak zorundadır. Vadeli olarak satın alınan girdiler, nakit ihtiyacını azaltacak, girdilerin bedelleri, borçlu olarak alınan girdilerden üretilen ürünlerden elde edilen gelirlerden karşılanacağı için işletme sermayesi ihtiyacı görece olarak azalacaktır. Diğer taraftan ürettikleri malları peşin satan firmalar, vadeli satış yapanlara oranla daha az işletme sermayesine ihtiyaç duyarlar (Büker ve ark., 1997, s.149).

#### **2.1.2.5. Üretim Süresi, Miktarı ve Maliyeti**

Üretim süresinin uzun olması hammadde stoklarına bağlanan paranın dönüş süresini geciktireceği için işletme sermayesi ihtiyacı artacaktır. Üretimde geçen zaman kısaldığı ölçüde stok devir hızı artacağından, işletme sermayesi ihtiyacı azalacaktır. Örnek olarak bir un fabrikasında üretimin tamamlanma süresi, gemi inşası alanında faaliyet gösteren bir işletmede üretimin tamamlanma süresinden farklıdır. Gemi üretimi süresi birkaç yılı alabileceğinden dolayı stok devir hızı azalacak ve işletme sermayesine duyulan ihtiyaç artış gösterecektir.

Sabit varlık yatırımları işletmenin üretim kapasitesini arttırırken bu kapasitenin kullanılması işletme sermayesi gerektirir. Üretim kapasitesi ve birim üretim maliyeti yüksek olan işletmeler, daha fazla hammaddeye işçiliğe ve genel imalat giderlerine para yatıracaklardır. Büyük miktarda üretim yapan işletmelerin satış hacimleri de geniş olacağından, kredili satışlar artacak ve fonların bir miktarı alacağı dönüşecektir. Bu da işletme sermayesine bağlanan tutarın artış göstermesine neden olacaktır (Büker ve ark., 1997, s.150).

#### **2.1.2.6. Stok Politikası**

Firmanın işletme sermayesi kaynaklarının başka bir kullanım alanını oluşturan stoklar, alacak hesaplarında olduğu gibi işletmenin stok düzeyinin belirlenmesi de bir yatırım kararı olarak değerlendirilir. Finans yöneticisi işletme açısından optimum stok miktarını belirlerken firmanın pazar değerinin maksimum kılınması ilkesinden hareket eder.



Alacaklarda olduğu gibi stoklarında işletmenin bağladığı fonlar nedeniyle bir maliyeti söz konusudur. Çok az miktarda stok bulundurmak bağlanan fon tutarının azaltmasının yanında, üretimin kesilmesi ve benzer durumlarda müşteri siparişlerinin karşılanamaması riskine yol açar. Diğer taraftan yüksek düzeyde stok tutmak ise işletme sermayesine bağlanan fon tutarını arttıracadığından dolayı işletme likiditesini olumsuz yönde etkileyecektir. Stok yönetiminin amacı finansal yönetimin etkin bir envanter yönetimi ile üretim, finans ve pazarlama arasında en uygun dengeyi sağlamaktır (Berk, 2005, s.148).

### **2.1.2.7. Likidite Yönetimi**

İşletmede likiditeyi her varlığın paraya dönüşebilme yeteneği olarak ifade edebiliriz. Tanımın önemini gösteren durum, bunun her varlık kalemi için kullanılmasıdır. Ancak bazı varlık kalemlerinin paraya dönüşmesi öylesine zaman alır ve özellikle zorunlu koşullarda değerlerinde negatif yönde öyle çok değişmeler olabilir ki bu varlıkları likit olmayan varlıklar şeklinde düşünebiliriz. Öte yandan kasa, pazarlanabilir menkul kıymetleri, ve alacakları likit varlıklar olarak düşünmeliyiz.

Likidite yönetimi, esasen yukarıda sayılan varlıklardan daha dar şekilde kasa ve hızlı paraya dönen kıymetlerin yönetimine işaret etmektedir. Bu kalemlere bağlanacak tutarın işletmenin pazar değerini etkileyip etkilemediğini kontrol etmek gerekir. Bir başka yaklaşımda kasa sıfır kazanan bir varlık olduğuna göre fazla miktarda kasa bakiyesinin işletmenin karlılığını olumsuz yönde etkileyecek ve bunun sonucu olarak işletmenin pazar değerinin düşmesi söz konusu olacaktır. Diğer taraftan işletme yeteri tutarda kasaya sahip değilse teknik likiditesini kaybedeceği için vadesi gelen borçlarını ödeyememe riski ile karşılaşacaktır. Diğer bir değişle finansal güçlük de diyebileceğimiz işletmenin teknik likiditesini kaybetmesi, firmanın vadesi gelen borçlarını ödeme gücünü kaybetmesi anlamına gelmektedir. Bu durum karşısında işletmenin finans yönetimini yeniden organize etmesi ve buna benzer önlemler alması gerekebilir (Gönenli, 1988, s.406).

### **2.1.2.8.Satış Gelirlerinin Dalgalanma Derecesi**

Bir firmanın gelirlerinin elde edilmesi çeşitli faktörlerin etkisi altındadır. Genel ekonomik durum başta olmak üzere firmanın içinde bulunduğu endüstrideki şartlar ile firmanın yönetimiyle ilgili pek çok değişken işletme gelirlerini etkileyecektir (Aksoy, 1988, s.156).

Genel ekonomik durum durgunluk içindeyse, işsizlik oranı artıyor, talepler düşüyor, yatırımlar azalıyor ve ekonomik kalkınma hızı yavaşlıyorsa bu pazarda çalışan bir işletme bu gelişmelerin uzağında kalamayacağından ister istemez faaliyetleri etkilenecektir. Firmaların içinde buldukları endüstriler ekonomik durumlardan farklı derecede etkilenirler.

Öte yandan firmaların satış gelirleri işletme faaliyetlerinin özelliklerine göre de değişebilmektedir. Sipariş üzerine çalışan firmaların taleple ilgili sorunları olmamaktadır. Çoğu kez ağırlıklı peşin satış üzerine yoğunlaşmalarına karşın, üretim öncesi sipariş avansı kullanmanın mümkün olduğu firmalar vardır. Bu tür firmaların satışları istikrarlı olup işletme sermayesi düzeyi dalgalanma göstermemektedir. Ancak bazı işletmelerin gelirleri oldukça sık ve şiddetli dalgalanma gösterir. Satışlarının düzensiz bir biçimde olması nedeniyle bu işletmeler, mevcut dalgalanmanın getirdiği belirsizlikleri karşılamak amacıyla daha fazla işletme sermayesine ihtiyaç duyarlar. Bununla birlikte gelirlerinin dalgalanma göstermesi kullanacakları finans kaynaklarını da etkiler. İstikrarlı gelirler ile yabancı kaynakların karşılanabilmesi daha kolaydır (Aksoy ve Yalçın, 2008, s.91-92).

Gelirlerin dalgalanması yabancı kaynaklardan kaçınmaya neden olmakla beraber faaliyetleri azaltıp işletmenin küçülmesine sebep olur. Gelirleri farklı zamanlarda değişiklik gösteren işletmelerin sabit varlıklarına göre dönen varlıklarının oranı, geliri düzenli olan işletmelere göre oldukça fazladır (Erdoğan, 1978, s.118).

### **2.1.2.9. Sermaye Maliyeti**

Sermaye maliyeti, finans yönetiminde özellikle sermaye bütçelemesi kararlarında kullanılan temel bir veridir. Yatırımdan bahsedilen net işletme sermayesi ve sabit varlıkların toplamıdır. Bu yatırımların finansmanında kullanılacak kaynakların,

toplam kaynaklar içerisindeki payları da dikkate alınarak hesaplanan kaynak maliyeti sermaye maliyeti olarak ifade edilir (Ercan ve Ban, 2005, s.209).

İşletmelerin finansal yapılarında finansal bir optimumdan bahsedebiliriz. Bu optimum işletmenin pazar değerini en yükseğe çıkaran finansal yapıdır. Yatırım kararları verilirken gerekli olan en düşük verim oranı sermaye maliyeti ile bağlantılıdır. İşletmenin yapmış olduğu yatırımlarından beklenen verim oranı sermaye maliyetinin konusunu oluşturur (Gönenli,1988, s.367).

Bir firmanın değerini maksimize etmek için yöneticiler, sermaye dahil olmak üzere tüm girdi maliyetlerini minimize etmek zorundadırlar. Ayrıca finans yöneticilerinin sermaye maliyetini azaltmak için yatırımın işletmeye sağladığı verim ile kullanılacak kaynakların maliyetlerinin iyi analiz etmeleri gerekir (Brigham, 1999, s.175).

#### **2.1.2.10. Amortisman Uygulamaları**

Amortisman tabi varlıklar birden fazla dönemde kullanılması beklenen, sınırlı ömrü olan, işletme tarafından mal ve hizmet üretimi, tedarikinde ve işletme içi genel yönetim amaçları için edinilen varlıklardır. Söz konusu bu varlıklar kullanıldıkları süre zarfında yıpranma, aşınma ve fonksiyonlarını kaybetme durumu ile karşı karşıyadır. Bu durum anılan varlıkların değerlerinde bir azalmayı, bunun sonucunda da işletmenin katlandığı bir maliyeti gösterir. İşte katlanılan bu maliyet amortisman olarak ifade edilir. Amortisman maddi ve maddi olmayan duran varlıklar ile özel tükenmeye bağlı varlıkların tümü için geçerlidir.

Anılan varlıklar üzerinden ayrılan amortisman payları işletmeye nakit girişi sağladığından firma likiditesini olumlu yönde etkiler. Aynı zamanda net işletme sermayesini artırmakla beraber işletme sermayesini finanse eden bir kaynaktır. Bu yüzden firmanın amortismanda kullanacağı yaklaşım önem taşımaktadır.

Amortisman hesaplamada duran varlığın ekonomik olarak kullanılabilceği süre ya da o varlık ile elde edilecek mal veya hizmetin miktarı esas alınır. Duran varlık amortisman payları için birbirini izleyen dönemlerde ayrılması için birçok yöntem geliştirilmiştir. Uygulanacak yöntem varlığın kullanılma biçimine göre belirlenir (Sevilengül, 2011, s.410-413).

Duran varlık amortismanında kullanılan yöntemler şöyle sıralanabilir

- Eşit tutarda yıllık amortisman
- Değişen tutarda yıllık amortisman
- Azalan tutarda yıllık amortisman
- Artan tutarda yıllık amortisman

#### 2.1.2.11. Kar Dağıtım Politikaları

Kar payı ödeme miktarı, işletmenin sahip olduğu yatırım fırsatlarına göre değişme gösterir. İşletmenin yapacağı yatırım fırsatı çoksa, karpayı ödeme yüzdesi muhtemelen sıfır olacaktır. Diğer taraftan işletme yatırım fırsatları bulmakta sıkıntı yaşıyorsa, o zaman kar payı ödemesine yönelecektir. İşletmenin karlı yatırım fırsatları bulup bulmaması durumuna göre, kar payı ödeme oranının sıfır ile bir arasında değişeceği söylenebilir.

$$0 \leq \text{Kar Payı Ödeme Oranı} \leq 1$$

Kar payı dağıtım politikasını, sadece mümkün olan yatırım fırsatlarının getireceği karlılık ile belirlenen bir finanslama kararı olarak ele alan ve teorik kar payı ödeme modellerinin ilki olan “Walter Formülünü” inceleyebiliriz.

$$P = \frac{D + \frac{r}{q}(E - D)}{q}$$

P= Adi hisse senedinin pazar fiyatı

D= Hisse başına kar payı

E= Hisse başına gelir

r = Yatırımın karlılığı

q = Pazar kapitalizasyon oranı

Görüldüğü gibi Walter formülü, optimal kar payı ödemesinin, sadece yatırımların karlılığı açısından belirlenmesi gerektiğini savunmaktadır. Bu düşünceye göre, işletmenin elinde çok sayıda karlı yatırım seçeneği varsa, nakit kar payı ödemeleri yapılmamalıdır. Çünkü bu seçeneklerin değerlendirilebilmesi için kaynağa ihtiyaç vardır. Diğer taraftan işletmenin karlı yatırım seçeneği yoksa karın tamamını ortaklara dağıtması gerekecektir.

Ancak şunu belirtmek gerekir, sadece Walter formülünü dikkate alarak kar dağıtımını gerçekleştirmek yanlış bir uygulama olur. Çünkü hisse senedinin pazar fiyatı, sadece kar payı dağıtım oranına bağlı olmamaktadır. Dolayısıyla işletmelerde kar dağıtım politikası, karlı yatırım fırsatlarının finansmanında kullanılacak olan uygun dış kaynağın bulunup bulunmaması, işletmenin likidite durumu gibi birçok faktörü dikkate alarak uygulanması gerekir (Usta, 2002, s.47-49).

#### **2.1.2.12. Yöneticilerin Riske Karşı Davranışları**

Finansman kararları, işletmenin finansal yapısını ve finansal riskini belirler. Finansal yapının değişmesi işletmenin piyasa değerini etkiler. Bu doğrultuda Finansal kararları veren yöneticilerin; gerek yatırım kararları olsun, gerekse finansman kararları olsun, işletmenin mevcut ve gelecekteki varlıklarının etkin yönetiminde risk ve getiri ilişkisini temel alarak yönetim sorumluluğunu taşır (Pamukçu, 1999, s.13).

İşletme sermayesi yönetimi, büyük ölçüde karlılıkla risk arasındaki alış veriş konusunda yöneticilerin sahip olduğu görüşle ilgilidir (Hatiboğlu, 1986, s.36). Dönen varlıkların her unsuruna bağlanan fon tutarı işletmenin likidite derecesine farklı ölçüde etki eder. Dolayısıyla burada yöneticilerin veya ortakların dönen varlıklara yapılacak olan yatırımlarda ve bunların finansmanında alacakları risk karşısındaki tutumları önem arz etmektedir. Örneğin finans yöneticisi risk almayı tercih etmiyorsa işletmenin likidite derecesini yüksek tutmak isteyecektir. Ancak bu durum firmanın daha fazla tutarda işletme sermayesi ihtiyacına neden olacaktır. Sonuçta deneyimli finans yöneticileri ellerindeki işletme sermayesini etkin kullanarak, yeni işletme sermayesine ihtiyaç duymadan çalışanlardır (Büker ve ark., 1997, s.151).

### **2.1.3. İşletme Dışı Faktörler**

İşletmelerin çevrelerinde olan, onların etkilendiği, ancak üzerinde kontrollerinin olmadığı bir takım çevre koşullarını işletme sermayesi ihtiyacını etkileyen işletme dışı faktörler olarak adlandırabiliriz. Bu faktörleri yangın, sel, deprem gibi olağanüstü durumlar dışında kalan faktörler olarak sıralamak mümkündür.

#### **2.1.3.1. Finansal Gelişmişlik Düzeyi**

İşletmeler içinde buldukları ortamda finans kurumlarıyla fon ihtiyacı olan ve fon karşılayan taraflar olarak devamlı karşılıklı ilişki içindedirler. Bu nedenle mali piyasaların ve sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu bir ekonomik atmosferde faaliyet gösteren firmaların işletme sermayesi ihtiyacı, gelişmemiş piyasalarda faaliyet gösterenlere göre daha az olacaktır. İhtiyaç duydukları zaman bu tür piyasalardan fon sağlama olanağına sahip işletmeler ihtiyat amacıyla nakit bulundurma gibi bir zorunluluk duymazlar. Böylece faaliyetlerindeki dalgalanma ve belirsizlik hali durumuna hazırlık amacıyla fon tutmazlar. Dolayısıyla daha az işletme sermayesiyle faaliyetlerini gerçekleştirebilirler. Öte yandan firmaların atıl fonları kaldığı zaman bu fonları sermaye piyasalarında değerlendirmek suretiyle verimli bir şekilde kullanma fırsatı bulurlar. Yani işletme sermayesi unsurlarını, nakit yerine istenildiğinde kolayca paraya çevrilebilen geçici yatırımlara dönüştürebilirler.

Gelişmiş para ve sermaye piyasası araçları, işletme sermayesi yönetimine birçok yönden katkılar sağlamaktadır. Son dönemde uluslararası finans hareketi yaşayan işletmelerde, faktoring, forfaiting, ihracat kredi sigortası gibi teknikler bu araçlara örnek olarak gösterilebilir. Öte yandan elektronik fon transferi kullanımındaki yenilikler ve gelişmeler, sermaye piyasalarında elektronik bilgi işlem araçlarının kullanılması nakit kullanım hızını arttırmıştır. Bu tür araçlar nakit, alacak ve stokların yönetimlerinin daha etkin bir şekilde yapılmasını sağlayarak işletme sermayesi ihtiyacını azaltıcı bir katkı yapmıştır (Büker ve ark., 1997, s.152).

### 2.1.3.2. Vergi, Sosyal Güvenlik ve Teşvik Uygulamaları

İşletme, yasaların ya da yaptığı sözleşmelerin gereği olarak bizzat ödemek zorunda olduğu vergiler ve bunun yanında gerek işletme personeline gerek üçüncü kişilere yaptığı ödemelerden bazı kesintiler yapmak ve bunları adına kesinti yapılan; daire ve kuruluşlara ödemek zorundadır (Sevilengül, 2011, s.522). Dolayısıyla İşletmeler vergi mükellefiyeti ve çalışanların sosyal güvenlikle ilgili kesinti ve ödemelerinden sorumludurlar.

Vergi mükellefiyeti ve sosyal güvenlik sorumluluğu konusu itibariyle nakit çıkışı gerektirdiğinden dolayı işletmenin faaliyet gösterdiği ortamda önemli bir unsurdur. Kanun koyucu vergilendirme ve diğer yükümlülüklerin zamanını ve ölçüsünü belirlemesi, aynı zamanda firmanın bu sorumlulukları yerine getirmek için ne zaman ve ne kadar seviyede nakde ihtiyacı olduğuna işaret ediyor. Yani firmanın ne ölçüde işletme sermayesi ihtiyacı duyacağını da bir anlamda belirlemiş oluyor.

Bu konuyla ilgili Mucuk (2005)'te yayınlanan çalışmasının sonucunda; kayıt dışı ekonomik faaliyetlerin büyüklüğünden dolayı, belirli bir kesim üzerinde biriken ağır vergi yükünün yüksek enflasyon ortamında, vergi mükelleflerinin gelir ve kazançlarını önemli ölçüde azalttığından bahsetmiştir. Bununla beraber devletin geçici vergi uygulamasının, enflasyonun gelir vergileri üzerindeki olumsuz etkisini (kendi adına) en aza indirebilmek amacıyla kullandığını ve bu şekilde, cari dönemde elde edilen kazançlardan gelecekte alınması gereken vergilerin bir bölümünün, önceden tahsil edildiğini belirtmiştir. Öte yandan işletmeler açısından, gerek enflasyon muhasebesi yapılmadığı, gerekse kesinleşmemiş alacaklar üzerinden geçici vergiye tabi tutulmasını belirterek; vergilerini yasalara uygun şekilde ödeyen mükelleflerin, günlük işlemlerin gerçekleştirilmesinde ve kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirilmesi amacıyla sahip olunan işletme sermayesini önemli ölçüde azaltmakta olduğuna dikkat çekmiştir (s.241).

Nitekim İşletmelerin, dönemi geldiği zaman bu yükümlülüklerini yerine getirmesinin nakit gerektirmeyen bir alternatifi olmadığına göre (kamu alacaklarını temlik etseniz dahi dönemlik farkın faizine katlanmak durumundasınız) çalışılan ortamda uygulanan vergi uygulamaları önem taşımaktadır. Örneğin vergilendirme yılda bir defa veya yıl içinde belli aralıklarla birden fazla yapılması yıl içinde işletme

sermayesine olan ihtiyacı ve bu zaman aralıkları işletmenin mevcut fonları kullanma şeklini değiştirecektir. Aynı senaryoyu bu konuda belirlenecek oranlardaki değişmelerin getireceği durumlar için de söyleyebiliriz.

Teşvik uygulamaları hem yatırım yönünden hem de istihdam yönünden ele alırsak firma için avantajlı bir durumdur. Çünkü bu tip teşvik uygulamalarından yararlanmak suretiyle işletme sermayesine olan ihtiyaç azalacaktır. Bu gibi teşvikler firmanın normalde yerine getirmesi gereken yükümlülüklerden tasarruf sağlayarak bağlamak zorunda olacağı fonları başka şekilde değerlendirme fırsatı bulacaktır.

### **2.1.3.3. Fiyat Değişimleri, Enflasyon ve Konjunktür Dalgalanmaları**

Fiyatlarda meydana gelen yükseliş ve düşüşler satın alma gücünün riski olarak kabul edilip, işletmeler üzerinde farklı etkilere sahip olmaktadır. Satın alma gücündeki bu farklılıkların firmaya olan etkisi faaliyet devri ile yakından ilgilidir. Bu yüzden faaliyet devri hızlı olan firmalar, yavaş olan firmalara göre fiyat değişmelerinin etkisinden daha az etkilenmektedirler (Erdoğan, 1978, s.121).

Enflasyon dönemlerinde sürekli yükselen fiyatlar, firmaların işletme sermayelerini zarara uğratmakta ve firmalarda çoğu zaman belirlenenin üzerinde işletme sermayesi ihtiyacı doğurmaktadır. Enflasyonun işletme sermayesi gereksinimini artırma sebepleri şöyle açıklanabilir.

- Enflasyon dönemlerinde firmaların günlük faaliyetlerini yürütebilmek, yükümlülüklerini zamanında karşılayabilmek için ihtiyaç duydukları nakit tutarı artış göstermektedir. Başka bir deyişle enflasyon, firmaların işlem amacıyla bulundurma ihtiyacı duydukları nakit tutarı yükselmektedir.
- Firmaların artan veya reel olarak artmasa bile enflasyonun etkisiyle artmış gibi gözükken satışları, müşteriye bağlı mal değerini, yani ticari faaliyetten doğan alacaklarını genişletmektedir.
- Stokların, miktar değişikliği olmasa bile parasal değerleri artmaktadır. Kaldı ki enflasyon dönemlerinde yalnız stokların parasal değeri artmamakta,



firmalarda çoğu zaman reel stok artışı da olmaktadır. Enflasyon, firmaları emniyet stoklarını artırmaya zorlamaktadır. Girdilerin gereken zamanda belirli bir fiyat üzerinden tedarik edilebilme olanağının zayıflaması, hatta ortadan kalkması, geleceğin belirsizliği, planlama yapmanın zorlaşması, hammadde yokluğu nedeniyle üretimin kesintiye uğramasının getireceği zararların büyümesi, uzun vadeli sözleşmelerle girdi sağlanması güven altına alınmış olsa da, tedarikçi firmaların bu tür sözleşmelere uymaktaki hassasiyetlerinin azalması, firmaları enflasyon dönemlerinde daha fazla emniyet stoku bulundurmaya yöneltmektedir (Akgüç, 2010, s.208-209).

Fiyatlar genel seviyesindeki yükselme işletmelerin varlık ve kaynaklarını farklı biçimde etkiler. Bazılarının değerlerinde yükselme olurken bazılarında herhangi bir değişim olmamaktadır. Bir işletmenin sahip olduğu varlık ve kaynaklarını, nominal değerleri açısından fiyat değişimlerinden etkilenen ve etkilenmeyen şekilde ayırmamız mümkündür. İşletmenin fiyat değişimlerinden etkilenmeyen varlık ve kaynakları sabit para değerli olan, fiyat değişimlerinden etkilenenler ise sabit para değerli olmayan unsurlardır. İşletmenin aktifleri arasında yer alan kasa ve alacaklar gibi varlık kalemleri ile pasifinde yer alan borçları sabit para değerli unsurlar, yine işletme aktifinde bulunan stoklar, duran varlıklar ile pasifteki öz kaynak unsurları sabit para değerli olmayan unsurlardır.

Sabit para değerli olmayan aktif veya pasif unsurlar, para değerindeki değişim karşısında alçalıp yükseldiğinden, işletmenin fiyat artışları ve azalmaları karşısındaki direnme gücü de, mevcut işletmenin sahip olduğu değerlerin sabit ve sabit olmayan para değerli unsurlar olup olmasına göre belirlenecektir. Diğer taraftan işletmenin pasif kalemlerindeki net sabit değerli olan unsurlarının tutarı, aktifindeki sabit para değerli unsurlarının tutarından fazla ise o firma net sabit para değerli unsurlar borçlusu olup, fiyat yükselmeleri durumunda enflasyon nedeniyle kazançlı çıkacaklardır. Bu tür firmanın borçları sabit para değerli olarak fiyat yükselmeleri karşısında aynı tutarda kalırken, aktifindeki stoklar ve duran varlıkların değeri fiyat yükselmesiyle birlikte artış gösterecektir (Aksoy ve Yalçın, 2008, s.103).

Bazı endüstriler satışlarında konjonktür hareketlerinden veya ulusal gelirdeki dalgalanmalardan çok etkilenmezler. Başka bir deyişle bu endüstrilerin konjonktür

hareketlerine karşı duyarlılıkları zayıf yani ürettikleri mallara karşı talebin gelir esnekliği düşüktür. Genellikle dayanıksız tüketim malları üreten endüstriler, önemsiz ucuz mallar üreten ve ürettikleri malların yaygın kullanım alışkanlığı olan endüstrilerin satışları konjonktür hareketlerinden büyük ölçüde etkilenmezler (Akgüç, 2010, s.507). Buna karşılık bazı işletmeler konjonktürel dalgalanmaların etkisini daha fazla hissederler. Piyasanın canlı olduğu yükselme dönemlerinde canlılıktan yararlanabilmek için daha fazla stokla çalışmayı ve iskontolardan daha fazla yararlanmayı tercih edebilirler. Konjonktürün genişlemesiyle birlikte artan iş hacmine paralel olarak daha fazla işletme sermayesine ihtiyaç duyulacaktır.

Durgunluğun yaşandığı dönemlerde ise işletmeler içinde buldukları zor şartlar nedeniyle işletme sermayesini azaltma yoluna gideceklerdir. Olumsuz konjonktürde yüksek fiyatlı ve kaliteli ürünler üreten işletmeler ile üretim süresi uzun olan işletmeler, mamullerini normal satış fiyatlarıyla elden çıkartmaları zorlaşacağından dolayı işletme sermayesi ihtiyaçları artacaktır (Aksoy ve Yalçiner, 2008, s.104).

#### **2.1.3.4. Teknolojik Gelişmeler**

İşletmenin toplam varlıkları içinde işletme sermayesinin görece önemini belirleyen en önemli etken, belirli bir endüstrideki teknolojik gelişmelerdir. Teknolojideki herhangi bir değişim işletme sermayesi düzeyini etkiler. Yeni bir süreç, daha düşük kaliteli veya daha ekonomik hammadde kullanımına yol açabilir; bunun sonucunda da hammadde stoklarına bağlanmış olan sermayeyi azaltır. Diğer taraftan yeni bir süreç üretim aşamalarını hızlandırabilir. Böylece üretim sürecindeki hammaddeye bağlanan fon tutarı azaltmış olur (Usta, 2002, s.129).

Neticede işletme dışı faktörler arasında yer alan teknolojik gelişmeler sonucu işletmede verimliliğin artması, maliyetlerin düşmesi, kalitenin artması ile karlılık artar ve işletme sermayesine olan ihtiyaç azalır (Pamukçu, 1999, s.310).

## 2.2. İŞLETME SERMAYESİ İHTİYACININ HESAPLANMASI

İşletmeler için gerekli işletme sermayesi tutarını hesaplayabilmek için bazı değişkenlerin bilinmesi gerekir. Bu değişkenler, işletme sermayesinin bağlandığı dönen varlık unsurlarıyla ve işletme sermayesinin kaynaklarıyla ilgilidir. İşletme sermayesi, stoklara, alacaklara ve genel giderlere harcanmaktadır. Satışlar, satışlar üzerinden brüt kar ve stokları elde etme amacıyla satıcıların tanıdığı kredi süresi ile kaynak sağlanmaktadır. Bu anlamda söz konusu değişkenleri sıralamak gerekirse;

- Ortalama stok tutarı
- Yıllık satış tutarı
- Yıllık genel giderler tutarı
- Satış fiyatı üzerinden brüt kar
- Satıcıların tanıdığı kredi süresi
- Müşterilere tanınan kredi süresi

İşletme sermayesi ihtiyacı, yukarıda adı geçen değişkenler arasında ilişki kurularak hesaplanmaktadır. Uzun zamandır faaliyet gösteren bir firma için bu değişkenleri tespit etmek kolaydır. Ancak daha proje aşamasındaki işletmelerde bu veriler, birtakım tahminler yaparak tespit edilebilir. Bu tahminler, yatırım projelerini hazırlama çalışmalarının öncesinde yapılmaktadır (Büker ve ark., 1997, s.161). İşletme sermayesinin ihtiyacının hesaplanması amacıyla birçok yöntem kullanılmaktadır. Aşağıda bu hesaplama yöntemlerinden bazılarına değinilecektir.

### 2.2.1. Faaliyet Devri Katsayısı Yöntemi

İşletme sermayesi yönetiminde işletmenin gelecek dönem faaliyetini sürdürebilmesi için gerekli olan fonlar tahmin edilir. Bu amaçla geliştirilen yöntemler arasında en çok kullanılan ve basit olan işletme sermayesi devir hızı yöntemidir. Bütçe sisteminden yararlanılarak nakit akımı ve gelir tablosuyla birlikte düzenlenen işletme sermayesi tahmini en ayrıntılı uygulamadır. Özellikle bilgisayar kullanılarak yapılan bu model çeşitli politikaların sonuçlarını ortaya koyarak yöneticilerin karar almalarını kolaylaştırır.

Bu yöntemde, gelecek dönem için tahmin edilen satılan malın maliyeti işletme sermayesi devir hızına (Faaliyet devir hızı) bölünerek işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanır. Faaliyet devir hızı tahmini olarak işletmenin geçen yıla ait devir hızı veya çalışılan endüstri ortalaması alınabilir. Yeni kurulmuş olan firmalarda önce, işletme sermayesi unsurlarına ait devir hızları birbirinden ayrı tahmin edilir. Daha sonra işletme sermayesi devir süresi ve devir hızı hesaplanır (Pamukçu, 1999, s.310-311).

Faaliyet devri katsayısına göre işletme sermayesi ihtiyacının hesaplanmasında, yukarıda belirtildiği gibi satılan malların maliyeti ve faaliyet devri katsayısı dikkate alınmaktadır. Hesaplama satılan malın maliyeti içerisindeki yıllık amortisman giderlerinin, satıcıların firmaya tanımış oldukları kredi miktarının ve işletmenin fiilen çalıştığı gün sayısının dikkate alınmaması bu yöntemin etkinliğini azaltmaktadır (Yalçiner ve Aksöyek, 2011, s.235).

Örnek:

X işletmesinde satılan malların maliyeti 1.400.000 TL ve çeşitli unsurlara ait faaliyet devir bilgileri aşağıdaki gibidir.

-Hammadde ve malzemenin stokta bekleme süresi	20 gün
-İmalatta geçen süre	5 gün
-Mamullerin stokta kalma süresi	20 gün
-Müşterilere tanınan vade	30 gün
-Kasa ve bankadaki nakitlerin ortalama günlük ödemeleri karşılayacağı gün sayısı	5 gün

$$\text{Faaliyet Devri Süresi} = 20+5+20+30+5$$

$$= 80 \text{ gün}$$

$$\text{Faaliyet Devri Katsayısı} = \frac{365}{80}$$

$$= 4,5625$$

$$\text{İşletme Sermayesi İhtiyacı} = \frac{\text{Satılan Malların Maliyeti}}{\text{Faaliyet Devri Katsayısı}}$$

$$\text{İşletme Sermayesi İhtiyacı} = \frac{1.400.000}{4,5625}$$

$$= 306.849$$

Aynı sonuca satılan malların maliyetinin ortalama günlük tutarları ile işletme sermayesi unsurlarının faaliyet devir sürelerinin ilişkilendirilmesiyle de ulaşılabılır.

$$\text{Ortalama Günlük Maliyet} = \frac{\text{Yıllık Satılan Malların Maliyeti}}{365}$$

$$= \frac{1.400.000}{4,5625}$$

$$= 3.835,6$$

Stoklar (20+5+20)	45 gün x 3.835,6 TL	=	172.602
Alacaklar	30 gün x 3.835,6 TL	=	115.068
Kasa ve Banka	5 gün x 3.835,6 TL	=	19.178
			<hr/>
			306.848

Yönteme yapılan eleştiriler;

- Amortismanlar para çıkışı gerektirmeyen nitelikte giderler olduğu için, bunlar işletme sermayesi ihtiyacı doğurmayacaktır. Bu nedenle hesaplamalarda yıllık satılan malın maliyeti tutarından amortisman tutarı indirilmelidir.
- Satıcıların tanıdığı vadelerle oluşacak satın alma borçlarının ve çeşitli ödeme araçlarının (kısa vadeli krediler vb.) bu ihtiyaç tutarından düşülmesi gerekir.
- Buraya kadar sayılan düzeltmeler yapılsa bile bu yöntemle yapılan hesaplama yaklaşık bir sonuç verecektir. Çünkü hammadde ve gereçler dışındaki harcamalar mamulün bünyesine yavaş yavaş eklenmektedir. Başka bir deyişle, üretim süresi boyunca yapılan bir sonraki masrafın faaliyet devri

içindeki payı, bir önceki masraftan daha azdır. Bu şu anlamı ifade ediyor ki hesaplamalar, faaliyet devrini oluşturan her devreye düşen masraflar ayrı olarak tespit edilerek yapılmalıdır.

- İşletmelerin faaliyet devri süresini her zaman kesin olarak tespit etmek mümkün olmayabilir (Güvemli, 1973, s.36).

### 2.2.2. Günlük Masraf Tutarı Yöntemi

Günlük masraf tutarı yönteminde işletme sermayesi ihtiyacı, maliyet unsurlarının (hammadde-malzeme gideri, işçilik gideri, genel üretim gideri, amortisman gideri, finansman gideri, genel yönetim ve satış giderleri) üretim sürecine katılma aşamaları dikkate alınarak hesaplanır. Öncelikle maliyet unsurlarının günlük tutarları bulunur. Takiben, sermayenin faaliyet devri aşamalarına (hammadde ve malzeme, yarı mamul, mamul, alacaklar, alacaklar, kasa ve banka) bağlı kaldığı süreler dikkate alınarak işletme sermayesi tutarı belirlenir. Daha sonra, işletme sermayesi ihtiyacı gerektirmeyen karlar ve amortismanlar için düzeltme işlemi yapılarak, brüt işletme sermayesi tutarına ulaşılır. Son olarak da satıcıların vadeli satışları nedeniyle işletmeye sağlanan satıcı kredileri brüt işletme sermayesi tutarından çıkarılarak net işletme sermayesi tutarı bulunur (Yalçınar ve Aksöyek, 2011, s.232-233).

Örnek:

X işletmesinin yıllık satış tutarı 2.160.000 TL. ve toplam maliyeti 1.440.000 TL'dir. İşletmenin maliyet unsurlarının ve faaliyet devri süreleri aşağıdaki gibidir;

-Hammadde ve Malzeme Gideri.....	360.000
-İşçilik Gideri.....	180.000
-Genel Üretim Gideri.....	270.000
-Amortisman Gideri.....	90.000
-Finansman Gideri.....	180.000
-Genel Yönetim ve Satış Gideri.....	360.000

- Hammadde ve Malzeme .....20 gün
- Yarı Mamuller.....15 gün
- Mamuller.....25 gün
- Alacaklar.....45 gün
- Kasa ve Banka.....15 gün

Yılın 360 gün olduğunu, hammadde malzeme giderleri ile işçilik giderlerinin tümünün, genel üretim giderleri, amortisman giderleri ve finansman giderlerinin yarısının yarı mamul aşamasında maliyetlere verildiğini varsayarak, günlük masraf tutarı yöntemine göre düzeltilmiş işletme sermayesi ihtiyacı ve satıcıların işletmeye tanıdıkları 45 günlük vadeye göre net işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanacaktır.

Maliyet Unsurları	Tutarı/Gün	Ortalama Günlük Maliyet Harcaması
Hammadde	360.000 / 360	1.000
İşçilik	180.000 / 360	500
Genel Üretim Gideri	270.000 / 360	750
Amortisman	90.000 / 360	250
Finansman Gideri	180.000 / 360	500
Üretim Maliyeti	1.080.000	3.000
Genel Yönetim ve Satış Gideri	360.000 / 360	1.000
Toplam Maliyet	1.440.000	4.000
Kar	720.000 / 360	2.000
Satış Tutarı	2.160.000	6.000

	Günlük Harcama	Faaliyet Devri Süresi	İşletme Sermayesi unsurlarının ortalama Tutarı
-Hammadde Malzeme	1.000	20	20.000
-Yarı Mamuller [1.000+500+(750+250+500/2)]	2.250	15	33.750
-Mamuller [2.250+(750+250+500/2)]	3.000	25	75.000
-Alacaklar	6.000	45	270.000
-Kasa ve Banka	6.000	15	90.000
-İşletme Sermayesinin Ortalama Tutarı			488.850

Bir sonraki aşamada, işletme sermayesi ortalama tutarından işletme sermayesi ihtiyacı doğurmayan karların, amortismanların ve satıcı kredilerinin etkisinin çıkarılması gerekecektir.

	Günlük Amortisman	Günlük Kar	Faaliyet Toplam	Düşülecek Devri Tutar
Yarı Mamuller (250/2)	125	----	125	15
Mamuller	250	----	250	25
Alacaklar	250	2.000	2.250	45
Kasa ve Banka	250	2.000	2.250	15
				143.125

$$\begin{aligned} \text{Brüt İşletme Sermayesi} &= 488.750 - 143.125 \\ &= 345.625 \end{aligned}$$

	Günlük Tutar	Satıcıların Tanıdığı Vade	Satıcı Kredisi
Hammadde ve Malzeme	1.000	45	45.000

$$\begin{aligned} \text{Net İşletme Sermayesi} &= 345.625 - 45.000 \\ &= 300.625 \end{aligned}$$



Günlük masraf tutarı yönteminden yukarıda belirtilen faaliyet devri katsayısı yönteminden farklı olarak dönen varlıkların seviyesi, maliyet unsurlarının üretim boyunca maliyete sırasıyla katılacağı düşüncesine uygun hesaplanmaktadır. Bu yöntemde, faaliyet devri katsayısı yöntemi için yukarıda sayılan eleştirilerin önemli bir kısmının giderildiği görülmektedir. Bununla beraber faaliyet devrinin kesinlik taşıyan biçimde ele alınmasının ve işletme çalışmalarının aylara ve mevsimlere eşit olarak dağıldığı varsayımının doğurduğu sakıncalar bu yöntemde de söz konusudur. Ayrıca vadesi kelen kısa vadeli borçların ödenmesinde veya üretim araçlarının karşılanmasında kullanılabilir kısa vadeli banka kredileri limitleri gibi kaynaklar göz önüne tutulmamaktadır.

Öte yandan hesaplamalarda esas alınan maliyet unsurları, yaklaşık değeri belirttiği için tartışmaya açık bir konudur. Bu demektir ki esas alınan verilerin her planlamada, öne sürülebilen olabilirlik nitelikleri vardır (Güvemli, 1973, s.40).

### 2.2.3. Schmallenbach Formülü Yöntemi

Tarihsel olarak eski olmakla birlikte, formülü geliştiren Alman iktisatçının adı ile anılan Schmallenbach formülü, işletme sermayesi ihtiyacının stok tutarı, alacakların tahsil süresi (veya müşterilere tanınan vade), satıcıların işletmeye tanıdığı vade ve faaliyet giderleri tutarına bağlı olduğunu göstermektedir (Akgüç, 2010, s.227).

Bu yöntem daha çok satın aldığı mal üzerinde değişiklik yapmadan olduğu gibi satan ve yalnız genel giderleri olan ticaret işletmeleri için doğru sonuç verecek niteliktedir. Bu nedenle formülden, sanayi işletmelerinin özelliklerine uygun değişikliklerin yapılmasından sonra uygulanması yararlı olabilir (Güvemli, 1973, s.43).

$$S_i = S + \left(1 - \frac{K_b}{100}\right) \times \left(C \times \frac{V_2 - V_1}{365}\right) + \left(G_y \times \frac{V_1}{365}\right)$$

Formüldeki Semboller;

$S_i$ = İşletme Sermayesi

$S$  = Ortalama Stok Tutarı

$C$  = Yıllık Satış Tutarı

$K_b/100$  = Brüt Kar Yüzdesi ( Satış tutarı üzerinden)

$G_y$  = Yıllık Faaliyet Giderleri (üretim maliyetine girmeyen giderler)

$V_1$ = Satıcıların tanıdığı vade (gün olarak)

$V_2$ = Müşterilere tanınan vade (gün olarak)

$V_1$ ve $V_2$  'deki vade ay olarak hesaplanacak olursa formül şu şekilde olacak;

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

#### 2.2.4. Mellerowicz Formülü Yöntemi

Mellerowicz formülü yöntemi ile işletme sermayesi ihtiyacı, hammadde ve malzemelerin günlük tutarının, bu maddelerin satın alma vadesi ile depoda bekleme süreleri arasındaki gün farkı ile çarpımı sonucu bulunacak tutara, imalat süresi, mamullerin stokta bekleme süresi ve satış vadesinin toplam günüyle hammadde dışındaki günlük masraf tutarının çarpımının eklenmesi suretiyle hesaplanmaktadır (Güvemli, 1973, s.44).

$$S_i = M (t_3 - t_5) + G (t_1 + t_2 + t_a)$$

Formüldeki Semboller;

$S_i$ = İşletme Sermayesi ihtiyacı

$G$  = Günlük Maliyet Tutarı

$M$ = Günlük Hammadde ve Malzeme tutarı

$t_1$ = İmalat Süresi

$t_2$ = Mamullerin stokta bekleme süresi

$t_3$ = Hammadde ve malzemenin stokta beklediği süre

$t_a$ = Alıcılara tanınan vade

$t_5$ = Satıcıların tanıdığı vade

### 2.3. İŞLETME SERMAYESİ FİNANSMANI

İşletmeler fabrikaya, makinelere, stoklara, ticari alacaklara ve diğer tüm varlıklara yatırılan ve firmanın etkin bir şekilde çalışması için gerekli olan paraya, yani sermayeye ihtiyaç duyarlar (Brealey ve ark., 2001, s.526). Buradan anlayacağımız işletme sermayesi yönetiminin dayandığı iki temel sorudan biri olan, yatırım yapılacak dönen varlıkların nasıl finanse edileceği konusudur. Başka bir deyişle işletme sermayesi yönetimi sadece işletme sermayesine olan ihtiyacın belirlenmesi değil, aynı zamanda işletme sermayesinin finansmanı ile ilgilidir. Çünkü finanslama şekli işletmenin risk ve karlılığını etkileyecektir (Aydın ve ark., 2009, s. 140).

Sermaye, finansmanda bir fon kaynağı veya bir finanslama aracı olarak bilinmektedir. Bu nedenle sermaye unsurları işletme bilançosunun pasif bölümünde yer alırlar. Bir işletmede sermaye dağılımı da, belirli bir oranda yabancı kaynak ve öz kaynaklardan oluşur.

Genel finansman ilkesi işletmenin cari varlıklarını yani dönen varlıklarını kısa vadeli kaynaklarla uzun vadeli yabancı kaynaklar ve öz kaynaklarla karşılanır (Tekok, 1977, s.146). Dolayısıyla finansman kaynaklarının süresi ile bu kaynakların kullanım yerlerinin zaman bakımından uygun olması gerekir. Başka bir deyişle kısa vadeli bir yatırım için kısa vadeli kaynaklar, uzun vadeli yatırımlar için uzun süreli kaynaklara ihtiyaç vardır (Büker ve ark., 1997, s.156). Oysaki bir endüstri işletmesinde dönen varlıkların finansmanında yerine göre kısa, orta ve uzun vadeli kaynakların hepsinden yararlanılabilmektedir.

Öte yandan işletme sermayesi ihtiyacının finansmanı bir bakıma, dönen varlıkların karşılanması sorunu olarak ortaya çıkar. İşletme sermayesi ihtiyacının tüm kaynaklarla karşılanabilmesi ve dönen varlıkları meydana getiren unsurların farklı özellikler taşıması, konunun işletme finansmanının en karışık sorunlarını kapsayan bölümü olarak ortaya çıkmasına neden olur (Güvemli, 1973, s.79). Bu yüzden işletmenin faydalanacağı kaynakların, işletme çıkarlarına ve amaçlarına uygun olarak ve zamanında kullanılması finans yöneticisinin önemli görevleri arasındadır.

## 2.4. İŞLETME SERMAYESİNİN FİNANSMAN KAYNAKLARI

İşletme varlıklara yaptığı kısa ve uzun süreli yatırımlarını öz kaynak ve yabancı kaynak kullanarak finanse eder (Pamukçu, 1999, s.237). Varlıklara yapılan yatırımın gerektirdiği finansman ihtiyacı finansal planlama ile öngörülür. Bu yüzden işletme sermayesinin finansmanı işletmenin toplam finans politikasının bir parçasıdır. Uzun vadeli finanslama politikası ile beraber hareket eder (Aksoy ve Yalçın, 2008, s.29).

İşletmelerin kullanabilecekleri fonlar, kaynaklarına ya da vadelerine göre sınıflandırılabilir. Fon kaynaklarına göre; yabancı kaynaklar, öz kaynaklar ve oto finansman olarak ayrılabilir. Aynı şekilde fonları vadelerine göre; kısa, orta ve uzun vadeli kaynaklar olarak ayrılabiliriz (Aydın, 2003, s.301).

### 2.4.1. Kısa vadeli Fon Kaynakları

Kısa vadeli fonlar, işletmelerin en fazla bir yılsonunda geri ödemek amacıyla kullandıkları borçları ifade etmektedir. Bu fonlar genellikle dönen varlıkların finansmanı için kullanılır. Ancak günümüzde birçok işletme, kısa vadeli kaynakları sabit varlıkların finansmanı içinde kullanmaktadır. Bu tür yapılan uygulamaların işletme açısından birçok sakıncası söz konusudur.

İşletmelerin kullanacakları kısa vadeli fon miktarını birçok faktör etkilemektedir. Eğer, işletmelerin toplam varlıklarının önemli bir bölümünü dönen varlıklar oluşturuyorsa, işletmenin kullanacağı kısa vadeli kaynaklar artış gösterecektir. Diğer taraftan mevsimlik dalgalanmalar, işletme varlıklarının yapısı, kaynakların maliyeti, ekonomik koşullar, başka seçeneklerin olmaması ve benzeri faktörler kısa vadeli fon kaynaklarının tutarını belirler (Ceylan, 2004, s.119).

İşletmelerin kullandığı başlıca kısa vadeli fon kaynakları;

- Ticari Krediler (Satıcı Kredileri): İşletmelerin kısa vadeli kaynakları arasında ticari krediler önemli bir yer tutar. Ticari krediler, herhangi bir ödeme olmaksızın, satıcının malı teslim etmesi ve alıcıya ödeme için belirli bir süre tanınması sonucu oluşur. Firmalar üretin veya satış için satın almış oldukları

varlıkların finansmanında bu kredilerden yararlanabilmektedirler. Özellikle, fon sağlama kapasitesi sınırlı olan düşük ölçekli işletmelerin finansman yapılarının oluşumunda ticari kredilerin kısa vadeli kaynaklar içerisindeki payının %40-50'ler arasında olduğu görülmektedir. Ticari krediler, işletmeler arasındaki ticari ilişkileri artıran ve kendiliğinden oluşan kısa vadeli kaynak olarak düşünülebilir.

- **Banka Kredileri:** İşletmeler ticari faaliyetlerinde ihtiyaç duydukları işletme sermayesi yatırımlarının finansmanında, kısa süreli banka kredilerinden ağırlıklı olarak yararlanırlar. Banka kredilerinin işletme faaliyetlerinde kullanımı, bankacılık sisteminin etkinliğine ve bankacılık sisteminde yaşanan gelişmelere bağlı olarak değişmektedir.
- **Finansman Bonosu:** Anonim ortaklıklar, özelleştirme kapsamına alınan dahil iktisadi kamu kurumları, mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve kredi değerliliği yüksek işletmeler tarafından ihraç edilen kısa vadeli borçlanma araçlarıdır. Finansman bonolarının vadesi 60 günden az, 720 günden fazla olamaz.
- **Geri Satın Alma Anlaşmaları (Repo):** İşletmelerin kısa vadeli fon ihtiyacını karşılamada kullandıkları yöntemlerden biride geri satın alma anlaşmalarıdır. Bu anlaşmalar ile işletmeler, ellerindeki menkul kıymetleri belirli bir süre sonunda geri almak üzere satarak kısa süreli fon sağlarlar. Repo işleminde kısa süreli borç verme söz konusu olduğundan, bu işlemde menkul kıymetler anlamında kullanılmaktadır. Repo işlemi ABD'de teminatlı borç sözleşmesi olarak tanımlanmakla beraber, ülkemizdeki mevzuata göre alış ve satışı içeren karma bir sözleşme özelliği taşımaktadır.
- **Faktoring:** Kredili satış yapan işletmelerin, bu satışlardan kaynaklanan alacak haklarını faktor ve ya faktoring şirketi olarak adlandırılan finansal kuruluşlara devretmesi yoluyla, bu kurumdan alacakların tahsili, takibi, muhasebe ve ön ödeme işlemlerinden yararlanmasıdır. Faktoring işlemi sadece kısa vadeli

alacaklar için söz konusu olup, bu işlemde vadeler genellikle 30 ila 120 gün arasında değişmekle birlikte, bazen daha uzun bir süreyi de kapsamaktadır.

Bir faktoring anlaşması ile faktoring şirketi, satıcı işletmenin yaptığı kredili satışlarla ilgili her türlü muhasebe kayıtlarının tutulması, kredili satışlardan doğan alacakların vadesinde tahsil ve takip edilmesi, alacakların tahsil edilememesi halinde doğacak kayıpların tam olarak karşılanması, satıcı işletmeye kredili satış tutarının belirli bir oranında kredi verilmesi, potansiyel ve mevcut müşterilerin mali durumları hakkında bilgi toplanması ve malların satış imkanlarını artırmak üzere piyasa araştırmaları yapılması gibi fonksiyonları üstlenmektedir.

- Kendiliğinden Oluşan Fonlar: İşletmelerin mal ve hizmet alımlarıyla, bu alımlar için yapılan ödemeler arasında belirli bir süre oluşabilir. Bu süre içerisinde işletme kendiliğinden fon sağlamış olmaktadır. Yine aynı şekilde ödenecek vergiler, ücretler, ikramiyeler, alınan depozito, teminatlar ve bankalara ödenecek faiz ödemeleri de kendiliğinden oluşan fonlar olarak sayılabilir. Özellikle bayiler aracılığı ile satış yapan firmalar, işletmelerden depozito ya da teminat alarak, önemli tutarlarda fon sağlayabilmektedirler (Aydın ve ark., 2006, s.207-221).

Bir Firmada kısa süreli finansman kaynaklarının toplam kaynaklar içinde göreceli olarak yerini belirleyen başlıca faktörler şöyle sıralanabilir;

1. Firmanın Varlıklarının Yapısı: Her firma, varlıkların işletmede kullanılma süresi ile bu varlıkların finansmanında kullanılan kaynakların süreleri arasında bir denge ve uyum kurmak durumundadır. Bu sebeple bir firmanın toplam varlıkları arasında dönen varlıkları önemli bir yer tutuyorsa, söz konusu firmanın, kısa vadeli kaynaklarının toplam kaynaklar içindeki payı yüksek olması normaldir. Buna karşılık duran varlıkların varlık toplamı içerisinde payı yüksekse, bu varlıkların finansmanından doğan riski azaltmak için daha az kısa vadeli kaynak kullanmalıdırlar. Öte yandan işletmenin varlık yapısı ile kullandığı teknoloji arasında organik bağ olduğu için, kullanılan teknolojiye, dolaylı bir şekilde kısa vadeli kaynak tutarını etkilemektedir. Emek yoğun teknoloji kullanan firmalarda ise, kısa vadeli kaynakların payı genelde yüksektir.

2. Mevsimlik ve Devresel Değişimler: Ekonomik canlılığın olduğu mevsimlerde ve ekonomik genişleme dönemlerinde işletmelerin daha fazla kısa vadeli kaynak kullanmaları, finansman riski açısından genelde bir sorun teşkil etmez. Ancak ekonomik durgunluk dönemlerinde, finansmanda büyük oranda kısa vadeli kaynak kullanılması, firma için ödeme güçlüklerine neden olabilir.

3. Kısa Süreli Kaynak Maliyeti: Kısa süreli kaynakların sadece maliyetlerinden çok, bu kategorideki kaynakların diğer alternatif finans kaynaklarına kıyasla daha düşük veya yüksek maliyetli olması önemli bir faktördür.

4. Faiz Oranlarındaki Değişim: Faiz oranları düşme eğilimi gösteriyorsa işletmeler daha çok kısa vadeli kaynaklara yönelecektir.

5. Likidite ile İlgili Risk: Kısa vadeli kaynakların toplam kaynaklar içindeki payının yüksekliğinin, finansmanda esneklik sağlaması gibi bir üstünlüğü olmakla birlikte, likidite yönünden risklidir. Bu riski göze alan firma yöneticileri, finansmanda daha fazla kısa vadeli kaynak kullanabilirler.

6. Kısa Vadeli Borçların Konsolide (Tahkim) Etme veya Ertelenmesi: Kısa vadeli borçlarını, vadeleri geldiği zaman uzun vadeli borçlara dönüştürmek, başka bir deyişle konsolide etme imkanına sahip firmalar, riski arttırmadan, çok daha yüksek miktarda kısa vadeli kaynak kullanabilirler. Aynı durum şüphesiz, kısa vadeli borçların yenileyebilen firmalar için de geçerlidir.

7. Ekonomik Koşullar: Özellikle enflasyon dönemlerinde, bir yandan işletme sermayesi gereksiniminin artması, diğer yandan uzun vadeli fon sunumundaki daralma, firmaları finansmanda kısa vadeli kaynaklar kullanmaya yöneltebilir.

8. Kurumsal Yapı ve Firmanın Hukuksal Şekli: Ekonomide bankacılık sistemi daha çok kısa vadeli fon sağlamaya eğilimli veya sermaye piyasaları gelişmemiş bir ortamda, firmalar faaliyetlerini daha çok kısa vadeli yabancı kaynaklarla sürdürmek zorunda kalmaktadırlar. Firmanın hukuksal yapısı da finansman kaynaklarının vadesini etkilemektedir. Ülkemizde gerek alacaklılık hakkı gerek ortaklık hakkı veren menkul değerleri çıkarma hakkı anonim şirketlere verilmiş olup, bu şirketlerin

uzun vadeli kaynak sağlama olanağı daha fazla olmakta, tek sahipli işletmelerle, şahıs ortaklıkları, belirtilen nedenden dolayı bu hakkı bulunmadığından daha çok kısa vadeli yabancı kaynaklara yönelmektedirler (Akgüç, 2010,s.526-527).

#### **2.4.2. Uzun Vadeli Fon Kaynakları**

Uzun vadeli fon kaynakları denildiğinde yazında genelde beş yıl ve üzeri vadeli fonlar uzun vadeli kaynak olarak belirtilmekte bir ila beş yıl arası vadeler orta vadeli fon kaynakları olarak geçmektedir. Biz bu çalışmada sadece uzun vadeli kaynaklardan bahsetmekle yetineceğiz.

Firmaların uzun vadeli kaynak kullanımı söz konusu olduğunda, ilk akla özellikle sabit sermaye yatırımlarında kullanılması ve sermaye piyasaları gelmektedir. Ancak daha öncede belirtildiği gibi kısa vadeli kaynaklar sabit sermaye yatırımlarında kullanıldığı gibi aynı şekilde uzun vadeli fon kaynakları da işletme sermayesi finansmanında da kullanılmaktadır.

Uzun vadeli fonlar, işletme içi ve işletme dışı kaynaklardan sağlanabilir. İşletme dışından sağlanan kaynaklar; tahvil ihracı ve uzun vadeli banka kredileridir. İşletme içinden sağlanan kaynaklar ise; öz sermaye ve oto finansmandır.

##### **2.4.2.1. Dış Kaynaklardan Sağlanan Fonlar**

İşletmelerin dış kaynaklardan sağladıkları uzun vadeli fonları, genellikle ticari banka kredileri ve uzun vadeli borçlanma senetleri olan tahvil ihraç etmeleri suretiyle sağlamaktadır. Ayrıca hisse senedine çevrilebilir tahviller ve varantlar da uzun vadeli dış kaynaklar arasına girer. Öte yandan İşletmeler, kredi aldığı anda veya tahvil ihraç ettiğinde, faizleri düzenli ve anaparayı zamanında geri ödemeyi taahhüt ederler. Bununla birlikte, firmalar bu taahhüdünü her zaman yerine getiremeyebilir.

Bilindiği gibi, işletmeye kredi verenlerin aldıkları faizler, vergi öncesi kardan ödenir. Ancak imtiyazlı ve adi hisse senedi sahiplerine ödenen kar payları, vergi sonrası kardan ödenir. Bunun anlamı devletin, işletmeye kredi verenleri, öz sermaye verenlerden daha çok desteklediğidir.



İşletmeye uzun vadeli kredi verenler, risklerini azaltmak için bazı koruyucu hükümleri işletme yöneticilerine kabul ettirebilir. Koruyucu hükümlerden kasıt, işletmenin ilave borçlanmasına sınır getirmek, alacaklılık sırasının değişmesini önlemek, ortaklara kar dağıtımını sınırlamak olarak sayılabilir (Ceylan, 2004, s.179).

Dış kaynaklardan uzun vadeli fon sağlamanın üstünlükleri;

1. Yeni ortak alınmaması nedeniyle yönetim paylaşılmaz.
2. Kredi için yapılan ödemeler vergi matrahından gider olarak indirilir.
3. Finansal kaldıraç olumlu çalışıyorsa, öz sermaye karlılığı artırılabilir.
4. Yabancı kaynağa faiz ödemek, hisse senetlerine kar payı ödemekten daha ekonomik olabilir.

Dış kaynaklardan uzun vadeli fon sağlamanın sakıncaları;

1. Faiz ödemeleri işletmenin likiditesini bozabilir.
2. İşletmenin kredi kullanımını arttırdığında kredi maliyeti de artar.
3. Alınan fonların belli bir tarihte geri ödemesi söz konusudur.

#### 2.4.2.2. Öz Kaynaklardan Sağlanan Fonlar

İşletmenin sahip veya ortakları tarafından, gerek kuruluş aşamasında gerekse daha sonra sermaye artışı ile oluşan sermaye, öz kaynaklardan sağlanmış olan sermayedir. Öz kaynaklardan sağlanan sermayenin miktarı ve bileşimi, çeşitli etkenlere bağlıdır. İşletmenin faaliyet gösterdiği alan, büyüklüğü, organizasyon şekli, yöneticilerin davranışları, işletme faaliyetlerinin gelişmişlik düzeyi bu etkenler arasında sayılabilir. Ayrıca, para ve sermaye piyasalarının durumu, bu piyasalara bağlı olarak dışarıdan sağlanan kredileri bulma olanaklarının derecesi, öz sermayenin ne düzeyde olduğu ile ilgilidir. İşletmenin öz sermayesi, kredi verenlerin alacaklarına karşılık bir güvencedir. Bununla beraber işletmeye açılan krediler için bir ölçüttür.

Ticari hayatta fazla bir geçmişi olmayan veya yeni kurulan küçük işletmeler için, sermaye piyasalarından yararlanmaları söz konusu olmadığından, genellikle, girişimcilerin kendi öz sermayeleri en önemli uzun vadeli fon kaynaklarıdır.

Büyük işletmelerin ise, çok sayıda ortağı vardır. Bu işletmeler daha fazla kaynağa ihtiyaç duydukları zaman, sermaye artırımına giderek, hisse senedi ihraç edebilirler. Böylece kendilerine uzun vadeli fon sağlayabilirler (Ceylan, 2004, s.177).

Öz Kaynaklardan fon sağlamanın üstünlükleri;

1. Bu fonlar karşılığında, faiz gibi sabit bir ödeme yapma zorunluluğu yoktur. Bu şekilde sağlanan fonların kullanımı, yabancı kaynakta olduğu gibi zamanla sınırlı değildir.
2. Ortakların koyduğu sermaye, kredi verenler için bir güvencedir. Bu sermaye, işletmeye açılacak krediler içinde bir ölçüdür. Yeterli düzeyde öz sermayeye sahip bir firma, kredi koşulları yönünden de pazarlık gücüne sahiptir.
3. Öz sermaye sahipleri yönetimde söz hakkına sahiptir.

Öz Kaynaklardan fon sağlamanın sakıncaları;

1. İşletmenin mevcut ortakları, yeni ortak alınmasıyla oy haklarını bölüşmek zorunda kalırlar.
2. Net karın paylaşılmasında, yeni ortaklar, mevcut ortaklarla eşit haklara sahip olabilir.
3. Kar payları, tahvil faizi vergi matrahından gider olarak düşülmez.

#### 2.4.2.3. Oto Finansman

Oto finansman bir işletmenin kendi kendine fon sağlmasına denir. Daha doğrusu, elde edilen karın tümünün veya bir kısmının dağıtılmayarak işletmede bırakılmasıyla sağlanan finansman yoludur. Oto finansman, açık oto finansman ve gizli oto finansman olmak üzere iki şekilde yapılabilir.

1. Açık Oto Finansman: Karların işletmede tutulmasıyla yapılan finansmandır. Karlar dağıtılmıyor ve bireysel işletmeler ile şahıs firmalarında sermaye hesaplarında tutuluyor ve anonim şirketlerde yedek akçe hesaplarına geçiriliyorsa, bu gibi durumlar açık oto finansman kapsamına girer. Bunlar,

- Dağıtılmayan karlar (işletmede bırakılan net kar)
- Yedekler (öngörülemez durumlar için kardan ayrılan karşılıklar)
- Karşılıklar (Amortismanlar, şüpheli alacaklar, stokların değer kaybı karşılığı)

2.Gizli Oto Finansman: Gizli yedek akçe ayrılması yoluyla yapılır. Gizli yedekler, genellikle aktif değerlerin olduğundan düşük, amortisman oranlarının yüksek, şüpheli alacakların fazla veya yabancı kaynak borçlarının şişirilmesiyle oluşturulur.

Oto finansmanla fon sağlamak, genelde işletmeler için yararlı bir finansman yöntemidir. Günümüzde işletmeler, finansman gereksinimlerinin büyük bölümünü oto finansmanla sağlamaktadırlar. Çünkü oto finansman, işletmelerin finansal bağımsızlıklarını arttırmakta, kredi verenler için emniyet görevi görmektedir. Ancak oto finansmanın aşırı yapılması, birtakım olumsuzluklar doğurabilir. Özellikle halka açık olan şirketlerin küçük ortakları, kar dağıtılmadığında sermaye piyasasına olan güvenlerini kaybedebilirler. Bununla birlikte ortakları dağıtılmayan karda uzun süre yoksun bırakmak, ortakların hoşnutsuzluğuna ve hisse senetlerinin piyasadaki değerinin düşmesine neden olabilir. Diğer taraftan aşırı oto finansman, işletme kaynaklarının rasyonel olmayan bir biçimde kullanılması gibi olumsuzlukları beraberinde getirebilir (Ceylan, 2004, s.180-181).

#### **2.4.3. Finansman Kaynaklarının Seçimini Etkileyen Faktörler**

Yatırımların finansmanında, özellikle uzun vadeli fon kaynaklarının seçimi söz konusu olduğu zaman optimal sermaye yapısı ön plana çıkmaktadır. Yatırımcı, borçlanma sermayesiyle, öz sermaye arasında en düşük maliyeti sağlayacak durumu belirlemek zorundadır. İşletme fon kaynaklarını seçerken optimal sermaye yapısını belirleyen çeşitli faktörler vardır. Bu faktörler aşağıda belirtilmiştir.

1. Uygunluk: Yatırımlar için sağlanan fonlar ile finansmanında kullandıkları aktif değerlerin niteliği tutarlı ve uyum içinde olması gereklidir. İşletmeler yapacakları yatırımların finansmanında uygunluk faktörünü her zaman göz önünde bulundurmalıdır. Bu anlamda sabit varlıklara yapılan yatırımları uzun veya öz kaynaklarla, işletme sermayesinin süreklilik göstermeyen kısmını kısa vadeli kaynaklarla finanse etmelidirler.

2.Risk: İşletmeler, yapacakları yatırımların finansmanına ilişkin kararlarda risk ile karlılığı dengelemek zorundadırlar. Özellikle satışları dalgalanma gösteren ve karları düzensiz olan firmaların, riski azaltabilmek için, finansmanda daha fazla oranda öz kaynak kullanmaları gerekir.

3.Finansal Kaldıraç Etkisi: Finansal kaldıraç, öz sermaye karlılığını veya anonim şirketlerde hisse başına elde edilen net kazancı etkiler. Firma, dış kaynaklardan sağlamış olduğu fonlar karşılığında edindiği kazancın altında sabit ve sınırlı bir ödeme yapıyorsa finansal kaldıraç söz konusudur.

4.Maliyet: İşletmeler, yaptıkları yatırımların finansman kaynakları arasında bir seçim yaparken, maliyet faktörünü ve finansman şeklinin karlılık üzerindeki etkisini dikkate almak zorundadır. İşletmeler kaynakların vergiden sonraki maliyetlerini hesaplamalıdır. Çünkü borç faizlerinin vergi matrahından indirim konusu yapılamaması, kaynakların bilinen maliyeti ile gerçek maliyetleri arasında firma açısından fark oluşturmaktadır.

5.Esneklik: Finansman kaynaklarının işletme ihtiyacına göre ayarlanabilmesidir. Buna göre kısa vadeli kaynaklar finansmanda esnekliği arttıran araçlardır. İşletmeler, kullanacakları finansman kaynaklarının esneklik özelliğini dikkate almalıdırlar.

6.Denetim: Finansmanda kullanılacak kaynakların planlanmasında, dikkat edilmesi gereken bir konu da, işletme sahibi veya sahiplerinin, firma üzerindeki denetim yetkilerini paylaşmak isteyip istemedikleridir.

7.Zamanlama: Zamanlama, firmanın fonları, yatırımların finansmanı için ihtiyaç duyduğu zamanda ve uygun şartlarla sağlamasını ifade eder. Bunun için, firmalar para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeleri yakından takip etmelidir. Kısa süreli bono çıkarılmasının, hisse senedi ve tahvil ihracının bu piyasaların uygun olduğu zamanlarda yapılması gerekir (Usta, 2002, s.30-31).

#### 2.4.4. Finansmanda Kısa Vadeli Kaynak Kullanımının Üstünlük ve Sakıncaları

İşletme sermayesinin finansmanında, firmanın benimsemiş olduğu finansman politikasına göre daha fazla uzun vadeli kaynak ve daha az kısa vadeli kaynak veya tam tersi bir biçimde de sermaye kullanılmaktadır. Kısa vadeli borçlar uzun vadeli borçlara kıyasla daha fazla risk içermesine rağmen, kısa vadeli borçlanmanın uzun vadeli borçlanmaya göre daha üstün olduğu yönler bulunmaktadır.

- Kısa vadeli borçlar uzun vadeli borçlara göre daha kolay ve daha hızlı bir biçimde sağlanabilmektedir. Uzun vadeli borç tedarikçileri, borç vereceği işletmeyi daha ayrıntılı analiz etmek suretiyle, borcun kullanılacağı yatırımla ilgili verileri tüm yönleriyle incelemektedirler. Bu yüzden bu tip kaynakların sağlanması zaman almaktadır. Eğer acil bir kaynağa ihtiyaç varsa, kısa vadeli kaynaklar tercih edilmelidir.
- İhtiyaç duyulan fonlar mevsimsel veya konjonktürel nedenlerle talep ediliyorsa, işletmeler üç nedenden dolayı uzun vadeli borç kullanmayı tercih etmezler. Bunlardan birincisi uzun vadeli borçların maliyeti kısa vadeli olanlara göre yüksektir. İkincisi uzun vadeli borçlar vadesinden önce ödenmek istendiğinde, ilk dönem faizleri daha yüksek olduğundan, işletmeye maliyeti daha fazla olmaktadır. Üçüncüsü, uzun vadeli borçlarda işletmeyi kısıtlayıcı daha fazla şart öne sürülebilmektedir. Bu nedenle işletmeler daha hafif şartları olan kısa vadeli kaynaklara yönelmektedirler.
- Normal ekonomik koşullarda, uzun vadeli finansal kaynakların faiz oranı kısa vadeli olanlardan daha yüksektir. Dolayısıyla kısa vadeli borçlanma maliyeti uzun vadeli borçlanmaya oranla daha düşüktür.
- Gelişmekte olan ülkelerde uzun vadeli sermaye birikimi yetersiz, sermaye piyasası gelişmemiş ve finansal araçlar kısa vadeye endekli olduğundan, işletmeler uzun vadeli borçlanmaya gitmek isteseler dahi, yeterli ölçüde uzun vadeli fon arzı olmadığı için bu beklentiler sonuçsuz kalmaktadır.

Kısa vadeli borçlanmanın yukarıda sayılan üstünlüklerine karşılık uzun vadeli borçlara göre daha risklidir. Bu riskin daha yüksek olmasının üç temel nedeni vardır. Bunlardan birincisi, uzun vadeli borçlara genelde sabit faiz oranı uygulanmaktadır. Başka bir deyişle, uzun vadeli borçların faiz oranı, kredinin vadesi süresince değişmemektedir. Oysa kısa vadeli borçlar değişken faiz oranıyla kullanılmaktadır. Dolayısıyla ekonomide yaşanan bir olumsuzlukta faiz oranlarının yükselmesi, işletmelerin faiz yükünü artırmaktadır. Ülkemizde yaşanan 2000 yılı Kasım ayı ve 2001 yılı Şubat aylarında yaşanan krizlerde faiz oranlarının aşırı yükselmesi sonucu birçok işletme günlük yaklaşık %10'a varan faiz ödemek zorunda kalmışlardır. Bununla beraber, bu olumsuz durum, faiz oranlarının düşme dönemlerinde işletmeler için avantajlı hale de gelebilmektedir. İkincisi, ekonomik durumun kötüleşmesi, kredi veren kurumların mali yapılarının bozulması gibi nedenlerle kredi kanallarının kapanması, kısa vadeli kaynaklarla faaliyetlerini finanse eden firmaların yeni kaynak bulmaları zorlaşacağı için, finansman konusunda sıkıntı olacaktır. Üçüncüsü, işletmelerin mali görüntüsünün bozulması, vadesi gelen borçlarını ödeyememesi yeni kredi taleplerini olumsuz etkileyeceğinden, işletmeleri iflasa kadar götürecek sorunların doğmasına neden olabilecektir (Aydın ve ark., 2006, s.121-122).

## **2.5. İŞLETME SERMAYESİNİN FİNANSMAN POLİTİKALARI**

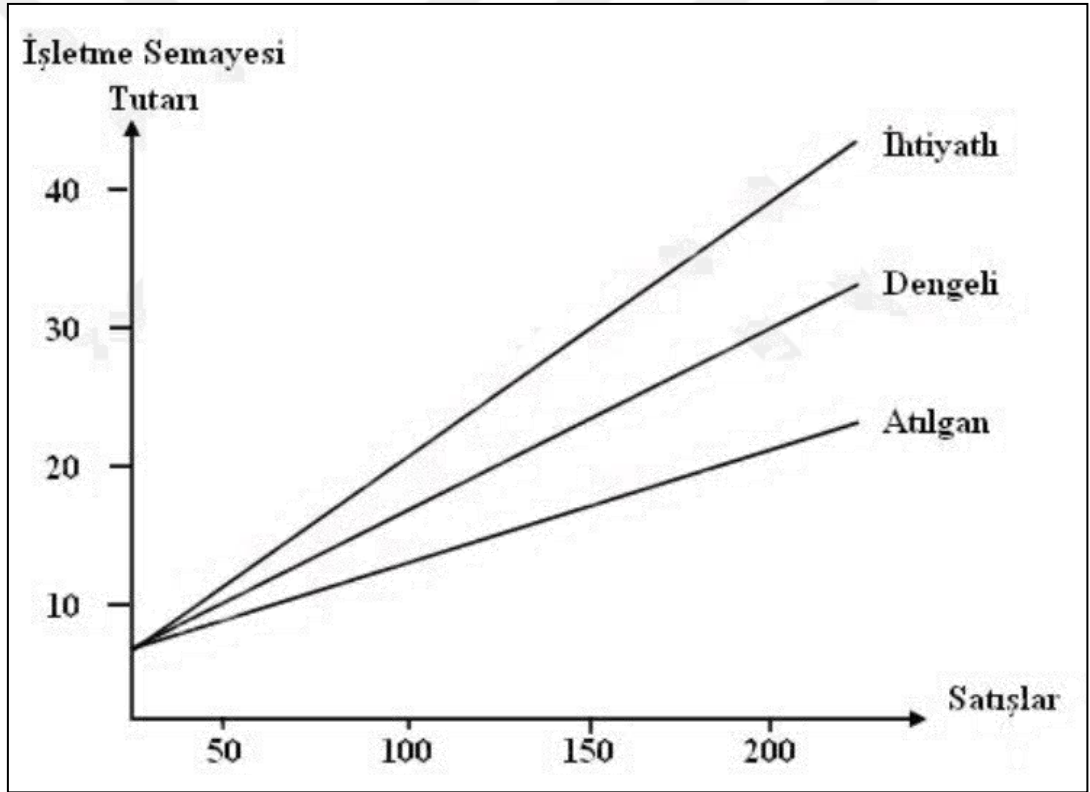
İşletmelerde para giriş ve çıkışları arasında tam bir uyum sağlanabilse, nakit hareketleri kesinlikle tahmin edilebilse, satın alma, üretim, satış ve tahsilat aynı anda gerçekleşse, firmalar işletme sermayesine ihtiyaç duymayacaklardır. Ancak uygulamada durum böyle olmadığı için firmalar, önemli tutarlara ulaşan para ve stok tutmak, fonlarının bir kısmını müşterilerine bağlamak daha doğrusu müşterilerinden alacaklı olma gereğini duymaktadırlar (Akgüç,2010, s.216).

Firmaların işletme sermayesi yatırımı, çeşitli faktörler nedeniyle yıl içerisinde değişkenlik gösterir. Örneğin satışları mevsimlik olan işletmelerin stokları ve alacakları belli mevsimlerde artmaktadır. Ancak, satışlar azalıp, alacaklar tahsil edildiği zaman, işletme sermayesi yatırımı yine başlangıç seviyesine düşer.

İşletme sermayesine yatırımın bir kısmı yıl içerisinde dalgalanma göstermekte, diğer bölümü ise sabit kalmaktadır. Bu durum, işletme sermayesi yatırımı olarak ifade edilmektedir. Zaman içinde dalgalanan, artan veya azalan yatırımlara, geçici veya değişen işletme sermayesi yatırımı denilmektedir. Firmalar, işletme sermayesine yapılacak olan yatırımlarını çeşitli şekillerde finanse ederler (Ceylan, 2000, s.217).

İşletme sermayesi finansmanı ile ilgili politikaların temel amacı firma değerini artırmaya yöneliktir. Diğer bir ifadeyle öz sermaye üzerinden elde edilecek verimliliğin artırılmasına gayret edilecektir (Aksoy ve Yalçınar, 2008, s.57).

Şekil 2.1. İşletme Sermayesi Finansman Politikaları



Kaynak: Aksoy A. ve Yalçınar K. (2008). İşletme Sermayesi Yönetimi, Gazi Kitabevi: Ankara, s.52

Şekil 2.1.'de işletme sermayesinin düzeyi konusunda üç farklı politika görülmektedir. Bütün politikalara göre, her satış miktarını desteklemek için farklı düzeylerde işletme sermayesi bulundurulması belirtilmektedir. Eğimin en dik olduğu durum ihtiyatlı bir işletme sermayesi politikasını göstermektedir. Buradaki ihtiyatlıdan kasıt olumsuzluk değildir. Sadece oldukça fazla tutarda nakit,

pazarlanabilir menkul kıymetlerin ve stokların bulundurulduğunu ifade eder. Ayrıca satışların alıcılara uygun finansman imkanları sağlayan kredi politikasının izlenmesi ve böylece karşılığında yüksek düzeyde alacak tutarı ile çalışıldığını göstermektedir. Atılğan politikada ise bunun tam tersi bir durum söz konusudur. Bu politikada nakit, pazarlanabilir menkul değerler, stok ve alacak tutarı en az seviyeye indirilmiştir. Diğer taraftan dengeli politika ise bu iki aşırı ucun arasında bulunmaktadır.

Ekonominin normal olduğu bir ortamda satışlar, maliyetler, sipariş süresi, alacak ve tahsilat süresi tam olarak biliniyorsa, yani belirlilik koşulları altında firmalar aynı işletme sermayesi düzeyini koruyacaklardır. Bu düzeyden sonraki işletme sermayesindeki her artış, karlarda bir değişiklik olmaksızın dış kaynak ihtiyacını artıracaktır. Öte yandan düşük düzeyde tutulan işletme sermayesi miktarı satıcı borçlarını geciktirecek, kayıp satışları ve stok yetersizlikleri nedeniyle üretim düzensizliklerini ortaya çıkaracaktır.

Belirsizlik koşullarında faaliyet gösterildiği ortamda ise durum biraz farklı olacaktır. Bu durumda işletme minimum nakit düzeyi ve beklenen ödemeler, satışlar, sipariş miktarı, stoklar vb. tutarlar beklenen değerlerden biraz farklı olduğundan, firma bu duruma karşı ilave miktarlar veya emniyet payları isteyecektir. Benzer biçimde alacaklar kredi koşullarına bağlıdır ve bu koşullar ne kadar katı ise herhangi bir satış düzeyinde alacaklar o ölçüde düşük olacaktır. Atılğan işletme sermayesi finansman politikası ile firma nakit ve stoklar için minimum bir emniyet payı belirleyecek ve satışlarda bir düşme riski taşımaya gösterse bile sıkı bir kredi politikası olacaktır. Atılğan finansman politikası genellikle yatırımdan beklenen en yüksek karlılığı sağlar. Ancak diğer taraftan riskin artmasına sebep olur. İhtiyatlı finansman politikasında da bu durumun tam tersi geçerlidir. Dengeli politikada ise risk ve beklenen kar açısından bu iki aşırı ucun arasında yer alır (Brigham, 1999, 316-317).

### **2.5.1. İhtiyatlı Finansman Politikası**

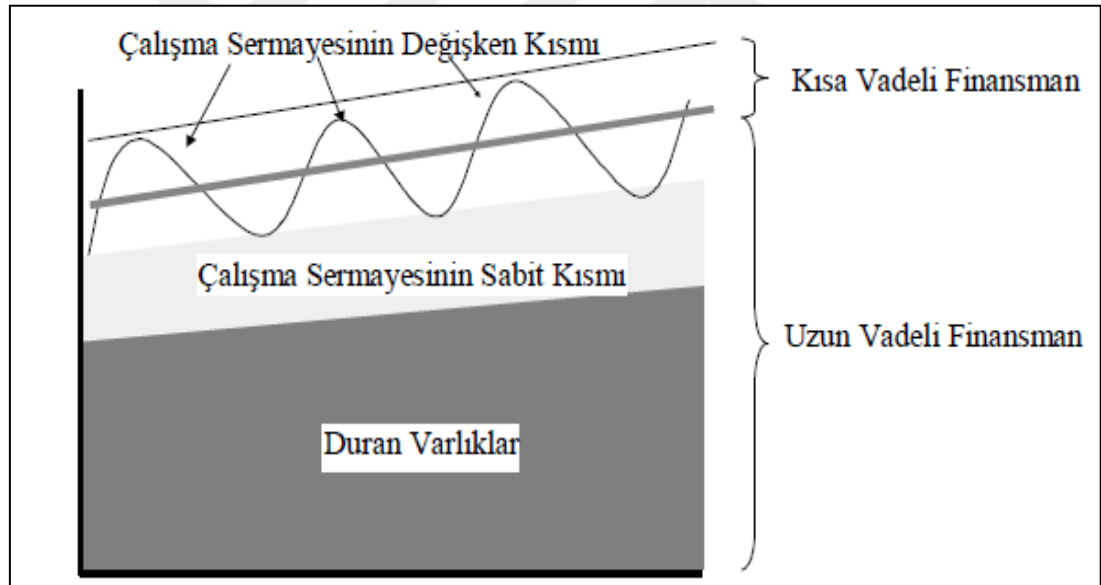
İhtiyatlı finansman politikası işletmenin sahip olduğu duran varlıkların ve işletme sermayesinin uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesidir (Ercan ve Ban, 2005, s.280). Bu politikada işletme sermayesinin dalgalanan bölümü belirli bir düzeyin üstüne çıkmadığı sürece kısa vadeli kaynaklar kullanılmamaktadır. Bu durumda



firma kaynak fazlası verdiği dönemlerde, kaynak fazlasını geçici yatırımlarda kullanmakta, başka bir deyişle likiditesi yüksek menkul değer yatırımı yapmakta ve kaynak ihtiyacı olduğu dönemlerde de bunları paraya çevirerek, işletme sermayesinin belirli bir düzeye çıkan dalgalanan kısmının kısa vadeli kaynak ihtiyacı olan bölümünü de yeri geldiğinde finanse etmektedir. Bu nedenle kısa vadeli kaynak kullanılması çok sınırlı ölçülerde olmaktadır. Dolayısıyla söz konusu olan finansman yöntemi diğer politikalar arasında riski en düşük olan politikadır.

Firma esas itibariyle uzun süreli kaynaklara başvurduğundan, bunların sürelerini, geri ödeme planlarını önceden bilmekte ve buna göre önlem almaktadır. Ancak uzun süreli kaynakların maliyeti, kısa vadeli kaynaklara göre daha yüksek olduğundan bu politika riskin az olmasına karşın maliyetli bir seçimdir (Akgüç, 2010, s.220).

Şekil 2.2. İhtiyatlı Finansman Politikası



Kaynak: TSPAKB (2009). Finansal Yönetim. Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi, s.37

Tabii, bu politikanın pratikte uygulanması çok zor olduğundan genellikle teoride kalmaktadır. Temelde bu politikanın uygulanmasını zorlaştıran iki neden vardır. Birincisi, sadece finansal yönden kuvvetli ve genellikle büyük firmalar etkin sermaye pazarlarına uzun vadeli kaynak sağlamak için başvurabilirler. Küçük firmaların hemen hepsi ve büyük firmaların birçoğu uzun vadeli finansal pazardan kendilerine

kolaylıkla kaynak sağlayamazlar. İkincisi de bu politikanın maliyeti ile ilgilidir. İhtiyatlı politika, diğer politikalara göre maliyeti daha yüksektir. Çünkü kısa vadeli kaynakların maliyeti uzun vadeli kaynaklardan daha düşüktür. Maliyet farklılıkları kısa vadeli kaynaklardan atıl kalan zamanlarda elde edilen verimliliğin dengelenmesi zordur. Kısa vadeli atıl fonların değerlendirilmesi amacıyla yapılan pazarlanabilir kıymetlere sıklıkla yatırım yapılması ve nakde çevrilmesi işlem maliyetlerini yükseltecektir. Bu yüzden bu politikanın etkinliği risk ve verimliliğin dengelenmesine bağlıdır (Aksoy ve Yalçiner, 2008, s.56).

### **2.5.2. Dengeli Finansman Politikası**

İşletmeler finansman ihtiyaçlarını karşılamada çeşitli politikalar izlerler. Bazı işletmeler dönen varlıklarla, dönen borçların vade yapısı arasında tam bir uyum sağlayacak politika takip ederken, diğerleri daha farklı politikalar takip edebilirler. İşletmenin dönen varlıklarıyla, borçlarının vade yapısı arasında tam bir uyum sağlayan politika dengeli finansman politikasıdır (Aydın ve ark., 2009, s. 141).

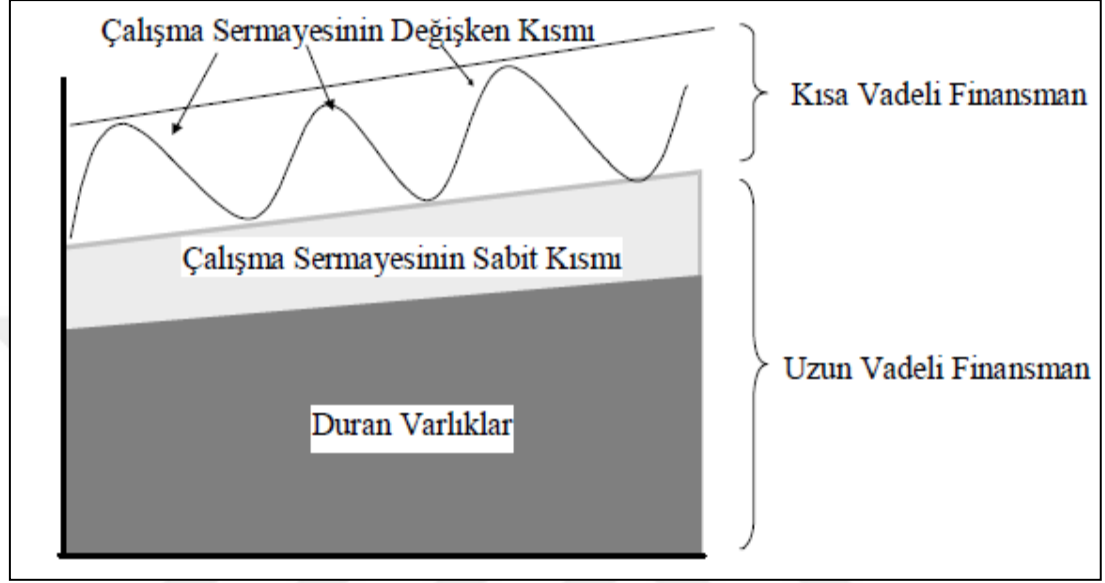
Dengeli politika, işletmenin duran varlıkları ile dönen varlıklarının minimum nakit, stok ve alacak düzeylerinden oluşan sabit kısmının uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesi, dönen varlıkların mevsimsel dalgalanmadan etkilenerek değişen kısmının ise kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesidir. Bu yaklaşım diğer politikalara göre orta derecede risk taşımaktadır (Hacıoğlu ve Dinçer, 2009, s.285).

Bu yaklaşım, işletmelerde yaygın kullanılan bir finansman politikasıdır. Şekil 2.3.'de görüldüğü gibi işletme sermayesinin süreklilik gösteren sabit kısmı uzun vadeli sermaye ile finanse edilmektedir. Bu politikada firma, aktif ve pasiflerinin vade yapısının tam eşleşmesine göre çalışacaktır. Örneğin otuz gün içerisinde satılması beklenen stoklar 30 günlük bir banka borcu ile finanse edilecek; yirmi yıllık bir bina, yirmi yıllık bir ipotekli tahville finanse edilecektir. Gerçekte her borç bu borçla finanse edilen aktifler tarafından oluşturulan nakit akımları ile ödenecektir. Böylece borçlar, kendi kendini likide edecektir.

Şüphesiz gerçek uygulamada aktiflerin ömrü konusundaki belirsizlik, uygulamadan sonraki anlamda tam bir vade eşleşmesini engelleyecektir. Eğer bir firma yine de

aktif ve pasif vadelerini eşleştirmeye çalışırsa, biz bunu “ılımlı/dengeli (vade eşleştirme veya kendi kendini likidite etme) finansman politikası” olarak adlandırıyoruz (Brigham, 1999, 318).

Şekil 2.3. Dengeli Finansman Politikası



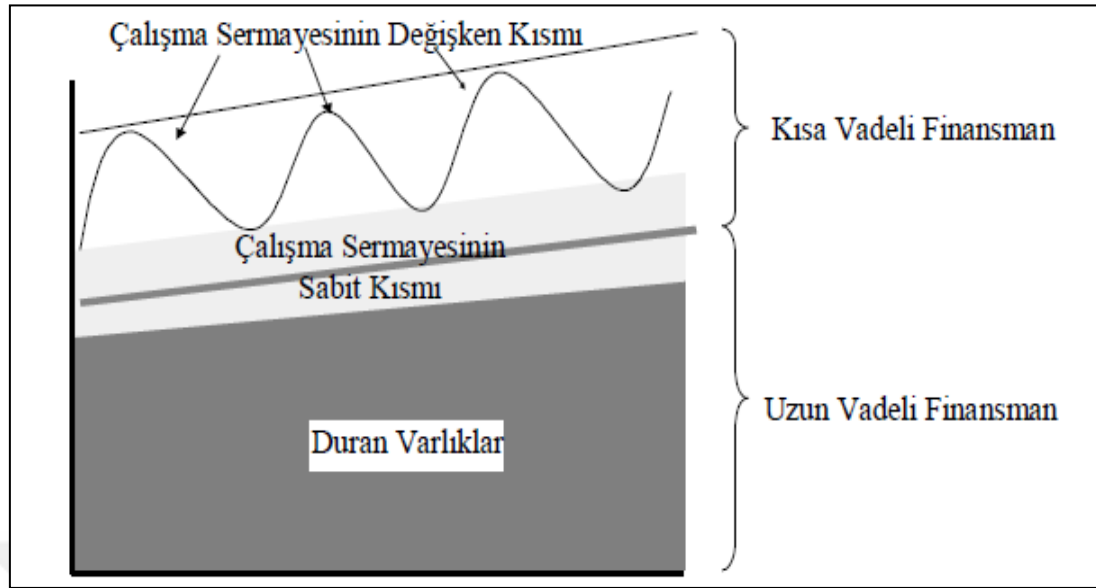
Kaynak: TSPAKB (2009). Finansal Yönetim. Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi, s.36

### 2.5.3. Atılgan Finansman Politikası

Atılgan finansman politikasında, sadece duran varlıklar uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmekte, sabit işletme sermayesi ve dalgalanan işletme sermayesi başka bir ifadeyle dönen varlıkların tamamı, kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmektedir (Ercan ve Ban, 2005, s.281). İşletmenin aldığı risk bu yaklaşımda diğer politikalardan daha yüksek olup kısa vadeli kaynakların geri ödenmesinde sorunlar çıkarabilir (Hacıoğlu ve Dinçer, 2009, s.284).

Atılgan bir yaklaşımla firmanın, işletme sermayesini finanse etmesi, ucuz ve esnek kaynak kullanımı yoluyla fon sağlamasına imkan tanır. Ekonomide likidite problemi yaşanmıyorsa, para ve sermaye piyasalarından kolayca fon sağlanıyorsa, işletme düşük maliyetli fonlarla ortalama sermaye maliyetini düşürerek ve sonuçta karlılığını arttırabilecektir (Büker ve ark., 1997, s.159).

Şekil 2.4. Atılgan Finansman Politikası

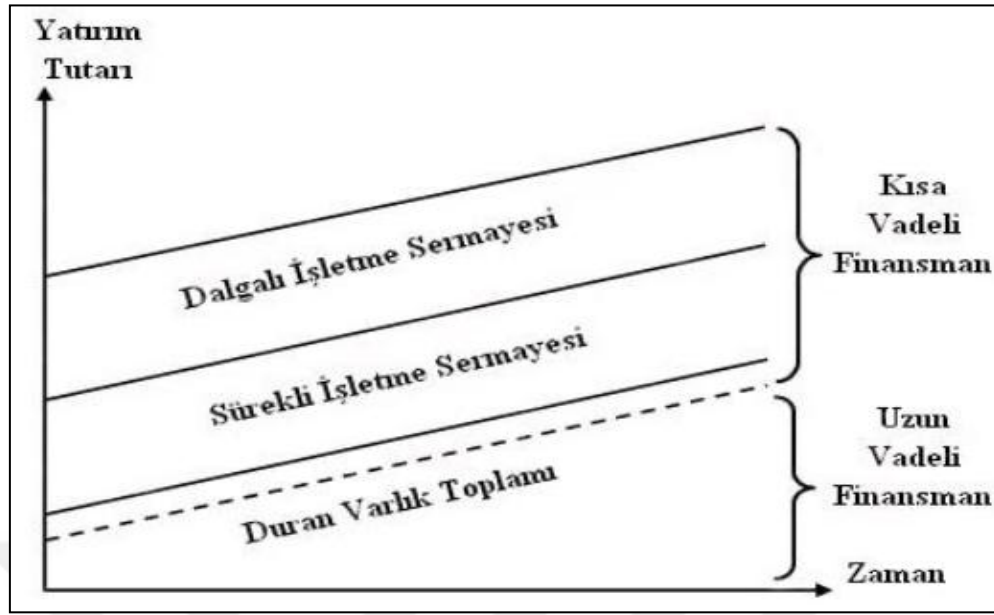


Kaynak: TSPAKB (2009). Finansal Yönetim. Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisans Eğitimi, s.36

Başka bir yaklaşımda bu politikayı daha ileriye götürüp, yani daha atılgan bir politika haline dönüştürebiliriz. Şekil 2.5’de görüldüğü gibi işletme, duran varlıklarının parçalı çizgiye kadar olan bölümünü uzun vadeli kaynaklarla, duran varlıkların bir kısmı ile dönen varlıkların tümünü kısa vadeli kaynaklarla finanse etmektedir.

Bu tür bir finans politikası hiç şüphesiz diğer tüm seçeneklere kıyasla çok daha risklidir. Firma bu yaklaşımla kısa vadeli kredilerin yenilenmesi sorunu ile çok sık karşı karşıya kalacak, büyük bir ihtimalle kredi kullandığı kurumlardan kredi sürelerinin uzatılması talebinde bulunacaktır. Kredi kurumlarının vade yenileme isteğini geri çevirdiği her durumda ya da hükümetlerin izlemiş olduğu para politikaları sonucu ekonomideki genel bir likidite sıkıntısı, firmayı mali yönden çok zor durumda düşürecek, yükümlülüklerini zamanında yerine getiremeyecektir. Böyle bir durum işletmenin varlığını tehlikeye sokarak tavsiyesine yol açabilir. Alınan bu yüksek risk karşısında, söz konusu finansman politikasının avantajı finansmanda daha ucuz ve esnek kaynak kullanılmasına imkan tanınmasıdır (Akgüç, 2010, s.220).

Şekil 2.5. Daha Atılgan Finansman Politikası



Kaynak: Aksoy A. & Yalçın K. (2008). İşletme Sermayesi Yönetimi. Ankara: Gazi Kitabevi, s.58

#### 2.5.4. Finansman Politikalarının Likidite, Karlılık ve Risk İlişkileri

Bir işletmenin finansman ihtiyacı, dönen ve duran varlıkların toplamına eşittir. Dönen varlıklar iki grupta toplanabilir. Bunlar sabit dönen varlıklar ve dalgalanma gösteren dönen varlıklar olarak ayrılırlar. Dönen varlıkların dalgalanma gösteren kısmı, işletme satışlarının mevsimsel veya konjonktürel yapısından etkilenir. Birçok işletmede alacaklar ve stoklar yılın belli dönemlerinde en yüksek seviyeye çıkar. Dönen varlıkların sabit kısmı ise, işletmenin uzun süre ihtiyacını karşılayabilecek nakit ve envanter olarak bulundurması gereken tutardır (Aydın ve ark., 2009, s. 141).

İşletme sermayesinin finansmanında kullanılan politikalar likidite, risk ve karlılık gibi faktörlerin bileşimine göre oluşmaktadır. Likidite derecesi ile karlılık arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Likidite arttıkça, firmanın likit varlıklar üzerinden sağlayacağı kazançlar azalacaktır. Diğer taraftan likiditenin fazla olması riskin azalmasına sebep olacaktır. Risk ile karlılık arasındaki ilişki ise doğru orantılıdır. Karlılık azaldıkça riskte azalır (Aksoy ve Yalçın, 2008, s.59).

Bilindiği gibi likidite, varlıkların nakde dönüşme kabiliyetini göstermektedir. En likit varlık kasa olup, genellikle bilançonun aktifinde en likit varlıktan en az likit olan

duran varlıklara doğru bir hiyerarşi bulunmaktadır. Burada riskten kastedilen firmanın, kısa vadeli yabancı kaynaklarını ödeyememe durumudur. Karlılıktan kastedilen de özellikle yatırımlara bağlanan öz sermayenin kazanma gücüdür.

Eğer bir firmanın bilançosunun toplamı ve pasif bölümün yapısı değişmeksizin aktifinde dönen varlıklar seviyesi artırılır, duran varlıklar seviyesi azaltılırsa firmanın likiditesi artacak, borçlarını ödeyememe riski azalacaktır. Ancak firmanın kazanma gücü düşecektir (Ercan ve Ban, 2005, s.281).

Şekil 2.6. Likidite, Risk ve Getiri İlişkisi



Kaynak: Ercan M.K. & Ban Ü. (2005). Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim. Ankara:Gazi Kitabevi, s.281

Şekil 2.6'da likiditenin azalması durumunda firmanın bilanço toplamı ve pasif yapısı değişmeksizin aktifin dengesi duran varlıklar lehine değişmektedir. Bu durumda firmanın likiditesi azalmakta, kısa vadeli borçlarını ödeyememe riski artmakta bununla beraber getirisi artmaktadır.

Örnek: Bir firmanın toplam varlıkları 10 Milyon TL. bunun 5 Milyon TL'si duran varlık 5 Milyon TL'si de dönen varlıklardan oluşmaktadır. Firmanın sermaye yapısı %50 sermaye %50 borçludur. Kısa vadeli kaynak maliyeti yıllık %20 uzun vadeli kaynak maliyeti ise %30 dur. Firmanın faiz ve vergi öncesi karı ise 6 Milyon TL olup firmanın tabi olduğu vergi oranı %35 ise, örnek firmanın, işletme sermayesi finansmanında kullanılan politikalar için düzenlenen tablo aşağıdaki gibidir.

Tablo 2.1. Örnek Firmanın İşletme Sermayesi Finansman Politikaları

	DENGELİ (TL)	İHTİYATLI (TL)	ATILGAN (TL)
Dönen Varlıklar	5.000.000	5.000.000	5.000.000
Duran Varlıklar	5.000.000	5.000.000	5.000.000
Toplam Varlıklar	10.000.000	10.000.000	10.000.000
Öz Sermaye	5.000.000	5.000.000	5.000.000
Toplam Borç	5.000.000	5.000.000	5.000.000
FVÖK	6.000.000	6.000.000	6.000.000
<b>-Kısa Vadeli Borçlar</b>	<b>2.500.000</b>	-----	<b>5.000.000</b>
<b>-Uzun Vadeli Borçlar</b>	<b>2.500.000</b>	<b>5.000.000</b>	-----
Finansman Giderleri	(1.250.000)	(1.500.000)	(1.000.000)
VÖK	4.750.000	4.500.000	5.000.000
Vergi	(1.662.500)	(1.575.000)	(1750.000)
Net Kar	3.087.500	2.925.000	3.250.000
Net Kar/Öz Sermaye	% 61,75	% 58,5	% 65
Cari Oran	2	-----	1

Kaynak: Ercan M.K. & Ban Ü. (2005). Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim. Ankara:Gazi Kitabevi, s.282

Tablo 2.1'de görüldüğü gibi firmanın risk düzeyi arttıkça karlılığı da artıyor. Atılğan politikada cari oran bire inmekte başka bir ifadeyle net işletme sermayesi düzeyi sıfır olmaktadır. Buna karşılık öz sermayenin kazanma gücü artmaktadır.

### 3. BÖLÜM

## İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİ ETKİNLİĞİNİN ÖLÇÜLMESİ AMACIYLA MOBİLYA SEKTÖRÜNDE ÖRNEK BİR FİNANSAL ANALİZ UYGULAMASI

### 3.1. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

Bu bölümde, araştırmamızın konusuyla ilgili duruma cevap verebilecek nitelikteki veriler, analiz teknikleri ve işlemlerin olduğu araştırmanın yöntemi anlatılacaktır. Bu kapsamda araştırmamızda kullanılacak yöntem; araştırmamızın örnekleme, sınırları, kullanılacak verilerin toplanması, toplanan verilerin geçirileceği işlem ve analiz şekilleri sırasıyla ilgili başlıkları altında açıklanacaktır.

#### 3.1.1. Araştırma Örnekleme ve Sınırlılıklar

Araştırmanın örneklemini, işletme sermayesi yönetimi etkinliğinin önemine uygun olduğunu düşündüğümüz imalat kollarından mobilya sektöründe faaliyet gösteren benzer girdileri kullanmak suretiyle benzer çıktılar elde eden ve satışını gerçekleştiren işletmeler arasından, hisse senetleri İMKB’de işlem gören 4 adet firma oluşturmaktadır.

Örnekleme oluştururken araştırma konusuna uygun evreni doğruya yakın veya doğru temsil etmesi bakımından sürekli bağımsız denetimden geçen ve sağlıklı sonuçlar alınabilecek işletmelerin İMKB’de işlem gören firmalar arasından seçilmiş olmasının, verilere ulaşım kolaylığının yanı sıra araştırmanın güvenilirliği açısından uygun olduğu düşünülmüştür.

Araştırmanın sınırlılığı, analiz edilecek verilerin dönemi açısından sadece 2010, 2011 ve 2012 yılı kesintisiz yıllık mali tablo verilerinden yararlanılmıştır. Bunun nedeni 2008 yılında finansal piyasalarda başlayan daha sonra reel sektörü etkisi altına alan, 2009 yılında piyasalarda hissedilir şekilde etkisini gösteren ve son olarak 2010 yılı başlarında yavaş yavaş son bulan küresel ekonomik krizin varlığının olmasından dolayı bu döneme ait veriler araştırmada kullanılmayacaktır.



### 3.1.2. Kullanılan Veri Toplama Araçları

Araştırma verileri araştırma konusuna uygun olarak seçilmiş örnekleme oluşturan firmaların mali tablolarından alınmıştır. Bilindiği gibi mali tablolar, işletmenin mali durumu, performansı ve mali yapısındaki değişiklikler hakkında bilgi veren temel muhasebe ilkelerine uygun hazırlanmış finansal raporlamadır. Bu anlamda seçilen işletmelerin belli tarihler arasında mali durumlarını gösteren finansal verilerin kullanılacağı araştırmada, analiz edilecek veriler firmaların 2010, 2011 ve 2012 yıllarına ait yıllık düzenlenmiş bilanço ve gelir tablolarından elde edilmiştir.

Seçilen işletmelerin analiz edilecek mali tablo verileri Kamu Aydınlatma Platformuna ait tüm kullanıcılara açık olarak yayınlanan <http://www.kap.gov.tr/> internet adresinden alınarak kullanılmıştır. Diğer taraftan araştırma bulgularının sektör karşılaştırmalarıyla beraber değerlendirilmesini sağlayan sektör ortalamaları ise T.C. Merkez Bankası'na ait yine tüm kullanıcılara açık olan <http://www.tcmb.gov.tr/> internet adresinden alınarak araştırmada kullanılmıştır.

İşletme Sermayesi yönetiminin etkinliğinin değerlendirilmesi amacıyla yapılan çalışmaya uygun olarak belirlediğimiz mobilya sektöründe faaliyet gösteren hisse senetleri İMKB'de işlem gören dört firmaya ait bilgiler ve 2010, 2011 ve 2012 yıllarındaki bilanço ve gelir tablosu verileri aşağıdaki gibidir.

#### **GENTAŞ Genel Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.**

Şirket 1972 yılında kurulmuş olup ve merkezi Bolu'dadır. Şirketin genel müdürlüğü ise Ankara'dadır. Şirket SPK'ya kayıtlı olup ve hisseleri 1987 yılından beri İMKB ulusal pazarında işlem görmektedir. Şirketin ana faaliyet konusu Alman Werzalit firması lisansı ile masa tabloları, okul sıraları, sandalye, oturak-arkalıkları, yapı profilleri, emprenyeli kağıt, laminant üretimi ve satışlarıdır.

Şirketin;

- 31.12.2010 Tarihi itibariyle kayıtlı sermaye tutarı 60.000.000 TL (ödenmiş sermayesi 58.631.040 TL)'dir. İstihdam edilen personel sayısı 360 kişidir.

- 31.12.2011 Tarihi itibariyle kayıtlı sermaye tutarı 120.000.000 TL (ödenmiş sermayesi 95.000.000 TL)'dir. İstihdam edilen personel sayısı 360 kişidir. Bağlı ortaklığında istihdam edilen personel sayısı 135 kişidir.
- 31.12.2012 Tarihi itibariyle kayıtlı sermaye tutarı 120.000.000 TL (ödenmiş sermayesi 95.000.000 TL)'dir. İstihdam edilen personel sayısı 440 kişidir. İki bağlı ortaklığında istihdam edilen toplam personel sayısı 134 kişidir.

Tablo 3.1. Gentaş A.Ş.Bağlı Ortak ve İştirakler

Şirket Adı	Faaliyet Alanı	31.12.2010		31.12.2011		31.12.2012	
		Sermayesi (TL)	İştirak Oranı (%)	Sermayesi (TL)	İştirak Oranı (%)	Sermayesi (TL)	İştirak Oranı (%)
Gentaş Bolu Lam. Lif Levha Ent. Ağaç San A.Ş.	Laminant ve Lif Levha Üretim vesatışı	15.000.000	48,65	29.400.000	53,65	35.280.000	53,65
Genmar Orm. Ür. Dağ. Paz. A.Ş.	Orman Ürünleri Pazarlama ve Satışı	3.000.000	5,00	4.000.000	5,00	4.000.000	96,50
Genpaz Orm. Ür. Paz. A.Ş.	Orman Ürünleri Pazarlama ve Satışı	15.000.000	50,00	16.650.000	48,04	6.650.000	48,04
Gentaş Kim. Paz. San. Tic. A.Ş.	Kimyevi madde Üretimi ve Satışı	16.000.000	14,50	20.000.000	14,50	27.000.000	14,50
Masstaş A.Ş.	Sunta ve suntalam üretim ve satışı	44.033.933	49,99				
Gentaş Mob. Dek. Ve Metal SanA.Ş.	Mobilya aksamı üretimi ve satışı	1.115.000	29,89				

Kaynak: (28 Mart 2011, 27 Mart 2012, 25 Mart 2013). Bağımsız Denetim Raporu,Oluşum bağımsız dış denetim ve danışmanlık A.Ş. (Bağlı ortaklıklar oranı >50, İştirakler oranı <50)

Tablo 3.2. Gentaş A.Ş. Ortaklık Yapısı

Ortaklar	31.12.2010		31.12.2011		31.12.2012	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Genpaş A.Ş.	10.701.000	18,25	17.387.939	18,30	17.387.939	18,30
M. Ziya Kahraman	7.050.011	12,02	11.423.132	12,02	11.423.132	12,02
Ahmet Kahraman	6.069.950	10,35	10.670.001	11,23	10.400.001	10,95
Abdurrahman Kahraman (Tahsin Oğlu)	4.229.528	7,21	7.584.897	7,98	7.629.897	8,03
Çelik Uluslar arası Nak. Tur. Tic. A.Ş.	3.226.108	5,50	5.940.836	6,26	5.940.836	6,26
Seyit Mehmet Mutlu	3.121.461	5,32	4.877.521	5,13	5.154.264	5,43
Diğer Ortaklar	24.232.982	41,35	37.115.674	39,08	37.063.931	39,01
<b>Toplam</b>	<b>58.631.040</b>	<b>100,00</b>	<b>95.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>95.000.000</b>	<b>100,00</b>

Kaynak: (28 Mart 2011, 27 Mart 2012, 25 Mart 2013). Bağımsız Denetim Raporu, Oluşum bağımsız dış denetim ve danışmanlık A.Ş.

Tablo 3.3. Gentaş A.Ş. Gelir Tablosu

<b>GENTAŞ GENEL METAL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.</b>			
<b>GELİR TABLOSU (TL)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER</b>			
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>83.852.470</b>	<b>142.277.322</b>	<b>164.226.683</b>
Satışların Maliyeti (-)	-62.709.001	-107.152.536	-136.010.783
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>21.143.469</b>	<b>35.124.786</b>	<b>28.215.900</b>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-4.638.318	-7.803.496	-10.724.297
Genel Yönetim Giderleri (-)	-4.177.289	-7.389.387	-7.894.997
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-82.751	-134.767	-197.004
Diğer Faaliyet Gelirleri	1.401.304	3.869.699	6.056.552
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-327.564	-587.482	-2.695.408
<b>FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>13.318.851</b>	<b>23.079.353</b>	<b>12.760.746</b>
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen			
Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	5.165.813	1.521.762	2.757.777
Esas Faaliyet Dışı Finansal Gelirler	2.875.035	10.887.987	4.507.595
Esas Faaliyet Dışı Finansal Giderler (-)	-4.168.455	-5.181.654	-4.732.946

<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ</b>			
<b>ÖNCESİ KARI/ZARARI</b>	<b>17.191.244</b>	<b>30.307.448</b>	<b>15.293.172</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-2.419.640	-4.596.491	-2.679.632
-Dönem Vergi Gelir/Gideri	-2.443.837	-4.209.983	-2.517.737
-Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	24.197	-386.508	-161.895
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM</b>			
<b>KARI/ZARARI</b>	<b>14.771.604</b>	<b>25.710.957</b>	<b>12.613.540</b>
<b>DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>14.771.604</b>	<b>25.710.957</b>	<b>12.613.540</b>
Dönem Karı/Zararının Dağılımı			
Azınlık Payları	0	402.808	1.569.254
<b>Ana Ortaklık Payları</b>	<b>14.771.604</b>	<b>25.308.149</b>	<b>14.182.794</b>

Kaynak: (28 Mart 2011, 27 Mart 2012, 25 Mart 2013). Bağımsız Denetim Raporu, Oluşum bağımsız dış denetim ve danışmanlık A.Ş.

Tablo 3.4. Gentaş A.Ş. Bilanço

<b>GENTAŞ GENEL METAL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.</b>			
<b>BİLANÇO (TL)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>VARLIKLAR</b>			
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>74.293.850</b>	<b>97.719.538</b>	<b>101.155.921</b>
Nakit ve Benzerleri	12.792.276	21.803.828	6.411.702
Ticari Alacaklar	22.898.208	34.306.562	42.618.680
Diğer Alacaklar	457.854	1.099.254	6.141.378
Stoklar	15.363.406	35.796.011	40.672.920
Diğer Dönen Varlıklar	1.083.867	4.713.883	5.311.241
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	21.698.239	0	0
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>51.754.891</b>	<b>76.494.859</b>	<b>79.781.074</b>
Diğer Alacaklar	898	928	8.101
Finansal Yatırımlar	213.534	215.545	215.545
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	24.626.149	20.043.882	16.775.796
Maddi Duran Varlıklar	24.798.923	53.041.712	59.264.274
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	259.572	333.549	422.345
Şerefiye	0	942.792	942.792
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	0	111.295
Diğer Duran Varlıklar	1.855.815	1.916.451	2.040.926
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>126.048.741</b>	<b>174.214.397</b>	<b>180.936.995</b>
<b>KAYNAKLAR</b>			

<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>9.104.689</b>	<b>20.987.784</b>	<b>22.024.570</b>
Finansal Borçlar	75.000	1.010.173	5.076.373
Ticari Borçlar	5.414.169	15.933.746	10.744.831
Diğer Borçlar	2.978.571	3.274.975	5.031.882
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	636.949	768.890	1.171.484
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>1.737.658</b>	<b>2.770.052</b>	<b>3.603.227</b>
Diğer Borçlar	107	107	107
Kıdem Tazminatı Karşılığı	1.074.939	1.570.960	2.135.094
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	661.038	1.198.985	1.468.026
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.574	0	0
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>115.206.394</b>	<b>150.456.561</b>	<b>155.309.198</b>
<b>ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>115.206.394</b>	<b>134.688.343</b>	<b>138.218.987</b>
Ödenmiş Sermaye	58.631.040	95.000.000	95.000.000
Öz sermaye enflasyon düzeltmesi farkları	5.092.292	0	0
Değer Artış Fonları	465.000	3.653.825	3.653.825
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2.585.823	3.637.175	5.027.129
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	33.660.635	7.089.194	20.355.239
Net Dönem Karı/Zararı	14.771.604	25.308.149	14.182.794
AZINLIK PAYLARI	0	15.768.218	17.090.211
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>126.048.741</b>	<b>174.214.397</b>	<b>180.936.995</b>

Kaynak: (28 Mart 2011, 27 Mart 2012, 25 Mart 2013). Bağımsız Denetim Raporu, Oluşum bağımsız dış denetim ve danışmanlık A.Ş.

### **İDAŞ İstanbul Döşeme Sanayi A.Ş.**

Şirket 1965 yılında 18 ortak tarafından kurulmuş, 1967 yılında üretim faaliyetlerine İstanbul ilinde başlamıştır. İDAŞ 1998 yılında sermayesinin %20'sini halka açarak, hisse senetleri İMKB'de işlem gören, halka açık bir şirket haline gelmiştir. Halen merkezi İstanbul'da olan firma İşeri Ailesi tarafından kontrol edilmektedir.

Şirketin;

- 31.12.2010 Tarihi itibariyle kayıtlı sermaye tutarı 24.000.000 TL (ödenmiş sermayesi 12.000.000 TL)'dir. İstihdam edilen personel sayısı 340 kişidir.
- 31.12.2011 Tarihi itibariyle kayıtlı sermaye tutarı 24.000.000 TL (ödenmiş sermayesi 24.000.000 TL)'dir. İstihdam edilen personel sayısı 314 kişidir.
- 31.12.2012 Tarihi itibariyle kayıtlı sermaye tutarı 24.000.000 TL (ödenmiş sermayesi 22.727.083 TL)'dir. İstihdam edilen personel sayısı 246 kişidir.

Tablo 3.5. İdaş A.Ş. Bağlı Ortaklıklar

Şirket Adı	31.12.2010		31.12.2011		31.12.2012	
	Doğrudan Sahiplik Oranı (%)	Efektif Sahiplik Oranı (%)	Doğrudan Sahiplik Oranı (%)	Efektif Sahiplik Oranı (%)	Doğrudan Sahiplik Oranı (%)	Efektif Sahiplik Oranı (%)
İdaş Ege Dağıtım Ltd. Şti.	99,99	99,99	99,99	99,99	99,99	99,99
İdaş Mağazacılık A.Ş.	99,99	99,99	99,99	99,99	99,99	99,99
İdaş Yatak ve Mobilya San. A.Ş.	99,99	99,99	99,99	99,99	99,99	99,99
İdaş Almanya	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Kaynak: (12 Nisan 2012, 22 Nisan 2013). Bağımsız Denetim Raporu, Denge Bağımsız Denetim Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. (Şirket, konsolide edilen bağlı ortaklıkların %99,99 ila %100,00 üne sahip olduğu için, üçüncü şahıslara ait öz sermaye ve net kar bulunmadığından, ana ortaklık dışı pay yoktur.

Tablo 3.6. İdaş A.Ş. Ortaklık Yapısı

Ortaklar	31.12.2010		31.12.2011		31.12.2012	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Yönetim Kontrolüne Sahip gerçek kişiler-İşeri Ailesi	2.521.478	21,01	4.770.464	19,88	1.935.658	8,51
Diğer/ Halka Açık Kısım	9.478.522	78,99	19.229.536	80,12	20.791.425	91,49
<b>Toplam</b>	<b>12.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>24.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>22.727.083</b>	<b>100,00</b>

Kaynak: (12 Nisan 2012, 22 Nisan 2013). Bağımsız Denetim Raporu, Denge Bağımsız Denetim Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.

Tablo 3.7. İdaş A.Ş. Gelir Tablosu

<b>İDAŞ İSTANBUL DÖŞEME SANAYİ A.Ş.</b>			
<b>GELİR TABLOSU (TL)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER</b>			
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>24.257.850</b>	<b>30.555.333</b>	<b>23.481.610</b>
Satışların Maliyeti (-)	-14.917.859	-22.803.265	-16.575.432
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>9.339.991</b>	<b>7.752.068</b>	<b>6.906.178</b>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-5.896.999	-8.636.066	-5.414.637
Genel Yönetim Giderleri (-)	-5.704.145	-5.947.432	-16.918.004
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-32.462	-29.012	-11.543
Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin Değerleme			
Artışı		1.703.500	855.000
Diğer Faaliyet Gelirleri	2.246.214	1.026.751	1.150.468
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-4.884.430	-2.143.614	-4.693.445
<b>FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>-4.931.831</b>	<b>-6.273.805</b>	<b>-18.125.983</b>
Finansal Gelirler	2.973.922	4.243.483	1.889.189
Finansal Giderler (-)	-7.660.942	-8.315.659	-6.188.173
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ</b>			
<b>ÖNCESİ KARI/ZARARI</b>	<b>-9.618.851</b>	<b>-10.345.981</b>	<b>-22.424.967</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	328.754	-102.850	-11.167
- Dönem Vergi Gelir/Gideri	0	0	0
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	328.754	-102.850	-11.167
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM</b>			
<b>KARI/ZARARI</b>	<b>-9.290.097</b>	<b>-10.448.831</b>	<b>-22.436.134</b>
<b>DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>-9.290.097</b>	<b>-10.448.831</b>	<b>-22.436.134</b>
Dönem Karı/Zararının Dağılımı			
Azınlık Payları	0	0	0
<b>Ana Ortaklık Payları</b>	<b>-9.290.097</b>	<b>-10.448.831</b>	<b>-22.436.134</b>

Kaynak: (12 Nisan 2012, 22 Nisan 2013). Bağımsız Denetim Raporu, Denge Bağımsız Denetim Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.

Tablo 3.8. İdaş A.Ş. Bilanço

<b>İDAŞ İSTANBUL DÖŞEME SANAYİ A.Ş.</b>			
<b>BİLANÇO (TL)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>VARLIKLAR</b>			

<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>26.490.594</b>	<b>34.851.249</b>	<b>16.544.340</b>
Nakit ve Benzerleri	1.557.224	1.617.968	64.593
Ticari Alacaklar	14.871.510	21.851.846	10.382.255
Diğer Alacaklar	2.495.205	1.627.367	1.476.559
Stoklar	5.728.434	7.086.133	3.805.694
Diğer Dönen Varlıklar	1.838.221	2.667.935	815.239
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>44.597.519</b>	<b>49.329.093</b>	<b>49.509.731</b>
Ticari Alacaklar	0	512.171	0
Diğer Alacaklar	2.503	111.655	132.413
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	15.555.000	18.520.000	19.185.000
Maddi Duran Varlıklar	27.843.758	29.167.063	29.329.445
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.196.258	1.018.204	862.873
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>71.088.113</b>	<b>84.180.342</b>	<b>66.054.071</b>
<b>KAYNAKLAR</b>			
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>36.301.436</b>	<b>47.047.596</b>	<b>39.222.600</b>
Finansal Borçlar	8.956.105	8.346.909	10.757.180
Diğer Finansal Yükümlülükler	10.081.155	17.149.981	4.436.510
Ticari Borçlar	5.259.010	7.323.258	9.337.185
Diğer Borçlar	9.640.150	9.437.025	8.749.327
Çalışanlara Sağlanan Faydalar	1.410.358	1.290.384	2.414.424
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	954.658	3.500.039	3.527.974
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>12.129.147</b>	<b>10.960.033</b>	<b>4.607.411</b>
Finansal Borçlar	6.441.041	5.931.155	15.599
Diğer Borçlar	2.015.218	1.139.044	278.987
Çalışanlara Sağlanan Faydalar	1.138.086	917.328	972.051
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2.534.802	2.972.506	3.340.774
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>22.657.530</b>	<b>26.172.713</b>	<b>22.224.060</b>
<b>ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>22.657.530</b>	<b>26.172.713</b>	<b>22.224.060</b>
Ödenmiş Sermaye	12.000.000	24.000.000	22.727.083
Sermaye Düzeltmesi Farkları	10.452.860	10.452.860	10.452.860
Hisse Senedi İhraç Primleri	0	34.329	34.882
Değer Artış Fonları	19.170.576	21.331.240	23.033.398
Yabancı Para Çevrim Farkları	31.037	-199.942	-142.255
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	14.059.016	14.470.947	14.470.947
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-23.765.862	-33.467.890	-25.916.721
Net Dönem Karı/Zararı	-9.290.097	-10.448.831	-22.436.134
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>71.088.113</b>	<b>84.180.342</b>	<b>66.054.071</b>

Kaynak: (12 Nisan 2012, 22 Nisan 2013). Bağımsız Denetim Raporu, Denge Bağımsız Denetim Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.



## **KELEBEK Mobilya Sanayi ve Ticaret A.Ş.**

Cumhuriyet tarihinin en eski sanayi kuruluşlarından biri olan şirket, 1935 yılında uçak kanatları için kontrplak üretmek amacıyla İstanbul'da kurulmuştur. Kelebek Mobilya ve Kontrplak San. A.Ş. olan firma ünvanı 12.12.2003 tarihinde Kelebek Mobilya San. ve Tic. A.Ş. olarak değiştirmiştir. Şirket SPK'ya kayıtlı olup ve hisseleri 1990 yılından beri İMKB'de işlem görmektedir. Halen merkezi İstanbul ilinde olan şirketin ana faaliyet konusu mobilya üretimi ve satışlarıdır.

Şirketin;

- 31.12.2010 Tarihi itibariyle kayıtlı sermaye tutarı 80.000.000 TL (ödenmiş sermayesi 50.000.000 TL)'dir. İstihdam edilen personel sayısı 387 kişidir.
- 31.12.2011 Tarihi itibariyle kayıtlı sermaye tutarı 80.000.000 TL (ödenmiş sermayesi 50.000.000 TL)'dir. İstihdam edilen personel sayısı 369 kişidir.
- 31.12.2012 Tarihi itibariyle kayıtlı sermaye tutarı 80.000.000 TL (ödenmiş sermayesi 50.000.000 TL)'dir. İstihdam edilen personel sayısı 348 kişidir.

Tablo 3.9. Kelebek Mobilya A.Ş. Bağlı Ortaklıklar

Şirket Adı	Faaliyet Alanı	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
		İştirak Oranı (%)	İştirak Oranı (%)	İştirak Oranı (%)
2K Oturma Grupları İnşaat ve Taahhüt San. ve Tic. A.Ş.	Oturma Grubu Satışı	99,19	99,19	100,00
3K Mobilya Dekor. San. ve Tic. A.Ş.	Mobilya Dekorasyon	97,98	97,98	100,00

Kaynak: (07 Nisan 2011, 12 Nisan 2012). Bağımsız Denetim Raporu, AKT Bağımsız Denetim A.Ş. - (9 Nisan 2013).Bağımsız Denetim Raporu, Güney Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.

Tablo 3.10. Kelebek Mobilya A.Ş. Ortaklık Yapısı

Ortaklar	31.12.2010		31.12.2011		31.12.2012	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Özbıyık ve Gökna Aileleri	36.945.000	73,89	36.945.000	73,89	33.500.000	67,00
Diğer	13.055.000	26,11	13.055.000	26,11	16.500.000	33,00
<b>Toplam</b>	<b>50.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>50.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>50.000.000</b>	<b>100,00</b>

Kaynak: (07 Nisan 2011, 12 Nisan 2012). Bağımsız Denetim Raporu, AKT Bağımsız Denetim A.Ş. - (9 Nisan 2013).Bağımsız Denetim Raporu, Güney Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.

Tablo 3.11. Kelebek Mobilya A.Ş. Gelir Tablosu

<b>KELEBEK MOBİLYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.</b>			
<b>GELİR TABLOSU (TL)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER</b>			
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>34.741.262</b>	<b>35.970.545</b>	<b>38.730.076</b>
Satışların Maliyeti (-)	-18.439.187	-22.903.416	-25.477.873
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>16.302.075</b>	<b>13.067.129</b>	<b>13.252.203</b>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-12.288.854	-5.221.399	-5.312.651
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1.339.548	-1.113.790	-1.617.530
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-100.220	-104.507	-98.916
Diğer Faaliyet Gelirleri	863.006	79.959	396.065
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-710.222	-1.209.662	-1.360.603
<b>FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>2.726.237</b>	<b>5.497.730</b>	<b>5.258.568</b>
Esas Faaliyet Dışı Finansal Gelirler	1.860.246	648.617	931.695
Esas Faaliyet Dışı Finansal Giderler (-)	-1.982.204	-2.453.739	-925.147
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ</b>			
<b>ÖNCESİ KARI/ZARARI</b>	<b>2.604.279</b>	<b>3.692.608</b>	<b>5.265.116</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri		856.460	-1.043.668
- Dönem Vergi Gelir/Gideri		-135.297	-633.641
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri		991.757	-410.027
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM</b>			
<b>KARI/ZARARI</b>	<b>2.604.279</b>	<b>4.549.068</b>	<b>4.221.448</b>

<b>DURDURULAN FAALİYETLER VERGİ</b>			
SONRASI DÖNEM KARI/ZARARI		-1.547.165	-2.217.348
<b>DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>2.604.279</b>	<b>3.001.903</b>	<b>2.004.100</b>

Kaynak: (07 Nisan 2011, 12 Nisan 2012). Bağımsız Denetim Raporu, AKT Bağımsız Denetim A.Ş. - (9 Nisan 2013).Bağımsız Denetim Raporu, Güney Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.

Tablo 3.12. Kelebek Mobilya A.Ş. Bilanço

<b>KELEBEK MOBİLYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.</b>			
<b>BİLANÇO (TL)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>VARLIKLAR</b>			
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>30.963.113</b>	<b>32.592.776</b>	<b>33.083.753</b>
Nakit ve Benzerleri	4.347.046	5.072.923	5.312.796
Ticari Alacaklar	7.131.335	6.954.783	11.245.878
Diğer Alacaklar	663.860	846.191	397.524
Stoklar	17.234.639	17.374.549	15.166.700
Diğer Dönen Varlıklar	1.586.233	1.617.380	918.655
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	0	726.950	42.200
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>8.016.291</b>	<b>7.789.612</b>	<b>6.262.979</b>
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	684.750	0	0
Maddi Duran Varlıklar	6.719.941	6.259.201	5.030.567
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	611.600	538.654	650.682
Ertelenmiş Vergi Varlığı		991.757	581.730
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>38.979.404</b>	<b>40.382.388</b>	<b>39.346.732</b>
<b>KAYNAKLAR</b>			
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>18.513.701</b>	<b>16.694.672</b>	<b>13.462.895</b>
Finansal Borçlar	9.963.622	8.506	2.492.747
Diğer Finansal Yükümlülükler	1.541	0	0
Ticari Borçlar	7.522.729	7.147.929	8.950.397
Diğer Borçlar	737.275	7.851.209	1.299.202
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	110.845	0
Borç Karşılıkları	288.534	1.576.183	720.549
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>1.034.306</b>	<b>1.254.416</b>	<b>1.446.437</b>
Borç Karşılıkları	104.819	114.026	181.650
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	929.487	1.140.390	1.264.787

<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>19.431.397</b>	<b>22.433.300</b>	<b>24.437.400</b>
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	19.431.397	22.433.300	24.437.400
Ödenmiş Sermaye	50.000.000	50.000.000	50.000.000
Hisse Senedi İhraç Primleri	282.945	282.945	282.945
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-33.455.827	-30.851.548	-27.849.645
Net Dönem Karı/Zararı	2.604.279	3.001.903	2.004.100
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>38.979.404</b>	<b>40.382.388</b>	<b>39.346.732</b>

Kaynak: (07 Nisan 2011, 12 Nisan 2012). Bağımsız Denetim Raporu, AKT Bağımsız Denetim A.Ş. - (9 Nisan 2013).Bağımsız Denetim Raporu, Güney Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.

### **YATAŞ Yatak ve Yorgan Sanayi ve Ticaret A.Ş.**

Şirket 1987 yılında kurulmuş, kayıtlı merkezi Kayseri ilindedir. Şirket hisseleri 1996 yılından beri İMKB’de işlem görmektedir. Şirketin ana faaliyet konusu yatak, modüler mobilya, yorgan, koltuk, kanepeler üretimi ev tekstili ve ev mobilyası alımı satımıdır. Şirket 28 Şubat 2011 tarihi itibarıyla İstanbul Pazarlama Yatak ve Yorgan Sanayi Ticaret A.Ş. (Yataş İstanbul Pazarlama A.Ş.) ile devralma yoluyla birleşmiştir.

Şirketin;

- 31.12.2010 Tarihi itibarıyla kayıtlı sermaye tutarı 75.000.000 TL (ödenmiş sermayesi 17.010.000 TL)’dir. İstihdam edilen personel sayısı 1.229 kişidir.
- 31.12.2011 Tarihi itibarıyla kayıtlı sermaye tutarı 75.000.000 TL (ödenmiş sermayesi 42.799.695 TL)’dir. İstihdam edilen personel sayısı 1.333 kişidir.
- 31.12.2012 Tarihi itibarıyla kayıtlı sermaye tutarı 75.000.000 TL (ödenmiş sermayesi 42.799.695 TL)’dir. İstihdam edilen personel sayısı 1.109 kişidir.

Tablo 3.13. Yataş A.Ş. Ortaklık Yapısı

Ortaklar	31.12.2010		31.12.2011		31.12.2012	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Hacı Nuri Öztaşkın	1.493.722	8,78	2.987.444	6,98	2.987.444	6,98
Muammer Öztaşkın	1.438.100	8,45	1.802.263	4,21	1.406.000	3,29
Yılmaz Öztaşkın	1.020.740	6,00	2.156.770	5,04	2.156.420	5,04
Şükran Balçık	1.020.600	6,00	2.041.200	4,77	2.041.200	4,77
Işıl Beğendik/Öztaşkın	1.020.600	6,00	2.041.200	4,77	2.041.200	4,77
Hakkı Altop	850.499	5,00	1.717.847	4,01	-----	0,00
Türkan Öztaşkın	680.400	4,00	1.360.800	3,18	1.360.800	3,18
Hatice Altop	510.300	3,00	1.020.600	2,38	1.450.062	3,39
Nimet Eşelioğlu/Altop	510.300	3,00	1.020.600	2,38	1.664.793	3,89
Yavuz Altop	460.200	2,71	934.841	2,18	934.841	2,18
Osman Altop	408.652	2,40	412.022	0,96	412.022	0,96
Serhan Sinan Altop	340.200	2,00	680.400	1,59	680.400	1,59
Şölen Aslı Altop	340.200	2,00	680.400	1,59	680.400	1,59
Habibe Altop	340.200	2,00	680.400	1,59	680.400	1,59
Aytül Kabakçı	-----	0,00	-----	0,00	644.193	1,51
Diğer/ Halka Açık Kısım	6.575.287	38,66	23.262.908	54,35	23.659.520	55,28
<b>Toplam</b>	<b>17.010.000</b>	<b>100,00</b>	<b>42.799.695</b>	<b>100,00</b>	<b>42.799.695</b>	<b>100,00</b>

Kaynak: (11 Mart 2011). Bağımsız Denetim Raporu, Rehber Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.- (16 Mart 2012, 15 Mart 2013). Bağımsız Denetim Raporu, ATA Uluslararası Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.S.

Tablo 3.14. Yataş A.Ş. Gelir Tablosu

<b>YATAŞ YATAK VE YORGAN SAN. TİC. A.Ş.</b>			
<b>GELİR TABLOSU (TL)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER</b>			
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>145.976.084</b>	<b>189.088.106</b>	<b>186.850.941</b>
Satışların Maliyeti (-)	-100.383.179	-127.561.471	-115.933.351
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>45.592.905</b>	<b>61.526.635</b>	<b>70.917.590</b>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-30.689.429	-53.437.650	-52.536.359
Genel Yönetim Giderleri (-)	-6.576.231	-14.294.759	-9.772.194

Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-702.676	-1.201.249	-971.976
Diğer Faaliyet Gelirleri	2.003.484	24.831.713	1.611.502
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-5.059.104	-276.976	-182.534
<b>FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>4.568.949</b>	<b>17.147.714</b>	<b>9.066.029</b>
Esas Faaliyet Dışı Finansal Gelirler	13.056.837	13.696.616	17.653.789
Esas Faaliyet Dışı Finansal Giderler (-)	-16.629.088	-28.824.286	-30.294.124
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ</b>			
<b>ÖNCESİ KARI/ZARARI</b>	<b>996.698</b>	<b>2.020.044</b>	<b>-3.574.306</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-238.010	2.612.457	1.676.890
-Dönem Vergi Gelir/Gideri	-641.880	0	0
-Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	403.870	2.612.457	1.676.890
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM</b>			
<b>KARI/ZARARI</b>	<b>758.688</b>	<b>4.632.501</b>	<b>-1.897.416</b>
<b>DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>758.688</b>	<b>4.632.501</b>	<b>-1.897.416</b>
Dönem Karı/Zararının Dağılımı			
Azınlık Payları	0	0	0
<b>Ana Ortaklık Payları</b>	<b>758.688</b>	<b>4.632.501</b>	<b>-1.897.416</b>

Kaynak: (11 Mart 2011). Bağımsız Denetim Raporu, Rehber Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.- (16 Mart 2012, 15 Mart 2013). Bağımsız Denetim Raporu, ATA Uluslararası Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.S.

Tablo 3.15. Yataş A.Ş. Bilanço

<b>YATAŞ YATAK VE YORGAN SAN. TİC. A.Ş.</b>			
<b>BİLANÇO (TL)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>VARLIKLAR</b>			
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>118.476.916</b>	<b>183.164.219</b>	<b>169.426.926</b>
Nakit ve Benzerleri	3.043.915	21.369.088	8.145.402
Ticari Alacaklar	52.538.860	57.104.812	47.903.183
Diğer Alacaklar	60.863	136.431	516.592
Stoklar	49.393.441	78.401.585	81.929.073
Diğer Dönen Varlıklar	13.439.837	26.152.303	30.932.676
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>74.678.234</b>	<b>72.713.384</b>	<b>75.238.199</b>
Diğer Alacaklar	64.344	159.706	138.019
Finansal Yatırımlar	485.904	82.229	82.229
Maddi Duran Varlıklar	68.208.221	66.152.286	69.083.279
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.108.654	1.822.320	1.912.326
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.689.043	4.395.230	4.022.346

Diğer Duran Varlıklar	3.122.068	101.613	0
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>193.155.150</b>	<b>255.877.603</b>	<b>244.665.125</b>
<b>KAYNAKLAR</b>			
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>102.348.825</b>	<b>157.467.554</b>	<b>124.984.964</b>
Finansal Borçlar	43.624.656	76.951.967	49.052.819
Ticari Borçlar	47.798.636	51.738.795	62.383.169
Diğer Borçlar	2.124.565	2.604.186	3.041.632
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	641.880	0	0
Borç Karşılıkları	0	409.351	277.597
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	8.159.088	25.763.255	10.229.747
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>38.224.443</b>	<b>23.829.742</b>	<b>46.056.244</b>
Finansal Borçlar	32.691.693	16.721.511	39.440.106
Diğer Borçlar	0	400.000	0
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	1.159.332	1.594.325	1.550.597
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	4.373.418	4.175.833	4.321.946
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	938.073	743.595
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>52.581.882</b>	<b>74.580.307</b>	<b>73.623.917</b>
<b>ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>52.581.882</b>	<b>74.580.307</b>	<b>73.623.917</b>
Ödenmiş Sermaye	17.010.000	42.799.695	42.799.695
Sermaye Düzeltmesi Farkları	23.303.289	25.090.345	25.090.345
Hisse Senedi İhraç Pirimleri	0	999.353	999.353
Değer Artış Fonları			
- Yeniden Değerleme Fonları	14.161.288	7.842.524	8.783.550
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	482.784	497.000	497.000
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-3.134.167	-7.281.111	-2.648.610
Net Dönem Karı/Zararı	758.688	4.632.501	-1.897.416
AZINLIK PAYLARI	0	0	0
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>193.155.150</b>	<b>255.877.603</b>	<b>244.665.125</b>

Kaynak: (11 Mart 2011). Bağımsız Denetim Raporu, Rehber Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.- (16 Mart 2012, 15 Mart 2013). Bağımsız Denetim Raporu, ATA Uluslararası Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.S.

### 3.1.3. Veri Analiz İşlemi

Finansal analiz, finansal tablolardaki çeşitli hesaplar arasındaki ilişkilerin kurulmasını, ölçülmesini ve yorumlanmasını kapsayan faaliyetler toplamıdır. Böylece, bir işletmenin geçmiş faaliyetleri değerlendirildiği gibi, mevcut durumunun saptanması ve geleceğe ilişkin tahminlerin de yapılmasını mümkün kılmaktadır. Bu nedenle finansal analiz bir işletmedeki finansal planlama ve finansal denetimin ön koşuludur. Diğer bir ifadeyle, bir işletmenin durumu bilinmeden, finansal planlama ve denetimi yapılamaz (Ceylan, 2004, s.33).

Finansal oranlar ise, İşletmenin finansal tabloları kullanılarak firma hakkında daha detaylı bilgi edinilmesini sağlamaktadır. Oran analizi için gerekli olan verilerin büyük bir kısmına finansal tablolardan ulaşılabilmektedir. Finansal oranlar, işletmelerin hem yıllar itibariyle hem de sektördeki diğer firmalarla karşılaştırılabilirliklerine imkan sağlayan performans oranları olarak da ifade edilebilmektedir (Ercan ve Ban, 2005, s.37).

Öte yandan Smith (1979) a göre; işletme sermayesi yönetiminin temel taşlarından olan kontrolün, gerçekleşmiş kesin sonuçlar ile planlanmış hedeflerin karşılaştırmasının yapılarak göstergelerin ifade edilmesini, yorumlanmasını ve amaçlara ulaşılması için düzeltici işlemleri kapsadığı konusunda düşünce birliği olup, hemen hiç tartışma yok gibidir.

İşletme sermayesi yönetimi likidite, risk ve karlılık üçgeninin işletme amacı için optimal olmasını zorunlu kıldığından belirtilen faktörlerle ilgili oranların ele alınması gerekir. Ayrı olarak ele alınıp hesaplanan oranlar birleşik olarak incelenip işletme sermayesinin kontrolü sağlanır (Aksoy ve Yalçınar, 2008, s.167).

Bu bağlamda, araştırma alanımıza uygun olarak seçilen firmaların işletme sermayesi yönetimlerinin finansal etkinliğini ve performansının değerlendirilmesi amacı ile toplanıp dönemlerine göre gruplandırılmış olan mali tablo verilerini işlemek üzere, finansal tablo analizlerinden; finansal oran analizi tekniğinden yararlanılmıştır. Bu duruma ilave olarak gerek oran analizinin, gerekse varlık ve kaynak yapısının



değerlendirilmesinin daha uygun şekilde yapılması açısından dikey yüzde analiz tekniğinden faydalanılmıştır.

### 3.1.3.1. Finansal Oran Analiz Tekniği

Finansal oran analizinde hesaplanan oranlar, bilanço ve gelir tablosunda yer alan finansal bilgilere ilave finansal bilgi elde etmek için iki finansal bilginin ilişkisinin incelenmesini sağlar. Oran analizi ile elde edilen bu yeni bilgi, genel amaçlı finansal tablolarda yer alan bağımsız ve ilgili olmayan bilgiye göre hem daha kolay anlaşılabilir hem de daha ilgilidir. Finansal Tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkinin görülmesini sağladığı için, tabloların çok daha kolay anlaşılmasını ve değerlendirilmesini mümkün kılmaktadır.

Oran analizi tekniğinin amacı, finansal tablo kalemlerinin aralarındaki anlamlı ve yararlı ilişkilerden yola çıkarak bir işletmenin cari finansal durumunu, faaliyet sonuçlarını, borç ödeme gücünü, varlıkların verimliliğini ve yönetimin yeterliliğini değerlendirmektir.

Bu teknik, işletmenin finansal durumu ve faaliyet sonuçlarını kendi içinde, aynı ve farklı sektördeki diğer işletmelerin sonuçları ile karşılaştırmak amacıyla kullanılabilir. Bunun için yalnızca bir hesap dönemi kullanılabileceği gibi iki veya daha fazla dönem içinde olabilir. Çıkan sonuçların işletmenin geçmiş dönemlerdeki oranları ile veya mevcut standart oranlarla karşılaştırılması tekniğin faydasını ve değerini daha da artıracaktır.

İstenen döneme ait oranların önceki yılın oranları ile karşılaştırılması analiste gerek eğilim hakkında gerekse gidişat hakkında fikir verir. Bunun yanında tahminlerin geçerliliğini ve faaliyetlerin planlanan şekilde gerçekleşip gerçekleşmediğini görmek bakımından dönemin fiili oranları tahmini finansal oranlarla karşılaştırılabilir.

Karşılaştırmada kullanılan bir diğer yöntem ise, karşılaştırma için sektör ortalamalarını standart olarak kullanmaktır. Sektör oranları o endüstri alanında faaliyette bulunan çok sayıdaki işletmenin finansal oranlarının ortalamasına göre hesaplanır. Bu oranlar ilgili meslek grubu veya kamu kuruluşları tarafından

hesaplanmaktadır. İşletmeler için sektör oranları, kendi durumlarını değerlendirerek faaliyet alanındaki ortalamaya göre ne durumda olduklarını incelemeleri açısından önem taşımaktadır.

Yöneticiler, oranlar aracılığıyla faaliyet sonuçlarını değerlendirme, uygulamış oldukları politikaları ölçme, hataları varsa düzeltme ve geleceğe ilişkin daha gerçekçi planlar hazırlama olanağı elde ederler (Çömlekçi ve Ark., 2004, s.224).

### 3.1.3.2. Analizde Kullanılacak Finansal Oranlar

Finansal oran analizleri, finansal tablolar analizinde en yaygın olarak kullanılan kontrol araçlarından biridir. Aynı zamanda işletme sermayesinin değerlendirilmesi konusunda en çok kullanılan araçlar oran analizleridir.

Bu oranlar, finansal tablolarda yer alan kalemlerin arasındaki ilişkilerden kaynaklandığı için çok sayıda oran hesaplanabilir. Ancak buradaki amaç çok sayıda oran hesaplamak değil, istenen nitelikteki bilgileri ortaya çıkarabilecek oranları hesaplamaktır. Bu doğrultuda çalışmamızda kullanacağımız finansal oranlar TCMB oran formüllerinden alınarak kavramsal bilgileri ile birlikte aşağıda verilmiştir.

#### 1.Likidite Oranları

İşletmenin cari durumunun belirlenmesinde; dönen varlıkların ne derece güvence teşkil ettiğinin, varlıkların kalitesi ve likiditesi açısından incelenmesi gerekir. Bu nedenle, işletmeye borç verenlerin güvende olup olmadıkları belirlenirken, net işletme sermayesi tutarı yanında, varlıkların kalitesi ve likidite derecesine bakılması gerekir (Akdoğan ve Tenker, 2010, s.644).

Finansal analiz yapanların birçoğunun en çok ilgilendikleri konulardan birisi likiditedir. Başka bir deyişle analist firmanın gelecekteki borçlarını ödeyebilecek durumda olup olmamasına yanıt arar. Bu amaçla işletmenin cari varlıkları ve nakit miktarını kısa vadeli borçlarla ilişkilendiren bu oran analizi, likiditenin çabuk ve kolay olarak ölçülebilmesini sağlar (Brigham, 1999, s.269).

Analizde kullanılan likidite oran formülleri;

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

$$\text{Asit-Test Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar} - (\text{Stoklar} + \text{Gelecek aylara ait giderler} + \text{Diğer dönen varlıklar})}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

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

## 2.Faaliyet Oranları

İşletmeler, faaliyetlerini sürdürebilmek için hem kısa vadeli (alacak, stok gibi) hem de uzun vadeli (maddi duran varlıklar gibi) varlıklara yatırım yapmak zorundadırlar. Bu yüzden firma sahip olduğu varlıkların kullanılmalardaki etkinlik derecelerini ölçmek ister. Faaliyet oranları firmanın satışlar olarak belirtilen faaliyet derecesi ile faaliyetlerin devam ettirilmesi için gerekli varlıklar arasındaki ilişkiyi açıklar. Oranın yüksek olması firmanın faaliyetlerindeki etkinliğin yüksek olduğunu gösterir. Diğer taraftan belirlenen faaliyet düzeyini sürdürmek için görece daha az varlık kullanıldığına işaret eder.

Bu oranlar aynı zamanda firmanın kısa veya uzun vadeli sermaye ihtiyacını tahmin etmek için de kullanılır. Satışlardaki artış varlıklara daha fazla yatırımı gündeme getirecektir. Ayrıca bu oranlar karlılığı veya likiditeyi doğrudan doğruya ölçmezler, ancak bunları etkileyen önemli faktörlerdir (Çömlekçi ve Ark., 2004, s.234).

Analizde kullanılan faaliyet oran formülleri;

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti (Cari Yıl)}}{(\text{Önceki Yıl Stok} + \text{Cari Yıl Stok}) / 2}$$

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Kısa Vadeli} + \text{Uzun Vadeli Ticari Alacaklar}}$$

$$\text{Ticari Borç Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Ticari Borçlar}}$$

Nakit Döngü Hızı (Gün) = Stok Dönüşüm Süresi + Alacak Tahsil Süresi – Borçları Ödeme Süresi

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

$$\text{Net İşletme Sermayesi Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Dönen Varlıklar} - \text{Kısa Vad. Yab. Kay.}}$$

### 3.Ekonomik Yapı Oranları

İşletme varlıklarının hangi kaynak oranıyla finanse edildiğini, finansman riskinin ne düzeyde olduğunu ve işletmeye kredi sağlayanların emniyet payının hangi ölçüde olduğunu belirlemek için, genellikle firmanın kullandığı yabancı kaynaklarla öz kaynak arasında hesaplanan çeşitli oranlardan yararlanır. Ekonomik yapı analizinde kullanılan oranlar başlığı altında toplanan bu oranlar, işletmenin normal faaliyetleri sonucu zarar etmesi, varlıklarının değerinin düşmesi veya gelecek yıllar için tahmin edilen nakit akımının gerçekleşmemesi halinde, söz konusu işletmenin yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği konusunda önemli ipuçları verir.

Bir işletmenin öz kaynakları, varlıkların elde edilmesine kaynak oluşturduğu gibi, işletmeye borç verenler ve işletmenin taşıdığı riskler açısından da emniyet payı oluşturur. Bir işletmenin toplam kaynakları içinde, öz kaynak oranı düşük ise, kredi verenler açısından risk artar. Buna karşılık işletme büyük ölçüde öz kaynaklarla finanse edilmişse, kredi verenler için emniyet payı yükselecektir. Emniyet payının yüksek olması, büyük oranda öz kaynaklarla finanse edilen işletmenin öz kaynak karlılık oranını düşürebilir. Diğer taraftan öz kaynaklara oranla düşük maliyetli yabancı kaynak kullanılması, öz kaynak karlılığını artırabilir (Akgüç, 2013, s.475).

Analizde kullanılan ekonomik yapı oran formülleri;

$$\text{Kısa Vad. Yab. Kay., Toplam Kay. Oranı} = \frac{\text{Kısa Vad. Yab. Kay.}}{\text{Toplam Kaynaklar}}$$

$$\text{Kısa Vad. Yab. Kay., Yab. Kay. Top. Oranı} = \frac{\text{Kısa Vad. Yab. Kay.}}{\text{Kısa + Uzun Vad. Yab. Kay.}}$$

$$\text{Dönen Varlıkların, Toplam Varlıklara Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Toplam Varlıklar (Aktif)}}$$

#### 4.Karlılık Oranları

İşletmenin faaliyetleri sonucunda ulaşılan başarıyı ölçmek, ölçülü ve yeterli bir karlılığın sağlanıp sağlanmadığını değerlendirmek için karlılık oranlarından yararlanır. Bu oranlar, işletme ortakları veya işletmeye ortak olmayı planlayan yatırımcılar tarafından özellikle takip edilirler.

Karlılık oranları değerlendirilirken, aynı sektörde çalışan diğer işletmelerin karlılık oranları, işletme bütçelerinde hedeflenen karlılık oranları ve ekonominin genel durumu da göz önünde bulundurulmalıdır. İşletmenin karlılığı değerlendirilirken, varsa enflasyon faktörünü dikkate almak gerekir. Çünkü enflasyon, işletmelerin karlılıklarını reel olarak artırmalarına neden olduğu için, değerlendirme yöntemlerinden kaynaklanan yüksek hesaplamalara yol açabilir (Aydın ve ark., 2006, s.55).

Öte yandan işletme faaliyetlerinde ki anılan başarı, kar tutarına göre değil kar oranına göre değerlendirilir. Bu değerlendirme iki şekilde yapılabilir. Birincisi kar ile satışlar arasında ilişki kurularak yapılır. İkincisi de kar ile kaynaklar arasındaki ilişki ele alınarak yapılır (Pamukçu, 1999, s.50).

Analizde kullanılan karlılık oran formülleri;

$$\text{Satışların Karlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Net Satışlar}}$$

$$\text{Öz Sermaye Karlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Öz Kaynaklar}}$$

$$\text{Varlıkların Karlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Varlıklar (Aktif)}}$$

### 3.1.3.3. Dikey Yüzde Analiz Tekniği

Dikey yüzde yöntemi ile analiz tekniğinde; finansal tablolarda yer alan her kalem aynı tabloda bulunan belirli bir kaleme veya toplam kısmına oranlanmakta ve bulunan yüzdelere göre ifade edilmektedir. Başka bir anlatımla finansal tablolarda yer alan kalemin küme toplamı içindeki oranı hesaplanmaktadır.

Bu analiz tekniği daha çok bilançoların ve gelir tablolarının analizinde kullanılmaktadır. Bu yöntemden, tek döneme ait finansal tabloların analizinde yararlanılmaktadır. Bu nedenle statik bir analiz türüdür. Ancak bu yöntemle göre hazırlanmış birden fazla döneme ait finansal tabloların karşılaştırması yapılarak bu analiz tekniğine dinamik bir özellik kazandırılabilir.

Bilançoların yüzde yöntemiyle analizinde, bilanço toplamı 100 kabul edilerek her bir bilanço kaleminin toplama oranı hesaplanmaktadır. Ayrıca isteğe bağlı olarak her kalemin kendi grupları içindeki oranı da hesaplanabilir. Öte yandan gelir tablosunun dikey yüzde yöntemi ile analizinde net satışlar 100 kabul edilmekte ve gelir tablosu verilerinin net satışlara oranı hesaplanmaktadır (Akdoğan ve Tenker, 2010, s.589). Söz konusu analiz yöntemi diğer analiz teknikleriyle kıyaslandığında iki önemli üstünlüğü vardır:

- Diğer analiz teknikleri, bilanço kalemlerinin toplam içindeki nispi önemlerini göstermedikleri halde; bu yöntem, her bir bilanço kaleminin toplam içindeki ve grup içindeki görelî önemini ifade eder.
- Bilançolar ve bunlardaki değişiklikler salt tutar olarak gösterildiği için, aynı sektörde çalışan işletmeler arasında anlamlı karşılaştırmalar yapmaya imkan sağlamaz. Buna karşılık bilançolar ortak bir paydaya indirgenerek, yüzdelere ifade edildiğinde, aynı sektördeki işletmeler arasında anlamlı karşılaştırmalar yapmaya olanak sağlar (Akgüç, 2013, s.449).

### 3.2. ARAŞTIRMA BULGULARI

Tablo 3.16. GentaşA.Ş. Bilanço Dikey Yüzde Analizi

GENTAŞ GENEL METAL SAN. VE TİC. A.Ş.									
BİLANÇO (TL)	2010			2011			2012		
<b>VARLIKLAR</b>									
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>74.293.850</b>	<b>100,00%</b>	<b>58,94%</b>	<b>97.719.538</b>	<b>100,00%</b>	<b>56,09%</b>	<b>101.155.921</b>	<b>100,00%</b>	<b>55,91%</b>
Nakit ve Benzerleri	12.792.276	17,22%	10,15%	21.803.828	22,31%	12,52%	6.411.702	6,34%	3,54%
Ticari Alacaklar	22.898.208	30,82%	18,17%	34.306.562	35,11%	19,69%	42.618.680	42,13%	23,55%
Diğer Alacaklar	457.854	0,62%	0,36%	1.099.254	1,12%	0,63%	6.141.378	6,07%	3,39%
Stoklar	15.363.406	20,68%	12,19%	35.796.011	36,63%	20,55%	40.672.920	40,21%	22,48%
Diğer Dönen Varlıklar	1.083.867	1,46%	0,86%	4.713.883	4,82%	2,71%	5.311.241	5,25%	2,94%
Sat. Amacıyla Elde Tutulan D. Var.	21.698.239	29,21%		0			0		
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>51.754.891</b>	<b>100,00%</b>	<b>41,06%</b>	<b>76.494.859</b>	<b>100,00%</b>	<b>43,91%</b>	<b>79.781.074</b>	<b>100,00%</b>	<b>44,09%</b>
Diğer Alacaklar	898	0,00%	0,00%	928	0,00%	0,00%	8.101	0,01%	0,00%
Finansal Yatırımlar	213.534	0,41%	0,17%	215.545	0,28%	0,12%	215.545	0,27%	0,12%
Özkaynak Yön. Değer. Yat.	24.626.149	47,58%	19,54%	20.043.882	26,20%	11,51%	16.775.796	21,03%	9,27%
Maddi Duran Varlıklar	24.798.923	47,92%	19,67%	53.041.712	69,34%	30,45%	59.264.274	74,28%	32,75%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	259.572	0,50%	0,21%	333.549	0,44%	0,19%	422.345	0,53%	0,23%
Şerefiye	0	0,00%	0,00%	942.792	1,23%	0,54%	942.792	1,18%	0,52%
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%	111.295	0,14%	0,06%
Diğer Duran Varlıklar	1.855.815	3,59%	1,47%	1.916.451	2,51%	1,10%	2.040.926	2,56%	1,13%
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>126.048.741</b>		<b>100,00%</b>	<b>174.214.397</b>		<b>100,00%</b>	<b>180.936.995</b>		<b>100,00%</b>
<b>KAYNAKLAR</b>									
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>9.104.689</b>	<b>100,00%</b>	<b>7,22%</b>	<b>20.987.784</b>	<b>100,00%</b>	<b>12,05%</b>	<b>22.024.570</b>	<b>100,00%</b>	<b>12,17%</b>
Finansal Borçlar	75.000	0,82%	0,06%	1.010.173	4,81%	0,58%	5.076.373	23,05%	2,81%
Ticari Borçlar	5.414.169	59,47%	4,30%	15.933.746	75,92%	9,15%	10.744.831	48,79%	5,94%
Diğer Borçlar	2.978.571	32,71%	2,36%	3.274.975	15,60%	1,88%	5.031.882	22,85%	2,78%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	636.949	7,00%	0,51%	768.890	3,66%	0,44%	1.171.484	5,32%	0,65%
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>1.737.658</b>	<b>100,00%</b>	<b>1,38%</b>	<b>2.770.052</b>	<b>100,00%</b>	<b>1,59%</b>	<b>3.603.227</b>	<b>100,00%</b>	<b>1,99%</b>
Diğer Borçlar	107	0,01%	0,00%	107	0,00%	0,00%	107	0,00%	0,00%
Kıdem Tazminatı Karşılığı	1.074.939	61,86%	0,85%	1.570.960	56,71%	0,90%	2.135.094	59,26%	1,18%
Ert. Vergi Yükümlülüğü	661.038	38,04%	0,52%	1.198.985	43,28%	0,69%	1.468.026	40,74%	0,81%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.574	0,09%	0,00%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>115.206.394</b>	<b>100,00%</b>	<b>91,40%</b>	<b>150.456.561</b>	<b>100,00%</b>	<b>86,36%</b>	<b>155.309.198</b>	<b>100,00%</b>	<b>85,84%</b>
<b>ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>115.206.394</b>	<b>100,00%</b>	<b>91,40%</b>	<b>134.688.343</b>	<b>89,52%</b>	<b>77,31%</b>	<b>138.218.987</b>	<b>89,00%</b>	<b>76,39%</b>
Ödenmiş Sermaye	58.631.040	50,89%	46,51%	95.000.000	63,14%	54,53%	95.000.000	61,17%	52,50%
Öz sermaye enf. Düzeltmesi fark.	5.092.292	4,42%	4,04%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%
Değer Artış Fonları	465.000	0,40%	0,37%	3.653.825	2,43%	2,10%	3.653.825	2,35%	2,02%
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2.585.823	2,24%	2,05%	3.637.175	2,42%	2,09%	5.027.129	3,24%	2,78%
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	33.660.635	29,22%	26,70%	7.089.194	4,71%	4,07%	20.355.239	13,11%	11,25%
Net Dönem Karı/Zararı	14.771.604	12,82%	11,72%	25.308.149	16,82%	14,53%	14.182.794	9,13%	7,84%
AZINLIK PAYLARI	0	0,00%	0,00%	15.768.218	10,48%	9,05%	17.090.211	11,00%	9,45%
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>126.048.741</b>		<b>100,00%</b>	<b>174.214.397</b>		<b>100,00%</b>	<b>180.936.995</b>		<b>100,00%</b>

Tablo 3.17. Gentaş A.Ş. Gelir Tablosu Dikey Yüzde Analizi

GENTAŞ GENEL METAL SAN. VE TİC. A.Ş.						
GELİR TABLOSU (TL)	2010		2011		2012	
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER</b>						
Satış Gelirleri	83.852.470	100,00%	142.277.322	100,00%	164.226.683	100,00%
Satışların Maliyeti (-)	-62.709.001	-74,78%	-107.152.536	-75,31%	-136.010.783	-82,82%
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>21.143.469</b>	<b>25,22%</b>	<b>35.124.786</b>	<b>24,69%</b>	<b>28.215.900</b>	<b>17,18%</b>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-4.638.318	-5,53%	-7.803.496	-5,48%	-10.724.297	-6,53%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-4.177.289	-4,98%	-7.389.387	-5,19%	-7.894.997	-4,81%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-82.751	-0,10%	-134.767	-0,09%	-197.004	-0,12%
Diğer Faaliyet Gelirleri	1.401.304	1,67%	3.869.699	2,72%	6.056.552	3,69%
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-327.564	-0,39%	-587.482	-0,41%	-2.695.408	-1,64%
<b>FAALİYET KARIZARARI</b>	<b>13.318.851</b>	<b>15,88%</b>	<b>23.079.353</b>	<b>16,22%</b>	<b>12.760.746</b>	<b>7,77%</b>
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	5.165.813	6,16%	1.521.762	1,07%	2.757.777	1,68%
Esas Faaliyet Dışı Finansal Gelirler	2.875.035	3,43%	10.887.987	7,65%	4.507.595	2,74%
Esas Faaliyet Dışı Finansal Giderler (-)	-4.168.455	-4,97%	-5.181.654	-3,64%	-4.732.946	-2,88%
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARIZARARI</b>	<b>17.191.244</b>	<b>20,50%</b>	<b>30.307.448</b>	<b>21,30%</b>	<b>15.293.172</b>	<b>9,31%</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-2.419.640	-2,89%	-4.596.491	-3,23%	-2.679.632	-1,63%
-Dönem Vergi Gelir/Gideri	-2.443.837	0,03%	-4.209.983	-0,27%	-2.517.737	-0,10%
-Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	24.197	0,03%	-386.508	-0,27%	-161.895	-0,10%
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARIZARARI</b>	<b>14.771.604</b>	<b>17,62%</b>	<b>25.710.957</b>	<b>18,07%</b>	<b>12.613.540</b>	<b>7,68%</b>
<b>DÖNEM KARIZARARI</b>	<b>14.771.604</b>	<b>17,62%</b>	<b>25.710.957</b>	<b>18,07%</b>	<b>12.613.540</b>	<b>7,68%</b>
Dönem Karı/Zararının Dağılımı		0,00%		0,00%		0,00%
Azinlık Payları	0	0,00%	402.808	0,28%	1.569.254	0,96%
<b>Ana Ortaklık Payları</b>	<b>14.771.604</b>	<b>17,62%</b>	<b>25.308.149</b>	<b>17,79%</b>	<b>14.182.794</b>	<b>8,64%</b>

Tablo 3.18. İdaş A.Ş. Bilanço Dikey Yüzde Analizi

İDAŞ İSTANBUL DÖŞEME SAN. A.Ş.									
BİLANÇO (TL)	2010			2011			2012		
<b>VARLIKLAR</b>									
<b>DÖNEM VARLIKLAR</b>	<b>26.490.594</b>	<b>100,00%</b>	<b>37,26%</b>	<b>34.851.249</b>	<b>100,00%</b>	<b>41,40%</b>	<b>16.544.340</b>	<b>100,00%</b>	<b>25,05%</b>
Nakit ve Benzerleri	1.557.224	5,88%	2,19%	1.617.968	4,64%	1,92%	64.593	0,39%	0,10%
Ticari Alacaklar	14.871.510	56,14%	20,92%	21.851.846	62,70%	25,96%	10.382.255	62,75%	15,72%
Diğer Alacaklar	2.495.205	9,42%	3,51%	1.627.367	4,67%	1,93%	1.476.559	8,92%	2,24%
Stoklar	5.728.434	21,62%	8,06%	7.086.133	20,33%	8,42%	3.805.694	23,00%	5,76%
Diğer Dönen Varlıklar	1.838.221	6,94%	2,59%	2.667.935	7,66%	3,17%	815.239	4,93%	1,23%
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>44.597.519</b>	<b>100,00%</b>	<b>62,74%</b>	<b>49.329.093</b>	<b>100,00%</b>	<b>58,60%</b>	<b>49.509.731</b>	<b>100,00%</b>	<b>74,95%</b>
Ticari Alacaklar	0	0,00%	0,00%	512.171	1,04%	0,61%	0	0,00%	0,00%
Diğer Alacaklar	2.503	0,01%	0,00%	111.655	0,23%	0,13%	132.413	0,27%	0,20%
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	15.555.000	34,88%	21,88%	18.520.000	37,54%	22,00%	19.185.000	38,75%	29,04%
Maddi Duran Varlıklar	27.843.758	62,43%	39,17%	29.167.063	59,13%	34,65%	29.329.445	59,24%	44,40%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.196.258	2,68%	1,68%	1.018.204	2,06%	1,21%	862.873	1,74%	1,31%
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>71.088.113</b>		<b>100,00%</b>	<b>84.180.342</b>		<b>100,00%</b>	<b>66.054.071</b>		<b>100,00%</b>
<b>KAYNAKLAR</b>									
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>36.301.436</b>	<b>100,00%</b>	<b>51,07%</b>	<b>47.047.596</b>	<b>100,00%</b>	<b>55,89%</b>	<b>39.222.600</b>	<b>100,00%</b>	<b>59,38%</b>



Finansal Borçlar	8.956.105	24,67%	12,60%	8.346.909	17,74%	9,92%	10.757.180	27,43%	16,29%
Diğer Finansal Yükümlülükler	10.081.155	27,77%	14,18%	17.149.981	36,45%	20,37%	4.436.510	11,31%	6,72%
Ticari Borçlar	5.259.010	14,49%	7,40%	7.323.258	15,57%	8,70%	9.337.185	23,81%	14,14%
Diğer Borçlar	9.640.150	26,56%	13,56%	9.437.025	20,06%	11,21%	8.749.327	22,31%	13,25%
Çalışanlara Sağlanan Faydalar	1.410.358	3,89%	1,98%	1.290.384	2,74%	1,53%	2.414.424	6,16%	3,66%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	954.658	2,63%	1,34%	3.500.039	7,44%	4,16%	3.527.974	8,99%	5,34%
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>12.129.147</b>	<b>100,00%</b>	<b>17,06%</b>	<b>10.960.033</b>	<b>100,00%</b>	<b>13,02%</b>	<b>4.607.411</b>	<b>100,00%</b>	<b>6,98%</b>
Finansal Borçlar	6.441.041	53,10%	9,06%	5.931.155	54,12%	7,05%	15.599	0,34%	0,02%
Diğer Borçlar	2.015.218	16,61%	2,83%	1.139.044	10,39%	1,35%	278.987	6,06%	0,42%
Çalışanlara Sağlanan Faydalar	1.138.086	9,38%	1,60%	917.328	8,37%	1,09%	972.051	21,10%	1,47%
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2.534.802	20,90%	3,57%	2.972.506	27,12%	3,53%	3.340.774	72,51%	5,06%
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>22.657.530</b>	<b>100,00%</b>	<b>31,87%</b>	<b>26.172.713</b>	<b>100,00%</b>	<b>31,09%</b>	<b>22.224.060</b>	<b>100,00%</b>	<b>33,65%</b>
ANA ORTAKLIĞA AIT ÖZKAYNAKLAR	22.657.530	100,00%	31,87%	26.172.713	100,00%	31,09%	22.224.060	100,00%	33,65%
Ödenmiş Sermaye	12.000.000	52,96%	16,88%	24.000.000	91,70%	28,51%	22.727.083	102,26%	34,41%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	10.452.860	46,13%	14,70%	10.452.860	39,94%	12,42%	10.452.860	47,03%	15,82%
Hisse Senedi İhraç Pirimleri	0	0,00%	0,00%	34.329	0,13%	0,04%	34.882	0,16%	0,05%
Değer Artış Fonları	19.170.576	84,61%	26,97%	21.331.240	81,50%	25,34%	23.033.398	103,64%	34,87%
Yabancı Para Çevrim Farkları	31.037	0,14%	0,04%	-199.942	-0,76%	-0,24%	-142.255	-0,64%	-0,22%
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	14.059.016	62,05%	19,78%	14.470.947	55,29%	17,19%	14.470.947	65,11%	21,91%
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-23.765.862	-104,89%	-33,43%	-33.467.890	-127,87%	-39,76%	-25.916.721	-116,62%	-39,24%
Net Dönem Karı/Zararı	-9.290.097	-41,00%	-13,07%	-10.448.831	-39,92%	-12,41%	-22.436.134	-100,95%	-33,97%
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>71.088.113</b>		<b>100,00%</b>	<b>84.180.342</b>		<b>100,00%</b>	<b>66.054.071</b>		<b>100,00%</b>

Tablo 3.19. İdaş A.Ş. Gelir Tablosu Dikey Yüzde Analizi

İDAŞ İSTANBUL DÖŞEME SAN. A.Ş.						
GELİR TABLOSU (TL)	2010		2011		2012	
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER						
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>24.257.850</b>	<b>100,00%</b>	<b>30.555.333</b>	<b>100,00%</b>	<b>23.481.610</b>	<b>100,00%</b>
Satışların Maliyeti (-)	-14.917.859	-61,50%	-22.803.265	-74,63%	-16.575.432	-70,59%
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>9.339.991</b>	<b>38,50%</b>	<b>7.752.068</b>	<b>25,37%</b>	<b>6.906.178</b>	<b>29,41%</b>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-5.896.999	-24,31%	-8.636.066	-28,26%	-5.414.637	-23,06%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-5.704.145	-23,51%	-5.947.432	-19,46%	-16.918.004	-72,05%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-32.462	-0,13%	-29.012	-0,09%	-11.543	-0,05%
Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin Değerleme Artışı		0,00%	1.703.500	5,58%	855.000	3,64%
Diğer Faaliyet Gelirleri	2.246.214	9,26%	1.026.751	3,36%	1.150.468	4,90%
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-4.884.430	-20,14%	-2.143.614	-7,02%	-4.693.445	-19,99%
<b>FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>-4.931.831</b>	<b>-20,33%</b>	<b>-6.273.805</b>	<b>-20,53%</b>	<b>-18.125.983</b>	<b>-77,19%</b>
Finansal Gelirler	2.973.922	12,26%	4.243.483	13,89%	1.889.189	8,05%
Finansal Giderler (-)	-7.660.942	-31,58%	-8.315.659	-27,22%	-6.188.173	-26,35%

<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ</b>						
<b>KARIZARARI</b>	<b>-9.618.851</b>	<b>-39,65%</b>	<b>-10.345.981</b>	<b>-33,86%</b>	<b>-22.424.967</b>	<b>-95,50%</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	328.754	1,36%	-102.850	-0,34%	-11.167	-0,05%
- Dönem Vergi Gelir/Gideri	0	1,36%	0	-0,34%	0	-0,05%
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	328.754	1,36%	-102.850	-0,34%	-11.167	-0,05%
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARIZARARI</b>	<b>-9.290.097</b>	<b>-38,30%</b>	<b>-10.448.831</b>	<b>-34,20%</b>	<b>-22.436.134</b>	<b>-95,55%</b>
<b>DÖNEM KARIZARARI</b>	<b>-9.290.097</b>	<b>-38,30%</b>	<b>-10.448.831</b>	<b>-34,20%</b>	<b>-22.436.134</b>	<b>-95,55%</b>
Dönem Karı/Zararının Dağılımı		0,00%		0,00%		0,00%
Azınlık Payları	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Ana Ortaklık Payları</b>	<b>-9.290.097</b>	<b>-38,30%</b>	<b>-10.448.831</b>	<b>-34,20%</b>	<b>-22.436.134</b>	<b>-95,55%</b>

Tablo 3.20. Kelebek Mobilya A.Ş. Bilanço Dikey Yüzde Analizi

<b>KELEBEK MOBİLYA SAN. VE TİC. A.Ş.</b>									
<b>BİLANÇO (TL)</b>	<b>2010</b>			<b>2011</b>			<b>2012</b>		
<b>VARLIKLAR</b>									
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>30.963.113</b>	<b>100,00%</b>	<b>79,43%</b>	<b>32.592.776</b>	<b>100,00%</b>	<b>80,71%</b>	<b>33.083.753</b>	<b>100,00%</b>	<b>84,08%</b>
Nakit ve Benzerleri	4.347.046	14,04%	11,15%	5.072.923	15,56%	12,56%	5.312.796	16,06%	13,50%
Ticari Alacaklar	7.131.335	23,03%	18,30%	6.954.783	21,34%	17,22%	11.245.878	33,99%	28,58%
Diğer Alacaklar	663.860	2,14%	1,70%	846.191	2,60%	2,10%	397.524	1,20%	1,01%
Stoklar	17.234.639	55,66%	44,21%	17.374.549	53,31%	43,03%	15.166.700	45,84%	38,55%
Diğer Dönen Varlıklar	1.586.233	5,12%	4,07%	1.617.380	4,96%	4,01%	918.655	2,78%	2,33%
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	0	0,00%	0,00%	726.950	2,23%	1,80%	42.200	0,13%	0,11%
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>8.016.291</b>	<b>100,00%</b>	<b>20,57%</b>	<b>7.789.612</b>	<b>100,00%</b>	<b>19,29%</b>	<b>6.262.979</b>	<b>100,00%</b>	<b>15,92%</b>
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	684.750	8,54%	1,76%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%
Maddi Duran Varlıklar	6.719.941	83,83%	17,24%	6.259.201	80,35%	15,50%	5.030.567	80,32%	12,79%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	611.600	7,63%	1,57%	538.654	6,92%	1,33%	650.682	10,39%	1,65%
Ertelenmiş Vergi Varlığı		0,00%	0,00%	991.757	12,73%	2,46%	581.730	9,29%	1,48%
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>38.979.404</b>		<b>100,00%</b>	<b>40.382.388</b>		<b>100,00%</b>	<b>39.346.732</b>		<b>100,00%</b>
<b>KAYNAKLAR</b>									
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>18.513.701</b>	<b>100,00%</b>	<b>47,50%</b>	<b>16.694.672</b>	<b>100,00%</b>	<b>41,34%</b>	<b>13.462.895</b>	<b>100,00%</b>	<b>34,22%</b>
Finansal Borçlar	9.963.622	53,82%	25,56%	8.506	0,05%	0,02%	2.492.747	18,52%	6,34%
Diğer Finansal Yükümlülükler	1.541	0,01%	0,00%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%
Ticari Borçlar	7.522.729	40,63%	19,30%	7.147.929	42,82%	17,70%	8.950.397	66,48%	22,75%
Diğer Borçlar	737.275	3,98%	1,89%	7.851.209	47,03%	19,44%	1.299.202	9,65%	3,30%
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0,00%	0,00%	110.845	0,66%	0,27%	0	0,00%	0,00%
Borç Karşılıkları	288.534	1,56%	0,74%	1.576.183	9,44%	3,90%	720.549	5,35%	1,83%
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>1.034.306</b>	<b>100,00%</b>	<b>2,65%</b>	<b>1.254.416</b>	<b>100,00%</b>	<b>3,11%</b>	<b>1.446.437</b>	<b>100,00%</b>	<b>3,68%</b>
Borç Karşılıkları	104.819	10,13%	0,27%	114.026	9,09%	0,28%	181.650	12,56%	0,46%
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	929.487	89,87%	2,38%	1.140.390	90,91%	2,82%	1.264.787	87,44%	3,21%
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>19.431.397</b>	<b>100,00%</b>	<b>49,85%</b>	<b>22.433.300</b>	<b>100,00%</b>	<b>55,55%</b>	<b>24.437.400</b>	<b>100,00%</b>	<b>62,11%</b>
<b>ANA ORTAKLIĞA AİT</b>	<b>19.431.397</b>	<b>100,00%</b>	<b>49,85%</b>	<b>22.433.300</b>	<b>100,00%</b>	<b>55,55%</b>	<b>24.437.400</b>	<b>100,00%</b>	<b>62,11%</b>

ÖZKAYNAKLAR									
Ödenmiş Sermaye	50.000.000	257,32%	128,27%	50.000.000	222,88%	123,82%	50.000.000	204,60%	127,08%
Hisse Senedi İhraç Primleri	282.945	1,46%	0,73%	282.945	1,26%	0,70%	282.945	1,16%	0,72%
Geçmiş Yıllar Karı/Zararları	-33.455.827	-172,17%	-85,83%	-30.851.548	-137,53%	-76,40%	-27.849.645	-113,96%	-70,78%
Net Dönem Karı/Zararı	2.604.279	13,40%	6,68%	3.001.903	13,38%	7,43%	2.004.100	8,20%	5,09%
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>38.979.404</b>		<b>100,00%</b>	<b>40.382.388</b>		<b>100,00%</b>	<b>39.346.732</b>		<b>100,00%</b>

Tablo 3.21. Kelebek Mobilya A.Ş. Gelir Tablosu Dikey Yüzde Analizi

KELEBEK MOBİLYA SAN. VE TİC. A.Ş.						
GELİR TABLOSU (TL)	2010		2011		2012	
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER						
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>34.741.262</b>	<b>100,00%</b>	<b>35.970.545</b>	<b>100,00%</b>	<b>38.730.076</b>	<b>100,00%</b>
Satışların Maliyeti (-)	-18.439.187	-53,08%	-22.903.416	-63,67%	-25.477.873	-65,78%
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>16.302.075</b>	<b>46,92%</b>	<b>13.067.129</b>	<b>36,33%</b>	<b>13.252.203</b>	<b>34,22%</b>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-12.288.854	-35,37%	-5.221.399	-14,52%	-5.312.651	-13,72%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1.339.548	-3,86%	-1.113.790	-3,10%	-1.617.530	-4,18%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-100.220	-0,29%	-104.507	-0,29%	-98.916	-0,26%
Diğer Faaliyet Gelirleri	863.006	2,48%	79.959	0,22%	396.065	1,02%
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-710.222	-2,04%	-1.209.662	-3,36%	-1.360.603	-3,51%
<b>FAALİYET KARIZARARI</b>	<b>2.726.237</b>	<b>7,85%</b>	<b>5.497.730</b>	<b>15,28%</b>	<b>5.258.568</b>	<b>13,58%</b>
Esas Faaliyet Dışı Finansal Gelirler	1.860.246	5,35%	648.617	1,80%	931.695	2,41%
Esas Faaliyet Dışı Finansal Giderler (-)	-1.982.204	-5,71%	-2.453.739	-6,82%	-925.147	-2,39%
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARIZARARI</b>	<b>2.604.279</b>	<b>7,50%</b>	<b>3.692.608</b>	<b>10,27%</b>	<b>5.265.116</b>	<b>13,59%</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri			856.460	2,38%	-1.043.668	-2,69%
- Dönem Vergi Gelir/Gideri			-135.297	-0,38%	-633.641	-1,64%
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri		7,50%	991.757	12,65%	-410.027	-10,90%
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARIZARARI</b>	<b>2.604.279</b>	<b>7,50%</b>	<b>4.549.068</b>	<b>12,65%</b>	<b>4.221.448</b>	<b>10,90%</b>
DURDURULAN FAALİYETLER VERGİ SONRASI DÖNEM KARIZARARI		0,00%	-1.547.165	-4,30%	-2.217.348	-5,73%
<b>DÖNEM KARIZARARI</b>	<b>2.604.279</b>	<b>7,50%</b>	<b>3.001.903</b>	<b>8,35%</b>	<b>2.004.100</b>	<b>5,17%</b>

Tablo 3.22. Yataş A.Ş. Bilanço Dikey Yüzde Analizi

YATAŞ YATAK VE YORGAN SAN. TİC. A.Ş.									
BİLANÇO (TL)	2010			2011			2012		
VARLIKLAR									
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>118.476.916</b>	<b>100,00%</b>	<b>61,34%</b>	<b>183.164.219</b>	<b>100,00%</b>	<b>71,58%</b>	<b>169.426.926</b>	<b>100,00%</b>	<b>69,25%</b>
Nakit ve Benzerleri	3.043.915	2,57%	1,58%	21.369.088	11,67%	8,35%	8.145.402	4,81%	3,33%
Ticari Alacaklar	52.538.860	44,35%	27,20%	57.104.812	31,18%	22,32%	47.903.183	28,27%	19,58%
Diğer Alacaklar	60.863	0,05%	0,03%	136.431	0,07%	0,05%	516.592	0,30%	0,21%
Stoklar	49.393.441	41,69%	25,57%	78.401.585	42,80%	30,64%	81.929.073	48,36%	33,49%
Diğer Dönen Varlıklar	13.439.837	11,34%	6,96%	26.152.303	14,28%	10,22%	30.932.676	18,26%	12,64%

<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>74.678.234</b>	<b>100,00%</b>	<b>38,66%</b>	<b>72.713.384</b>	<b>100,00%</b>	<b>28,42%</b>	<b>75.238.199</b>	<b>100,00%</b>	<b>30,75%</b>
Diğer Alacaklar	64.344	0,09%	0,03%	159.706	0,22%	0,06%	138.019	0,18%	0,06%
Finansal Yatırımlar	485.904	0,65%	0,25%	82.229	0,11%	0,03%	82.229	0,11%	0,03%
Maddi Duran Varlıklar	68.208.221	91,34%	35,31%	66.152.286	90,98%	25,85%	69.083.279	91,82%	28,24%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.108.654	1,48%	0,57%	1.822.320	2,51%	0,71%	1.912.326	2,54%	0,78%
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.689.043	2,26%	0,87%	4.395.230	6,04%	1,72%	4.022.346	5,35%	1,64%
Diğer Duran Varlıklar	3.122.068	4,18%	1,62%	101.613	0,14%	0,04%	0	0,00%	0,00%
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>193.155.150</b>		<b>100,00%</b>	<b>255.877.603</b>		<b>100,00%</b>	<b>244.665.125</b>		<b>100,00%</b>
<b>KAYNAKLAR</b>									
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>102.348.825</b>	<b>100,00%</b>	<b>52,99%</b>	<b>157.467.554</b>	<b>100,00%</b>	<b>61,54%</b>	<b>124.984.964</b>	<b>100,00%</b>	<b>51,08%</b>
Finansal Borçlar	43.624.656	42,62%	22,59%	76.951.967	48,87%	30,07%	49.052.819	39,25%	20,05%
Ticari Borçlar	47.798.636	46,70%	24,75%	51.738.795	32,86%	20,22%	62.383.169	49,91%	25,50%
Diğer Borçlar	2.124.565	2,08%	1,10%	2.604.186	1,65%	1,02%	3.041.632	2,43%	1,24%
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	641.880	0,63%	0,33%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%
Borç Karşılıkları	0	0,00%	0,00%	409.351	0,26%	0,16%	277.597	0,22%	0,11%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	8.159.088	7,97%	4,22%	25.763.255	16,36%	10,07%	10.229.747	8,18%	4,18%
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>38.224.443</b>	<b>100,00%</b>	<b>19,79%</b>	<b>23.829.742</b>	<b>100,00%</b>	<b>9,31%</b>	<b>46.056.244</b>	<b>100,00%</b>	<b>18,82%</b>
Finansal Borçlar	32.691.693	85,53%	16,93%	16.721.511	70,17%	6,53%	39.440.106	85,63%	16,12%
Diğer Borçlar	0	0,00%	0,00%	400.000	1,68%	0,16%	0	0,00%	0,00%
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	1.159.332	3,03%	0,60%	1.594.325	6,69%	0,62%	1.550.597	3,37%	0,63%
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	4.373.418	11,44%	2,26%	4.175.833	17,52%	1,63%	4.321.946	9,38%	1,77%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	0,00%	0,00%	938.073	3,94%	0,37%	743.595	1,61%	0,30%
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>52.581.882</b>	<b>100,00%</b>	<b>27,22%</b>	<b>74.580.307</b>	<b>100,00%</b>	<b>29,15%</b>	<b>73.623.917</b>	<b>100,00%</b>	<b>30,09%</b>
<b>ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>52.581.882</b>	<b>100,00%</b>	<b>27,22%</b>	<b>74.580.307</b>	<b>100,00%</b>	<b>29,15%</b>	<b>73.623.917</b>	<b>100,00%</b>	<b>30,09%</b>
Ödenmiş Sermaye	17.010.000	32,35%	8,81%	42.799.695	57,39%	16,73%	42.799.695	58,13%	17,49%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	23.303.289	44,32%	12,06%	25.090.345	33,64%	9,81%	25.090.345	34,08%	10,25%
Hisse Senedi İhraç Pirimleri	0	0,00%	0,00%	999.353	1,34%	0,39%	999.353	1,36%	0,41%
Değer Artış Fonları	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%
- Yeniden Değerleme Fonları	14.161.288	26,93%	7,33%	7.842.524	10,52%	3,06%	8.783.550	11,93%	3,59%
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	482.784	0,92%	0,25%	497.000	0,67%	0,19%	497.000	0,68%	0,20%
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-3.134.167	-5,96%	-1,62%	-7.281.111	-9,76%	-2,85%	-2.648.610	-3,60%	-1,08%
Net Dönem Karı/Zararı	758.688	1,44%	0,39%	4.632.501	6,21%	1,81%	-1.897.416	-2,58%	-0,78%
AZINLIK PAYLARI	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>193.155.150</b>		<b>100,00%</b>	<b>255.877.603</b>		<b>100,00%</b>	<b>244.665.125</b>		<b>100,00%</b>

Tablo 3.23. Yataş A.Ş. Gelir Tablosu Dikey Yüzde Analizi

YATAŞ YATAK VE YORGAN SAN. TİC. A.Ş.						
GELİR TABLOSU (TL)	2010		2011		2012	
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER						
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>145.976.084</b>	<b>100,00%</b>	<b>189.088.106</b>	<b>100,00%</b>	<b>186.850.941</b>	<b>100,00%</b>
Satışların Maliyeti (-)	-100.383.179	-68,77%	-127.561.471	-67,46%	-115.933.351	-62,05%
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>45.592.905</b>	<b>31,23%</b>	<b>61.526.635</b>	<b>32,54%</b>	<b>70.917.590</b>	<b>37,95%</b>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-30.689.429	-21,02%	-53.437.650	-28,26%	-52.536.359	-28,12%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-6.576.231	-4,51%	-14.294.759	-7,56%	-9.772.194	-5,23%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-702.676	-0,48%	-1.201.249	-0,64%	-971.976	-0,52%
Diğer Faaliyet Gelirleri	2.003.484	1,37%	24.831.713	13,13%	1.611.502	0,86%
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-5.059.104	-3,47%	-276.976	-0,15%	-182.534	-0,10%
<b>FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>4.568.949</b>	<b>3,13%</b>	<b>17.147.714</b>	<b>9,07%</b>	<b>9.066.029</b>	<b>4,85%</b>
Esas Faaliyet Dışı Finansal Gelirler	13.056.837	8,94%	13.696.616	7,24%	17.653.789	9,45%
Esas Faaliyet Dışı Finansal Giderler (-)	-16.629.088	-11,39%	-28.824.286	-15,24%	-30.294.124	-16,21%
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI</b>	<b>996.698</b>	<b>0,68%</b>	<b>2.020.044</b>	<b>1,07%</b>	<b>-3.574.306</b>	<b>-1,91%</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-238.010	-0,16%	2.612.457	1,38%	1.676.890	0,90%
-Dönem Vergi Gelir/Gideri	-641.880	-0,44%	0	0,00%	0	0,00%
-Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	403.870	0,52%	2.612.457	2,45%	1.676.890	-1,02%
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>758.688</b>	<b>0,52%</b>	<b>4.632.501</b>	<b>2,45%</b>	<b>-1.897.416</b>	<b>-1,02%</b>
<b>DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>758.688</b>	<b>0,52%</b>	<b>4.632.501</b>	<b>2,45%</b>	<b>-1.897.416</b>	<b>-1,02%</b>
Dönem Karı/Zararının Dağılımı	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Azınlık Payları	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Ana Ortaklık Payları</b>	<b>758.688</b>	<b>0,52%</b>	<b>4.632.501</b>	<b>2,45%</b>	<b>-1.897.416</b>	<b>-1,02%</b>

Tablo 3.24. Finansal Oran Analizi Bulguları

FİNANSAL ORANLAR	2010				2011				2012			
	GENTAŞ	İDAŞ	KELEBEK	YATAŞ	GENTAŞ	İDAŞ	KELEBEK	YATAŞ	GENTAŞ	İDAŞ	KELEBEK	YATAŞ
Cari Oran	8,15	0,72	1,67	1,15	4,65	0,74	1,95	1,16	4,59	0,42	2,45	1,35
Asit-Test Oranı	3,97	0,52	0,65	0,54	2,72	0,53	0,81	0,49	2,50	0,30	1,26	0,45
Nakit Oranı	1,40	0,04	0,23	0,02	1,03	0,03	0,30	0,13	0,29	0,00	0,39	0,06
Stok Devir Hızı	4,04	2,79	1,15	2,27	4,18	3,55	1,32	1,99	3,55	3,04	1,56	1,44
Alacak Devir Hızı	3,66	1,63	4,87	2,77	4,14	1,36	5,17	3,31	3,85	2,26	3,44	3,90
Ticari Borç Devir Hızı	11,58	2,83	2,45	2,10	6,72	3,11	3,20	2,46	12,65	1,77	2,84	1,85
Nakit Döngü Hızı (gün)	156,00	222,00	240,00	117,00	119,00	250,00	230,00	143,00	166,00	74,00	208,00	147,00
İşletme Sermayesi Devir Hızı	1,12	0,91	1,12	1,23	1,45	0,87	1,10	1,03	1,62	1,41	1,17	1,10
Net İşletme Sermayesi Devir Hızı	1,28	0,00	2,79	9,05	1,85	0,00	2,26	7,35	2,07	0,00	1,97	4,20
KVYK / Toplam Kaynaklara oranı	0,07	0,51	0,47	0,52	0,12	0,55	0,41	0,61	0,12	0,59	0,34	0,51
KVYK / Yabancı Kaynak Top.	0,83	0,74	0,94	0,72	0,88	0,81	0,93	0,86	0,85	0,89	0,90	0,73
Dönen Varlıkların/ Top. Var. Oranı	0,58	0,37	0,79	0,61	0,56	0,41	0,80	0,71	0,55	0,25	0,84	0,69
Satışların Karlılık Oranı	0,17	-0,38	0,07	0,005	0,18	-0,34	0,08	0,02	0,07	-0,95	0,05	-0,01
Öz Sermaye Karlılık Oranı	0,12	-0,41	0,13	0,01	0,17	-0,39	0,13	0,06	0,08	-1,00	0,08	-0,02
Varlıkların Karlılık Oranı	0,11	-0,13	0,06	0,004	0,14	-0,12	0,07	0,01	0,06	-0,33	0,05	-0,007

### **3.3. İŞLETMELERİN HESAPLANAN ANALİZ ORANLARI AÇISINDAN FİNANSAL DEĞERLENDİRMESİ**

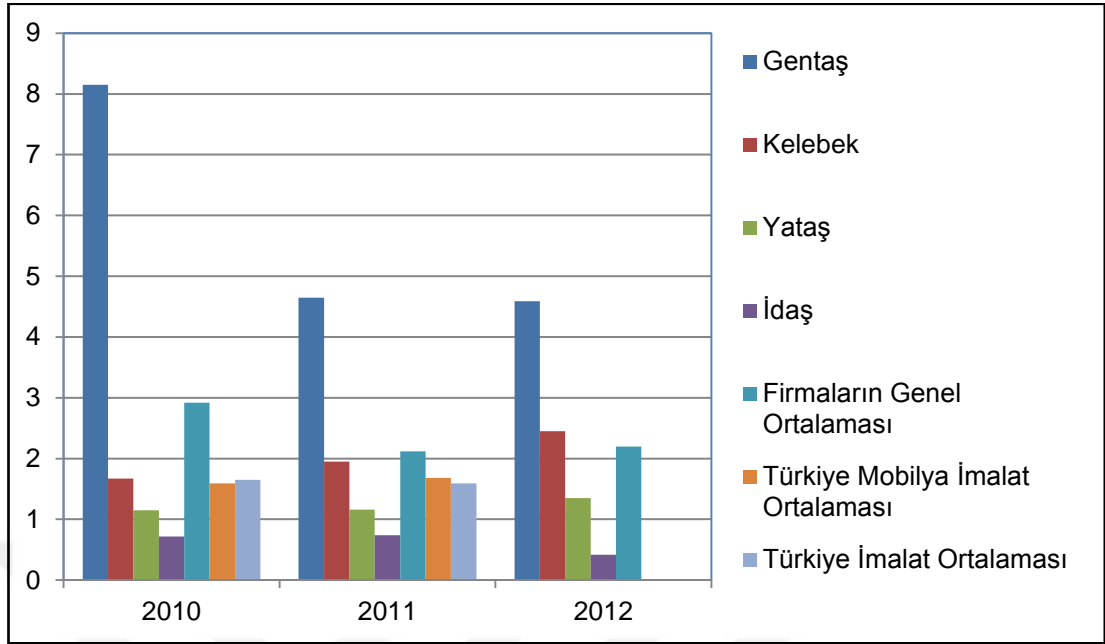
Bu bölüm, çalışmamızın amacı doğrultusunda araştırma örneklemini oluşturan firmalara ait hesaplanan finansal analiz oranlarının grafik şekil ve sayısal olarak yansıtılmasıyla birlikte, araştırma firmalarının oluşturduğu genel ortalamalar ile sektör ortalamaları karşılaştırılarak, hem genel hem de firma bazında yapılan finansal değerlendirmesini kapsamaktadır. Ayrıca anılan yönde yapılan değerlendirmelerde, dikey yüzde analizi bulgularından ve finansal oranlarla ilgili aşağıda verilen kavramsal arka plandan yararlanılmıştır.

Bu bölümün kısıtlılığı; TCMB'nin 2012 yılına ait sektör ortalamalarını yayınlamamış olması nedeniyle, 2012 yılına ait sektör karşılaştırması yorumu eksik bırakılmıştır.

#### **3.3.1. Cari Oran Analizi Değerlendirilmesi**

Cari oran, firmanın kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetini ölçmede ve işletme sermayesinin ne kadar yeterli olduğunu belirlemede kullanılan bir hesaplama. Bu oran, oldukça kaba bir ölçü olmasına karşın, bir işletmenin cari mali gücünü gösteren bir endeks olarak yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Genel görüş olarak bu oranın 2 olması yeterli kabul edilmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelerde likidite çok yüksek olmadığından, sanayi ve ticaret işletmelerinde cari oranın 1,5 olması yeterli olabilmektedir (Akgüç, 2013, s.466). Öte yandan oranın 1 olması net işletme sermayesinin 0 olması anlamına gelmektedir. Cari oran 1 in altına indiğinde ise, net işletme sermayesinin eksiye düşmesi ve işletmenin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmesi açısından risk taşıdığı anlamına gelir.

Şekil 3.1. Cari Oran Verileri



	Gentaş	Kelebek	Yataş	İdaş	Firmaların Genel Ortalaması	Türkiye Mobilya İmalat Ortalaması	Türkiye İmalat Ortalaması
<b>2010</b>	8,15	1,67	1,15	0,72	2,92	1,59	1,65
<b>2011</b>	4,65	1,95	1,16	0,74	2,12	1,68	1,59
<b>2012</b>	4,59	2,45	1,35	0,42	2,20	-----	-----

Şekil 3.1 incelendiğinde araştırmaya giren firmaların cari oran ortalamasının Türkiye imalat sektörü ve mobilya imalat sektörü ortalamalarının üzerinde olduğu görülmektedir. Bu durum firmaların genel anlamda piyasaya göre kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmede daha avantajlı olduğunu sonucuna götürmektedir. Ancak araştırmaya giren firmalara yıllar itibariyle bakıldığında Gentaş firmasının oranlarının piyasanın çok üzerinde olması ve İdaş firmasının ise ortalamanın çok altında olmasından dolayı bu yorum çok anlamlı olmayacaktır.

Şekil 3.1'e göre firma bazında yıllar bakımından incelendiğinde;

Gentaş firması 2010 yılında 8,15 gibi yüksek bir oranın çıkmasının nedeni bilanço bakıldığında, dönen varlıklar içine dahil edilen satış amacıyla elde tutulan duran varlıkların oranı yükselttiği görülmektedir. Öte yandan Tablo 3.16 dikey yüzde analizi tablosunda görüldüğü üzere bu varlıkların yaklaşık 1/3 ünü oluşturduğu



görülmektedir. Ancak satış amacıyla elde tutulan duran varlıklar bilançodan çıkartıldığı zaman, yine cari oranın hayli yüksek çıktığı ve diğer yıllarda da yüksek olduğu belirtilebilir. Genel olarak firmanın yıllar itibariyle kısa vadeli ödeme gücünün diğer firmalara oranla çok daha iyi durumda olduğu kanısına varılabilir.

Kelebek Mobilya firmasına yıllar itibariyle bakıldığında, hesaplanan cari oranlarının olumlu düzeyde artarak yükselmesi, piyasa koşullarının nispeten üzerinde olduğu izlenmekle birlikte firmanın kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmede herhangi bir sorun yaşamadığı anlamını taşımaktadır. Ancak Tablo 3.20'ye göre stokların dönen varlıklar içindeki payının yüksek olduğunu göz önünde alındığında, likiditeyi asit-test oranı açısından yorumlamak daha anlamlı olur.

Yataş firmasına yıllar itibariyle bakıldığında cari oranın sınırdaki olduğunu ve piyasa koşullarının görece altında olduğu söylenebilir. Yine gerek tablo 3.22'de görüldüğü üzere gerekse sektörel olarak stokların nispi ağırlıkları düşünüldüğünde, kısa vadeli yükümlülükleri yerine getirmede sorun yaşama ihtimalinden bahsetmek gerekir. Cari oranın artarak gitmesi bir avantaj olarak görünse de, oranın 1 yakın seviyelerde hareket etmesi neredeyse tüm dönen varlık finansmanının kısa vadeli kaynaklardan sağlandığı anlamına gelmektedir.

İdaş firmasına yıllar itibariyle bakıldığında araştırma konusu firmalar arasında kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmede en riskli işletme olarak göze çarpmaktadır. Cari oranın yıllar itibariyle 1 in altında seyretmesi, hatta 2012 yılında diğer yıllara kıyasla daha da aşağıya düşmesi firmanın büyük bir risk altında faaliyet gösterdiğine işaret etmektedir. Zira net işletme sermayesi eksiye seyreten firma, kısa vadeli kaynaklarla dönen varlıklarının tamamını finanse ettiği gibi duran varlıklarının da yaklaşık yarısını finanse ederek çok büyük risk aldığını belirtmek gerekir.

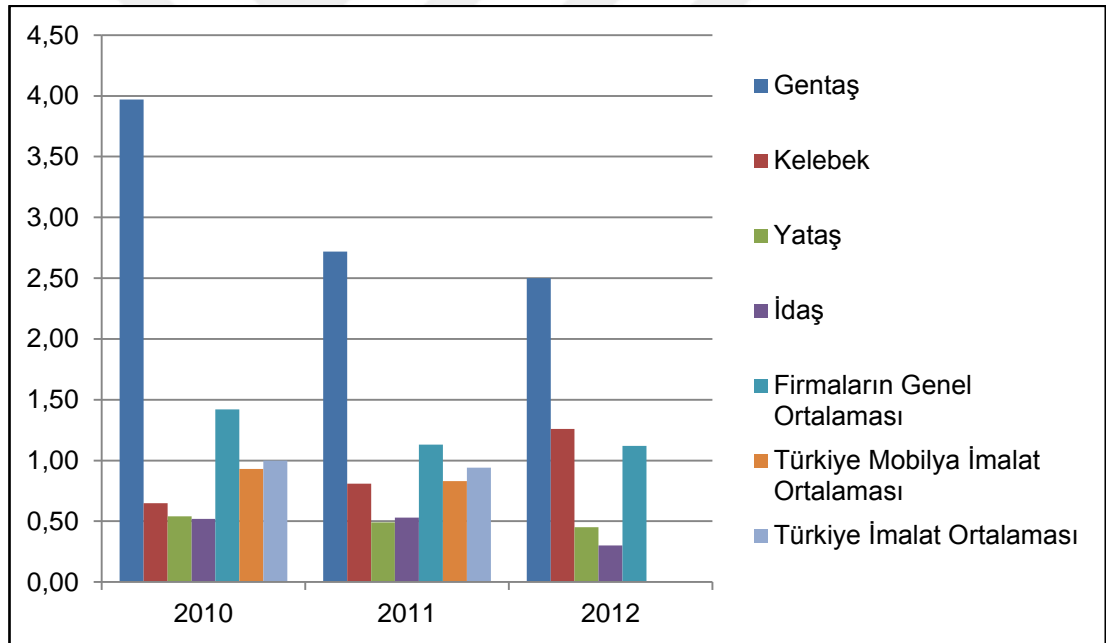
### **3.3.2. Asit-Test Oran Analizi Değerlendirilmesi**

İşletmenin likidite durumunu ölçen hesaplamalardan biride asit-test oranıdır. Bu oran, cari oranı tamamlayarak onu daha anlamlı hale getirmektedir. Asit-test oranı; firmanın ne kadar kısa zamanda paraya çevrilecek likit dönen varlığı varsa, onu gösterir. Dönen varlık unsurları arasında yer alan stoklar kaleminin paraya çevrilmesi, stok devir hızına bağlı olmakla birlikte, genelde diğer cari unsurlara göre

nakde dönüşümü daha fazla zaman aldığından, likidite durumunun analizinde dönen varlık toplamından çıkartılması uygun görülmektedir (Akdoğan ve Tenker, 2010, s.647). Diğer taraftan anılan oran, dönen varlık toplamından stokların çıkarılmasıyla hesaplanmasının yanında, stoklara ek olarak diğer dönen varlıklar gibi görece likiditesi düşük varlıkların da çıkarılması sonucu da hesaplanabilir. Genel görüşte oranın 1 olması, işletmenin likit varlıklarıyla kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirdiğini gösterdiği için yeterli kabul edilir.

Araştırmamıza konu olan iş kolunun mobilya olduğunu ve görece olarak bu sektörde stok miktarının dönen varlıklar içinde önemli bir yer tuttuğunu belirttiğimizde, likiditeyi ölçmekte bu oranın daha anlamlı olduğu kanısına varabiliriz.

Şekil 3.2. Asit-test Oran Verileri



	Gentaş	Kelebek	Yataş	İdaş	Firmaların Genel Ortalaması	Türkiye Mobilya İmalat Ortalaması	Türkiye İmalat Ortalaması
<b>2010</b>	3,97	0,65	0,54	0,52	1,42	0,93	1,00
<b>2011</b>	2,72	0,81	0,49	0,53	1,13	0,83	0,94
<b>2012</b>	2,50	1,26	0,45	0,30	1,12	-----	-----

Şekil 3.2'ye göre incelenen asit-test oranı, firmaların genel ortalamalarına göre değerlendirildiğinde, oranın sektör ortalamalarının üzerinde olduğunu görülmektedir. Ancak 2012 yılı dışında Gentaş firmasını ayırıp tekrar ortalama alındığında, firmaların piyasanın altında olduğu gözlemlenmektedir. Yani araştırma konusu olan firmaların  $\frac{3}{4}$ 'ünün likiditesinin sektör verilerine göre daha düşük olduğunu söylemek mümkündür.

Şekil 3.2'ye göre firma bazında yıllar bakımından incelendiğinde;

Gentaş Firması cari oran verilerinde olduğu gibi asit-test oranı incelemesinde de genel piyasa koşullarının ve diğer firmalara göre yüksek bir likiditeye sahip olduğu gözlemlenmektedir. Tablo 3.16'daki dikey analiz tablosuyla birlikte değerlendirdiğimizde stoklar oranının 2010 yılında dönen varlıklar içindeki nispi ağırlığının düşük olduğu, takip eden yıllarda ise giderek arttığını ve bu durumun yıllar itibariyle azalan asit-test oranına yansıdığı açıkça görülmektedir. Ancak artan tutarda işletme sermayesi ve stok tutarı olduğu halde yinede firma likiditesinin diğer firmalara kıyasla çok daha iyi durumda olduğunu belirtmek gerekir.

Kelebek Mobilya firmasına bakıldığında, incelenen ilk yıla göre likiditesinin artış gösterdiği görülmektedir. Diğer taraftan bu artışın yinede piyasanın çok üzerine çıkmadığı söylenebilir. Genel anlamda firma likiditesinin kötü olmadığını, orandaki kademeli artışın stokların ve kısa vadeli kaynakların giderek azalma eğilimi göstermesine bağlamak mümkündür.

Yataş Firmasının likiditesi yıllar içinde azalan bir eğilim göstermektedir. İncelenen oranların piyasanın gerisinde olduğu görüldüğünü ve kendisi için riskli seviyelerde olduğunu söylemek gerekir. Öte yandan hesaplamaya dahil edilmeyen bir diğer faktör olan diğer dönen varlıkların ağırlığını atlamamak gerekir ki yıllar itibariyle önemli artış göstermiştir.

İdaş Firmasının yıllar itibariyle asit-test oranlarının piyasanın çok altında olduğu saptanmıştır. Dolayısıyla firma likiditesinin oldukça düşük ve riskli seviyelerde olduğunu söylemek mümkündür. Firmanın tablo 3.18'e göre izlenen dönen varlık toplamındaki azalış ve kısa vadeli kaynaklarındaki artış likiditesini daha da

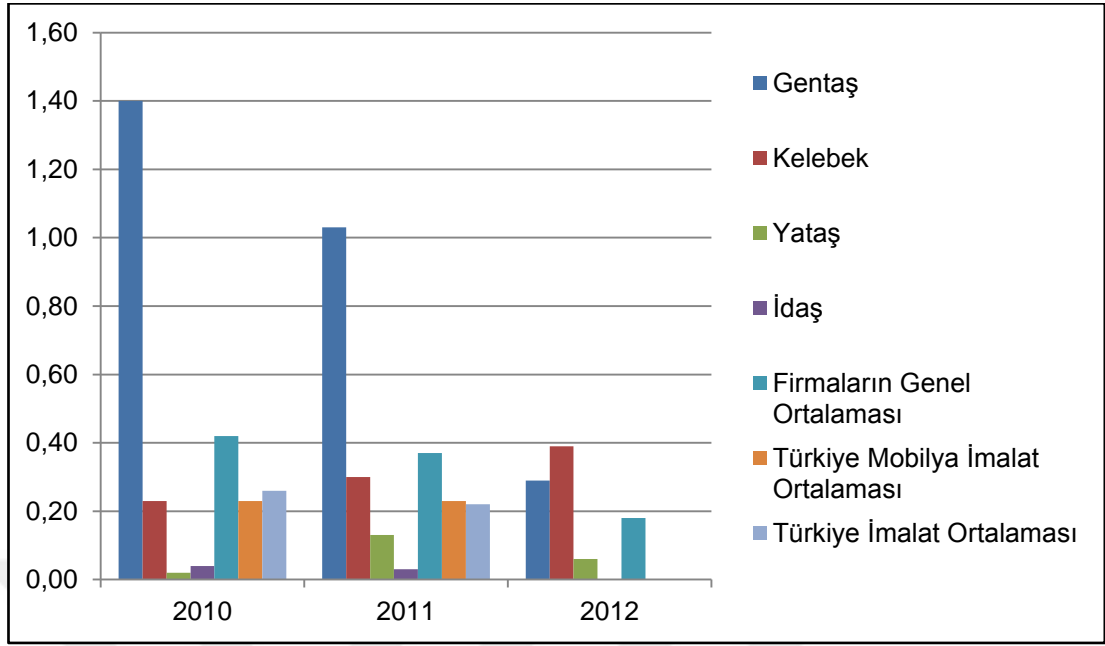
düşmesine neden olmaktadır. Diğer taraftan firma, kısa vadeli kaynak kullanmaya devam ettiği sürece finansal riski daha fazla artıracaktır.

### **3.3.3. Nakit Oran Analizi Değerlendirilmesi**

Nakit oranı, nakit ve nakit benzeri varlıklardan oluşan hazır değerler ile geçici yatırım amacıyla alınan ve istenildiği zaman paraya dönüştürülebilen menkul kıymetlerin kısa vadeli borçları ne derece karşıladığını gösteren bir orandır. İşletmenin satışlarının durduğu veya alacaklarının tahsil edilememesi gibi durumların varlığında, borç ödeme gücünü gösterir (Çömlekçi ve Ark., 2004, s.229). Bu oran hesaplanırken kısa süreli alacaklarda hesaplamaya dahil edilmediği için, asit-test oranına göre daha hassas ve daha sınırlı bir orandır. Gelişmiş ülkelerde bu oran 0,20'nin altına düşmemesi genel kural olarak ileri sürülmektedir.

Ülkemizde hesaplanan nakit oranlarını ihtiyatla değerlendirmek gerekir. Bankaların açmış oldukları krediler nedeniyle yapmış oldukları mevduat blokeleleri, firmanın belge sağlayamadığı bazı giderler için yapmış olduğu ödemeleri, ortakların işletmelerden çektikleri ancak muhasebeleştirilememiş değerleri, işletmenin askıda bulunan bazı hesapları ve ileri tarihli çekleri kasa mevcudu içerisinde gösterilmeleri bu oranın yüksek görünmesine neden olmaktadır (Akgüç, 2010, s.31). Öte yandan işletmelerin uzun vadeli kaynak sağlamadaki sıkıntıları nedeniyle, finansmanlarında daha çok kısa vadeli kaynaklara yönelmeleri bu oranın düşmesine neden olacaktır.

Şekil 3.3. Nakit Oran Verileri



	Gentaş	Kelebek	Yataş	İdaş	Firmaların Genel Ortalaması	Türkiye Mobilya İmalat Ortalaması	Türkiye İmalat Ortalaması
<b>2010</b>	1,40	0,23	0,02	0,04	0,42	0,23	0,26
<b>2011</b>	1,03	0,30	0,13	0,03	0,37	0,23	0,22
<b>2012</b>	0,29	0,39	0,06	0,00	0,18	-----	-----

Şekil 3.3.'e göre nakit oranı açısından firmaların yıllar itibariyle genel ortalamasına bakıldığında, 2010 ve 2011 yılların da hem piyasanın hem de genel kabul görmüş oranın üzerinde, 2012 yılında da piyasa verilerinden bağımsız genel kabul görmüş orana yaklaşık eşit olduğu görülmektedir. Genel olarak izlenen durum, firmaların nakit yönünden sıkıntısının olmadığı üzerinden olumlu olarak değerlendirilebilir. Öte yandan Gentaş ve Kelebek Mobilya firmalarına ait nakit oranlarının diğer firmalara göre hissedilir derecede yüksek olduğunu belirtmek gerekir.

Şekil 3.3.'e göre firma bazında yıllar bakımından incelendiğinde;

Gentaş Firmasının yıllar itibariyle nakit oranlarının, diğer likidite oranlarında olduğu gibi diğer firmaların ve piyasa verilerinin üzerinde olduğu anlaşılmaktadır. Başka bir deyişle firmanın likiditesi oldukça yüksektir. 2012 yılında diğer yıllara kıyasla tüm likidite oranlarında bir düşüş yaşamasına rağmen tablo 3.16'ya göre alacaklarda ve

stoklardaki artış beraber ele alındığında toplam dönen varlıkların arttığını ve sermayesini bu unsurlara bağladığı gözükmektedir. Buna göre; firmanın daha az nakitle çalışması atıl fonların azalmasıyla, fonların daha çok faaliyet döngüsüne bağlandığının bir göstergesi olarak olumlu yorumlanabilir.

Kelebek Mobilya firmasının nakit oranları piyasa verileri ve genel kabul görmüş oranın üzerinde izlenmesi, işletme açısından bu gibi hassas oran bakımından olumlu yorumlanabilir. Ayrıca incelenen yıllar içinde firmanın tüm likidite oranlarında görülen kademeli artış, nakit oranına da yansımıştır. Bunun nedeni aynı seviyelerde dönen varlık toplamı ile çalışmasına karşın, finansmanda azalan oranda kısa vadeli borç kullanması firmanın likiditesini yükseltmiştir.

Yataş firmasına nakit oranı açısından bakıldığında, hassas likiditesinin risk sınırında olduğu görülmektedir. Başka bir deyişle firmanın genel likidite politikasının risk sınırlarında olduğu söylenebilir. Buna karşılık firmanın tahsilat politikasında, kısa vadeli borç vadelerinde ve nakit döngüsünde dikkatli davranması uygun olabilir.

İdaş firması incelendiğinde, tartışmasız likidite sorunu olduğu açıktır. İşletmenin vadesi gelmiş yükümlülüklerini yerine getirebilme sıkıntısı yaşama ihtimali bir tarafa, günlük işlemlerini sürdürmesi için gerekli olan nakit miktarında bile büyük sorunlarla karşı karşıyadır. Diğer taraftan incelenen yıllar içinde tüm likidite oranları açısından bakıldığında, zaten düşük seviyelerde seyreden oranların azalma eğilimi göstermesi, işletme geleceğinin tehlikeye girmesi açısından önemle değerlendirilmesi gereken bir konu olduğu gözlemlenmektedir.

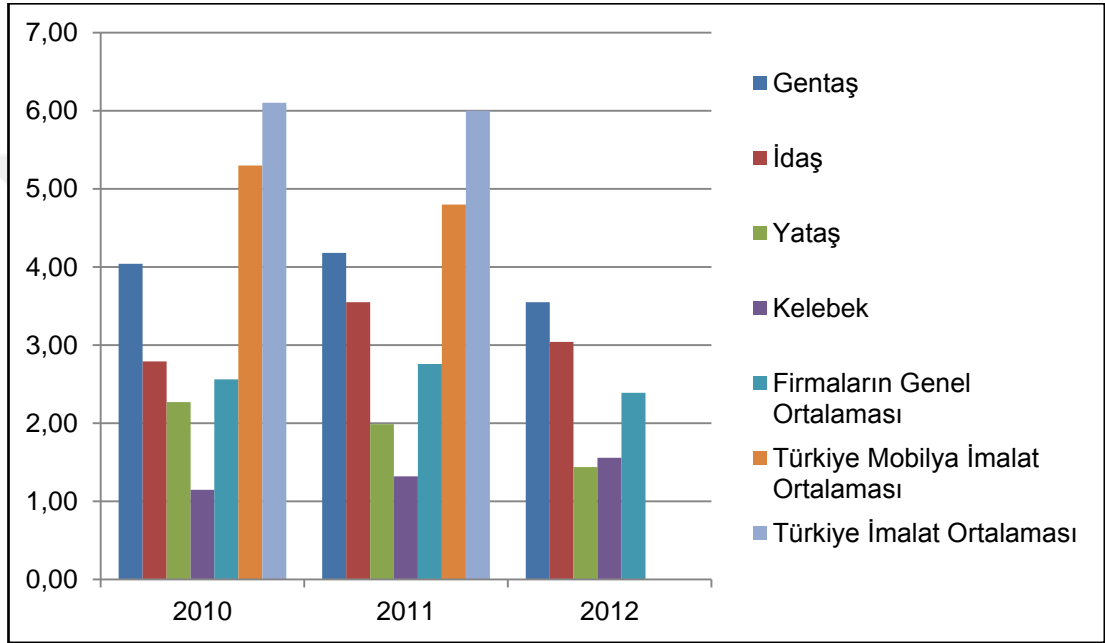
#### **3.3.4. Stok Devir Hızı Analizi Değerlendirilmesi**

Stok devir hızı, stokların likiditesini gösteren bir ölçü olup, stoklarla satışlar arasındaki ilişkiyi gösterir. Başka bir anlatımla stokların belirli bir dönem içerisinde kaç defa yenilendiğini, yani devir hızını tespit etmek için kullanılan ölçüdür.

Stok devir hızı yükseldikçe, işletmenin stok yönetimi daha çok etkinlik kazanır ve işletme açısından bu olumlu bir durumdur. Ancak nispi olarak yüksek bir stok devir hızı, çok düşük bir stok düzeyini gösterir. Bu durum, aynı zamanda, stokların

yenilenmesi için verilen küçük siparişleri beraberinde getireceğinden maliyeti arttırabilir. Diğer taraftan stok devir hızının düşük olması yavaş hareket eden bir stok durumunu veya bazı stok kalemlerinin modasının geçmiş olduğunu gösterebilir. Modası geçmiş olan stokların zarar kaydedilmesi, stokların likit bir varlık olarak görülmesini olanaksız hale getirecektir. Sonuçta stok devir hızının yorumlanmasında tüm bu sayılan faktörlerin göz önüne alınması gerekir (Aydın, 2003, s.115).

Şekil 3.4. Stok Devir Hızı Verileri



	Gentaş	İdaş	Yataş	Kelebek	Firmaların Genel Ortalaması	Türkiye Mobilya İmalat Ortalaması	Türkiye İmalat Ortalaması
<b>2010</b>	4,04	2,79	2,27	1,15	2,56	5,3	6,10
<b>2011</b>	4,18	3,55	1,99	1,32	2,76	4,8	6,00
<b>2012</b>	3,55	3,04	1,44	1,56	2,39	-----	-----

Araştırma alanı olan firmaların mobilya sektöründe faaliyet göstermeleri nedeniyle stokların dönen varlıklar içindeki payının yüksek olması, bu oranın önemini biraz daha artırmaktadır. Şekil 3.4'e göre firmaların genel ortalamasının yıllar itibariyle piyasa verilerinin bir hayli altında olduğu anlaşılmaktadır. Dolayısıyla firmaların stok devir hızlarının düşük olması, stokların satılıp tekrar paraya dönüşmelerinin veya tüketilmelerinin daha fazla zaman aldığı anlamına gelmektedir. İşletmelerin satış hacimlerine oranla gereğinden fazla stok bulundurmaları depolama giderlerini

artırmasının yanında, her ne kadar dayanıklı mallar olsa bile, ürünlerde fiziksel sorunlar meydana gelmesi de mümkün olabilir. Öte yandan müşterilerin tercihlerinin değişmesi veya farklı marka ürünlerin piyasaya girmesi gibi durumlarla karşı karşıya kalınabilir. Dolayısıyla stok devir hızlarının gereğinden düşük olması finansman ihtiyacını artıracak ve verimlilik açısından firmaları olumsuz yönde etkileyecektir. Sonuçta stok devir hızının düşük olması, araştırılan dönemdeki konjonktürün, spekülasyon stok bulundurmaya gerektirecek bir duruma işaret etmediğine göre, işletme sermayesi yönetiminin etkinliğini azaltmakla beraber gereksinim duyulacak fon tutarını yükselttiği ve firma karlılığını olumsuz yönde etkilediği söylenebilir.

Şekil 3.4'e göre firma bazında yıllar bakımından incelendiğinde;

Gentaş firmasının yıllar itibarıyla stok devir hızı, diğer firmalara göre yüksek, piyasa verilerine ise yakın bir görüntü çizmektedir. Mevcut durum, tablo 3.16 ve 3.17'de görüldüğü gibi firmanın stoklarının yıllar içinde artış göstermesi ve bunun satışlarına yansımaları göz önüne alındığında olumlu olarak değerlendirilebilir. Bununla beraber stoklama maliyetlerinin daha kontrollü ve stokların optimal düzeyde yönetildiğini söylemek mümkündür.

İdaş Firması incelendiğinde piyasa verilerinden daha düşük bir stok devir hızı ile çalışması stoklarının yenilenmesinin zaman aldığına işaret etmektedir. Buna karşılık, firma stok tüketiminin yavaş olmasının getirdiği maliyetlere katlanmak zorunda olması, karlılığını olumsuz yönde etkileyecektir.

Yataş firmasına bakıldığında, stok devir hızı sonuçlarının piyasa verilerinin çok altında ve firmaların genel ortalamasının da altında olduğu görülmektedir. Firmanın stok devir hızının düşme eğilimi göstermesi, Tablo 3.22 ve 3.23'e bakıldığında satışlarındaki artışın yanında, giderek yükselen ortalama stok tutarındaki artışa bağlı olabilir. Yinede yukarıda sayılan olumsuz durumlar bu firma içinde geçerlidir.

Kelebek Mobilya firmasının stok devir hızı, diğer firmalara ve piyasa verilerine göre ciddi oranda düşük olduğu saptanmıştır. Bu durum, firmanın işletme sermayesinin verimliliğinde önemli bir rol oynayan stok yönetiminin etkin bir şekilde uygulanmadığını göstermektedir. Nitekim tablo 3.21'e göre satış maliyetlerinin yıllar



bakımından artması bunun bir göstergesi olabilir. Buna ek olarak stok devir hızının bu derece düşük olması, işletmenin nakit dönüşüm hızını da yavaşlatacağından dolayı olumsuz yorumlayabilir.

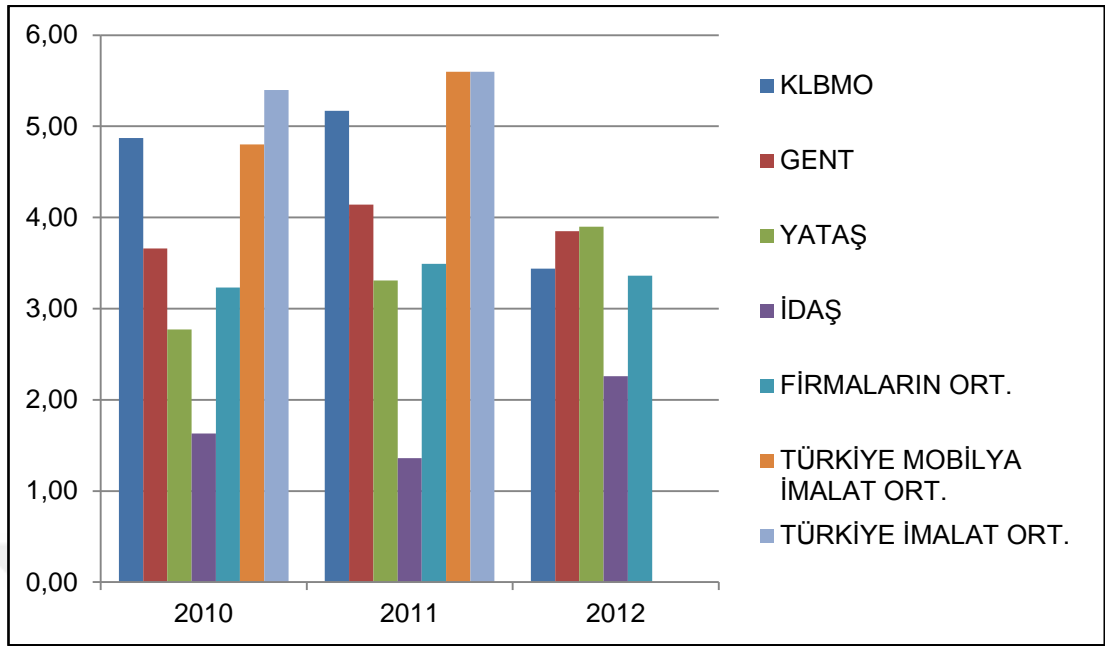
### **3.3.5. Alacak Devir Hızı Analizi Değerlendirilmesi**

Peşin satışların yanında işletmeye nakit girişi sağlayan en önemli kaynak alacakların tahsil edilmesidir. Bu yüzden firmanın kısa dönemli likiditesi incelenirken, alacakların tahsil kabiliyeti ve likiditesinin bilinmesi gerekir. Söz konusu ölçüde ticari alacakların bir dönemde kaç kez satışa konu olduğu hesaplanır. Diğer bir ifadeyle alacakların kaç kez tahsil edildiği bulunur.

Alacak devir hızının yüksek olması, alacakların sık tahsil edildiğini gösterdiği için olumludur. Çünkü bu durum, alacakların vadelerinde kolaylıkla tahsil edildiği için fonların tekrar satışa konu olup iş hacmini ve karlılığı artırması anlamına gelmektedir. Bu da firmanın, dönen varlıkların bileşimi ve likidite açısından güçlenmesi demektir. Aynı zamanda işletmenin yüksek alacak devir hızıyla çalışması, düşük likidite ve cari oranlarla çalışmasına imkan sağlamaktadır. Buna karşılık alacak devir hızının yüksek olması, işletmenin ticari alacaklarının tahsilinin iyi olduğunu gösterdiği gibi işletmenin tahsilat politikasının veya alacakların faktöring şirketlerine satışının sonucu da olabilir.

Alacak devir hızı düştüğünde alacakların daha uzun sürede tahsil edilebildiği, şüpheli alacakların artış gösterebileceği, kredi ve tahsilat giderlerinin artacağı ve işletmenin yüksek düzeyde finansmana ihtiyacı olduğu sonucunu doğurabilir. Diğer taraftan işletmenin alacaklarını tahsil etmedeki sıkıntısı, rekabet gücünün zayıflığının, tahsilat politikasının etkin olmadığı veya kredili satışlar konusunda çok esnek davranıldığının bir göstergesi olabilir (Çömlekçi ve Ark., 2004, s.238).

Şekil 3.5. Alacak Devir Hızı Verileri



	Kelebek	Gentaş	Yataş	İdaş	Firmaların Genel Ortalaması	Türkiye Mobilya İmalat Ortalaması	Türkiye İmalat Ortalaması
<b>2010</b>	4,87	3,66	2,77	1,63	3,23	4,80	5,40
<b>2011</b>	5,17	4,14	3,31	1,36	3,49	5,60	5,60
<b>2012</b>	3,44	3,85	3,90	2,26	3,36	-----	-----

Şekil 3.5'e göre alacak devir hızı bakımından firmaların genel ortalamalarının piyasa verilerinin altında olduğu görülmektedir. Bu durum, firmaların satış politikalarını belirlerken piyasaya göre daha uzun vadelerle çalıştıkları şeklinde açıklanabilir. Firmaların yapmış oldukları satışlar sonucu müşterilerine daha uzun bir vade belirlemeleri, likidite sorunu yaşamadıkları sürece ki, likidite yönünden incelenen bölümde ortalamaların piyasaya uygun olduğu kaydedilmişti, kendilerine faaliyet gösterdikleri alanda rekabet avantajı sağlayabilir. Ancak yine de bu duruma temkinli yaklaşılması daha uygun olacaktır. Çünkü alacak sürelerinin uzaması, nakit dönüşünü geciktirmesinin yanında, işletmelerin daha fazla kaynak sağlamalarına neden olacak, yani daha fazla işletme sermayesi alacaklara bağlanacaktır. Böylece alacakların kendi içinde şüpheli alacakların artması, tahsilat giderlerinin oluşması ve tahsil sorunlarına bağlı birtakım hukuksal maliyetleri gündeme getirecektir.

Şekil 3.5'e göre firma bazında yıllar bakımından incelendiğinde;

Kelebek Mobilya firmasının yıllar itibariyle alacak devir hızının, piyasa oranlarına paralel, diğer firmalara göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Alacak devir hızları tablo 3.20 ve tablo 3.21'e göre yıllar içinde değerlendirildiğinde, 2012 yılında alacak devir hızının düşmesinin nedeni diğer yıllara oranla ticari alacakların satışlara fazla yansımadan artış göstermesi olabilir. Daha doğrusu firmanın 2012 yılında ticari alacaklarının vadelerini uzatmış olduğu anlaşılmaktadır. Firmanın genellikle ticari alacaklarını uygun bir vade yapısıyla zamanında tahsil ettiği, bu durumun likidite incelemesinde de belirtildiği üzere firmanın piyasa verilerine göre normal düzeyde olması ile birlikte değerlendirildiğinde, firmanın ticari alacakların tahsil politikasının, yani alacak yönetiminin düzgün işlediğini söyleyebilir.

Gentaş firması incelendiğinde, alacak devir hızlarının firmaların genel ortalamalarının üzerinde, piyasa ortalamalarının ise az altında olduğu izlenmektedir. Söz konusu firma likidite problemi yaşamadığına göre, tablo 3.16 ve 3.17'de izlenen satışları ve ticari alacaklarındaki artış oranlarını birlikte değerlendirildiğinde, tahsilat uygulamalarının olumlu olduğu yargısına varabiliriz.

Yataş firmasının yukarıda incelenen Gentaş firmasına yakın oranlarla seyrettiği izlenmektedir. Buna karşılık gözlenen oranların, piyasa verilerinin altında kalan ve firmaların genel ortalamasına yakın ama nispeten biraz düşük olduğunu belirtmek gerekir. Firma likiditesinin sınırdaki olduğunu, ticari alacaklarının yıllar bakımından toplam varlıkları içinde azalan bir eğilimde olduğunu izlendiğinde, firmanın alacak devir hızında optimal seviyeyi yakalamak adına sınırdaki olduğunu ve tahsilat politikasında dikkatli davranması gerektiğini belirtmek gerekir.

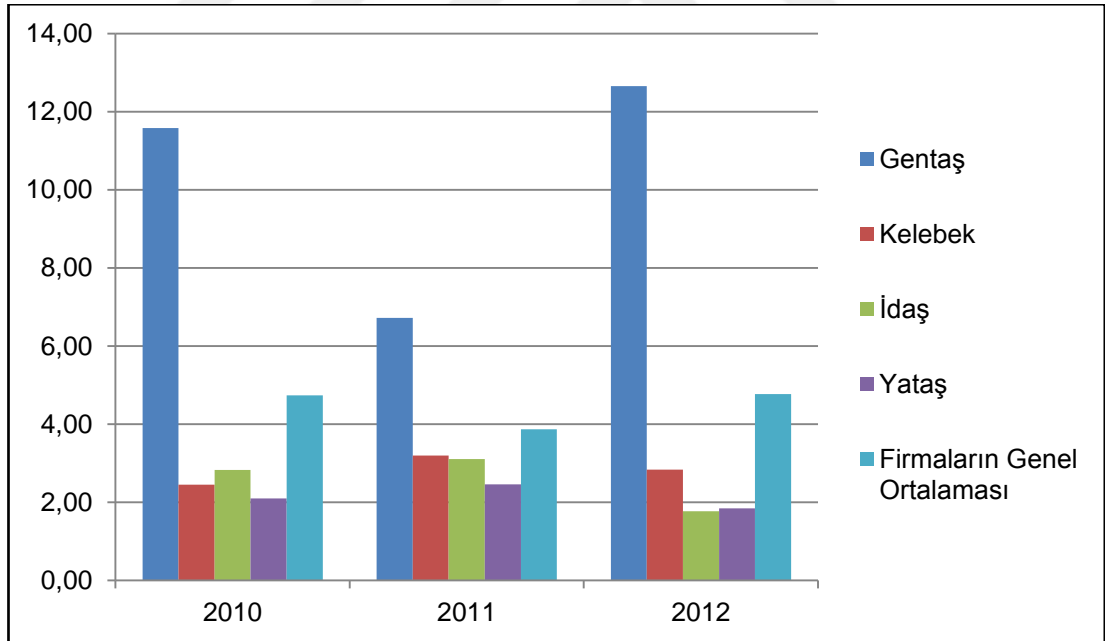
İdaş firması alacak devir hızı açısından, diğer firmalar ve piyasa verilerine göre en olumsuz konumdaki işletme olduğu görülüyor. İlk etapta firmanın tahsilat politikasının düzgün işlemediği ve alacak yönetimi konusunda probleminin olduğu düşünülebilir. Ancak mevcut durum tablo 3.18'e göre ele alındığında, firmanın ticari alacaklarının dönen varlıkları içindeki payının büyük olduğunu, işletmenin cari unsurları arasında en fazla fonu ticari alacaklara ayırdığı görülmektedir. Bu durum finansman ihtiyacını arttırıcı bir unsur olarak gözlenebileceği gibi, diğer taraftan firma mevcut durumu faaliyet gösterdiği piyasada rekabet üstünlüğü sağlamak adına bir araç olarak belirlemiş olabilir.

### 3.3.6. Ticari Borç Devir Hızı Analizi Değerlendirilmesi

Bu oran, işletmenin kredili alımlarından doğan ticari borçlarını, bir yıl içinde kaç kez ödediğini hesaplamak için kullanılır. Kredili mal satın almak için bir firma başvurduğu takdirde finans yöneticisinin, ilgili firmanın ticari borç devir hızını hesaplaması uygun olacaktır. Söz konusu oran özellikle kredi verenler veya kredili satış yapan firmalar açısından anlamlıdır (Akgüç, 2010, s.59).

İşletmelerde ticari borçların ortalama ödeme süresinin uzaması, borç devir hızının yavaşlaması, finansman imkanı sağlar. Bu nedenle finansman ihtiyacını azaltması açısından, borç devir hızının yavaşlaması olumludur. Firma, piyasa koşullarından faydalanarak bu süreyi uzatabilir. Borç ödeme süresinin uzaması, firmanın ödeme gücünü içinde bulunmasından veya vadesi gelen borçların yenilenmesinden de kaynaklı olabilir (Akgüç, 2013, s.511).

Şekil 3.6. Ticari Borç Devir Hızı Verileri



	Gentaş	Kelebek	İdaş	Yataş	Firmaların Genel Ortalaması	Türkiye Mobilya İmalat Ortalaması	Türkiye İmalat Ortalaması
2010	11,58	2,45	2,83	2,10	4,74	-----	-----
2011	6,72	3,20	3,11	2,46	3,87	-----	-----
2012	12,65	2,84	1,77	1,85	4,77	-----	-----

Şekil 3.6’da görüldüğü üzere TCMB sektör verilerinde ticari borç devir hızı sektör analizlerinde hesaplanmadığından piyasa verilerinin bulunduğu bölüm boş bırakılmış ve değerlendirme araştırma konusu firmaların kendi içinde sınırlandırılmıştır.

Şekil 3.6’ya göre firmalar yıllar itibariyle incelendiğinde ticari borç devir hızı genel ortalamalarının, alacak devir hızı ortalamalarına kıyasla daha yüksek olduğu saptanmıştır. Söz konusu oranın yüksek görünmesi Gentaş firmasının devir hızının normalden çok yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. Buna karşılık diğer firmaların oranları birbirine yakın izlenmektedir. Gentaş firmasının oranları ortalamadan çıkarıldığında devir hızları (2010 yılı için 2,46) (2011 yılı için 2,92) (2012 yılı için 2,15) olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla firmalar kredili yapmış oldukları alımlarını ortalama aynı sürelerde ödedikleri anlaşılmaktadır. Yine Gentaş firması dışında kalan diğer firmaların devir hızları incelendiğinde, 2011 yılında borç hızında bir artış, 2012 yılında ise borç hızında bir azalış söz konusudur. Dolayısıyla 2012 yılı itibariyle borç vadelerinde genel bir uzama görülmektedir.

Şekil 3.6’ya göre firma bazında yıllar bakımından incelendiğinde;

Gentaş firmasının ticari borç devir hızını, borç karakteri bakımından diğer firmalardan ayrı değerlendirmek gerekir. Çünkü firma kredili alışlarını çok yakın vadelerle gerçekleştirdiğini, buna karşılık alacak devir hızının da yüksek olduğunu belirtmek gerekir. Normal olarak borç devir hızının, nakit dönüşüne pozitif katkısından dolayı düşük olması istenir. Başka bir deyişle firmanın kendisine kaynak sağlaması açısından daha uzun ödeme süresi beklenir. Ancak bu firma borç alacak dengesini borç hızı lehine kullanarak alım vadelerini kısaltıp kendisine daha fazla satıcı iskontosu sağlamış olabilir. Öte yandan ticari borçlar çabuk ödendiği için ticari borçların nispi olarak azalması ve kaynaklar içindeki payının da oldukça düşük olması, firma likiditesini arttıran bir durumdur.

Kelebek Mobilya firmasının yıllar itibariyle hem ticari borç devir hızı hem de alacak devir hızının arzu edildiği gibi hareket ettiği anlaşılmıştır. Yani firma ticari faaliyetlerinden doğan alacaklarını diğer firmalara göre hızlı tahsil edip, buna karşılık ticari faaliyetlerinden doğan borçlarını daha geç sürede ödüyor. Bu sayede kendisine tahsilatta geçen sürenin üzerinde finansman avantajı sağlamış oluyor. Bu nedenle

mevcut durum firma lehine değerlendirilebilir. Ancak karşılaştırılan alacak tahsil hızının araştırma konusu diğer firmalar arasında olduğunu, normal piyasa verilerinin daha yüksek olduğunu belirtmek gerekir.

İdaş firmasının ticari borç devir hızlarının yıllar içinde düşük bir eğilim gösterdiği görülmektedir. Bu durumda işletmenin borçlarını daha uzun vadeye yaydığını, bu sayede kendine finansman olanağı sağlaması bakımından firma lehine yorumlanabilir. Öte yandan tablo 3.18'de görüldüğü üzere ticari borçların nispi tutarının artan oranlı ilerlemesi ve uzayan borç vade yapısı, firmaya kısa vadeli fon sağlayacak olan kurumlar açısından riskli görülebilir.

Yataş firması incelendiğinde, yukarıda belirtilen İdaş firmasına benzer bir durum bu firma içinde geçerlidir. İşletme ticari alışlarında uzun vadelerde ödeme yapmaktadır. Bu durum firmanın fon kaynağı sağlaması ve nakit dönüşünü pozitif yönde etkilemesi bakımından olumlu yorumlanabilir. Ancak firmanın ilişkide olduğu kendisine fon sağlama kabiliyeti olan her türlü kişi ve kurumlar, işletmenin borçlarını zamanında ödeyememesi veya vadelerini daha da uzatma ihtimalini göz önünde bulundurarak risk primlerini artırarak veya satıcı iskontosunu düşürmek suretiyle finansmana bağlı maliyetleri yükseltebilirler.

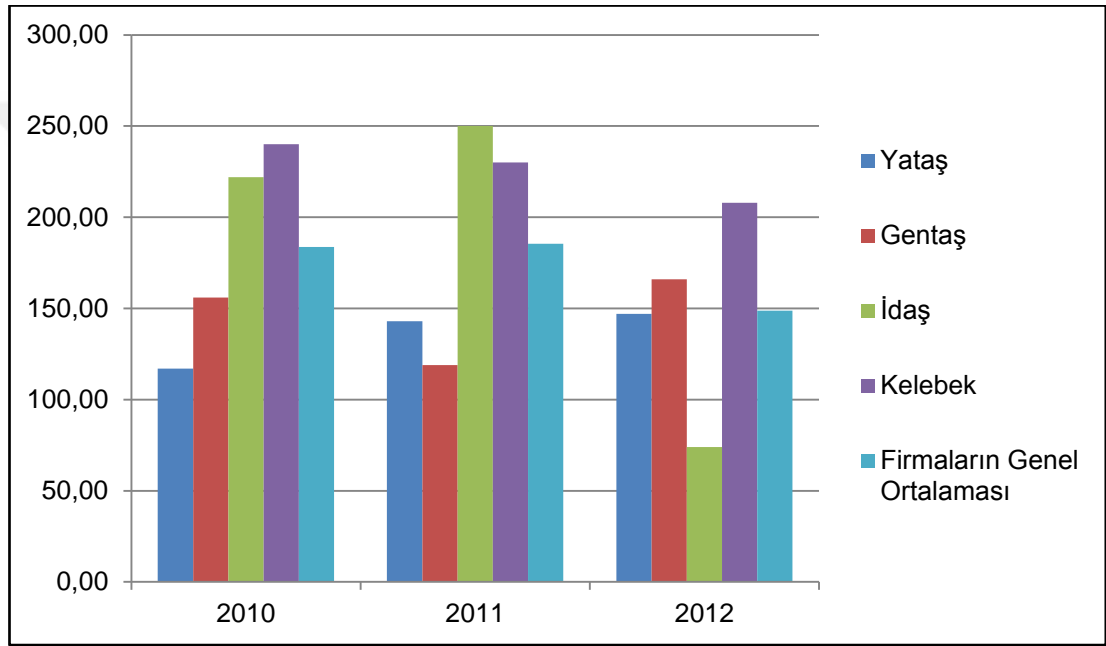
### **3.3.7. Nakit Döngü Hızı (Gün) Analizi Değerlendirilmesi**

Finansmandaki temel ilkelerden birisi nakdi mümkün olan en kısa sürede tahsil etmek ve mümkün olduğu kadar da geç ödeme yapmaktır. Bu bağlamda nakit yönetimi genel olarak nakit dönüş süresine bağlıdır. Nakit dönüş süresi, işletmenin hammadde alması ile başlayan üretim sürecinde, hammaddeler için ödeme yaptığı tarihten alacaklarını tahsil ettiği tarihe kadar geçen süreyi ifade etmektedir.

Nakit döngü hızı, işletmenin faaliyetlerinden ne kadar sürede nakit sağladığını gösterir. Nakit döngü süresi uzadıkça, firmanın nakit sağlayana kadar geçecek sürede uzayacak, dolayısıyla işletme sermayesi ihtiyacı artacaktır. Nakit döngü hızının düşmesi durumunda ise işletme sermayesinin ticari borçlar ile finanse edildiği anlaşılır ki, bu firma için işletme sermayesi finansman ihtiyacının düşmesi nedeniyle olumlu olarak değerlendirilir. Ayrıca bu sürenin düşmesi, genelde firmanın ticari

itibarının artması ve iyi bir finansal yönetime sahip olması anlamına gelir. Nadir de olsa nakit dönüşüm süresi eksiye debilmektedir. Bu durum firmanın işletme sermayesine ihtiyaı olduğuna, fakat tedarikçiler tarafından finanse edildiğini gösterir. Söz konusu durum daha ziyade ülkemizde hızlı tüketim malları sektöründe faaliyet gösteren büyük market zincirlerinde görülen bir durumdur. Yüklü miktarlarda ve vadeli mal alan işletmelerin düşük stok tutma süresi ve peşin satış yapmaları neticesinde böyle bir durum oluşmaktadır (Sakarya,2008, s.231-232).

Şekil 3.7. Nakit Döngü Hızı (gün) Verileri



	Yataş	Gentaş	İdaş	Kelebek	Firmaların Genel Ortalaması	Türkiye Mobilya İmalat Ortalaması	Türkiye İmalat Ortalaması
<b>2010</b>	117	156	222	240	183,75	-----	-----
<b>2011</b>	143	119	250	230	185,50	-----	-----
<b>2012</b>	147	166	74	208	148,75	-----	-----

Şekil 3.7'de görüldüğü zere TCMB sektör verilerinde nakit dönüş hızı sektör analizlerinde hesaplanmadığından piyasa verilerinin bulunduğu bölüm boş bırakılmış ve değerlendirme aşağıda belirtilen araştırma sonuçları ile sınırlandırılmıştır.

Şekil 3.7'ye göre gün bazında nakit döngü hızları incelendiğinde, firmaların genel ortalama nakit dönüş süresinin 2010 ve 2011 yıllarında yaklaşık altı ay (183,75-185.50 gün) 2012 yılında ise yaklaşık beş ay (148.75 gün) olarak görülmektedir. Bilindiği gibi nakit dönüş süresinin yavaş olması işletmenin aleyhine bir durumdur. Nakit dönüş süresinin uzun olması firma karlılığını olumsuz yönde etkileyeceği gibi, likidite açısından da işletme sermayesinin etkinliğini azaltacaktır.

Yücel ve Kurt (2002) yaptıkları çalışmada; 1995-2000 yılları arasında İMKB'de işlem gören 167 firmanın Nakit Dönüş Sürelerini 78,8 gün olarak hesaplamıştır. Yine Sakarya (2008) İMKB'de işlem gören firmalar üzerinde yaptığı çalışmada; genel imalat sanayi ortalamasını (2003 yılında 73,92) (2004 yılında 107,7) (2005 yılında 127) (2006 yılında 128,58) gün olarak tespit etmiştir. Buradan da anlaşılacağı gibi nakit dönüşüm sürelerinde yıllar ilerledikçe nakit dönüşüm sürelerinde bir artış söz konusudur. Buna göre; nakit dönüş süresi işletmelerin faaliyet gösterdiği sektörler göre farklılık gösterdiğini belirtmekle beraber, araştırma konusu olan firmalara ait alacak, stok ve ticari borç hızı ile birlikte değerlendirildiğinde, ortalamalarda homojen bir yapı gözlemlenmektedir. Dolayısıyla nakit dönüşüm süresinin izlenen seviyede olması, işletmelerin içinde buldukları piyasa şartları ve genel rekabet koşullarının firmaları söz konusu sürelerle çalışmaya sevk ettiği söylenebilir.

Şekil3.7'ye göre firma bazında yıllar bakımından incelendiğinde;

Yataş firmasının nakit döngü hızının yıllar içinde artış eğilimi gösterdiği görülmektedir. Araştırma yılları verileri bakımından gerek diğer firmalardan gerekse genel ortalamalar olarak incelendiğinde nakit dönüş süresinin firma açısından olumlu olarak yorumlanabilir. Buna karşılık mevcut gözlenen durumun, firmanın alacak ve stok devir hızlarının çok yüksek bir düzeyde olmamasına, yani etkinlik oranının düşük olmasına karşın, borçlarını diğer firmalara göre daha geç sürelerde ödemesinden kaynaklandığını belirtmek gerekir.

Gentaş firmasının nakit dönüş süreleri genelde ortalamanın altında kalması açısından olumlu olduğu söylenebilir. Firmanın nakit dönüş süreleri yukarıda anılan Yataş firmasında belirtilen durumun aksine, alacak ve stok devir hızları olumlu, borç devir hızı ise normalden çok yüksek olması firmanın nakit dönüşüm hızını görece olumsuz



etkilemektedir. Nitekim Yataş firmasına kıyasla firmanın nakit dönüşümü etkileyen üç argümandan ikisini daha iyi kullanma kabiliyetine sahip olduğu görülmektedir.

İdaş firmasının nakit döngü hızı yıllar itibariyle, 2010 ve 2011 yılında ortalamanın çok üzerinde, 2012 yılında ise ortalamanın çok aşağıda olduğu saptanmıştır. Firmanın saptanan sürelerinde araştırılan yıllar içinde bir dengesizlik söz konusudur. Nakit dönüş hızı genel ortalama referans alındığında 2010 yılında yüksek, 2011 yılında daha yüksek, 2012 yılında tam tersi çok düşük seviyede izlenmektedir. Firmanın nakit dönüşünün kısa dönemde istikrardan uzak bir görüntü çizmesi, işletme sermayesi yönetiminin etkinliği açısından olumsuz bir görüntü vermesine neden olmaktadır.

Kelebek Mobilya firmasının yıllar itibariyle nakit döngü hızı incelendiğinde, bu sürelerin diğer firmalar ve ortalamadan daha yüksek olduğu görülmektedir. Nakdin firmaya geç dönmesi işletme sermayesi gereksinimini artıracak gibi firma karlılığını da olumsuz etkileyecektir. Firma finansmanda kaynak sıkıntısı yaşamadığı sürece bir sorun teşkil etmeyebilir. Ancak yine de mevcut tablo, işletme sermayesi yönetimi etkinliğini azaltmaktadır.

### **3.3.8. İşletme Sermayesi Devir Hızı Analizi Değerlendirilmesi**

Satışlar ile işletme sermayesi arasında yakın bir ilişki vardır. Satış hacmi genişledikçe, özellikle stoklar ve alacakların artması nedeniyle daha fazla işletme sermayesine ihtiyaç duyulmaktadır. Bir firmanın işletme sermayesi devir hızının ideal olup olmadığı konusunda, aynı iş kolundaki diğer firmalarla karşılaştırmalar yapılmak suretiyle tespit edilebilir.

İşletme sermayesi devir hızının yüksek olması;

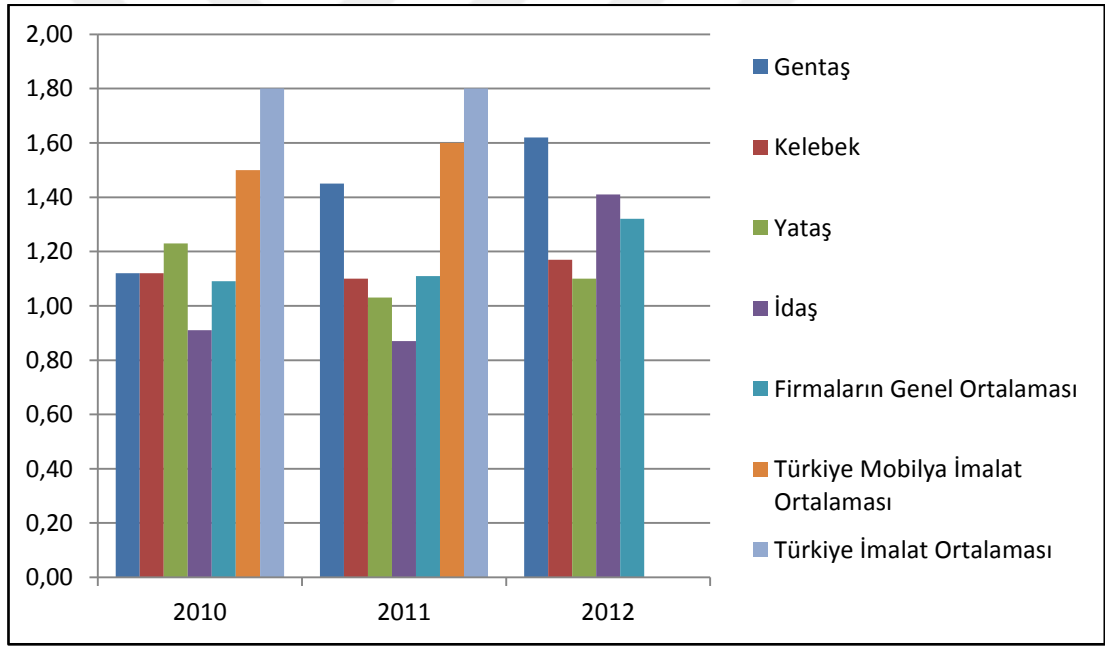
- İşletme sermayesinin yetersizliğini,
- Stok ve alacak devir hızlarının yüksek olduğunu,
- Stok ve alacakların, nispeten az kaynağa ihtiyaç gösterdiğini ifade eder.

İşletme sermayesi devir hızının düşük olması;

- Firmanın aşırı işletme sermayesine sahip olduğunu,
- Stok ve alacak devir hızlarının yavaş olduğunu,
- Firmanın gereğinden fazla hazır değere sahip olduğunu,
- İşletme sermayesinin geçici yatırımlar için kullanıldığını gösterebilir.

İşletme sermayesi devir hızının artması, firmanın finansman ihtiyacını görece azaltacağı için genellikle olumlu olarak yorumlanır. Diğer taraftan devir hızındaki artış işletme sermayesinin yetersizliğinden kaynaklı ise, bu durumu olumlu değerlendirmemek gerekir (Akgüç, 2013, s.506).

Şekil 3.8. İşletme Sermayesi Devir Hızı Verileri



	Gentaş	Kelebek	Yataş	İdaş	Firmaların Genel Ortalaması	Türkiye Mobilya İmalat Ortalaması	Türkiye İmalat Ortalaması
2010	1,12	1,12	1,23	0,91	1,09	1,50	1,80
2011	1,45	1,10	1,03	0,87	1,11	1,60	1,80
2012	1,62	1,17	1,10	1,41	1,32	-----	-----

Şekil 3.8'e göre yıllar bakımından işletme sermayesi devir hızı incelendiğinde, firma oranlarının piyasa verilerinin gerisinde olduğu görülmektedir. Düşük devir hızlarının

nedenini, firmaların faaliyet gösterdiği iş kolunun mobilya sektörü olmasına bağlı olarak, yukarıda belirtilen stok ve alacak devir hızlarının piyasaya göre daha yavaş olması ve firmaların her birine ait oranların piyasanın gerisinde olmasıyla birlikte değerlendirildiğinde, izlenen sonucun normal olduğu söylenebilir. Buna göre; firmaların faaliyet gösterdiği mevcut piyasa koşullarının bu şekilde oluştuğunu, araştırılan firmaların piyasada faaliyet gösteren diğer firmalara kıyasla finansman ihtiyacının daha fazla olduğunu, karlılıklarının olumsuz yönde etkileneceğini ve işletme sermayesinin yönetiminde verimliliklerinin düşmesinden söz etmek gerekir.

Şekil 3.8'e göre firma bazında yıllar bakımından incelendiğinde;

Gentaş firmasının işletme sermayesi devir hızı yıllar itibariyle piyasa verilerinin altında ama yakın, firmaların genel ortalamasının ise üzerinde olduğu görülmektedir. Tablo 3.16 ve 3.17'ye göre satışlarla birlikte dönen varlıkların artış göstermesi ve işletme sermayesi devir hızının yıllar içinde artarak devam etmesi göz önünde bulundurulduğunda, var olan durumun firma lehine olduğunu söylenebilir.

Kelebek Mobilya firmasının işletme sermayesi devir hızının yıllar içinde firma ortalamasına paralel, piyasa verilerinin ise altında olduğu görülmektedir. Tablo 3.20 ve 3.21'e göre satışlar ve dönen varlıklar birbirine uyumlu hareket etmekle beraber, sektörel olarak dönen varlıklar içindeki stoklar payının yüksek olması, stok devir hızının yukarıda izlendiği gibi yavaş olduğu izlenmektedir. Bu bağlamda firmanın özellikle stok yönetiminde daha aktif duruma geçmesi, sınırdaki işletme sermayesi devir hızını iyileştireceği söylenebilir.

Yataş firması işletme sermayesi devir hızı bakımından yıllar içinde incelendiğinde gerek piyasa verilerinin altında gerekse firma ortalamasına yakın paralel bir görüntü vermesi açısından yukarıda belirtilen Kelebek Mobilya firmasına durumuna benzer bir biçimde işletme sermayesi devir hızının sınırdaki olduğunu söylemek mümkündür. Ancak yukarıda Kelebek Mobilya firması için belirtilen stok devir hızının düşük oranına ilave olarak Yataş firmasının alacak devir hızının da yavaş olduğunu belirtmek gerekir. Dolayısıyla firmanın işletme sermayesi devir hızını artırması, alacak ve stok yönetiminde devir hızlarının yukarıya çekilmesi suretiyle gerçekleşmesinin muhtemel olacağı söylenebilir.

İdaş firmasının işletme sermayesi devir hızına yıllar itibariyle bakıldığında 2010 ve 2011 yıllarında piyasa ve firma ortalamalarının altında, 2012 yılında ise firma ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir. Genel anlamda değerlendirdiğimizde 2010 ve 2011 yılları için firma ortalamasına altında olmasına rağmen, yakın bir görüntü vermesinin alacak devir hızının nispeten düşük oluşuna ve diğer firmaların oluşturduğu piyasa koşullarının bu ölçülerde olduğuna bağlanabilir. Ancak 2012 yılındaki oranın yükselme eğilimini bilanço verileri ile birlikte değerlendirildiğinde işletme sermayesi yetersizliğini göstermektedir ki bu durumu firma aleyhine yorumlamak gerekir.

### **3.3.9. Net İşletme Sermayesi Devir Hızı Analizi Değerlendirilmesi**

Bir firmada net işletme sermayesinin verimli kullanılıp kullanılmadığını anlamak için net işletme sermayesi devir hızı hesaplanır. Bu oranın yüksek olması net çalışma sermayesinin verimliliğinin yüksek olduğunu ortaya koyar. Oranın düşük olması ise, net işletme sermayesinin karlı olarak kullanılmadığını gösterir. Başka bir deyişle satışlar net işletme sermayesine oranla yeterli değildir.

Net işletme sermayesi devir hızının yüksek olması;

- Net işletme sermayesi yetersizliği,
- Stok ve alacak devir hızının yüksekliği,
- Stok ve alacakların nispeten daha az işletme sermayesine ihtiyacı olduğunu gösterebilir.

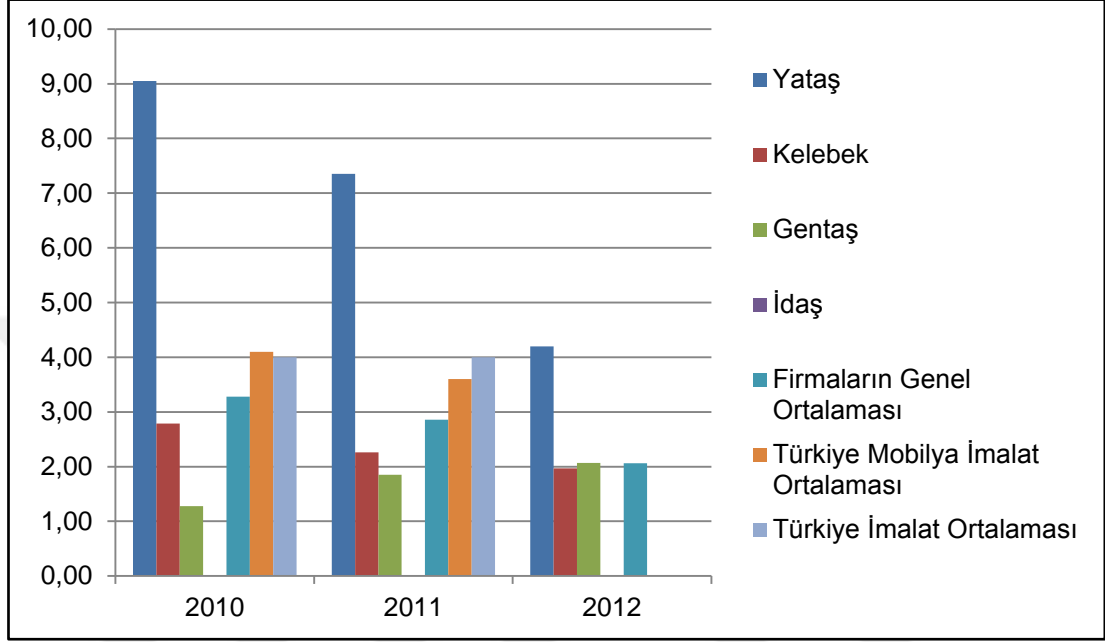
Net işletme sermayesi devir hızının düşük olması;

- Firmanın aşırı işletme sermayesine sahip olduğunu,
  - Stok ve alacak devir hızının yavaş olduğunu,
- İfade edebilir (Çömlekçi ve Ark., 2004, s.239).

Bir işletmede, net işletme sermayesi devir hızının yeterli olup olmadığı konusunda, firmanın geçmiş hesap dönemlerindeki devir hızlarıyla ve aynı iş kolunda faaliyet gösteren diğer firmalarla karşılaştırma yapılarak bir sonuca ulaşılabilir. Aynı zamanda söz konusu oran, birbirine zıt yorumlar yapılmasına imkan tanıdığı için,

analizde bu oran kullanılırken temkinli davranmak gereklidir. Öte yandan etkinlik açısından işletme sermayesi devir hızı, net işletme sermayesi devir hızına göre daha anlamlı bir göstergedir (Akgüç, 2010, s.55-56).

Şekil 3.9. Net İşletme Sermayesi Devir Hızı Verileri



	Yataş	Kelebek	Gentaş	İdaş	Firmaların Genel Ortalaması	Türkiye Mobilya İmalat Ortalaması	Türkiye İmalat Ortalaması
<b>2010</b>	9,05	2,79	1,28	0,00	3,28	4,10	4,00
<b>2011</b>	7,35	2,26	1,85	0,00	2,86	3,60	4,00
<b>2012</b>	4,20	1,97	2,07	0,00	2,06	-----	-----

Şekil 3.9'a göre net işletme sermayesi oranlarını yıllar içinde incelendiğinde Yataş firmasının aşırı yüksek oranları, İdaş firmasına ait devir hızının net işletme sermayesinin negatif olmasından dolayı hesaplanmamış olmasından araştırma alanındaki firmaların genel ortalamasının piyasa verileri ile karşılaştırmak çok anlamlı olmayacaktır. Yalnız şekil 3.9 için hesaplanan oranları nispeten belirtilen cari oranlarla birlikte değerlendirildiğinde, firmalar genelinin net işletme sermayesi hızının düşük olduğu söylenebilir.

Şekil 3.9'a göre firma bazında yıllar bakımından incelendiğinde;

Yataş firmasının net işletme sermayesi 2010 ve 2011 yıllarında aşırı yüksek, 2012 yılında ise istenen seviyede olduğu görülmektedir. İlk bakışta olumlu görünen bu durumu, firmanın cari oranının düşük seyretmesine bağlı devir hızının yüksek görünmesinden dolayı olduğunu söyleyebiliriz. Öyleyse izlenen durumun firma için olumsuz olduğunu belirtmek gerekir. Bilindiği gibi, cari oran 1 e düştüğünde net işletme sermayesi 0 olduğuna göre; firma için devir hızının yüksek olmasının net işletme sermayesi yetersizliğinden kaynaklandığı ileri sürülebilir. Diğer taraftan 2012 yılı net işletme sermayesi devir hızı için de, cari oranın yükselme eğilimi göstermesi, dönen varlıklardaki azalış ve kaynak kullanımındaki oransal değişime bağlanabilir.

Kelebek Mobilya firması incelendiğinde, işletme sermayesi devir hızında olduğu gibi net işletme sermayesi devir hızı da sınırda seviyelerde hareket ettiği görülmektedir. Firmanın piyasaya göre düşük seviyelerde giden devir oranı, planlamanın doğru yapıldığı sürece, kendisi için bir sorun teşkil etmeyebilir. Ancak yukarıda da belirtildiği gibi, özellikle sınırda izlenen alacak ve stok devir hızlarında olası bir yavaşlama firma için sıkıntı çıkarabilir.

Gentaş firmasına yıllar itibariyle bakıldığında, net işletme sermayesi devir hızının düşük izlendiği görülmektedir. Bunun nedeni, yukarıda belirtilen Yataş firması için belirtilen durumun tam tersi bir durumda, Gentaş firmasının cari oranı gereğinden fazla yüksek seyretmesi net işletme sermayesi devir hızını düşürmektedir. Firmanın düşük net işletme sermayesi devir hızı ile çalışmasının nedeni yüksek dönen varlık tutarı gibi görünse de, net işletme sermayesinin kaynak kullanımındaki tercihe bağlı yükseldiğini söylemek mümkündür.

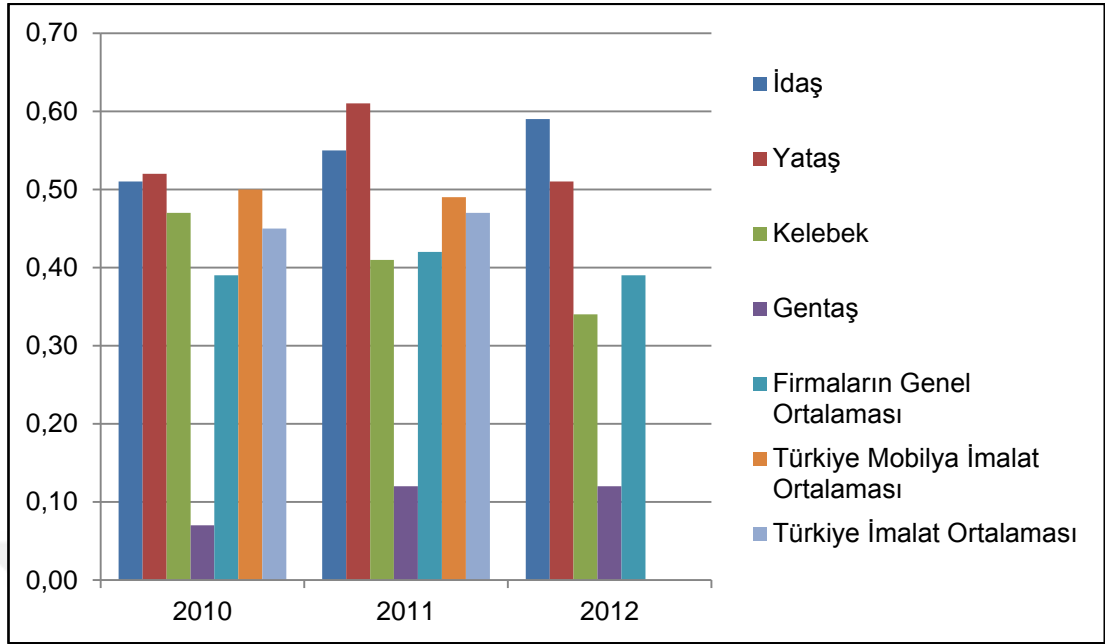
İdaş firmasına ait net işletme sermayesi tutarının eksiye düşmesi nedeniyle net işletme sermayesi devir hızı hesaplanmamıştır. Dolayısıyla satışlar ile dönen varlıklar arasındaki ilişki yukarıda işletme sermayesi devir hızı değerlendirmesi ile sınırlı kalacaktır. Ancak firmanın net işletme sermayesinin negatif olması, satışları ile bağlantılı olarak almış olduğu riski burada vurgulamak gerekir.

### **3.3.10 Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı Analizi Değerlendirilmesi**

Kısa vadeli yabancı kaynakların kaynaklar toplamına veya pasif toplamına oranı iktisadi varlıkların ne kadarlık bölümünün kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Başka bir deyişle toplam kaynaklar içinde kısa vadeli kaynakların ağırlığını gösteren bir orandır. Bir işletmenin gereğinden fazla kısa vadeli borcu olması geri ödeme riskini artırır. Bu yüzden oranın %30 seviyesini pek aşmaması uygun olur. Bu risk, kısa vadeli yabancı kaynakların duran varlıkların finansmanında kullanılmasıyla daha da artar. Enflasyon dönemlerinde bu oran, sermaye ve uzun vadeli yabancı kaynaklardaki durağanlık nedeniyle büyüme eğilimi gösterebilir.

Söz konusu oranın yüksek olması, varlıkların büyük bölümünün kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Sanayi işletmelerinde bu oranın %30 seviyesinin üzerine çıkması işletme açısından riskin olduğunu gösterir. Ancak ülkemizde uzun vadeli kredi temin imkanının sınırlı olması ve sermaye piyasasının gelişmemiş bulunması nedeniyle, oran genellikle %50 dolaylarında gerçekleşmektedir. İşletmelerin borçların geri ödenmesi açısından sıkıntıya düşmemeleri için duran varlıklarını kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse etmemeleri gerekir. Duran varlıkların kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmesi, firmanın negatif net işletme sermayesine sahip olduğunu gösterir. Finans yöneticileri kullandıkları fon vadeleri ile iktisadi varlıkların işletmedeki kullanım süreleri arasında bir denge kurmaları gerekir (Çabuk ve Lazol, 2008, s.184).

Şekil 3.10. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı Verileri



	İdaş	Yataş	Kelebek	Gentaş	Firmaların Genel Ortalaması	Türkiye Mobilya İmalat Ortalaması	Türkiye İmalat Ortalaması
<b>2010</b>	0,51	0,52	0,47	0,07	0,39	0,50	0,45
<b>2011</b>	0,55	0,61	0,41	0,12	0,42	0,49	0,47
<b>2012</b>	0,59	0,51	0,34	0,12	0,39	-----	-----

Şekil 3.10'a göre firmalar kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranı açısından yıllar itibariyle incelendiğinde, firmaların genel ortalamasının piyasa verilerinin yakın ama altında olduğu görülmektedir. Firmaların faaliyet gösterdiği sektör itibariyle ve şekil 3.12'ye göre dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki payı ile birlikte değerlendirildiğinde saptanan tablonun normal olduğu söylenebilir. Diğer taraftan olası bir enflasyonist durumda, firmaların sık tekrarlanan kısa vadeli borçlarının geri ödenmesinde sorun yaşayabileceğini belirtmek gerekir.

Şekil 3.10'a göre firma bazında yıllar bakımından incelendiğinde;

İdaş firmasının kısa vadeli kaynak kullanımı bakımından oranları firma ortalamasının ve piyasa verilerinin üzerinde olduğu gözlemlenmektedir. Tablo 3.18'e bakıldığında firmanın dönen varlıklarının yanında duran varlıklarının da bir bölümünün



finansmanında kısa vadeli yabancı kaynak kullanması, borçları geri ödeme konusunda yaşayacağı sorunlarla beraber aldığı yüksek riskten söz etmek gerekir.

Yataş firması incelendiğinde kısa vadeli kaynak kullanımının firma ortalamasının üzerinde, piyasa ortalamasının üstünde ama yakın olduğu görülmektedir. Tablo 3.22'ye göre firma varlık yapısıyla birlikte değerlendirildiğinde kısa vadeli finansmanda nispeten dengeli olduğunu söylemek mümkündür.

Kelebek Mobilya firmasının yıllar içinde kullanmış olduğu kısa vadeli kaynaklar firma ortalamasına paralel ve piyasa verilerine yakın olduğu görülmektedir. Şekil 3.20'ye göre firma aktifinde dönen varlıkların ağırlığı göz önünde bulundurulduğunda kısa vadeli yabancı kaynak kullanımının azalan eğimde izlenmesi ile birlikte değerlendirildiğinde, işletmenin finansmanda risk almadığını söylenebilir.

Gentaş firması, kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklar içindeki oranı bakımından yıllar içinde incelendiğinde, firma ortalamasının ve piyasa verilerinin belirgin bir şekilde altında olduğu saptanmıştır. Bu durumda firmanın işletme sermayesi finansmanında kısa vadeli yabancı kaynaklardan neredeyse hiç faydalanmadığını ortaya çıkarıyor. Dolayısıyla firmanın cari varlık finansmanında çok büyük ölçüde uzun vadeli kaynak kullanması, riskten tamamen korunan bir finansman politikası izlediğini gösteriyor.

### **3.3.11. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Yabancı Kaynak Toplamına Oranı Analizi Değerlendirilmesi**

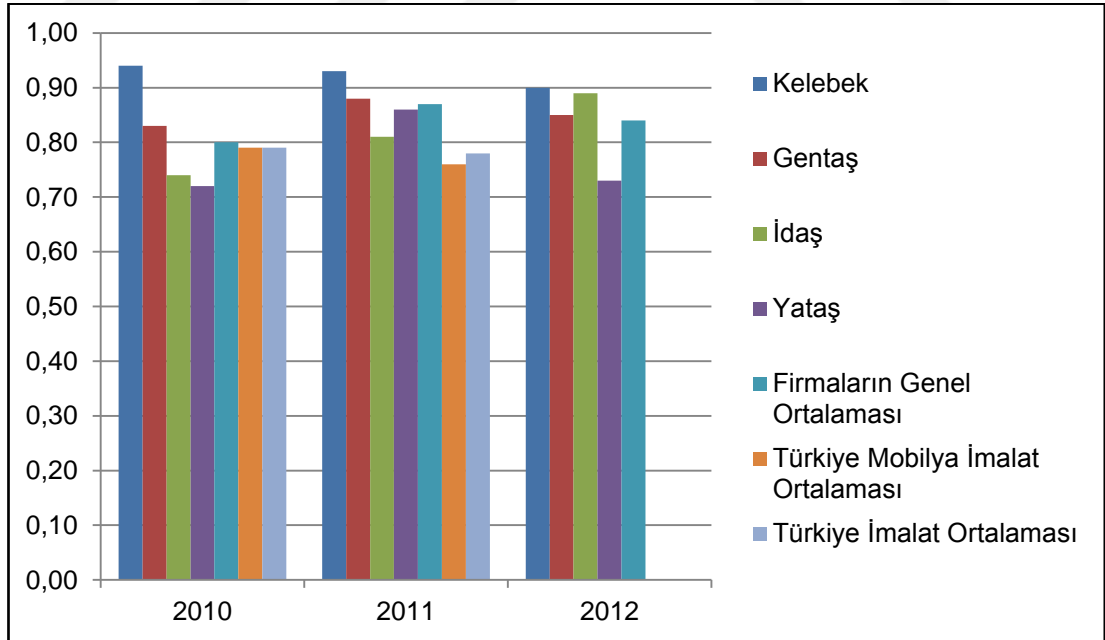
Kısa vadeli yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranı firma borçlarının vade yapısı hakkında bir görüş verir. İşletmenin varlık yapısı, kullanılan teknoloji, uzun süreli yabancı kaynak sağlama olanağı, bu oranı etkiler. Göreli olarak dönen varlıkları yüksek olan, emek yoğun firmalarda, toplam yabancı kaynaklar içinde kısa vadeli olan kaynaklar payının yüksek olması doğaldır. Buna karşılık duran varlıkları fazla yani sermaye yoğun firmalarda kısa vadeli kaynakların toplam yabancı kaynaklar içindeki payının az olması beklenir. Kurumsal yapı ve enflasyonist ortamlar bu oranı etkiler. Ayrıca sermaye piyasası gelişmemiş, uzun vadeli kredi kurumlarının yetersiz olması, bankacılık sisteminin daha çok kısa vadeli kredi

eğiliminde olduğu ekonomik ortamlarda, kısa vadeli yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklar içindeki oranı yüksektir.

Kısa vadeli yabancı kaynakların kaynak toplamı içindeki göreceli öneminin artması, kısa vadeli borçların sıklıkla yenilenmesi anlamına geldiği için firmada borç ödeme sorunu çıkarabilir. Öte yandan uzun vadeli yabancı kaynakların payının yükselmesi, firmanın sabit yükümlülüklerini artıracaktır. İşletme faaliyetlerinin yavaşlama dönemine girdiği zamanlarda uzun vadeli borç taksit ve faizlerinin ödenmesi sıkıntıya neden olabilir.

Ülkemizde uzun vadeli yabancı kaynak bulmada güçlükler ve firmaların varlık yapısı, dönen varlıkların toplam varlıklar içinde büyük pay taşıması, kısa vadeli yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklar içindeki oranının genelde %75- %80 civarında oluşmasına neden olmaktadır. Bunun yanında bazı iş kollarında bu oran %90'lar civarına çıkmaktadır (Akgüç, 2010, s.38).

Şekil 3.11. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Yabancı Kaynak Toplamına Oranı Verileri



	Kelebek	Gentaş	İdaş	Yataş	Firmaların Genel Ortalaması	Türkiye Mobilya İmalat Ortalaması	Türkiye İmalat Ortalaması
2010	0,94	0,83	0,74	0,72	0,80	0,79	0,79
2011	0,93	0,88	0,81	0,86	0,87	0,76	0,78
2012	0,90	0,85	0,89	0,73	0,84	-----	-----

Şekil 3.11'e göre firmalar Kısa vadeli yabancı kaynakların yabancı kaynak toplamına oranı açısından yıllar içinde incelendiğinde, firmaların genel ortalamasının piyasa verilerine yakın hareket ettiği gözlemlenmektedir. Yukarıdaki tanımda belirtildiği gibi ülkemizdeki işletmelerin finansmanda yabancı kaynaklar içinde kısa vadeli kaynakların ağırlığı belirgin bir biçimde karşımıza çıkıyor. Ülkemizde genel piyasa koşullarının bu formatta şekillendiği öne sürüldüğünde, izlenen sonuçların normal olduğu söylenebilir.

Şekil 3.11'e göre firma bazında yıllar bakımından incelendiğinde;

Kelebek mobilya firması yıllar itibariyle izlendiğinde, kısa vadeli yabancı kaynak kullanımının yabancı kaynak toplamı içindeki payının piyasa verilerinin ve firma ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir. Tablo 3.20'ye göre firmanın bilanço verilerine bakıldığında faaliyetlerinin finansmanında uzun vadeli yabancı kaynak hiç kullanmadığını ve devamlı sermayesinin tamamının öz kaynaklardan oluştuğunu belirtmek gerekir.

Gentaş firması kısa vadeli yabancı kaynak kullanımının yabancı kaynak toplamı içindeki payı açısından incelendiğinde çıkan sonuçların firma ortalamasının ve piyasa verilerinin üzerinde olduğu gözlemlenmektedir. Bu firma için yapılacak değerlendirmenin, yukarıda Kelebek Mobilya firması için belirtilen duruma ortak olduğunu ortak olduğu söylenebilir. Öte yandan buna ek olarak tablo 3.16'da görüldüğü gibi firmanın iktisadi varlıklarının finansmanında büyük ölçüde öz kaynaklardan faydalandığı anlaşılmaktadır.

İdaş firmasını yabancı kaynak kullanım ağırlığı olarak yıllar içinde izlediğimizde kısa vadeli yabancı kaynak oranının piyasa verilerine ve firma ortalamasına yakın

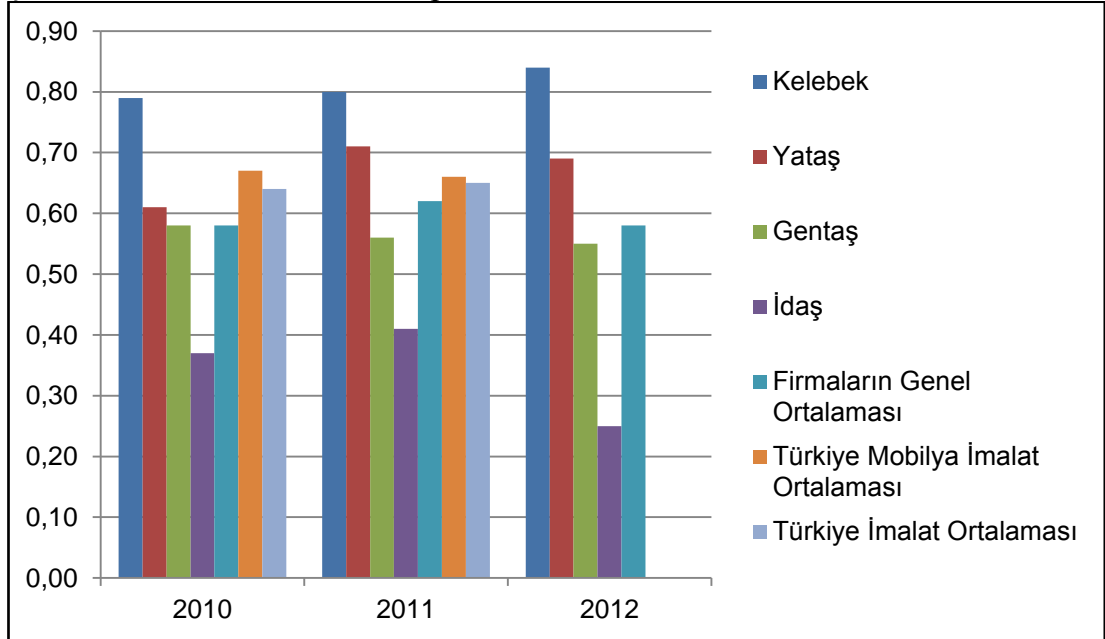
seyrettiği, bir yandan da yıllar içinde artarak devam ettiği gözlemlenmektedir. Tablo 3.18'de görüldüğü gibi firmanın faaliyet konusuyla ilgili 2010 ve 2011 yıllarında izlenen uzun vadeli finansal borçların azalarak 2012 yılında sona ermesi sonucu yabancı fon kaynaklarında kısa vadeli kaynaklara yönelme sonucu doğurmuştur. Bu nedenle yıllar içindeki oranda meydana gelen artış bu duruma bağlı olabilir.

Yataş firması kısa vadeli yabancı kaynak kullanımının yabancı kaynak toplamı içindeki payı bakımından gözlemlendiğinde orandaki nispi değerde çok fazla değişme olmasa da, yıllar içinde izlenen inişli çıkışlı grafiğin nedeni olarak tablo 3.22'de görüldüğü üzere uzun vadeli finansman borçlarındaki küçük değişmelerden ileri geldiğini söylemek mümkündür.

### 3.3.12. Dönen Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı Analizi Değerlendirilmesi

Dönen varlıkların toplam varlıklara oranı işletmelerin dönen varlıklara yapmış oldukları yatırımın tutarı ile ilgilidir. Bu oran işletmenin faaliyet gösterdiği alana göre değişmekle beraber, firmaların toplam varlıkları içinde dönen varlıkların payı önemli tutarlara çıkmaktadır. Genellikle üretim işletmelerinde dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki payı %50 oranında, toptan ve perakende ticaretle uğraşan işletmelerde ise bu pay %70 oranındadır (Aydın ve ark., 2009, s.134).

Şekil 3.12. Dönen Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı Verileri



	Kelebek	Yataş	Gentaş	İdaş	Firmaların Genel Ortalaması	Türkiye Mobilya İmalat Ortalaması	Türkiye İmalat Ortalaması
2010	0,79	0,61	0,58	0,37	0,58	0,67	0,64
2011	0,80	0,71	0,56	0,41	0,62	0,66	0,65
2012	0,84	0,69	0,55	0,25	0,58	-----	-----

Şekil 3.12'ye göre firmaları dönen varlıkların toplam varlıklara oranı bakımından yıllar içinde izlediğimizde ortalamalarının piyasa verilerine yakın ama altında olduğu saptanmıştır. Araştırma alanı firmaların üretim işletmeleri olmalarına rağmen, faaliyet konusunun mobilya sektörü olması dönen varlıklara yapılan yatırımı artırmaktadır. Ayrıca toplam varlıklar içinde dönen varlıkların hissedilir ağırlığını piyasa verilerinin de desteklediği görülmektedir. Böylece izlenen oranların, çalışılan piyasa koşullarının bu yönde oluşmasından kaynaklı olduğu anlaşılmaktadır.

Şekil 3.12'ye göre firma bazında yıllar bakımından incelendiğinde;

Kelebek Mobilya firmasının dönen varlıkların toplam varlıklara oranı yıllar içinde incelendiğinde, firma ortalamasının ve piyasa verilerinin üzerinde olduğu görülmektedir. Tablo 3.20'ye göre firma, varlık yatırımları seçiminde nispi ağırlığı piyasa ortalamasının üzerinde bir oranda dönen varlıklar lehine kullanıyorsa, yani toplam varlık tutarında değişme olmaksızın, dönen varlıklara yapılan yatırımın tutarı artış gösteriyorsa, bu durum dönen varlıklara bağlanan fon miktarını artıracak gibi finansal riski ve karlılığı da azaltacaktır.

Yataş firması yıllar içinde incelendiğinde, dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki payı piyasa verilerine paralel ve firma ortalamasının üzerinde olduğu tespit edilmiştir. Tablo 3.22 ve 3.23'e göre 2011 ve 2012 yıllarında görülen oransal artışın nedeni, satışlara paralel olarak toplam varlık tutarında meydana gelen genişlemeyi, firmanın dönen varlık yatırımına kullanmış olmasıdır. Yine belirtildiği gibi dönen varlıklara kanalize edilen yatırım, riski ve karlılığı azaltacaktır.

Gentaş firması yıllar itibariyle değerlendirildiğinde, dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki oranı piyasa verilerinin altında, firma ortalamasına paralel olduğu

görülmektedir. Tablo 3.16 ve 3.17'ye göre,2011 ve 2012 yıllarında satışlarıyla eşgüdümlü toplam varlık tutarında artış meydana gelmiştir. Bu artış firmanın varlık yapısı incelendiğinde dönen varlıkların artış tutarının yanında duran varlıklara yapılan yatırımlar sonucu beraber artış göstermektedirler.

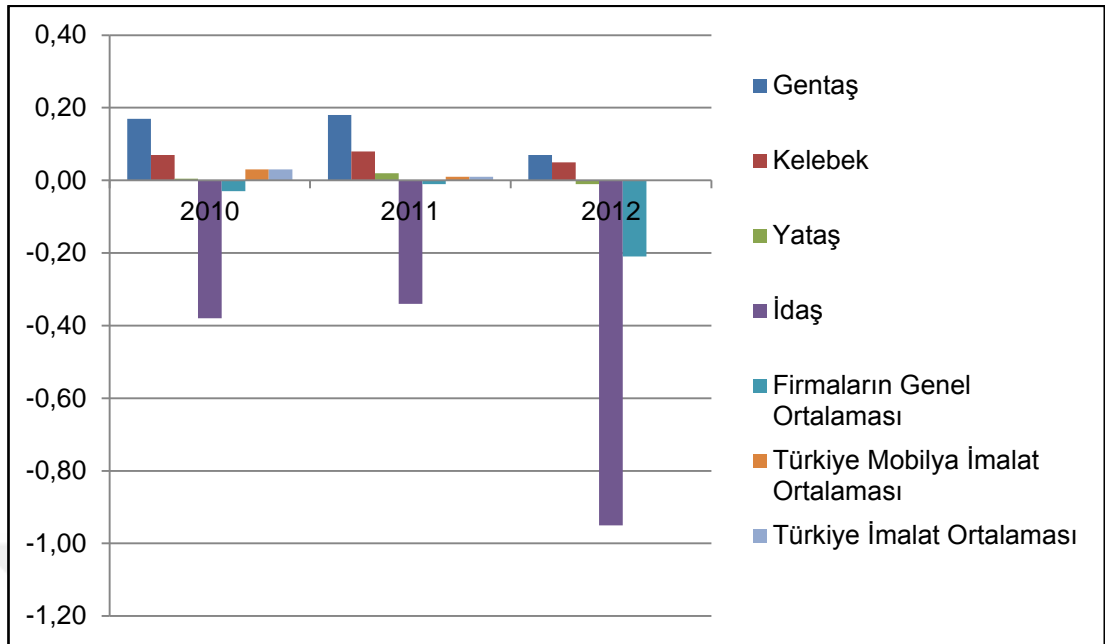
İdaş firmasının toplam varlıklar içinde dönen varlıklar payı yıllar itibariyle bakıldığında, oranların piyasa ve firma ortalamasının altında olduğu izlenmektedir. Tablo 3.18 ve 3.19'a göre firmanın toplam aktifleri içinde dönen varlıklarına yapmış olduğu yatırım aynı iş kolundaki diğer firmaların aksine duran varlık yatırımı daha fazla olduğu görülmektedir. Diğer taraftan firmanın toplam varlıklarının 2012 yılında diğer yıllara kıyasla azalma gösterdiğini ve dönen varlık yatırımındaki azalışın getirdiği risk göz önüne alındığında, oluşan tablo firma açısından olumsuz olarak değerlendirilebilir.

### **3.3.13. Satışların Karlılık Oranı Analizi Değerlendirilmesi**

Satışların karlılık oranı satıştan sonraki karı gösterir. Her türlü harcama, faiz ve vergiden sonra kalan kısmın yansımasıdır. Net kar, vergi tutarı düşüldükten sonra kalan kısımdır. Bunun yanında her türlü olağanüstü kar ve zararlarda vergi gibi net karın dışındadır. Yani net kar, işletme faaliyetlerinin cari bir sonucudur. Sanayi işletmelerinde bu oranın %4 ile 6 arasında olması yeterli görülmüştür (Bektöre ve Çömlekçi, 1977, s.120).

Satışlardan elde edilen net kar marjı oranında, formülün payında yer alan dönem net karı tüm faaliyet sonuçlarını içeren vergi sonrası kar büyüklüğüdür. Bu bakımdan hem işletme hem de finansman politikalarının sonuçlarını gösterir. Ancak kar büyüklüğü geçici veya olağandışı nedenlerden doğan gelir ve zararları kapsadığı için işletmenin geçmiş yıllara ait oranları ile diğer işletme oranları karşılaştırılırken dikkat edilmelidir. Tatminkar net kar oranının tatminkar produktivite ile birlikte olması gerekir (Çömlekçi ve Ark., 2004, s.243). Başka bir deyişle işletmede yapılan yatırıma karşılık beklenen getirisinin verimlilik gücü birbirine uygun olması gerekir. Eğer işletmenin net karlılık oranlarında çelişki oluşuyorsa, satışlara göre karlılığın hesaplandığı diğer yöntemlerle birlikte değerlendirmek uygun olacaktır.

Şekil 3.13. Satışların Karlılık Oranı Verileri



	Gentaş	Kelebek	Yataş	İdaş	Firmaların Genel Ortalaması	Türkiye Mobilya İmalat Ortalaması	Türkiye İmalat Ortalaması
<b>2010</b>	0,17	0,07	0,005	-0,38	-0,03	0,03	0,03
<b>2011</b>	0,18	0,08	0,02	-0,34	-0,01	0,01	0,01
<b>2012</b>	0,07	0,05	-0,01	-0,95	-0,21	-----	-----

Şekil 3.13'e göre firmalar satışların karlılık oranı açısından yıllar içinde incelendiğinde, İdaş firmasına ait oranların negatif görünmesi sonucu hesaplanan ortalamalar ile piyasa verileri arasında sağlıklı bir karşılaştırma yapmaya izin vermemektedir. İdaş firması ortalamadan çıkarıldığında satışların karlılık oranları (2010-0,08) (2011-0,09) (2012-0,03) olarak hesaplanmıştır. Tekrar hesaplanan oranlara göre firmalar satışların karlılığı bakımından değerlendirildiğinde, yıllar içinde görülen oransal dalgalanmanın tüm firmalar için homojen gözlemlendiği ve çoğunluğunun piyasa verilerinin üzerinde görünmesi nedeniyle satışlarından elde ettikleri karlılık olumlu yorumlanabilir. Öte yandan Gentaş firmasına ait oranların genel değerlerin üzerinde olduğunu, buna karşılık İdaş firmasının ise değerlerin çok altında bir görüntü verdiğini aldığımızda, ortalamalar arasında yapılan karşılaştırmaların anlamını yitirdiği kanısına varılabilir.

Şekil 3.13'e göre firma bazında yıllar bakımından incelendiğinde;

Gentaş firmasının yıllar içinde satışlarının karlılık oranı, hem diğer firmaların hem de piyasa verilerinin üzerinde olduğu görülmektedir. Bu nedenle firmanın satışlarından elde ettiği karlılık olumlu yorumlanabilir. Tablo 3.17'ye göre firmanın satışlarının karlılığını yıllar içinde detaylı incelediğimizde, brüt karlılıkta satış maliyetlerinin yüksek olduğunu, 2012 yılında maliyetlerin daha da yükselmesinin karlılığı olumsuz etkilediği görülmektedir. Bununla beraber faaliyet karının net karlılığa yakın olması, faiz ve verginin satış karlılığına önemli bir etkisi olmadığını göstermektedir.

Kelebek Mobilya firması satış karlılığı açısından yıllar içinde incelendiğinde, firmalar ortalamasına ve piyasa verilerine göre satışlarından elde etmiş olduğu karlılık oranları olumlu olarak yorumlanabilir. Diğer taraftan Tablo 3.21'e göre değerlendirildiğinde, brüt karlılığın yüksek, buna karşılık faaliyet karlılığının düşük olduğu görülmektedir. Ayrıca faaliyet karlılığının net karlılığa yakın seyretmesinin faiz ve vergi yükümlülüğünün karlılığa büyük etkisi olmadığını gösteriyor. Sonuçta firma faaliyet giderlerini satış maliyetlerinde izlendiği gibi azaltırsa net karlılığını artırması muhtemel olacaktır.

Yataş firması satışların karlılığı açısından incelendiğinde çıkan oranların 2011 yılı dışında piyasa verilerinin altında olduğu görülmektedir. Saptanan sonuçlar tablo 3.23'e göre araştırıldığında, işletmenin satış maliyetlerinin tutarlı dolayısıyla brüt karlılığının normal, öte yandan faaliyet giderlerinin dalgalanma gösterdiğini belirtmek gerekir. Faaliyet karlılığının net karlılığa uzak görünmesi, vergi yükünün herkes için aynı olması göz önünde tutulduğunda, firma pasifindeki kaynak dağılımının ağırlıklı yabancı kaynak kullanılması yönünde olması sonucu finansal giderlerin net karlılığa olumsuz yansıdığını söylenebilir.

İdaş firması yıllar içinde satışların karlılık oranı açısından incelendiğinde, işletmenin zarar ettiği görülmektedir. Tablo 3.19'a göre söz konusu negatif tablonun detayları incelendiğinde, satışların maliyetlerinin makul seviyelerde olduğu brüt karlılığının normal olduğu gözlemlenmektedir. Faaliyet karı açısından ise, yıllar içinde yapmış olduğu faaliyet giderlerinin normalin üzerinde olmasından kaynaklı faaliyet karının negatif olduğu, başka bir deyişle satışlarıyla ilgili esas giderleri sonucu işletmenin zarar ettiği görülmektedir. İşletme zararını artıran başka bir unsurda, firmanın varlıkların finansmanında büyük ölçüde yabancı kaynak kullanması nedeniyle artan



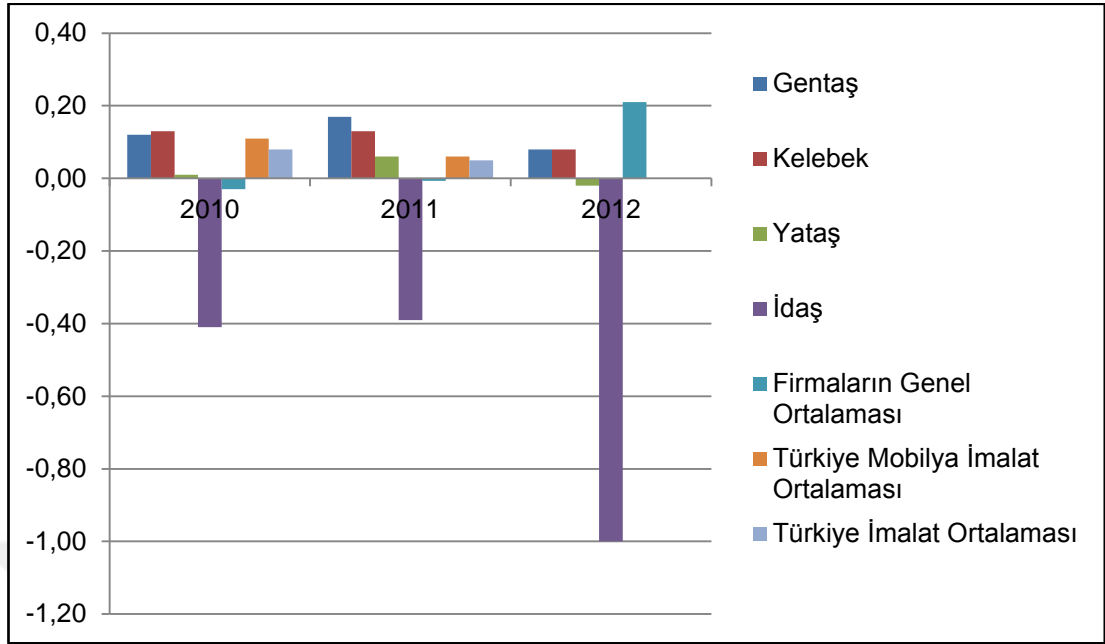
finansman giderleridir. Sonuçta firmanın satışlarından elde ettiği karlılık tüm yönleri ile değerlendirildiğinde ortaya çıkan görüntü olumsuz olarak yorumlanabilir.

### **3.3.14. Öz Sermaye Karlılık Oranı Analizi Değerlendirilmesi**

İşletmenin kendi öz sermayesini verimlendirme derecesini gösteren ve mali rantabilite oranı diye de anılan bu oran, net karın öz kaynaklara bölünmesi suretiyle elde edilir. Oranın hesaplanmasında pay da yer alan net kar, vergiden sonraki karı ifade etmektedir. Bu oran, işletme sahip ve sahipleri tarafından sağlanan kaynağın bir birimine düşen kar payını göstermektedir. İşletmenin yönetimindeki başarı derecesi ile karlılık durumunun analizinde bu oran önemli bir göstergedir (Akdoğan ve Tenker, 2010, s.671). Başka bir ifadeyle anılan oran, işletmeye ortaklarca tahsis edilmiş bulunan değerlerin ne ölçüde etkin ve verimli olarak kullanıldığını tespit etmek amacıyla hesaplanır. Bu oranın yüksek olması olumlu olarak yorumlanır.

Enflasyon öz sermaye karlılık oranı üzerinde etkili olabilir. Çünkü oranı oluşturan pay ve payda enflasyon karşısında aynı derecede etkilenmezler. Dönem net karı enflasyondan doğrudan etkilenirken, öz kaynaklar içindeki sermayenin nispi bir statikliği nedeniyle öz kaynaklar enflasyonu biraz daha geriden takip edebilir. Bu durumda ise, oran zaman içinde büyüme eğilimi gösterir. Sermaye artırım yapıldığı dönemlerde ise, bu oran küçülebilir. Öte yandan işletmelerin hukuki yapıları ve tabi oldukları özel düzenlemeler veya vergi oranlarındaki değişiklikler, net kar üzerindeki vergi yükü üzerinde etkili olur. Bu yüzden vergi yükünün net kar üzerindeki doğurduğu farklılıkları gidermek ve daha sağlıklı analiz yapabilmek için bu oran hesaplanırken vergi sonrası kar yerine vergi öncesi karın kullanılmasında yarar vardır (Çabuk ve Lazol, 2008, s.194).

Şekil 3.14. Öz Sermaye Karlılık Oranı Verileri



	Gentaş	Kelebek	Yataş	İdaş	Firmaların Genel Ortalaması	Türkiye Mobilya İmalat Ortalaması	Türkiye İmalat Ortalaması
<b>2010</b>	0,12	0,13	0,01	-0,41	-0,03	0,11	0,08
<b>2011</b>	0,17	0,13	0,06	-0,39	-0,007	0,06	0,05
<b>2012</b>	0,08	0,08	-0,02	-1,00	0,21	-----	-----

Şekil 3.14'e göre firmalar öz sermaye karlılık oranı açısından yıllar içinde incelendiğinde, satışların karlılık oranında yorumlanan benzer bir durum olduğu görülmektedir. Yine İdaş firması ortalamadan çıkarıldığında oluşan öz sermaye karlılık oranları (2010-0,08) (2011-0,12) (2012-0,04) olarak hesaplanmıştır. Bu yeni hesaplamada firmaların oluşturduğu değerlerin piyasa verileri ile birlikte hareket etmediği saptanmıştır. Diğer taraftan firmaların kendi içinde değerlerin aynı yönde dalgalanması ve satışların karlılığında olduğu gibi sıralamanın değişmediği gözlemlenmektedir. Yine firmaların varlık finansmanında tercih ettikleri kaynak seçimi ve öz kaynaklardaki değişimler genel yerine firma bazlı değerlendirmeyi daha anlamlı hale getirecektir.

Şekil 3.14'e göre firma bazında yıllar bakımından incelendiğinde;

Gentaş firmasının öz sermaye karlılığı oranlarına bakıldığında, yıllar içinde piyasa verilerinin ve diğer firmaların üzerinde olduğu görülmektedir. Öz sermaye karlılığının iyi durumda olmasını, işletme yönetiminin başarısını ve sahiplerine kazandırdığı kar payı açısından değerlendirildiğinde olumlu yorumlanabilir. Ayrıca tablo 3.16 ve 3.17'ye göre bakıldığında satışlarıyla birlikte öz kaynaklarının ve ödenmiş sermayesinin artış göstermesi de firma lehine açıklanabilir.

Kelebek Mobilya firması öz sermaye karlılığı açısından incelendiğinde yıllar içinde hesaplanan oranlarının, firma ortalamalarından ve piyasa verilerinden yüksek olduğu izlenmektedir. Firmanın 2012 yılındaki oranının diğer yıllara göre düşük görünmesini tablo 3.20 ve 3.21'e göre, o yılki öz kaynaklarının artış göstermesi, buna karşılık net karlılığındaki diğer yıllara göre azalıştan kaynaklı olduğu söylenebilir. Nitekim firma öz kaynaklarının artış göstermesi, finansmanda öz kaynak lehine değişim, firma karlılığındaki azalışa karşın, genel olarak değerlendirildiğinde işletme yönetiminin başarısı ve firmanın kar etmesi bakımından mevcut durum olumlu yorumlanabilir.

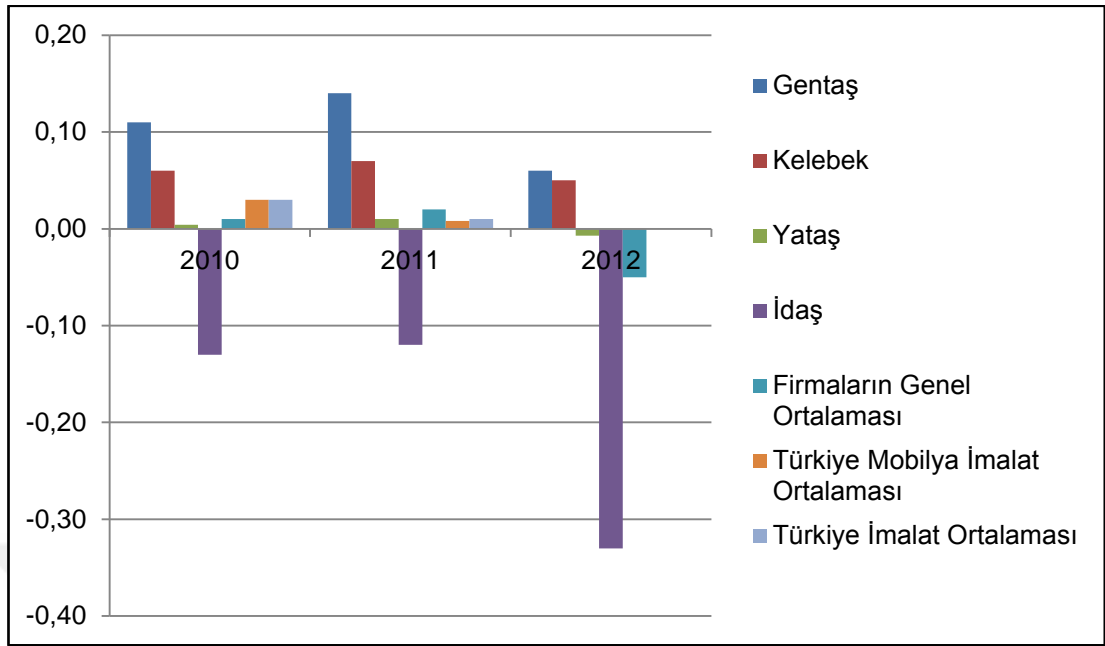
Yataş Firmasının öz sermaye karlılık oranlarını yıllar itibariyle incelendiğinde, dalgalanma gösterdiği, piyasa verileri ile birlikte hareket etmediği ve 2012 yılında ise negatif bir hal aldığı görülmektedir. İzlenen durum tablo 3.22 ve 3.23'e göre net karlılık açısından bakıldığında, belirtildiği gibi artan finansman giderlerinin karlılığa olumsuz etkileri, öz kaynaklar açısından bakıldığında ödenmiş sermayesinin öz sermayesi ile birlikte artış gösterdiğini, finansman seçiminde ise ağırlığın yabancı kaynaklarda olması ile birlikte değerlendirildiğinde sermaye sahiplerinin beklentilerinde soru işareti bırakabilecek seviyede olduğunu belirtmek gerekir.

İdaş Firması öz sermaye karlılığı açısından incelendiğinde, saptanan değerlerin işletme açısından iyi görünmediğini, yönetim başarısı ve ortakların bu mevcut durumdan olumsuz etkilediğini söylemek mümkündür. Tablo 3.18 ve 3.19'a göre firmanın net karlılığında artan oranda zarar etmesi ile öz kaynakların geçmiş yıl zararlarını içine alması ve 2012 yılı itibariyle firma varlıklarının azalması ile birlikte değerlendirme yapıldığında bahsi geçen durum olumsuz olarak yorumlanabilir.

### **3.3.15. Varlıkların Karlılık Oranı Analizi Değerlendirilmesi**

Karlılık analizinde kullanılan başka bir yöntemde net karın varlık toplamına olan oranın hesaplanmasıdır. Bu oran, işletmenin yapmış olduğu varlık yatırımının karlılığını; başka bir deyişle firma aktifindeki varlıkların ne ölçüde verimli kullanıldıklarını göstermek için hesaplanmaktadır. Anılan oran, bir işletmenin özellikle finansmanda büyük ölçüde yabancı kaynak kullanan ve yabancı kaynak kullanımını yıllar içinde farklılık gösteren firmalarda, karlılık analizinde son derece temkinli davranmak gerekir. Gerçekten net kar, faizler ve vergiler indirildikten sonra kalan tutarı gösterdiğinden, bir firmanın finansman şekline veya finans yapısındaki değişikliklere göre söz konusu oran yüksek veya düşük görülebilir. Finansmanda fazla miktarda yabancı kaynak kullanan firmalarda bu oran, varlıklarını büyük ölçüde öz kaynaklarla finanse eden firmalara kıyasla daha düşük olması doğaldır. Bu oranın, firmanın finansman şekline göre farklı sonuçlar veren, pay ve paydası arasında tutarlılık bulunmaması nedeniyle bir işletmenin karlılık durumunun incelenmesinde bir ölçü olarak kullanılırken dikkatli olunması gerekir (Akgüç, 2010, s.67-68).

Şekil 3.15. Varlıkların Karlılık Oranı Verileri



	Gentaş	Kelebek	Yataş	İdaş	Firmaların Genel Ortalaması	Türkiye Mobilya İmalat Ortalaması	Türkiye İmalat Ortalaması
<b>2010</b>	0,11	0,06	0,004	-0,13	0,01	0,03	0,03
<b>2011</b>	0,14	0,07	0,01	-0,12	0,02	0,008	0,01
<b>2012</b>	0,06	0,05	-0,007	-0,33	-0,05	-----	-----

Şekil 3.15'e göre firmalar varlıkların karlılık oranı açısından değerlendirildiğinde hesaplanan değerlerin, diğer yorum yapılan karlılık oranlarına paralel bir görüntü çizdiğini söylemek mümkündür. Yine İdaş firması ortalamadan çıkarıldığında oranlar (2010-0,05) (2011-0,07) (2012-0,03) olarak hesaplanmıştır. Araştırma alanı firmaların varlıklarının karlılık oranları diğer hesaplanan karlılık oranlarında olduğu gibi piyasayla beraber hareket etmediği gözlemlenmektedir. Ancak firmaların aktif karlılığının genelinin pozitif ve piyasa verilerinin nispeten yakın olduğunu, firma aktiflerinin verimli kullanılması bakımından olumlu olduğu söylenebilir.

3.15'e göre firma bazında yıllar bakımından incelendiğinde;

Gentaş firması aktif karlılığı açısından değerlendirildiğinde, çıkan sonuçların piyasa verileri ve diğer firmaların üzerinde olduğu görülmektedir. Bu durum firmanın yatırımlarını karlılığa dönüştürmesi bakımından aktiflerini gayet verimli bir şekilde

kullandığını göstermektedir. Bununla birlikte tablo 3.16 ve 3.17'ye göre 2012 yılında hesaplanan değerin düşük olması, o yılın karlılığının düşük, öte yandan varlıkların artış göstermesine bağlanabilir.

Kelebek Mobilya firması varlıkların karlılığı bakımından yıllar içinde incelendiğinde, hesaplanan oranların pozitif, piyasa ve firma ortalamasının üzerinde olduğu anlaşılmaktadır. Firmaya ait aktif toplamın büyük ölçüde dönen varlıklardan meydana geldiğini ve bu anlamda firmanın varlıklarını karlılık anlamında olumlu kullandığını belirtmek gerekir.

Yataş firması aktif karlılığı açısından yıllar içinde incelendiğinde, hesaplanan değerlerin firma ortalamalarının ve piyasa verilerinin altında olduğu gözlemlenmektedir. İzlenen durum firmanın aktif karlılığı konusunda olumsuz gibi görünüyorsa da, toplam varlıkların dönen varlıklar lehine artış göstermesi bakımından ortada bir durumun varlığından bahsedilebilir.

İdaş firması varlıklarının karlılığı açısından değerlendirildiğinde, hesaplanan oranların firma ortalamasının ve piyasa verilerinin altında olduğu görülmektedir. İzlenen durum firmanın varlıklarını verimli kullanamadığı anlamını taşımaktadır. Bununla beraber her yıl için saptanan hem net karının hem de faiz ve vergi öncesi kar değerlerinin negatif olması, piyasa ve firma ortalamalarından uzak bir görüntü vermesi nedeniyle görülen sonucun olumsuz olduğu söylenebilir.

## SONUÇ VE ÖNERİLER

İşletmeler, sermaye sahip veya sahipleri tarafından hedeflenen amaçlar doğrultusunda, daha doğrusu misyon ve vizyonları çerçevesinde kurulur, organize edilir ve çalışmaya başlarlar. İşletmelerin belirledikleri amaçlara ulaşması finansal açılarından doğru finansal planlama ve finansal yönetimle mümkün olmaktadır. Bu anlamda her kuruluş, başlangıçta yola çıkarken faaliyet konusuna uygun bir finansal yapı oluşturmak zorundadır. Başka bir anlatımla işletmelere gerekli olan optimal bir finansal yapı, onların finansal misyonlarını en iyi yansıtan varlık ve kaynakların kompozisyonunun oluşturması ile kurulur. Bu yapının işlevselliği ise, iktisadi varlıkların ve onları finanse eden kaynakların iyi bir biçimde yönetilmesi sonucu belirlenir.

İşletmenin iktisadi varlıkları bilançolarda paraya dönüşme hızına göre sıralanırlar. Bu varlıklar yazınlarda belirtildiği üzere kendilerini tüketme derecelerine göre sermaye yatırımları ve işletme sermayesi yatırımları olarak ayrılırlar. Her ne kadar sermaye yatırımlarının önemi daha fazla vurgulansa da, dönen varlıklara yapılan yatırım işletmenin finansal performansını büyük ölçüde etkiler. Bu anlamda finansal yönetimin işlevselliği etkin bir işletme sermayesi yönetimine dayanır.

Finansal analiz ile işletme sermayesi yönetiminin etkinliğini ortaya koymak için yapılan bu çalışmada, cari varlık yapısı itibariyle işletme sermayesi yönetimi önemine işaret eden iş kollarından birisi olan mobilya sektörü uygulama alanı olarak belirlenmiştir. Belirlenen uygulama alanında araştırma örneklemini, mali tabloları sürekli bağımsız denetimden geçirilen ve hisse senetleri İMKB’de işlem gören dört adet firma oluşturmaktadır. Bu firmaların 2010, 2011 ve 2012 yıllarına ait kamuya paylaşılan mali tablolarından alınan verilere, işletme sermayesi yönetimi etkinliğinin ölçülmesi amacıyla finansal oran analizleri ve bu analiz sonuçlarının sağlıklı bir şekilde değerlendirilmesinde kullanılmak üzere dikey yüzde analizi uygulanmıştır. Saptanan analiz bulguları üzerinden firmaların hesaplanan oranları açısından, 2010 ve 2011 yıllarına ait Türkiye mobilya imalat ve Türkiye imalat sektör ortalamalarıyla karşılaştırılması ile birlikte yapılan finansal değerlendirilmesinde ortaya çıkan sonuçlar aşağıdaki gibi özetlenebilir.

Likidite oranları açısından incelendiğinde; tespit edilen bulgular cari oran, asit-test oranı ve nakit oranı bakımından firmaların sıralamada homojen bir görüntü çizdiği saptanmıştır. Hesaplanan tüm likidite oranları için firmaların genel ortalaması sektör ortalamaları ile karşılaştırıldığında daha yüksek olduğu izlenmiştir. Hatta hesaplanan ortalamalar genel kabul görmüş oranlarında üzerindedir. Ancak bu ortalamayı oluşturan verilerin firma bazındaki dağılımları incelendiğinde, tüm firmaların durumunun likidite açısından iyi durumda olduğu anlamı taşımamaktadır. Buna göre; araştırma alanı bu dört firma kendi içinde incelendiğinde, firmalardan ikisinin likiditesinin yüksek ve risk taşımadığı, birinin risk sınırında olduğu, diğerinin ise düşük likiditeye sahip ve yüksek risk taşıdığı belirlenmiştir. Sonuçta işletmelerin kısa vadeli mali gücünü ve likit yapısını ölçmede kullanılan likidite oranları; kendisinin değişiminde etkili olan birçok faktör olmasına karşın, yatırımcıların ve kreditorlerin kendilerini güvende hissetmelerinin bir ölçüsü olduğunun gölgesinde belirlenmesi gerekir.

Faaliyet oranları açısından incelendiğinde; stok devir hızı ve alacak devir hızı açısından yıllar itibariyle firmaların genel ortalamaları piyasa verileri ile karşılaştırıldığında, hesaplanan oranların düşük olduğu saptanmıştır. Firmalar bazında değerlendirildiğinde firmaların hemen hepsinin stok ve alacak devir hızı oranlarının sektör ortalamalarının gerisinde olduğu anlaşılmıştır. Stok ve alacak devir hızlarının yavaş olmasını, araştırılan dönemdeki konjonktürün, spekülative stok bulundurmaya gerektirecek bir duruma işaret etmediğinin bilinmesi, satışlarda yıllar itibariyle artış kaydedildiğini, firmaların genel tahsilat politikalarının ise anılan yönde belirlemelerinin bir sonucu olduğunu ve bu iki devir hızının endüstri olarak görece önemi göz önüne alındığında, işletme sermayesi yönetiminin etkinliğinin yine de azaldığı söylenebilir. Öte yandan stok ve alacak devir hızlarının birleşiminden meydana gelen etkinlik oranının düşük olması, firmalar açısından işletme sermayesi ihtiyacını arttırmasının yanında, nakit dönüşüne negatif etki etmesi bakımından finansal performansı olumsuz etkilediğini söylemek mümkündür. Bunun yanında firmaların ticari borç devir hızları incelendiğinde, firmaların genel ortalamasının yüksek olduğu ve borç vadelerinin kısa olmasının finansman ihtiyacını arttırması bakımından olumsuz anlaşılabilir, aralarından bir firmanın mal alışlarını neredeyse peşin sayılabilecek bir sürede gerçekleştirdiğinin görülmesinin ortalamayı yükselttiği, kalan firmaların ise oranlarının yavaş olduğu anlaşılmaktadır. Dolayısıyla



firmaların  $\frac{3}{4}$ 'ünün ticari borç devir hızının yavaş ve birbirine yakın oranlarda izlenmesi, finansmana pozitif katkısından ötürü olumlu yorumlanabilir. Anılan üç devir hızının ortak sonucu olan nakit döngü hızı (nakit dönüş süresi/gün) açısından incelendiğinde, alacak ve stok devir hızının piyasanın gerisinde olması, ticari borç devir hızının sektör karşılaştırması yapılamasa da, birlikte alındığında araştırma alanı firmaların ortalama nakit dönüş sürelerinin 2010 ve 2011 yıllarında yaklaşık altı ay (183,75–185,50 gün) 2012 yılında ise yaklaşık beş ay (148,75 gün) olduğu hesaplanmıştır. Sektör ortalamaları karşılaştırması yapılmadan firmaların genel ortalaması çerçevesinde incelendiğinde, firmaların ikisinin ortalamasının üzerinde, diğer ikisinin ortalamasının yakınında ama nispeten altında olduğunu belirtmek gerekir. Nitekim nakit dönüş süresinin uzun olması dönen varlık yatırımını artırması ile firma karlılığını olumsuz yönde etkileyeceği gibi, likidite açısından da işletme sermayesinin etkinliğini azaltması bakımından işletme aleyhine bir durumdur. İşletme sermayesi devir hızı ve net işletme sermaye devir hızı oranları, faaliyet oranlarına ilişkin ortaya çıkan sonuçların genel bir değerlendirmesi şeklinde düşünülebilir. Buna göre; her iki devir hızı için incelenen yıllar itibarıyla firmaların genel ortalamalarının sektör oranlarıyla karşılaştırıldığında çıkan sonuçların düşük olduğu saptanmıştır. Dolayısıyla diğer faaliyet oranlarında açıklanan durum, işletme sermayesi ve net işletme sermayesi devir hızlarındaki kaydedilen yavaşlama göstergesini ortaya koymaktadır. Öte yandan firmalar genelinin ( $\frac{3}{4}$ 'ünün) satışlarının yıllar içinde artarak ilerlemesi her şeye rağmen göz ardı edilmemelidir. Sonuçta saptanan faaliyet oranlarına göre; araştırılan firmaların tamamının karşılaştırılan yıllarda piyasada faaliyet gösteren diğer firmalara kıyasla geride olduğunun anlaşılması ile mevcut durumun işletme sermayesi yönetiminin etkinliğini nispeten azalttığı, gereksinim duyulacak fon tutarını artırdığı ve karlılığı olumsuz yönde etkilediği söylenebilir.

Ekonomik yapı oranları açısından incelendiğinde; dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki payı bakımından firmaların genel ortalamasının sektör oranlarının altında ama paralel denilebilecek ölçüde yakın olduğu saptanmıştır. Bilindiği gibi bu oran işletmelerin dönen varlıklara yapmış oldukları yatırımı temsil eder. Araştırma firmalarının üretim işletmeleri olmasına rağmen toplam varlıklar içinde dönen varlıklara yapılan yatırım oranının yaklaşık %60'lar seviyesinde izlenmesi ve piyasa verilerinin de bu ölçüleri desteklemesinin mobilya sektörü işletmelerinin anılan

oranlar çerçevesinde faaliyet gösterdiğini ortaya koymaktadır. Firmalar bazında bakıldığında ise, firmaların ikisinin ortalamaya yakın ama üzerinde, birinin ortalama seviyesine yakın altında, diğerinin de ortalamanın belirgin şekilde altında olduğu gözlemlenmiştir. Kısa vadeli kaynak kullanım oranları incelendiğinde, toplam kaynaklar içindeki payı bakımından firmaların genel ortalamaları sektör oranlarına yakın ama altında tespit edilmiştir. Firmalar bazında değerlendirildiğinde, firmalardan ikisinin ortalamalardan yüksek, birinin ortalamaların altında ama yakın, diğerinin ise ortalamaların oldukça altında oranlarla çalıştıkları görülmüştür. Böylece işletmelerin kısa vadeli kaynak kullanımının değişkenlik göstermesi işletme sermayesi finansmanında farklı politikalar izlediklerini ortaya koymaktadır. Kısa vadeli kaynakların yabancı kaynaklar içindeki payı incelendiğinde, firmaların genel ortalamasının sektör verilerinin üzerinde ama paralele yakın hareket ettiği saptanmıştır. İzlenen oranların %80'ler seviyesinde olması, işletmelerin finansmanlarında kullandıkları yabancı kaynaklar içindeki ağırlığın belirgin bir biçimde kısa vadeli kaynaklarda olduğunu ortaya çıkarıyor. Firmalar bazında incelendiğinde ise, yabancı kaynak seçiminde, firmaların tümünün büyük oranda kısa vadeli kaynaklara yöneldikleri tespit edilmiştir. Sonuçta saptanan ekonomik yapı oranlarına göre; varlık yapısı incelendiğinde, araştırılan sektör itibarıyla dönen varlıkların toplam varlıklar içinde daha çok yer kapladığı, bu durumun işletme sermayesine daha fazla fon ayrılmasına ve dönen varlık unsurlarının yönetimine eğilim gösterilmesini ortaya koymaktadır. Finansman yapısı incelendiğinde, kısa vadeli kaynak kullanımının gerek toplam kaynaklar içinde, gerekse yabancı kaynaklar içindeki belirgin ağırlığı finansmanda kısa vadeli kaynaklara yönelim olduğunu göstermektedir. Kısa vadeli kaynak kullanımında likidite problemi yaşanmadığı sürece işletme karlılığına olumlu katkısı olacaktır. Ancak olası bir finansal kriz veya enflasyonist atmosferde sık tekrarlanan kısa vadeli borçların geri ödenmesinde sorun yaşanabileceğini söylemek mümkündür.

Karlılık oranları açısından incelendiğinde; tespit edilen bulgular satışların karlık oranı, öz sermaye karlılık oranı ve varlıkların karlılık oranı açısından firmaların sıralamada homojen bir görüntü çizdiği saptanmıştır. Hesaplanan bütün karlılık oranları için firmaların genel ortalamasının sektör verileri ile karşılaştırıldığında daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Buna göre; net karlılık açısından detaylara bakıldığında,incelenen yıllarda araştırılan firmalardan ikisi finansal giderlerin

karlılığa olumsuz etkisine maruz kalmış, satış ve faaliyet giderlerinde ise, tüm firmalar için negatif oransal değişimde büyük ölçüde etkili olduğu ve giderlerin değişkenlik gösterdiği anlaşılmıştır. Bununla beraber vergi sonrası karlılıkta tüm firmalar için önemli bir değişiklik olmamıştır. Bu yüzden firmalar net karlılıklarında birbirinden farklı sonuçlar vermektedir. Hesaplanan karlılık oranları net karın pay da yer aldığı üzere formüle edildiği göz önünde tutulduğunda, firmalar kendi içinde incelendiğinde, ikisinin karlılık oranlarının iyi düzeyde, diğer ikisinin karlılıklarının belirtilen ortalamaların altında olduğu, bunlardan birinin karlılık oranlarının düşük olduğu, diğerinin ise tüm karlılık oranlarının negatif olduğu belirlenmiştir. Sonuçta; satış karlılığı, firmaların işletme ve finans politikalarının bir özetini, öz sermaye karlılığı, sermaye sahiplerinin işletmeye sağladığı değerlerin yönetilebilme başarısını, varlıkların karlılığı da, işletme emrine verilen iktisadi unsurların ne kadar faydalı kullanıldığına bir göstergesidir. Nitekim karlılık oranlarındaki saptanan sonuç, firmaların likidite oranlarında izlenen dağılıma benzerlik göstermesi, satışların, öz sermaye ve varlıkların karlılık durumlarını daha net açıklamaktadır.

İşletme sermayesi yönetiminin etkinliğinin ölçülmesi amacıyla mobilya sektörü firmaları üzerinde yapılan bu çalışmada saptanan sonuçlar;

- Varlık yapılarında dönen varlık yatırımlarının ağırlıkta olduğunu
- Finansman politikalarının ülkemizde subjektif olarak kısa vadeli yabancı kaynak kullanımı lehine geliştiğini
- Faaliyet unsurlarının yönetimde verimliliğin düşük olması ve bunun nakit dönüşüme olumsuz yansıdığını
- Likidite ve karlılık durumlarının birlikte hareket ettiği ve sınırda olduğunu,
- Likidite, Karlılık ve Risk açısından, firmalardan ikisinin iyi durumda olduğunu ve risk taşımadığı, birinin orta düzeyde ve risk sınırında olduğunu, diğerinin ise, iyi durumda olmadığını ve yüksek düzeyde risk taşıdığını
- Son olarak işletme sermayesi yönetimindeki başarı derecesinin firmaların işletme sermayesini ne ölçüde etkin ve verimli kullandıklarıyla ilgili olduğunu, bu bağlamda araştırma alanı firmalar işletme sermayesi yönetiminde etkinliklerini arttırmaları için daha fazla çaba göstermelidirler.

Sonuç olarak; günümüzde oluşan mevcut piyasa koşulları uzun yıllardır faaliyet gösteren kurumsal firmalar dahil olmak üzere işletmeleri literatürde belirtilen ve teamüllerde açıklanan finansal oranlardan farklı olarak çalışmaya sürüklemesi, artan rekabetin firmalar üzerindeki mali etkisini gözler önüne sermektedir. Bu durum karşısında işletmelerin değişen piyasa şartlarına verecekleri reaksiyonda değişme göstermektedir. Bu anlamda gerek göz ardı edilemeyecek tutarda işletme sermayesine yapılan yatırım, gerekse kaynak yapısı bakımından küçük işletmelerin sınırlı finans imkanına sahip olmaları, hatta hisseleri sermaye piyasalarında işlem gören halka arz firmaların, yatırımcı tepkilerinin konjonktürel hareketlerin mikro düzeyde olduğu dönemlerde bile beklenti seviyelerindeki değişime bağlı olumsuz davranışlar sergilemesi, işletmeler açısından kısa vadeli finansmanın önemini ortaya koymaktadır. Ayrıca bu durum mal, hizmet veya finansal açıdan tedarikçi konumunda olan kurum ve kuruluşların ilgisinin firmanın kısa vadeli finansman yönetimi eksenine doğru yönelmesine neden olmaktadır.

Klasik bir anlatım olan “işletme sermayesi yönetimine gerekli önemin gösterilmesi” cümlesi ile sonuçlanan yazınlara ek olarak; işletmelerin içinde buldukları ortamı iyi analiz etmeleri, piyasada etkileşim halinde bulunduğu tüm paydaşları ve bu paydaşların oluşturduğu kaynak faktörlerini çözümlenmeleri neticesinde elde edilen bilgiler ışığında, yenilikçi bir politika izlemeleri yerinde olacaktır.

## KAYNAKLAR

Akdoğan, N. & Tenker, N. (2010). Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri. Ankara: Gazi Kitabevi, 13. Baskı.

Akgüç, Ö. (2010). Finansal Yönetim. İstanbul: Avcıol Basım Yayın, 8. Baskı.

Akgüç, Ö. (2013). Mali Tablolar Analizi. İstanbul: Arayış Basım ve Yayıncılık, 15. Baskı.

Akgün, M. (2002). İşletmelerde Etkinlik ve Nakit Çevirme Süresi Analizi-Çimento Sektöründe 1995-2001 Dönemi. İstanbul: Mali Çözüm Dergisi, Sayı 60, Temmuz-Ağustos-Eylül, s.186-198. (Erişim Tarihi: 12.06.2013). <http://www.istanbulsmmmodasi.org.tr/yayinlar.asp?Gid=1&Yid=60>

Akkuş, B. (2010). Finans Yönetim. İstanbul: Kumsaati Yayın Dağıtım, 2. Baskı.

Aksoy, A. (1988). Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi. Ankara: 2. Baskı.

Aksoy A. & Yalçiner K. (2008). İşletme Sermayesi Yönetimi. Ankara: Gazi Kitabevi, 4. Baskı.

Arslan, Ö. (2003). Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Çalışma Sermayesi ve Bazı Finansal Yönetim Uygulamaları. Sivas: Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt:4, Sayı:1, 121-135. (Erişim Tarihi: 09.03.2013). <http://iibfdergi.cumhuriyet.edu.tr/issue.php?yil=2003&cilt=4&sayi=1>

Aydın, N. (2003). Finansal Yönetim. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi.

Aydın, N., Coşkun, M., Bakır, H., Ceylan, A. & Başar, M. (2006). Finansal Yönetim. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını, 4. Baskı.

Aydın, N., Başar, M. & Coşkun, M. (2009). Finansal Yönetim. Ankara: Detay Yayıncılık.

Bektöre, S. (1970). İşletmelerde Çalışma Sermayesi Analizi. Ankara: Sevinç Matbaası.

Bektöre, S. & Çömlekçi, F. (1977) Mali Tablolar Analizi. Eskişehir: Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları.

Berk, N. (2005). Finansal Yönetim. İstanbul: Türkmen Kitabevi, 8. Baskı.

Brealey, R.A., Myers, S.C. & Marcus, A.J. (2001). İşletme Finansının Temelleri (Çevirenler: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı). İstanbul: Literatür Yayıncılık, 3. Basım.

Brigham, F. E. (1999). Finansal Yönetimin Temelleri (Çevirenler: Özdemir Akmut, Halil Sarıaslan)., Ankara: Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları Cilt-1, No: 212.

Brigham, F. E. (1999). Finansal Yönetimin Temelleri (Çevirenler: Özdemir Akmut, Halil Sarıaslan). Ankara: Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları Cilt-2, No: 213.

Büker, S., Aşıkoğlu, R. & Sevil, G. (1997). Finansal Yönetim. Eskişehir: Sakarya, 2.Baskı.

Büyükşalvarcı, A. & Abdioğlu, H. (2010). Kriz Öncesi ve Kriz Dönemlerinde İşletmelerde Çalışma Sermayesi Gereksiniminin Belirleyicileri: İMKB İmalat Sanayi Şirketleri Üzerinde Ampirik Bir Uygulama. Erzurum: Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 24, Sayı: 2, 47-71. (Erişim Tarihi: 09.03.2013). <http://e-dergi.atauni.edu.tr/index.php/IIBD/issue/view/460>

Ceylan, A. (1983). Türkiye’de Küçük İşletmelerin Finansal Sorunları ve Çözüm Önerileri. İstanbul: Küçük İşletmelerin Problemleri ve Çözüm Yolları Sempozyumu, 12-13 Aralık, s.11.

Ceylan, A. (2000). İşletmelerde Finansal Yönetim. Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları, 6. Basım.

Ceylan, A. (2004). İşletmelerde Finansal Yönetim-Meslek Yüksek Okulları İçin. Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları, 1. Basım.

Çabuk, A. & Lazol, İ. (2008). Mali Tablolar Analizi. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 5. Baskı.

Çömlekçi, F., Yılandı, M., Erdoğan, N., Önce, S., Selimoğlu, S. K. & Kaya, E. (2004). Muhasebe Denetimi ve Mali Analiz. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını.

Ercan, M.K. & Ban, Ü. (2005). Değere Dayalı İşletme Finansı-Finansal Yönetim. Ankara: Gazi Kitabevi, 2. Baskı.

Kiracı, M. (2000). İşletmelerin Finansal Başarısızlığında Çalışma Sermayesi Yönetiminin Rolünün Oranlar Yardımıyla Tespiti ve Ampirik Bir Araştırma. Eskişehir: Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.

Erdoğan, S.B. (2008). Konaklama İşletmelerinde İşletme Sermayesi Yönetiminin İncelenmesi. Afyon: Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi Cilt: X, Sayı:2, 223-236. (Erişim Tarihi: 09.03.2013). <http://www.iibfdergi.aku.edu.tr/10-2.html>

Erdoğan, M. (1978). Erzincan Bez Fabrikasının Çalışma Sermayesi Analizi. Erzurum: Atatürk Üniversitesi Yayınları, No: 540, İşletme Fakültesi Yayınları No: 72.

Güzel, A. (2012). İşletme Finansmanı. İzmir: İlya İzmir Yayınevi, 1. Baskı.

Gole, V.L. (1977). Çalışma Sermayesi Yönetimi (Çeviri: Muammer Erdoğan). Erzurum: Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler, İşletme Dergisi, Cilt: 2, Sayı: 4, 99-116. (Erişim Tarihi: 24.01.2013). <http://e-dergi.atauni.edu.tr/index.php/IIBD/issue/view/227>

Gönenli, A. (1979). İşletmelerde Finansal Yönetim. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Finans Enstitüsü Yayınları, 3.Baskı.

Gönenli, A. (1988). İşletmelerde Finansal Yönetim. İstanbul: İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları, 6.Baskı.

Güvemli, O. (1973). Sanayi İşletmelerinde İşletme Sermayesi ve Analizi. İstanbul: Kutulmuş Matbaası.

Hacıoğlu, Ü. & Dinçer, H. (2009). Finansa Giriş Teori ve Uygulama. İstanbul: Beta Basım Yayım, 1.Basım.

Hatipoğlu, Z. (1986). İşletme Finansı. İstanbul: Temel Araştırma Yayınları No: 6.

Mucuk, M. (2005). Geçici Vergilerin Çalışma Sermayesi Üzerine Etkileri. Selçuk Üniversitesi İ.İ.B.F. Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, Cilt: 5, Yıl: 5, Sayı: 10, 233-245. (Erişim Tarihi:20.03.2013). [http://www.iibf.selcuk.edu.tr/iibf\\_dergi/dosyalar/341347997324.pdf](http://www.iibf.selcuk.edu.tr/iibf_dergi/dosyalar/341347997324.pdf)

Okka, O. (2010). Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler. Ankara: Nobel Yayın, 4. Baskı.

Örten, R. (2003). Genel Muhasebe (Tek Düzen Muhasebe Sistemi ile Uyumlu). Ankara: Gazi Üniversitesi İ.İ.B.Fakültesini Geliştirme Derneği, 3. Baskı.

Pamukçu, B. A. (1999). Finans Yönetimi. İstanbul: Der Yayınları, No:257.

Usta, Ö. (2002). İşletme Finansı ve Finansal Yönetim. İzmir: Anadolu Matbaacılık.

Sakarya, Ş. (2008). Nakit Yönetiminde Nakit Dönüş Süresi Analizinin Kullanılması: İMKB'deki KOBİ'ler Üzerine Ampirik Bir Çalışma. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C: 13, Sayı: 2, 227-248. (Erişim Tarihi: 12.06.2013).[http://sablon.sdu.edu.tr/fakulteler/iibf/dergi/2008\\_2.html](http://sablon.sdu.edu.tr/fakulteler/iibf/dergi/2008_2.html)

Sermaye Piyasası Kanunu (1981). 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu madde: 3/b.(Erişim Tarihi: 13.03.2013).  
<http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.2499.doc>

Sermaye Piyasası Kanunu (2012). 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Madde: 3/o. (Erişim Tarihi:13.03.2013).  
<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/12/20121230-1.htm>

Sevilengül, O. (2011). Genel Muhasebe. Ankara: Gazi Kitabevi, 16. Baskı.

Smith, V. K. (1979). Guide To Working Capital Management. New York: Mc Graw Hill Book Company.

Stoltz, A., Viljoen, M., Gool. S. & Cronje, R. (2007). Financial Management: Fresh Perspectives, Cape Town: Pearson Education.

Tekok, O. (1977). Finansal Yönetim: Finansal Planlama-Yatırım Politikası. Ankara.

TSPAKB (2009). Finansal Yönetim. Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi, Ekim, 1-119. (Erişim Tarihi: 01.03.2013).<http://web.bilecik.edu.tr/sinan-esen/files/2011/09/Finansal-Yönetim.pdf>

Türk Ticaret Kanunu (1956). 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu. (Erişim Tarihi: 09.03.2013). <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/5.3.6762.doc>



Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu (2005). Stoklara İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı (TMS2) Hakkında Tebliğ Sıra No: 3. (Erişim Tarihi: 09.03.2013).  
<http://www.resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2005/01/20050115.htm&main=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2005/01/20050115.htm>

TÜRMOB (2005). Muhasebenin Temel Kavramları ve Tek Düzen Hesap Planı. Türmob Yayınları- 234 (Erişim Tarihi: 13.03.2013).  
[http://www.selcukozturk.net/tr/wp-content/uploads/2008/06/hesap\\_plani.pdf](http://www.selcukozturk.net/tr/wp-content/uploads/2008/06/hesap_plani.pdf)

Wilson, P. (1996). Finans Yönetimi (Çeviri: Engin Müstecaplıoğlu). İstanbul: Epsilon Yayıncılık.

Yalçiner, K. & Aksöyek, İ. (2011). Çözümlü Problemleriyle Finansal Yönetim. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 1. Baskı.

Yücel, T. & Kurt, G. (2002). Nakit Dönüş Süresi, Nakit Yönetimi ve Karlılık: İMKB Şirketleri Üzerinde Ampirik Bir Çalışma. İstanbul: İMKB Dergisi, Cilt:6, Sayı: 22 Nisan/Mayıs/Haziran, 1-15.  
(Erişim Tarihi: 12.06.2013)<http://borsaistanbul.com/kurumsal/yayinlar/imkb-dergisi>

(Erişim Tarihi: 18.05.2013).

<http://www.kap.gov.tr/bildirim-sorgulari/finansal-tablolar.aspx>

(Erişim Tarihi: 18.05.2013). <http://www.tcmb.gov.tr/seyir/yayinlar.htm>

(Erişim Tarihi: 18.05.2013). <http://www.isyatirim.com.tr/home.aspx>

(Erişim Tarihi: 18.05.2013).<https://www.idas.com.tr/index.php/about-idas-shop>

(Erişim Tarihi: 18.05.2013). <http://www.gentas.com.tr/index/index/setLng/tr>

(Erişim Tarihi: 18.05.2013).[http://www.kelebek.com.tr/hakkimizda\\_4\\_19](http://www.kelebek.com.tr/hakkimizda_4_19)